

裁量的発生処理額と市場評価

加 賀 谷 哲 之

1 会計政策研究と証券価格研究の融合

本稿の狙いは、日本企業の経営者の裁量的な会計行動を浮かび上がらせ、それが証券市場でどのように評価されているかについて検証することである。

一般に経営者の裁量的な会計行動メカニズムは、これまで会計政策研究の中で説明されてきた¹⁾。一方、会計情報が証券価格にどのような影響を与えるかについては、証券価格研究の中で探求されてきた。本稿では会計政策研究と証券価格研究での理論的・実証的蓄積を援用しながら、日本企業の経営者の裁量的な会計行動と証券価格形成の関係を分析する。

会計政策研究と証券価格研究を融合させること自体は決して新しい試みではない。米国では既に1970年代より、その一環として、さまざまな会計手続きの選択と株価形成の関係をめぐる実証研究が進められてきた²⁾。では、なぜ本稿で経営者の裁量的な会計行動と証券価格形成の関係を明らかにしようとしているのか。理由は二つある。一つは、日本企業の連結会計政策と証券市場との関係が十分に解明されていないからである。過去、石塚・河[1986]、桜井[1991]など先駆的な研究で会計手続き選択・変更と株価形成の関係については検証されており、証券市場が経営者の会計手続きの変更を透視しているという事実が明らかにされている。ただそれらの研究の多くは、個別財務諸表上での会計政策と株式市場の関係性を分析したものである。99年4月事業開始年度から、これまでの個別財務諸表を中心とする会計・開示制度が改められ、連結決算中心主義の時代が到来する。この点を考慮に入れ

ると、連結財務諸表を対象とした会計政策の実態およびそれに対する株式市場の評価の解明が望まれる。

いま一つは、これまでとは異なる有効なアプローチが利用可能となったからである。既存の先行研究では、一つあるいは少数の会計方法の選択・変更に焦点をあて、その株価形成への影響を調査してきた。しかし、そうしたアプローチには限界がある。それでは多種多様な選択肢がある経営者の会計政策を包括的に捉えるのが難しいのである。日本企業の経営者は有形固定資産や棚卸資産などの費用配分、有価証券の評価基準、引当金処理などさまざまな選択肢を通じて利益をコントロールできる状態にある。そのため、これまでのアプローチで日本企業の経営者の会計政策を解明するのが難しかった。

しかし、これまでのアプローチの限界を克服する新たな分析手法が開発された。発生処理額 (Accruals) を利用した分析方法である。発生処理額とは、さまざまな会計手続き選択を経て算出される会計利益と営業活動からのキャッシュ・フロー (以下、営業キャッシュ・フロー) との差額をさす³⁾。発生処理額を基軸とした検証アプローチは、経営者の会計政策を包括的にとらえるうえで有効であることが知られている。「会計利益は意見、キャッシュは現実」の言葉にも象徴されるように、会計利益とキャッシュ・フローとの差額には、経営者の裁量的な会計行動をめぐる情報が織り込まれていることが多いためである。米国では、既に発生処理額を利用した分析が進められており、会計政策による影響額が株式市場でどのように評価されているかが明らかにされつつある⁴⁾。また日本でも発生処理額を基軸とした研究により、経営者の会計政策の一側面が明らかにされている⁵⁾。

ただわが国で連結発生処理額を活用し、経営者の連結会計政策が証券市場でどのように評価されているのかを明らかにした研究は皆無である。その大きな理由として、連結キャッシュ・フロー計算書が開示されてこなかったことがあげられるだろう。伊藤 [1992]、桜井 [1991] など、連結データが個別データを上回る情報内容を持つというロバストな検証結果が導かれている。にもかかわらず、投資家にとって有用性が高いといわれる連結キャッシ

ュ・フロー情報が開示されていなかったのである。これでは、連結ベースの発生処理額を算出し、その証券価格への影響を見積もることも難しい。

しかし日本企業の中にも連結キャッシュ・フロー計算書を開示している企業がある。SEC基準を採用している企業である。本稿ではこうした企業をサンプルとして、経営者の裁量的な会計行動と市場評価の関係を説明していくことにする。

2 データと検証仮説

本稿では、経営者の裁量的な会計行動が株式市場でどのように評価されているのかを検証するため、次の三つのリサーチを進める。なお本調査で用いたサンプルは、SEC基準に基づき連結財務諸表を作成している、あるいは作成したことのある29社である⁶⁾。これらの会社は、東証上場会社で連結財務諸表を1977年度～1996年度まで提出している。また日本証券経済研究所のデータベースから月次の株式投資収益率を継続的に入手できる。

(1) 第1リサーチの検証仮説とデザイン

第1リサーチは、経営者の会計政策をめぐるものである。日本企業の経営者が、会計政策の行使により会計利益をコントロールしている可能性があることは、さまざまな実証研究を通じて知られている⁷⁾。まず本稿では、多くの企業が一度は直面したことがあるだろう状況を想定し、以下の二つの仮説を検証することにした⁸⁾。①損失回避仮説、②減益回避仮説である。前者は、「赤字決算を避けるために、企業経営者が利益捻出型会計政策を実施する」という仮説であり、後者は「減益決算を避けるために、企業経営者が利益捻出型会計政策を実施する」という仮説である。

第1リサーチでは、Burgstahler and Dichev [1997] が採用している手法を活用して、経営者の裁量的な会計行動の可能性を探る。同研究では、ヒストグラムを有効に活用している。ヒストグラムとは、度数分布を視覚的に表す度数柱状図である。級間隔を均一にして、たとえば、サンプル企業の利

益水準がどのデータ区間に集中しているか、その頻度を明らかにする。利益水準のヒストグラムを作成し、もし0前後の分布に異常が認められれば、経営者が赤字決算を回避するために会計政策を実施している可能性があると解釈するのである。Burgstahler and Dichev [1997] は利益水準 ($=NI_t/MA_{t-1}$; NI_t : t 期の当期純利益, MA_{t-1} : $t-1$ 期の期末株式時価総額) を変数にとったうえで、0.0025 の間隔のヒストグラムを作成した。その結果、全体的にヒストグラムがベル型になっているにもかかわらず、 $-0.0025 \sim 0.0000$ から $0.0000 \sim 0.0025$ にわたって頻度が急増していることを明らかにしている。つまり、赤字決算を避けたい経営者が裁量的な会計行動を通じて利益を捻出している可能性があるというわけである。さらに、彼らは利益変動水準 ($=(NI_t - NI_{t-1})/MA_{t-1}$) でもヒストグラムを作成し、 $-0.0025 \sim 0.0000$ から $0.0000 \sim 0.0025$ にわたって頻度が急増していることを明らかにしている。減益を避けたい経営者もまた裁量的に利益を捻出している可能性があるというのである。

ただし、ここで注意しなければならないことがある。それは、本稿でのサンプル数の少なさである。Burgstahler and Dichev [1997] では、利益水準で 75,999 サンプル、利益変動水準で 64,666 サンプルを対象としている。それに対して本稿のサンプル数は 563 である。そうしたサンプル数の少なさゆえに、分布に偏りが生じる可能性もある。そこで、本稿では連結損益計算書で開示されている税引後当期純利益をベースにしたヒストグラムばかりではなく、企業経営者の裁量が働いていないと想定される利益（以下、裁量控除後純利益）をベースにしたヒストグラムも作成する。両者を比較検討したうえで、①損失回避仮説、②減益回避仮説が成立している可能性を探る。

仮説1 赤字決算を避けるために、企業経営者は利益捻出型会計政策を実施する。

仮説2 減益決算を避けるために、企業経営者は利益捻出型会計政策を実施する。

(2) 第2リサーチの検証仮説とデザイン

第2リサーチは、会計政策が株式市場でどのように評価されているのかについてのリサーチである。投資家は経営者の会計政策を見抜いているのか、米国や日本での実証研究は、市場が経営者の会計政策を「透視」していることを明らかにしている⁹⁾。こうした検証のため、本稿ではまずサンプルとして図表1 Panel Aの0.0000～0.0060のデータ区間に属する88サンプル、図表2 Panel Aの0.0000～0.0040のデータ区間に属する138サンプルを抽出した。0を若干上回る数値にサンプルとなるデータ区間を限定させたのは、①赤字決算あるいは減益決算を回避する企業が比較的多く集中している、②純粋に裁量的発生処理額の影響をみるためには、対象グループと制御グループで利益水準あるいは利益変動水準を同水準に維持する必要があるという二つの理由による。次に、それぞれのサンプルについて、経営者の裁量が働いている可能性がある発生処理額部分（以下、裁量的発生処理額）を算出した。その定義については後述するが、裁量的発生処理額がプラスであれば、経営者が利益を捻出しており、逆にマイナスであれば圧縮している可能性がある。さらに抽出サンプルについて裁量的発生処理額がプラスかマイナスかで区分し、ポートフォリオを作った。もし、投資家が経営者の会計政策を見抜いていれば、利益捻出企業の「利益の質」は低いと判断し、当該企業は市場からペナルティをうける可能性がある¹⁰⁾。

仮説3 株式市場は赤字決算回避のために利益を捻出する企業にペナルティを与える。

仮説4 株式市場は減益決算回避のために利益を捻出する企業にペナルティを与える。

なお、本稿では以下のような市場モデルをベースに証券市場の実態を観察する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

$$\begin{aligned}\mu_{it} &= R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \\ CAR_{it} &= \sum_{t=-1}^3 \mu_{it}\end{aligned}\quad (1)$$

R_{mt} は、東証一部上場銘柄の市場全体の株式投資収益率、 R_{it} は i 企業の t 月の株式投資収益率である。 e_{it} は錯乱項、 μ_{it} は残差、 CAR_{it} は累積超過株式リターンである。なお、 α 、 β については、決算発表1カ月前直前の60カ月間の月次投資収益率をベースに算出した。さらに、パラメトリック検定 (t 検定) とノンパラメトリック検定 (Wilcoxon の符号化順位検定) を行い、利益捻出型会計政策を実施している企業群と実施していない企業群とで、株式市場の反応が異なるかどうかについても確認する。

(3) 第3 リサーチの検証仮説とデザイン

では実際に経営者は多くの場合、裁量的な会計行動を通じて利益をコントロールしているのか。しているとすれば、株式市場はそれをどのように評価しているのか。

こうした点を検証するため、大きく二つの検定を行う。まず、本稿で取り上げたサンプル企業が裁量的な会計行動を通じて、会計利益を実際にコントロールしているかどうかを検証する¹¹⁾。ただこうした点を直接検証するのは難しい。なぜなら、本稿のサンプルがSEC基準採用会社に限られているからである。会計政策研究では企業をとりまく環境・契約を明らかにした上で、同じ環境・契約のもとで経営者がどのようなインセンティブに基づき、どのような会計行動をとるのかを統計学的手法を通じて解明するというスタイルをとることが多い。しかし本稿で抽出したサンプルはSEC基準採用会社に限られており、同じ環境・契約下にあると想定されるサンプルを統計学的手法を活用するに値する数だけ確保するのが難しい。そこで本稿では、それとは異なるアプローチ、つまり「利益の持続性」(the persistence of current earnings) という概念に基づき、会計政策が実施されている可能性を探ることにする。「利益の持続性」は、現在の利益創出力が将来にいたるまでどれほど維持できるかを表す。米国の先行研究は、営業キャッシュ・フロ

ーに比べ、発生処理額の持続性が低いという検証結果を導き出している¹²⁾。経営者が裁量的な会計行動を通じて会計政策を実施していれば、それが反映されるであろう裁量的発生処理額部分の持続性は企業ごとあるいは年次ごとにバラバラとなる可能性が高い。逆に、会計政策を実施していなければ、裁量的発生処理額と裁量が働かない営業キャッシュ・フローや非裁量的発生処理額の持続性は同水準となるだろう。以上から、経営者が裁量的な会計行動を通じて利益コントロールを実施していれば、少なくとも営業キャッシュ・フローと非裁量的発生処理額、裁量的発生処理額で「持続性」が異なることが推測される。

仮説5 営業キャッシュ・フロー、非裁量的発生処理額と裁量的発生処理額の持続性は異なる。

本稿では、1期後の連結当期純利益に対して営業キャッシュ・フロー(OCF)、非裁量的発生処理額(NDA)、裁量的発生処理額(DA)がどれほど持続しているかを検証する。すなわち以下の(2)式の a_1, a_2, a_3 を見積もることにより、利益の持続性について考察を加えていく。さらに $a_1=a_3$ 、 $a_2=a_3$ の線形制約をパラメーターに設けて裁量的発生処理額とその他の変数の「利益の持続性」が異なるかどうかを検証する。

$$NI_{it+1} = a_0 + a_1 OCF_{it} + a_2 NDA_{it} + a_3 DA_{it} + e_{ait+1} \quad (2)$$

では裁量的発生処理額は株式市場でどのように評価されているのだろうか。いま一つの検定では回帰分析を通じて株式リターンと会計利益の関係を探る。本稿では連結当期純利益(NI)自体の情報内容ではなく、むしろ連結当期純利益を構成する裁量控除後純利益(NDNI=NI-DA)、裁量的発生処理額(DA)それぞれの情報内容に関心がある。そこで、以下の(3)式のように連結当期純利益を二つに分解した上で、回帰分析を試みる¹³⁾。投資家・アナリストらが経営者による会計政策を見抜いているとすれば、裁量的発生処理額と株式リターンの間に統計学的に有意な関係を見いだすことは難しいだろ

う。経営者は企業をとりまく環境・契約に応じて、利益を捻出する場合も圧縮する場合もある。投資家はそうした企業をとりまく環境・契約も織り込んだうえで裁量的発生処理額を評価している可能性が高いからである¹⁴⁾。同じ裁量的発生処理額であっても、企業をとりまく環境・契約に応じて、株式市場が解釈・評価を変える可能性が高い。一方、投資家・アナリストは企業の業績そのものを反映しているであろう裁量控除後純利益の増加を一様にプラスに評価するだろう。なお、本稿では発生処理額をめぐる分析が行われ、その情報が株式投資に反映されるであろう決算発表2ヵ月後のCARを被説明変数にとる¹⁵⁾。なお「投資家は利益の正負に応じて、投資ポートフォリオを変更させる」という前提（利益の時系列の流れがマルチンゲール過程に従うと投資家は考えているという前提）で分析を進める。

$$\begin{aligned} \text{CAR}_{it} &= \alpha_1 + \alpha_2 \Delta NI_{it} + e_{ait} \\ \text{CAR}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \Delta NDI_{it} + \beta_2 \Delta DA_{it} + e_{bit} \end{aligned} \quad (3)$$

※ Δ は期中増減額（以下、同様）

仮説6 投資家は裁量控除後純利益の増加をプラスに評価するのに対して、裁量的発生処理額の増加をプラスに評価するとは限らない。

(4) 裁量的発生処理額の測定

次に、本稿のキーコンセプトである裁量的発生処理額の測定方法を検討しよう。まず、発生処理額の測定方法についてはHealy [1985], DeAngelo [1986], Jones [1991] などの先行研究がある。

本稿では、Palepu, Bernard and Healy [1996] でも「危険信号」(red flags)の一つとして取り上げられている当期純利益と営業キャッシュ・フローの差額(DeAngelo [1986] による定義)を発生処理額として採用することにした。なお、営業キャッシュ・フローは、1988年度決算より開示している企業がほとんどである。このことから、それ以前のデータについては、連結財政状態変動表で開示されている勘定をベースに修正計算して算出した。

次に発生処理額を、企業経営者の裁量が働いている部分(裁量的発生処理額)とそうでない部分(非裁量的発生処理額)へと区分する必要がある。本稿では、Dechow, Sloan and Sweeney [1995]などで、比較的説明力が高いことが明らかにされているJones [1991]のモデル(以下、Jonesモデル、式(4))、それを修正したDechow, Sloan and Sweeney [1995]のモデル(以下、修正Jonesモデル、式(5))それぞれをベースに非裁量的発生処理額を測定し(式(6)・(7))、式(8)で裁量的発生処理額を見積もることにした。

$$\begin{aligned} \text{発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} = & b_1(1/\text{総資産}_{it-1}) + b_2(\Delta\text{売上高}_{it}/\text{総資産}_{it-1}) \\ & + b_3(\text{有形固定資産}_{it}/\text{総資産}_{it-1}) + e_{bit} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} = & c_1(1/\text{総資産}_{it-1}) + c_2(\Delta\text{売上高}_{it} - \Delta\text{売上債権}_{it}) \\ & / \text{総資産}_{it-1} + c_3(\text{有形固定資産}_{it}/\text{総資産}_{it-1}) + e_{cit} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{非裁量的発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} = & b_1(1/\text{総資産}_{it-1}) + b_2(\Delta\text{売上高}_{it} \\ & / \text{総資産}_{it-1}) + b_3(\text{有形固定資産}_{it}/\text{総資産}_{it-1}) \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{非裁量的発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} = & c_1(1/\text{総資産}_{it-1}) + c_2(\Delta\text{売上高}_{it} \\ & - \Delta\text{売上債権}_{it}) / \text{総資産}_{it-1} + c_3(\text{有形固定資産}_{it}/\text{総資産}_{it-1}) \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{裁量的発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} = & \text{発生処理額総額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} \\ & - \text{非裁量的発生処理額}_{it}/\text{総資産}_{it-1} \end{aligned} \quad (8)$$

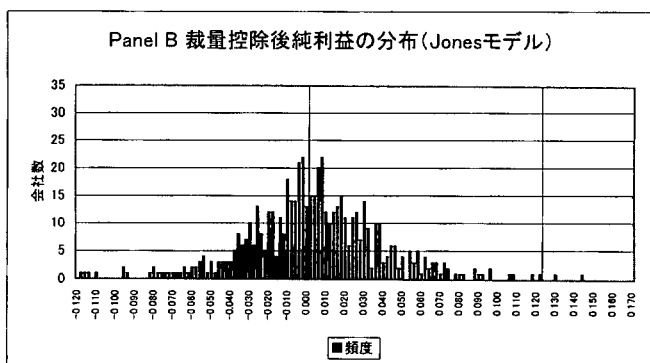
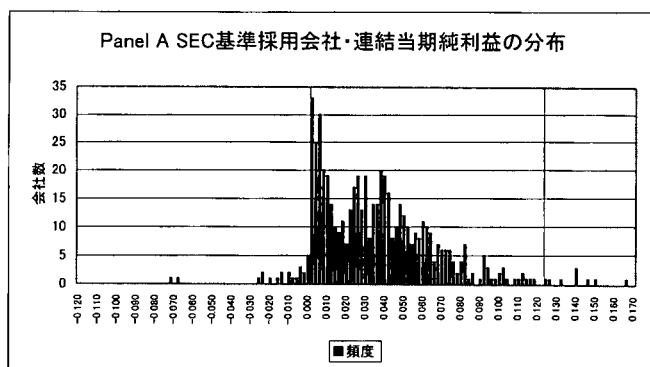
なお本稿では、クロスセクション・データではなく、企業ごとの時系列データにより裁量的発生処理額を算出した。本稿で取り扱うサンプルのなかには、商社なども含まれており、サンプル企業ごとにその裁量的発生処理額の特性が異なる可能性があるためである。

3. 検証結果と解釈

(1) 第1リサーチの結果と解釈

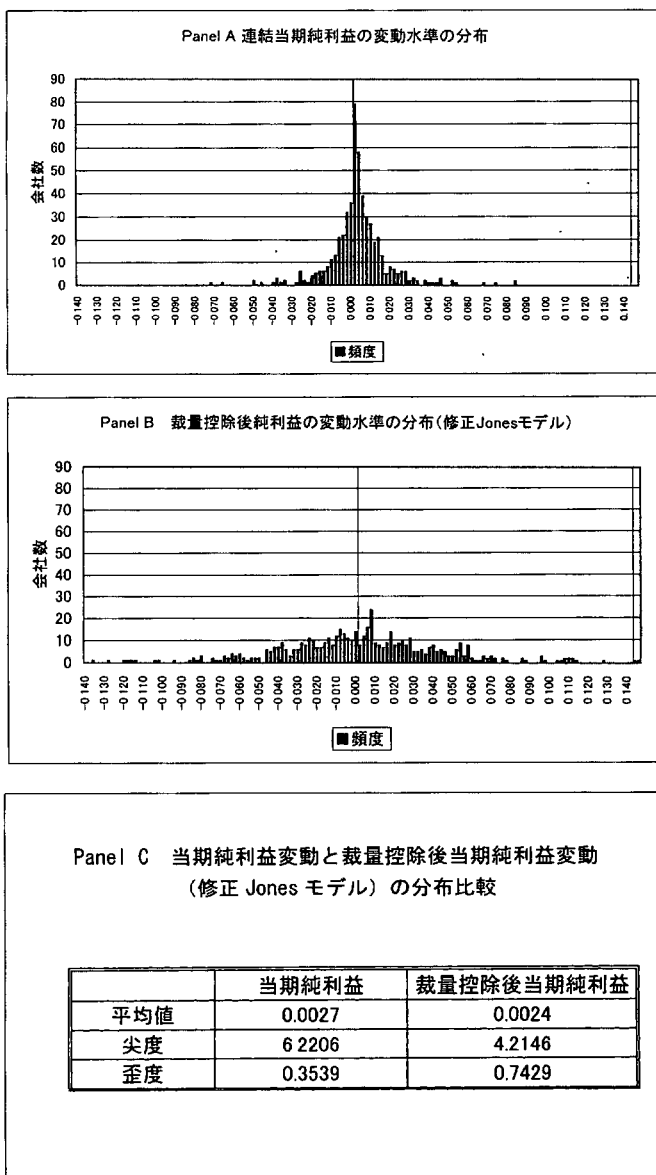
まず第1リサーチの結果を紹介しよう。図表1・2はSEC基準採用会社の563サンプルの連結当期純利益の利益水準(= NI_t/TA_{t-1} ; NI_t : t 期の当期純利益, TA_{t-1} : $t-1$ 期の期末総資産額), 利益変動水準(= $(NI_t - NI_{t-1})/$

図表 1 SEC 基準採用会社・損出回避仮説の検証

Panel C 当期純利益と裁量控除後当期純利益 (Jones モデル)
の分布比較

	当期純利益	裁量控除後当期純利益
平均値	0.0343	-0.0027
尖度	1.6149	1.5241
歪度	0.8517	0.0937

図表2 SEC基準採用会社・減益回避仮説の検証



TA_{t-1}) のヒストグラムを表している。なおそれぞれの数値については、裁量的発生処理額と同様、分散不均一性の問題を回避するため、前期末総資産(帳簿価額)で除してある。

図表1 Panel A は連結当期純利益、Panel B は裁量控除後純利益(=当期純利益-裁量的発生処理額、Jones モデルをベースに算出)の利益水準のヒストグラムを表す。二つのヒストグラムを比較すると、裁量的な会計行動の影響を控除した Panel B の裁量控除後純利益の分布はほぼゼロを平均値として、左右対称となっている。一方、控除していない Panel A の分布は 0.0343 を平均値としておりゼロ以下のデータ区間に属するサンプルはほとんどない。こうした分布の違いを生み出す原因の一つに、赤字決算に陥りそうな企業が利益捻出型会計政策を行使し、損失回避したことがあげられる。

では、仮説2の減益回避仮説はどうだろうか。図表2 Panel A は当期純利益の変動水準、Panel B は裁量控除後純利益(修正 Jones モデルをベースに算出)の変動水準のヒストグラムである。二つのヒストグラムを比較すると、Panel A の 0.0000~0.0040 のデータ区間の頻度が特に大きくなっていることがわかる。実際 Panel C から、Panel A の当期純利益の変動水準のヒストグラムの方がはるかに尖度が大きいことが確認できる。これは、Panel B ではマイナスのデータ区間に属するはずの企業の経営者の多くが利益捻出行動をとった結果であると解釈できる。

(2) 第2リサーチの検証結果と解釈

では、損失回避企業・減益回避企業を、投資家はどのように評価しているのだろうか。まず図表1 Panel A から 0.0000~0.0060 のデータ区間に属する 88 サンプルを抽出した。次に裁量的発生処理額のプラス、マイナスに応じて2つのポートフォリオを作った。次に決算発表月を0月とした上で、決算発表1カ月前から3カ月後までの平均 CAR をポートフォリオごとに算出した。結果は図表3のとおりである。これによると、裁量的発生処理額がプラスとなっているポートフォリオ(損失回避グループ)については、平均

CARがマイナスの値を示しているのに対して、裁量的発生処理額がマイナスとなっているポートフォリオ（制御グループ）については、平均CARがプラスとなっていることがわかる（図表3 Panel A）。なお、損失回避グループ（裁量的発生処理額がプラス）と制御グループ（裁量的発生処理額がマイナス）では決算発表2カ月後の平均CARが異なるのかどうかをt検定（パラメトリック検定）、Wilcoxonの符号化順位検定（ノンパラメトリック検定）により確認したところ、Jonesモデルでは3%水準（両側検定）、修正Jonesモデルでは1%水準（両側検定）で、両グループに対する株式市場の反応が同じという帰無仮説が棄却される。

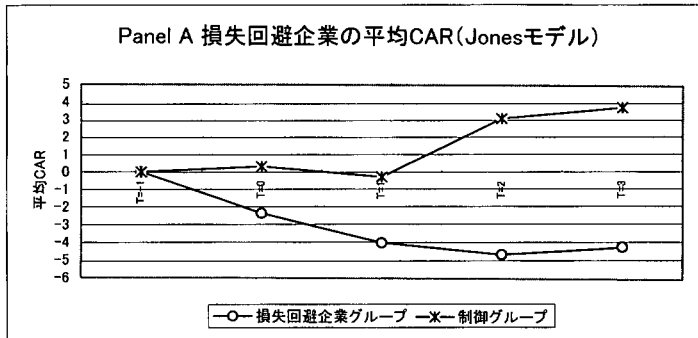
次に図表2 Panel Bの0.0000～0.0040のデータ区間に属する144サンプルを抽出し、仮説3と同様の検証を行った。結果は図表4のとおりである。損失回避サンプルと同様、決算発表2カ月後には市場が減益回避グループの企業に対してペナルティを与えているかのように見える。一方、利益を圧縮している制御グループの企業はプラスに評価されている。また両グループに対する株式市場の反応が同じでないという帰無仮説が10%水準有意で棄却される。（図表4 Panel B）。

仮説3・4の検証結果から、利益を捻出して黒字決算あるいは増益決算を確保しても、投資家はそれを見抜き企業にペナルティを与えている可能性が高いことが確認できる。

(3) 第3リサーチの検証結果と解釈

では、多くの経営者は裁量的発生処理額を通じて、会計利益をコントロールしているのだろうか。本稿では「利益の持続性」という概念に注目して検証を行った。結果は図表5のとおりである。これによれば、「利益の持続性」は、営業キャッシュ・フロー（OCF）、非裁量的発生処理額（NDA）、裁量的発生処理額（DA）の順で高くなっていることが確認できる。またパラメーターに線形制約を設けたF検定によれば $a_1=a_3$ 、 $a_2=a_3$ になるという帰無仮説は1%水準で棄却された。このことから、将来業績への持続性は営業

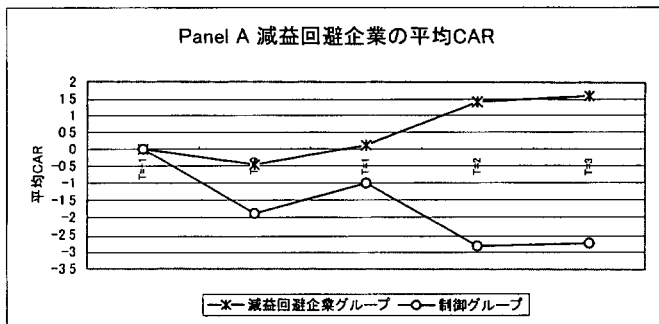
図表 3 損失回避企業に対する株式市場の評価



Panel B 損失回避企業グループと制御グループの CAR の比較

	Jonesモデル		修正Jonesモデル	
	損失回避グループ	制御グループ	損失回避グループ	制御グループ
平均値	-4.6198	3.1212	-4.6105	3.2778
分散	150.5488	270.4564	150.4930	271.9127
p値 (パラメトリック検定)	0.0013		0.0060	
p値 (ノンパラメトリック検定)	0.0210		0.0070	

図表 4 減益回避企業に対する株式市場の評価



Panel B 減益回避企業グループと制御グループの CAR の比較

	Jonesモデル		修正Jonesモデル	
	損失回避グループ	制御グループ	損失回避グループ	制御グループ
平均値	-2.6243	0.8665	-2.7710	1.3771
分散	137.514	253.4227	134.8631	260.8914
p値 (パラメトリック検定)	0.1380		0.0850	
p値 (ノンパラメトリック検定)	0.1850		0.0190	

図表5 営業CF, 非裁量的発生処理額, 裁量的発生処理額の「利益の持続性」

	Jones モデル	<i>t</i> 値	<i>p</i> 値	修正 Jones モデル	<i>t</i> 値	<i>p</i> 値
a_0	7479.597	4.818	0.0000	7511.423	4.831	0.0000
a_1	0.738	25.198	0.0000	0.737	25.088	0.0000
a_2	0.691	20.082	0.0000	0.689	20.059	0.0000
a_3	0.673	19.274	0.0000	0.674	19.326	0.0000
決定係数	0.6204			0.6202		

Jones モデル F 検定 $a_1=a_3:74.13$ $a_2=a_3:5.89$ (ともに1%水準で棄却)

修正 Jones モデル F 検定 $a_1=a_3:91.32$ $a_2=a_3:5.37$ (ともに1%水準で棄却)

$$NI_{it+1} = a_0 + a_1 OCF_{it} + a_2 NDA_{it} + a_3 DA_{it} + e_{ait} \cdots (2)$$

キャッシュ・フローや非裁量的発生処理額と裁量的発生処理額では異なることが確認できる。

実際、図表2をみると、裁量控除後利益の変動水準の分布と比較して、連結当期純利益の変動水準の分布の分散が極端に小さいことが確認できる。こうした分散の違いは、経営者が裁量的発生処理額を通じて「利益平準化」を実施しているがゆえに生じている可能性がある¹⁶⁾。裁量的発生処理額を通じて「利益平準化」を実施すれば、連結当期純利益の時系列の変動は小さくなり、その変動水準はゼロ付近に集中する。こうした経営者による「利益平準化」行動の結果として、裁量的発生処理額部分の「利益の持続性」が小さくなったものとも解釈できる。

では投資家は裁量的発生処理額をどのように評価しているのだろうか。ここでは(3)式の回帰分析で検証した。結果は図表6のとおりである。これによれば、裁量控除後純利益(NDNI)、は株式市場でプラスに評価されている。その回帰係数 β_1 は5%水準(両側検定)で統計学的に有意であることが確認できる。すなわち裁量控除後純利益は情報内容を持つというわけである。一方、裁量的発生処理額の回帰係数はプラスであるものの、CARと統計学的に有意な関係をみてとることが難しい。投資家やアナリストらは、裁量的発生処理額と裁量控除後純利益とでは「利益の持続性」が異なること

図表6 裁量控除後純利益と裁量的発生処理額の株式リターンへの反応

	Jones モデル	<i>t</i> 値	<i>p</i> 値	修正 Jones モデル	<i>t</i> 値	<i>p</i> 値
β_0	0.520	0.825	0.410	0.520	0.826	0.409
β_1	81.950	2.033	0.043	85.017	2.107	0.036
β_2	23.219	0.553	0.580	25.318	0.605	0.545
決定係数	0.0401			0.0402		

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta NDI_{it} + \beta_2 \Delta DA_{it} + e_{git} \dots (3)$$

を見抜いており、それを投資行動に反映させたものと推測できる。

4 発生処理額分析の有効性

仮説1～6の検証結果は、どのような日本企業の会計行動の現実を物語っているのだろうか。まず仮説1・2から経営者の会計行動の側面が明らかとなる。経営者は、赤字決算あるいは減益決算に直面するおそれがあると、会計政策を実施して利益を捻出する。

こうした経営者の会計行動に対して、投資家あるいは株式市場がペナルティを与えるおそれがあることを示唆しているのが、仮説3・4の検証結果である。投資家は、赤字決算あるいは減益決算を回避しようとしている経営者の会計政策を見抜き、それを株式投資に反映させているのである。

では、実際に多くの企業は会計政策を行使しているのか。こうした問いに答えているのが仮説5の検証結果である。これによれば、会計利益を構成する営業キャッシュ・フロー、非裁量的発生処理額、裁量的発生処理額の中で、裁量的発生処理額の「持続性」がもっとも低い状態にあることが確認できる。こうした「利益の持続性」が低い原因に、経営者の裁量的な会計行動が関わっているようにも考えられる。

さらに仮説6の検証結果から、投資家やアナリストらは、裁量的発生処理額に比べて裁量控除後純利益を重視しているかのように見える。裁量控除後純利益は株式市場でプラスに評価されていることが統計学的に有意であるのに対して、裁量的発生処理額と株式リターンの間に有意な関係を見いだすこ

とは難しい。

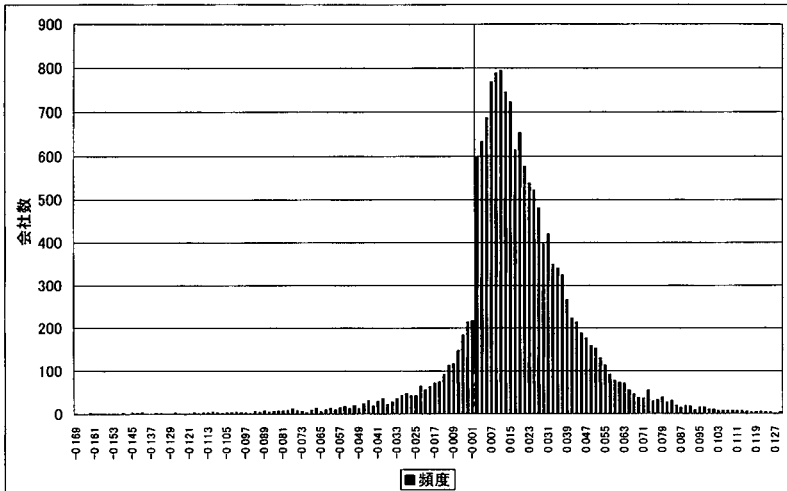
こうした結果を、投資家やアナリストらが裁量的発生処理額を無視して、株式投資を行った結果と考える論者もいるだろう。しかし仮説3・4の検証結果では、損失回避企業あるいは減益回避企業に対して、株式市場があたかもペナルティを与えているかのようにも見える。こうした点を考慮すると、投資家・アナリストらが裁量的発生処理額を無視しているとは考えにくい。

むしろ投資家やアナリストらは、企業をとりまく経営環境・契約に応じて、裁量的発生処理額をさまざまに解釈・評価しているのではないだろうか。こうした推測は利益の「硬度」の議論とも深く関係している¹⁷⁾。会計処理方法の適用に関して判断や見積もりなどの裁量の余地が大きく数値がぶれやすい場合、その数値は「硬度」が低いと表現される。裁量的発生処理額は利益の構成要素のなかでも「硬度」が低い部分にあたり、一方裁量控除後純利益は「硬度」が高い部分にあたる。投資家やアナリストらは、「硬度」・持続性が高い裁量控除後純利益に対しては一定の解釈・評価を見せる一方、「硬度」・持続性が低い裁量的発生処理額に対しては企業が直面しているさまざまな環境・契約を「透視」したうえで、評価を加えているのである。実際、投資家は業績悪化時に利益捻出行動をとっている企業をマイナスに評価している一方、利益を圧縮し節税効果を享受しているかにみえる制御グループはプラスに評価している(仮説3・4)。こうした検証結果にも、投資家の「柔らかい」評価のあとがうかがえる。

しかし本稿では必ずしも十分に、こうした企業が直面している環境・契約や会計処理の前提を浮かび上がらせることができなかった。なぜならば、本稿で取り扱うことのできたサンプルはSEC基準に基づき連結キャッシュ・フロー計算書を作成している企業に限られていたためである。

実際、サンプル数が増えれば、さらに多様でかつ説明力の高い分析ができる可能性がある。こうした点を示唆しているのが図表7である。図表7は、東京・大阪・名古屋の証券取引所に上場している854社(15,608サンプル)の連結当期純利益の水準(NI_t/TA_{t-1})のヒストグラムである。これによれ

図表 7 連結当期純利益の利益分布



ば、 $-0.0020 \sim 0.0000$ のデータ区間のサンプルはわずか 216 サンプルであるにもかかわらず、 $0.0000 \sim 0.0020$ のデータ区間に属するサンプルが 599、 $0.0020 \sim 0.0040$ が 633 と急増している。こうした大規模データによる度数分布から、損失回避型会計政策が実施されている可能性があることが明らかとなる。

こうした大規模データを活用して、本稿で展開した一連の発生処理額分析を進めることにより、さらに裁量的発生処理額のメカニズムの解明が可能になることは間違いない。1999 年 4 月事業開始年度の決算より、多くの日本企業が連結キャッシュ・フロー計算書を作成することになる。こうした連結キャッシュ・フロー計算書を活用することにより、さらに精緻な分析を進めることが可能になるだろう。

なお本稿のリサーチと結果にはいくつかの限界がある。第一にあげられるのが、裁量的発生処理額の測定モデルの問題である。本稿では、裁量的発生処理額の測定モデルとして Jones モデル、修正 Jones モデルを活用した。しかし、これらのモデルも完全なものではなく、さらなる改良が求められ

る¹⁸⁾。第二にあげられるのが、データ・サンプルの問題である。本稿で活用した株式リターンは月次の株式投資収益率であるが、決算発表の影響をより精緻に確認するためには、週次や日次のデータを活用する必要がある¹⁹⁾。

こうした問題については、筆者に課せられた今後の課題といえるだろう。

- 1) なお、会計政策とは「経営者が一定の目的を達するために、会計数値を戦略的にコントロールする」ことをさす(伊藤 [1996])。
- 2) 詳しくは Watts & Zimmerman [1986] など。
- 3) キャッシュ・フロー計算書や資金計算書の役割や営業活動からの資金あるいはキャッシュ・フローについては、新田 [1988] 参照。
- 4) こうした研究としては、Beaver & Engel [1996] など。また発生処理額と証券価格・会計政策研究との関係については伊藤 [1999(a)] 参照。
- 5) たとえば、鈴木・岡部 [1998]、中條 [1999] など。
- 6) 対象企業は、日本ハム、ワコール、富士写真フイルム、小松製作所、クボタ、日立製作所、東芝、三菱電機、マキタ、オムロン、日本電気、松下電器産業、ソニー、TDK、三洋電機、パイオニア、京セラ、村田製作所、本田技研工業、旭光学(～93年度)、キャノン、大日本印刷(～92年度)、伊藤忠商事、丸紅、三井物産、三菱商事、イトーヨーカ堂、オリンパス光学(～90年度)、リコー。
- 7) 日本企業の会計政策については、伊藤 [1996]、中條 [1991]、中野 [1996] など参照。
- 8) なお、仮説構築の上ではエージェンシー費用も考慮に入れる必要がある。エージェンシー費用のフレームワークは経営者のインセンティブを浮かび上がらせる有力な手段となる可能性があるからである。エージェンシー費用のフレームワークで日本企業の財務戦略の実態を明らかにした研究として花枝 [1989] 参照。
- 9) たとえば、Archibald [1972]、Kaplan & Roll [1972]、桜井 [1991] など。
- 10) 利益の質については、Hawkins and Campell [1978]。利益の質と株式リターンの関係については、伊藤 [1985] 参照。
- 11) なお会計政策研究は、会計問題でしばしば露呈する「主観主義と客観主義」のバランスをどのようにとるべきかのヒントを与えてくれる。会計問題の主観主義と客観主義については安藤 [1995] 参照。
- 12) たとえば Sloan [1996] など。
- 13) 会計利益を営業キャッシュ・フローと発生処理額に区分して証券分析を進める必要があることについては、いくつかの財務会計の教科書でも指摘されている。

たとえば, Palepu, Bernard and Healy [1996] など.

- 14) たとえば, Beaver and Engel [1996], Subramanyam [1996] では, 裁量的発生処理額が, 企業の経営実態を伝達するシグナルとして機能していると指摘する.
- 15) 本稿では, 掲載したリサーチ以外にさまざまな検定を行ったが, 決算発表2ヵ月後に裁量的発生処理額が株式市場の評価に反映されていると判断できる検証結果をいくつか導出した. このため, 決算発表2ヵ月後の値を利用した.
- 16) 「利益平準化」とは, 中・長期的な観点から業績変数の時系列の変動そのものを小さくすること. 「利益平準化」の定義および実証研究については伊藤 [1996] 参照.
- 17) 会計処理プロセスを支える「硬い秩序」と「柔軟い秩序」については, 伊藤 [1987] を参照.
- 18) たとえば, Kang [1999] を参照.
- 19) さらに EVATM やフリー・キャッシュフローなど最近注目を集めつつある業績指標との関係も論じることができていない. これらの概念については, 伊藤 [1999 (b)] に詳しい.

本稿を執筆するにあたっては, 伊藤邦雄教授, 花枝英樹教授, 万代勝信助教授, 佐々木隆志助教授 (以上, 一橋大学), 中條祐介助教授, 中野誠助教授 (以上, 横浜市立大学) より貴重なコメントを頂きました. 記して感謝申し上げます. また日本開発銀行のデータベースの連結財務諸表データ, 日本証券経済研究所のデータベースの月次株式投資収益率を, 一橋大学情報処理センターのシステムから引き出し活用した. さまざまなサポートをいただいた同センターのスタッフの方々に感謝申し上げます.

参考文献

- Archibald, T. R., "Stock Market Reaction to the Depreciation Switch Back," *The Accounting Review* Vol. 47 No. 1, January 1972.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, J. R. M. Hand and W. R. Landsman, "Accruals, Cash Flow, and Equity Values," Working Paper, Stanford University, January 1999.
- Beaver, W. H., *Financial Reporting -An Accounting Revolution*, Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, 1998. (伊藤邦雄訳『財務報告革命』白桃書房, 1986年)

- Beaver, W. H. and E. E. Engel, "Discretionary Behavior with Respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 22 No. 1-3, December 1996.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 24 No. 1, December 1997.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies* 2ed., New York : John Wiley & Sons, 1995. (伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営 (第 2 版)』日本経済新聞社, 1999 年).
- DeAngelo, L. E., "Accounting Numbers as Market Valuation Substitute : A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review* Vol. 61 No. 3, July 1986.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review* Vol. 70 No. 2, April 1995.
- Hawkins, D. F. and W. J. Campell, *Equity Valuation : Models, Analysis and Implications*, New York : Financial Executives Research Foundation, 1978.
- Healy, P. M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 7 No. 1-3, April 1985.
- Jones, J. J., "Earning Management During Import Relief Investigation," *Journal of Accounting Research* Vol. 29 No. 2, Autumn 1991.
- Kang, S., "A Conceptual and Empirical Evaluation of Accrual Prediction Models," Working Paper, Yale School of Management, 1999.
- Kaplan, R. S., and R. Roll, "Investors Evaluation of Accounting Information : Some Empirical Evidence," *Journal of Business* Vol. 45 No. 2, April 1972.
- Palepu, K. G., V. L. Bernard and P. M. Healy, *Business Analysis & Valuation : Using Financial Statements*, Cincinnati : South Western College Publishing, 1996. (齊藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会, 1999 年)
- Sloan, R. G., "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?," *The Accounting Review* Vol. 71 No. 3, July 1996.
- Subramanyam, K. R., "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 22 No. 1-3, December 1996.
- Watts, R. and J. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, New Jersey : Prentice-Hall, 1986. (須田一幸訳『実証理論としての会計学』白

桃書房, 1991 年)

安藤英義「会計における主観主義と客観主義」『會計』第 147 巻 5 号, 1995 年 5 月.
石塚博司・河榮徳「会計方法の変更に対する資本市場の反応 (一) (二・完)」『會計』第 130 巻 3 号; 同 4 号, 1986 年 9 月; 同 10 月.

伊藤邦雄「会計政策と財務戦略」『ビジネス・レビュー』Vol. 33 No. 1, 1985 年 11 月.

伊藤邦雄「会計学における秩序と変革」『一橋論叢』第 97 巻 4 号, 1987 年 4 月.

伊藤邦雄「連結決算制度に対するわが国証券市場の学習効果 (一) (二・完)」『會計』第 142 巻 1 号; 同 2 号, 1992 年 7 月; 同 8 月.

伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996 年.

伊藤邦雄「財務報告研究の変遷」『會計』第 155 巻 2 号, 1999 年 2 月 (a).

伊藤邦雄編『企業価値を経営する』東洋経済新報社, 1999 年 (b).

桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991 年.

鈴木一水・岡部孝好「予想される税率変更に対する発生処理額の裁量的調整」『産業経理』第 58 巻 1 号, 1998 年 4 月.

中條祐介「コーポレート・ガバナンスと会計政策」『企業会計』第 43 巻 9 号, 1991 年 9 月.

中條祐介「業績低迷企業の会計政策—利益減少型会計政策の選択とそのインセンティブ」『會計』第 155 巻 1 号, 1999 年 1 月.

中野誠「コーポレート・ガバナンスと会計行動 —メインバンク・テークオーバーに見る「従業員主権モデル」の有効性の分析—」『経済と貿易』(横浜市立大学経済研究所) 第 171 号, 1996 年.

新田忠誓「資金計算書における“営業活動からの資金”と計算目的としての資金」『産業経理』第 48 巻 1 号, 1988 年 4 月.

花枝英樹『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社, 1989 年.

[1999 年 6 月 21 日 受稿]
[1999 年 7 月 28 日 受理]

(一橋大学大学院博士課程)