

< 論 文 >

会計発生高と投資戦略

年金研究所 佐々木 隆文
投資工学研究所 中嶋 幹

要 約

本稿では、税効果会計と退職給付会計に焦点を当てつつ、会計発生高の要因分析、及び投資戦略への応用を検討する¹。会計発生高は会計上の利益とキャッシュフローとの差額と定義されるが、仮に投資家が合理的に長期的な視点から企業評価を行っている場合には、会計情報がどのような内容であるか、換言すれば会計発生高がどのような情報を含むかということは問題とならない。しかし、実際には投資家の合理性は有限であり、どのような会計情報を用いるかにより企業評価は異なってくる。一般に会計情報には、投資家への情報提供機能と利害調整機能がある²。前者に関していえば、会計発生高は株式市場での適切な価格形成を促し、株式市場の資源配分機能を改善させる可能性がある。他方、後者に関しては、会計発生高が経営者行動の成果を適切に反映すればエージェンシー問題の解決に繋がる。反面、会計発生高自身が機会主義的な行動の対象となる場合には、これらの機能にマイナスの作用を及ぼす。このため、会計発生高がどのような要因によりもたらされているのかを検討することが重要であるし、そのような検討を企業評価に反映させることで投資戦略上も興味深い示唆が得られると考えられる。

先行研究によれば、利益管理 (Earnings Management) の要因である経営者の動機は様々であり、状況に応じて利益の増減が行われることが示されている³。Healy and Wahlen(1999)は、これらの動機について、資本市場の動機、契約の動機、規制の動機に分類した上で、広範なサーベイを行っている。報告されている実証結果の多くは、経営者の機会主義的な会計行動を示唆している。例えば、MBO や IPO を有利な条件で実施するために、経営者が利益管理を行うことが指摘されている。また、経営者自身の報酬を目的とする場合や、企業を取り巻く規制への回避を目的とする場合に利益管理を行うことが示されている。一方、機会主義的な経営者の利益管理に対して、投資家は過大評価する傾向が散見される。また、このようなミスプライスを利用した投資戦略は、size 効果や BP 効果を考慮した場合でも、異常リターンが獲得可能であることが示唆されている。

¹ 「会計発生高」については『今月の用語』を参照。

² 「会計の情報提供機能と利害調整機能」については『今月の用語』を参照。

³ 利益管理は利益操作、利益調整とも呼ばれる。

目次

1. はじめに
 2. 理論的背景
 - 2.1 市場の効率性と会計情報
 - 2.2 会計の情報提供機能と会計発生高
 - 2.3 会計の利害調整機能と会計発生高
 - 2.4 投資戦略への示唆
 3. 先行研究のサーベイ
 - 3.1 裁量的会計発生高の発生要因
 - 3.2 裁量的会計発生高の推定方法
 - 3.3 裁量的会計発生高と価値関連性
 - 3.4 本稿の位置付け
- (以下、次号)

1. はじめに

会計情報は投資家が企業価値を評価する際の基本的な情報を提供するものであるが、わが国では、連結会計への移行、金融商品の時価会計、税効果会計、退職給付会計の導入など、会計基準の見直しが相次いでいる。これらの新しい会計基準の導入により、投資家は企業の実態に関するより多くの情報を得ることができるようになったが、同時に、これらの会計基準の導入は、キャッシュの流出入を伴わない会計情報(会計発生高)を増やし、ひいては会計情報の信頼性に影響を与えている可能性がある。例えば、税効果会計の下での繰延税金資産は将来の節税効果を踏まえたキャッシュを伴わない資産であるし、退職給付会計における退職給付費用がキャッシュの動きを伴わないものであることは周知の事実である。これらの会計基準の導入は、会計情報の情報価値(レリバンズ)を高める可能性がある一方、会計情報の信頼性を低下させる可能性がある。

その一方、こうした会計発生高が投資家にとって有益なものであるが、有害なものであるかについては多くの研究が行われてきた。キャッシュフロー情報に対し、発生主義会計の情報がより有用な情報価値を持つことは多くの研究により示されているが、反面、発生主義項目が利益管理(Earnings management)の対象となっているとの指摘も数多い。換言すれば、発生主義会計項目は、投資家にとって有益であればある程、経営者が自らの私的利権のために操作したくなるという皮肉な関係がある。つまり、レリバンズと利益管理への誘因は表裏一体の関係にある。

しかし、過去の先行研究では、会計発生高のうち、裁量的な発生高全体を対象とした分析が多く、わが国において個別の会計項目に着目した分析は必ずしも多くない。とりわけ、退職給付会計、税効果会計がわが国企業の財務数値に大きな影響を及ぼしていることを踏まえると、これらの項目に関する会計発生高がどのような情報価値を持つかを検証することには大きな意義がある。本稿では、これらの項目がどの程度、利益管理

の影響を受けているかを検証することにより会計情報としての有効性を検証するとともに、経営者の利益管理への誘因をコーポレート・ガバナンスの側面から捉え、両者の関係を分析する。

また、会計発生高は投資戦略上も重要な意義を持ちうる。会計発生高のうち、利益管理の度合いを把握できるのであれば、それらの影響を調整した会計発生高を用いることにより、高いリターンを得られる可能性がある。なぜなら、会計数値はどのような会計基準を採用しても、長期的には同一のものに収斂するため、利益管理による一時的に高い利益、安定したバランスシートによるミスプライスは、その後の会計数値への反動で相殺されると考えられるからである。とりわけ、近年導入された退職給付会計、税効果会計は会計情報の信頼性を損ねているとの批判もあり、企業評価上の影響が注目される。このため、本稿では、特に税効果会計、退職給付会計に焦点を当て、利益管理の影響に着目した投資戦略に関するテストも行う。

本稿は以下のように構成される。まず、2節では、情報の経済学のフレームワークに従い、会計発生高の意義を理論的に検証する。次いで、3節では、関連する先行研究をサーベイし、本稿が取り組む研究課題を提示する。4節以降（次号）では分析結果を順次紹介していく予定である。

2. 理論的背景

2.1 市場の効率性と会計情報

仮に、企業の内部者（経営者など）と外部者（投資家など）との間に情報の格差がなく、投資家が合理的に企業価値を予測できる場合には、会計情報がどのような内容であるべきかという問いは意味をもたない。なぜなら、発生主義による会計情報は、キャッシュフロー情報を毎期の業績評価が適正に行われるために割り振ったものであり、両者は長期的には収斂するからである。換言すれば、会計数値による企業評価であっても、キャッシュフロー情報による企業評価であっても、非対称情報がなく、投資家が合理的である場合には同一の企業価値となる。

このことは、キャッシュフローに基づくバリュエーションモデルも会計数値に基づくバリュエーションモデルも長期的には配当割引モデル（DDM）に収斂することを考えれば理解しやすい。例えば、DDMの分子の構成要素である配当は、基本的には、 $\text{配当} = \text{利益} - (\text{投資額} - \text{減価償却費}) = (\text{利益} + \text{減価償却費}) - \text{投資額} = \text{営業キャッシュフロー} - \text{投資額}$ となる。これはキャッシュフローベースのバリュエーションモデルであるフリーキャッシュフローモデルに他ならない。更には、営業キャッシュフローは細かい調整を除けば税引後営業利益（NOPAT）と同義であり、利益には資本コスト（機会費用）に相当する部分もあることを踏まえると、 $\text{配当} = \text{資本コスト超過利益} + (\text{将来投資分も含む、資本コスト} + \text{減価償却費}) - \text{投資額} = \text{資本コスト超過利益} + (\text{現在の投下資本})$ となる。これは経済付加価値モデルの骨格に他ならない。残余利益モデルは包括利益がベースであるが同様に定義される。

しかし、実際には、投資家が予測できる期間は有限であるし、企業の内部者と外部者

との間には、企業の実態に関する情報格差がある。つまり、投資家が予測する期間においてどのような会計情報を用いるかは極めて重要な問題であるし、そうした中で、様々な非効率の温床となる企業の内部者と外部者との非対称情報に会計情報がどのような影響を及ぼすかは重要な問題であろう。会計発生高の存在は、レリバンスの向上によって非対称情報を緩和する可能性がある反面、裁量的な利益管理により非対称情報を増長する可能性もある。以下、これらの点について考えてみよう。

2.2 会計の情報提供機能と会計発生高

一般に、会計の機能には、1)情報提供機能、2)利害調整機能の2つがあると言われている⁴。このうち、1)は会計情報の有用性と信頼性に関する問題である。会計情報は情報優位にある経営者が持っている情報を投資家に伝えるメカニズムと捉えられ、これが有効に機能すれば証券市場におけるアドバース・セレクション(逆選択)の問題を緩和する可能性がある。ここで、アドバース・セレクションの問題とは、事前的な意思決定に関する非効率の問題であり、具体的には非対称情報により内容が良い企業が過小評価され、内容が悪い企業が過大評価される問題である。仮に、ある会計項目に関し、内容が良い企業Aと内容が悪い企業Bが存在し、他の会計項目については同一であったと仮定しよう。ある会計項目に関し、投資家が情報を得られない場合、投資家がリスク中立的であれば、企業A、企業Bの当該会計項目の内容を企業Aと企業Bの平均、つまり期待値で評価することになる。そのような状況の下では、企業Aは過小評価されることになり、資金調達を行うインセンティブが阻害されることになる。他方、企業Bは過大評価され、資金調達への誘因が高まることになる。つまり、内容が悪い企業のみが資金調達を行う状況となり、資本市場の資源配分機能が阻害されることになる。仮に、投資家がリスク回避的である場合には、企業Bの過大評価の度合いは弱まるが、その一方で企業Aの過小評価の度合いが強まり、同様に資本市場の機能が損なわれることになる。

このような状況下で、当該会計項目に関し、客観的な会計情報の提示を求める会計基準が存在するとすれば、このような非効率は是正される。即ち、企業Aは高い株価で、企業Bは低い株価でそれぞれ評価されることになる。例えば、税効果会計の導入により、将来の節税効果が適切にディスクロージャーされるのであれば、そうした情報が企業評価に反映され、ひいては資本市場の機能を高めることになる。また、退職給付会計の導入により、退職給付に関わる積立不足の実態や費用負担が適切に投資家に伝わるのであれば、退職給付関連項目に関する非対称情報が緩和され、適切な企業評価に繋がることになる。実際、1990年代後半に隠れ債務として退職給付債務が株式市場で懸念され、内容が良い企業が過小評価されていた可能性があることを踏まえると、退職給付会計の導入は非対称情報から生じる非効率の緩和に一定の役割を果たした可能性がある。換言

⁴ このような事前、事後の非対称情報の問題からの区分に加え、投資家以外の利害関係者(政府や従業員)への影響を別枠で論じる区分もある。

すれば、新しい会計基準の導入により、会計情報の価値関連性（value-relevance）が高まり、資本市場の資源配分機能が改善した可能性がある。

しかし、問題はそう単純ではない。なぜなら、そのような会計情報が投資家にとって有益であればあるほど、経営者は自らの効用のために、会計数値を操作しようとする誘因が強まるからである。換言すれば、レリバンスの向上を目的として導入された会計情報が利益管理により、信頼性を低下させる可能性がある。一般に、経営者報酬は明示的、或いは暗示的に企業業績とリンクしているし、報酬以外にも名声、次のポジションへの影響など、会計数値の良し悪しにより経営者の効用は大きく変わってくる。また、経営者は利益のみでなく、財務状態を良く見せることにより負債条項への接触を避けたり、投資ユニバースからの除外や格付け低下を避けようとする誘因が働く可能性もある。このような利益管理の影響は長期的には相殺されるため、投資家が長期的な企業評価を行っている場合には問題とならないが、投資家が現在の会計情報を重視して評価を行っている場合には、深刻な影響が生じうる。実際、税効果会計の導入により、資本が過剰に計上されているとの批判は根強いし、退職給付会計情報に関する様々な情報が利益、財務状態に関する会計情報の信頼性を低下させている可能性もある。このため、ある会計項目に関する会計発生高が有益なものであるか否かは、そのような項目の発生要因を調べることにより明らかにする必要があるし、その度合いによって企業評価への反映方法は変わってこよう。

2.3 会計の利害調整機能と会計発生高

また、会計発生高は、投資家が用いる情報の変化のみでなく、実際の企業行動への影響を通じて企業評価に影響しうる。つまり、会計発生高を投資戦略に反映させるためには、レリバンス、信頼性双方から会計情報を吟味するのみでなく、事後的な経営者行動への影響も本来であれば考慮する必要がある。通常、投資家は経営者の行動を逐次観察することができないが、経営者の効用は明示的、暗示的に立証可能な会計情報と連動している。つまり、経営者をはじめ、各利害関係者の利害は会計情報に大きく左右される。このため、仮に会計情報が経営者行動の事後的な成果を適切に反映するのであれば、経営者行動が是正される可能性がある。換言すれば、モラルハザード（経営者が選択する行動が株主価値最大化に必要な行動から乖離すること）が緩和される可能性がある。例えば、退職給付会計の導入により、退職給付制度運営の実態が明らかになることにより、株主価値を高めるために制度や資産運用が見直される可能性がある。

反面、会計情報の成果と経営者行動との間に不確実性が存在する場合には、経営者行動を株主価値最大化から乖離させてしまう可能性もある。なぜなら、仮に成果が偶然性の影響が大きい中では、経営者にはそのために努力する誘因が弱まる可能性があるし、経営者がリスク回避的であれば、そのような不確実性を伴う企業行動自体を採らない可能性があるからである。このため、新しい会計基準の導入により、会計情報に経営者行動と関連しない項目が増える場合には、逆に経営者のモラルハザードを強めてしまう可能性がある。例えば、退職給付会計の導入により、企業のバランスシートは金利や株価

の変化に大きく左右されることになったが、こうした現象は経営者行動以外の不確実性による部分が大きいいため、そのような変動から生じる自らのリスクを低下させるために、経営者は、必要以上の制度変更を行う可能性がある。

2.4 投資戦略への示唆

以上のように考えると、会計発生高に関する情報を投資戦略に活かしていくためには、1) 会計発生高の投資情報としての有用性を明らかにすること、2) 会計発生高が経営者行動に及ぼす影響、双方を考慮する必要がある。1)は直接的な効果である。会計発生高のうち、どの項目が利益管理の影響が大きいかを明らかにすることにより、会計発生高情報をよりの確にバリュエーションに反映させることができると考えられる。本稿では、近年導入された税効果会計、退職給付会計に焦点を当て、これらに関連する項目のうち、どの部分がどの程度利益管理の影響を受けているかを明らかにする。次いで、そのような分析結果を反映させてポートフォリオを組んだ場合に、超過リターンが得られるかどうかを検証する。他方、2)は間接的な効果である。その効果を確かめるためには、キャッシュを反映していない資産や負債の存在が企業の事業戦略や投資行動に与える影響を考慮する必要がある。本稿では特に 1)に焦点を当て、会計発生高が投資戦略に及ぼす示唆を検討することにする。

3. 先行研究のサーベイ

ここでは、主な先行研究について概観した上で、本稿の位置付けを明らかにする。まず始めに、会計発生高が生じる要因について、経営者の動機の視点から先行研究についてサーベイを行っている Healy and Wahlen(1999)を取り上げる。次に、岡部(2004)に於ける先行研究に於ける会計発生高の推定モデルについて説明する。最後に、会計発生高に対する市場の評価、及び投資戦略へ応用した場合の有効性について展望を示した上で、本稿の位置付けを述べる。

3.1 裁量的会計発生高の発生要因

会計発生高の発生要因は、経営者の裁量行動と密接に結びついている。裁量行動は、財務諸表の数値を調整するプロセスを経て最終的な利益をコントロールすることから、しばしば利益管理(earnings management)の問題として扱われる。近年にかけては、利益管理の視点から経営者の裁量行動に関する実証分析が行われている。

利益管理について、Healy and Wahlen(1999)⁵は「財務報告や財務報告を変更するための会計処理に於いて、企業の内在する経済的成果について利害関係者をミスリードする、若しくは報告された会計数値に依存する契約効果を左右するために、経営者が裁量を働かせる場合に発生する」と定義している。これに関連して、岡部(2004)⁶は、裁量

⁵ P. Healy and J. Wahlen(1999), "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implication for Standard Setting", *Accounting Horizons*, vol. 13, No. 4(December, 1999), pp.365-383

⁶ 岡部(2004)、「裁量的会計行動研究における総発生処理高アプローチ」、神戸大学経営学部 Discussion Paper

行動には実体的裁量行動と会計的裁量行動があることを指摘している。前者は、市場取引そのものが対象となるとし、販売取引の繰上げや繰り下げ、研究開発費などの支出調整、リストラのタイミングと金額などが該当するものとしている。後者は、市場取引を所与として会計技法の選択と適用が操作の対象とされるとし、自発的開示の選択や会計手続きの選択、発生処理高の見積もりなどが挙げられている。

では、このような裁量行動へ経営者を駆り立てる動機とは何であろうか。Hearly and Wahlen(1999)は、資本市場の動機、契約の動機、規制の動機を挙げており、各々のケースについて広範なサーベイを行っている⁷。以下では、これらの論点を整理するとともに、経営者の裁量行動が示唆する問題について簡単に触れる。

資本市場の動機に関する分析についてみると、MBO⁸を行う経営者が利益を低く見積もることにより、有利な価格で自社株式を取得するケースや、IPO¹⁰やSEO¹¹の前に利益を嵩上げするケースについて実証が行われている。また、アナリストや会社が予想する利益を達成するために、研究開発費などを削減する分析が報告されている。これに関連して、株式の所有構造が与える影響についても分析されており、機関投資家の持株比率の高い企業は、彼らがモニタリングの役割を果たすことにより、このような近視眼的な傾向は見られないのに対して、高いポートフォリオの回転率やモメンタム戦略をとるような機関投資家の持株比率の高い企業は研究開発費の削減による利益増加型の利益管理がみられることが示されている。

契約の動機については、債務契約や報酬契約がある。まず債務契約については、配当制限条項や負債条項に関する分析が行われているが、配当制限条項に抵触しそうな企業の利益増加型の裁量行動はこれまでの先行研究では支持されていない。寧ろ、減配やリストラによるキャッシュフロー管理を行う傾向が、財政困難に陥っている企業について示されている。この理由として、配当制限条項は配当を削減することにより回避することが可能であることが挙げられる。他方、負債条項を満たすための利用可能な選択肢は殆ど無いと論じられている。これに関連し、実際に負債条項に抵触した企業の利益管理に関する分析も行われているが、直前の期に於ける利益増加型の裁量行動の有無については共通の実証結果は得られていない。次に報酬契約については、経営者の利益連動賞与などによる報酬制度と会計行動に焦点を当てた分析が行われており、経営者が報酬を

⁷ 2節の議論に照らして言えば、資本市場の動機は会計の情報提供機能、契約の動機は会計の利害調整機能に関連する誘因である。また、規制の動機は事後的な行動に関連する意味で契約の動機に含まれると捉えることもできる。同様の議論は企業と従業員の利害など、他のステイクホルダーの利害に対しても適用できる。

⁸ management buy-out の略。企業や事業部門の経営者が、当該事業の継続を前提として当該事業部門の営業資産や株式を買収すること。

¹⁰ initial public offering の略。証券取引所などに上場することにより株式を公開すること。

¹¹ seasoned equity offering の略。安定した値動きで十分な売買高があるような評判の高い既存企業の株式の売り出し。

²² 例えば、Richardson et al.(2003)を参照。

目的とした利益管理を行うことが示されているほか、目標となる利益の上限を超える場合や下限に満たない場合には利益を繰り延べることも示されている。この他にも、経営者自身の地位が脅かされる場合や任期が短い場合には、同様の傾向があることが示されている。

規制の動機については、業界の規制や独占禁止法などがある。前者は、銀行や保険、公共公益関連などの規制産業に属する企業が、規制への抵触を回避するために利益管理を行うことが示されている。後者は、独占禁止法などの対象になりやすい企業の経営者や政府の助成金や保護を求めるような経営者は、利益減少型の裁量行動を行うことが示されている。

これらの経営者の裁量行動には、純粹に機会主義的な行動(経営者の私的利権のための行動)と、既存株主から見れば効率的行動で他の利害関係者から見れば機会主義的行動となる場合がある。例えば、経営者報酬を高めるための利益管理は経営者の私的利権のみを向上させ、他の利害関係者の利害全体にマイナスに作用するため、純粹に機会主義的な行動と位置づけられる。他方、前述の財務制限条項の抵触を避ける経営者の会計行動は、ペナルティにより資金調達コストが上昇することを回避することから、株主にとっては企業価値最大化の観点からみて効率的な会計行動となる。一方、債権者にとっては債権のデフォルトリスクが高まる可能性があることから、機会主義的な会計行動となる(須田,2000)。

以上のように、経営者が利益管理を行う動機は様々であり、状況に応じて利益を増加させたり減少させるような会計行動をとることが示されている。また、報告されている分析結果の多くは、経営者は機会主義的な会計手続きに基づいて利益管理を行っているという問題を示唆するものと考えられる。しかしながら、経営者の動機は複合的な要因が重なって形成される場合もあることから、分析方法や結果の解釈については注意が必要だと思われる。

3.2 裁量的会計発生高の推定方法

3.1 では、経営者の利益管理の動機を中心にみてきた。ここでは、岡部(2004)にならって、利益管理の対象となる会計発生高のうち裁量的な部分の推定方法について説明する。会計発生高は、利益と営業活動によるキャッシュフローの差で定義される。

$$\text{会計発生高(TACC}_{i,t}) = \text{利益(NI}_{i,t}) - \text{営業キャッシュフロー(CFO}_{i,t}) \dots$$

利益管理は、発生主義会計の原則の下で営業キャッシュフローから利益を算出する際に生じるものであるから、経営者の裁量行動による影響は会計発生高に集約される。経営者の利益管理は単独の会計手続きを通じて行うよりも、寧ろ全体を調整して行われると考えられることから、このような考え方はメリットがある。しかしながら、会計発生高全てが裁量行動による影響を受けるわけではない。そこで、会計発生高を裁量的な部分と非裁量的な部分に分解する必要がある。

$$\text{会計発生高(TACC}_{i,t}) = \text{裁量的会計発生高(DACC}_{i,t}) + \text{非裁量的会計発生高(NDACC}_{i,t}) \dots$$

いま関心の対象となるのは、利益管理の影響を直接的に受けると考えられる裁量的会計発生高である。そこで、式によって会計発生高を算出した後、式の非裁量的会計発生高を何らかのモデルにより推計した上で、裁量的会計発生高を算出する。これまでの先行研究によれば幾つかの推計モデルがあるが、ここでは、代表的なモデルの一つであるジョーンズ・モデルとその派生モデルについて取り上げる。

ジョーンズ・モデルに於ける会計発生高は、企業の経済環境に応じて每期増減するものであり、基本的には売上高と資本的支出に依存すると仮定されている。これらの時系列データを用いて、回帰分析により会計発生高の期待値を推定する。推定に際しては、各変数を前期末の総資産で基準化する。

$$\text{TACC}_t / A_{t-1} = \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 (\text{REV}_t / A_{t-1}) + \beta_3 (\text{PPE}_t / A_{t-1}) + \epsilon_t \dots$$

A_{t-1} : t年度の期首に於ける総資産

REV_t : t年度における売上収益の増減

PPE_t : t年度における土地建物、工場、設備の総額

式によって推計される会計発生高の期待値は、利益管理の影響を受けない会計発生高の期待値に他ならない。即ち、裁量的会計発生高は、式により実際に観測された会計発生高($\text{TACC}_{i,t}$)と、式により推計された会計発生高($\hat{\text{TACC}}_{i,t}$)の差となる。

$$\text{DACC}_{i,t} = \text{TACC}_{i,t} - \hat{\text{TACC}}_{i,t} \dots$$

さて、ジョーンズ・モデルでは、式に於ける売上収益の増減(REV)は利益管理の影響を受けないと仮定されている。しかし、実際には掛けによる販売によって利益管理が行われる可能性がある。この考え方を反映させて、 REV の代わりに($\text{REV} - \text{REC}$)を説明変数として用いたものが、修正ジョーンズ・モデルである。

$$\text{TACC}_t / A_{t-1} = \beta_1 (1/A_{t-1}) + \beta_2 [(\text{REV}_t - \text{REC}_t) / A_{t-1}] + \beta_3 (\text{PPE}_t / A_{t-1}) + \epsilon_t \dots$$

A_{t-1} : t年度の期首に於ける総資産

REV_t : t年度における売上収益の増減

REC_t : t年度における売上債権の増減

PPE_t : t年度における土地建物、工場、設備の総額

修正ジョーンズ・モデルは、時系列モデルにより推計されるため十分なサンプル数が必要となる。また、時系列モデルは推定期間に於いては定常状態を前提としているが、

企業自体の収益構造が変化する場合には、これを捕捉できないばかりかパラメータの信頼性の低下を伴ってしまう。

そこで、時系列モデルによる推定ではなくクロスセクション分析により推定する方法が考えられる。クロスセクション分析は、時系列の代わりに分析対象となる企業が属する産業全体について回帰分析を行う。このモデルは、CS ジョーンズ・モデル及び修正CS ジョーンズ・モデルと呼ばれる。クロスセクションによる分析はサンプル数の問題や構造変化の問題を改善する一方で、個別企業の要因が産業全体の平均によって覆い隠してしまうデメリットが指摘されている。例えば、前節で述べた制限条項に違反した企業の裁量行動を分析する場合、このような企業は低業績であると予想されることから、産業全体の平均値から大きく下方乖離すると考えられる。クロスセクション分析では、このような個別企業の特徴が反映されない。

ここでは、代表的な会計発生高の推定モデルについてみてきた。何れのモデルについても、それぞれメリット、デメリットがあることから、分析する内容にフィットするように使い分けることが重要である。また、修正ジョーンズ・モデルの考え方に於いて触れたように会計発生高の各要素について更なる分解や、バランスシート全体への拡張が必要となる²²。

3.3 裁量的会計発生高と価値関連性

経営者の利益管理に対して、投資家はどのような反応を示すのだろうか。前節でみたように、会計発生高は利益と営業キャッシュフローの差で定義される。須田(2000)²³によれば、会計利益の投資収益率説明力がキャッシュフローの説明力を上回っていれば、会計発生高に情報内容があることを示し、会計発生高が全体的に情報提供の手続き選択を通じて計上されたことを示唆する一方、キャッシュフローの説明力の方が大きい場合には、会計発生高は情報内容がなくノイズとして作用していることを示し、総じて機会主義的手続き選択により計上されたことになるとしている。

その一方で、会計発生高の利益に対する持続性の低さに注目して、投資家のミスプライスによって説明力が発生する可能性を示す分析が幾つかみられる。これらの分析は、利益管理により単年度の利益がどのように操作されようとも、期間全体の利益は不変であるという会計原則の考え方に依拠している。つまり、会計発生高は、ある期間に於いて増加(減少)すれば、その後の期間に於いて反転するため利益に対する持続性が低いということになる。裁量的に操作された会計発生高であれば、尚更この傾向は強くなると考えられる。即ち、合理的な投資家は、予めこれを株価形成に織り込むため、会計発生高との間に有意な関係は見出せないという仮説が導かれる。これに関して、野間(2003)²⁴は、Richardson et al.(2003)によるフレームワークを拡張することにより、会計発生高を構成する要素を包括的に分類した上で、信頼性が低い会計発生高の要素ほど

²³ 須田(2000)、『財務会計の機能』、白桃書房

²⁴ 野間(2003)、『利益の持続性と会計発生高の信頼性』、『JAMA Contemporary Accounting Research Seminar (2003年度第2回)』、日本管理会計学会

利益の持続性が低いにもかかわらず、投資家はこれを過大評価する傾向があることを示している。野間(2003)は、単年度のみならず複数期間でみた場合の持続性の検証も行っており、信頼性の低い会計発生高の持続性の低さは変わらないとしている。更に、投資家の過大評価によって発生する異常リターンは、別の投資アノマリーが影響している可能性がある。これに関して、Kubota, Suda and Takehara(2003)²⁵は、size 効果や BP 効果を除去した場合でも、異常リターンが観察されることを示している。これらの先行研究の結果は、経営者の機会主義的な動機に基づく裁量的な会計発生高に対して、投資家は過大評価することを示唆するものと考えられる。

しかしながら、上記を含む先行研究に於ける一連の議論に対して、岡部(2004)は、経営者の裁量行動は機会主義的な行動の枠内に止まるものではないとして、裁量的会計発生高に未知の情報が含まれている²⁶可能性を示唆している。会計発生高の発生要因と市場の評価についての更なる議論が期待される。

3.4 本稿の位置付け

これまでみてきたように、経営者は様々な状況や動機に基づいて利益管理を行う可能性があることが示唆されている。また、投資家は経営者の裁量行動を過大評価する傾向があることが示されている。

しかしながら、前述の通り、経営者の裁量行動は様々な状況や動機に基づくことから、会計発生高について画一的な分析によりインプリケーションを得ることには限界があると思われる。また、3.3 節に於いて投資家のミスプライスが観察されたものの、各々の会計発生高の要素に対して一律にミスプライスが観察されるとは限らないと考えられる。例えば、Wei and Xie(2005)²⁷は、経営者の異常な設備投資行動を推定した上で、異常な設備投資行動を隠すために利益管理を行った結果、裁量的会計発生高が増加するのではなく、両者は全く別の事象であることを明らかにしている。また、異常な設備投資行動と裁量的会計発生高によるアノマリーの双方を投資戦略に応用することにより、それぞれ単独で戦略に応用した場合に比べてアウトパフォームすることを示している。

このように、個々の会計発生高の要素について分析することは、裁量的会計発生高の発生要因を明らかにするだけでなく、投資戦略への応用を考える上でも有用であると考えられる。本稿では、このような観点から、税効果会計と退職給付会計に焦点を当てた分析を次回以降で行っていく。

²⁵ Kubota, Suda and Takehara(2003), "Components of accounting accruals and stock returns: evidence from Tokyo stock exchange firms", 『日本ファイナンス学会第 11 回ファイナンス大会予稿集』, 日本ファイナンス学会

²⁶ 例えば、利益平準化やビックパスといった会計行動について、長期的な視点から捉えれば利益の質を高める可能性がある」と述べている。

²⁷ Wei and Xie(2005), "Earnings Management, Corporate Investments, and Stock Returns", Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=685113>