

T M & A R G

Discussion Paper No. 番号 97

実体的裁量行動の要因に関する実証分析

山口 朋泰

2010年3月

TOHOKU MANAGEMENT & ACCOUNTING RESEARCH GROUP

GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS AND
MANAGEMENT TOHOKU UNIVERSITY
KAWAUCHI, AOBA-KU, SENDAI,
980-8576 JAPAN

TM & ARG Discussion Papers No.97
実体的裁量行動の要因に関する実証分析

山口 朋泰
東北大学大学院経済学研究科
〒980-8576 仙台市青葉区川内 27-1
t-yamaguchi@hop.ocn.co.jp
2010年3月

<要約>

本稿の目的は、経営者の実体的裁量行動に影響を与える要因を包括的に検証することである。具体的には、(1) 売上操作、(2) 裁量的費用の削減、(3) 過剰生産という3タイプの利益増加型の実体的裁量行動が、①規模、②債務契約、③成長性、④損失回避のインセンティブ、⑤経営者交代、⑥経営者による株式所有、⑦金融機関による株式所有、⑧会計上のフレキシビリティ、⑨監査の質といった要因に影響を受けるか否かを検証した。

分析の結果は、規模が大きい企業や経営者持株比率が高い企業ほど上記3タイプの実体的裁量行動を控え、負債比率が高い企業や経営者交代前年度の企業ほど3タイプの実体的裁量行動を行ったことを示唆している。また、経営者が損失回避のために売上操作と過剰生産をより行ったこと、金融機関持株比率が高い企業ほど売上操作と過剰生産を控えたことが示唆された。さらに、会計上のフレキシビリティが低い企業ほど裁量的費用を削減したことも示唆された。

<キーワード>

実体的裁量行動、利益マネジメント、経営者交代、株式所有構造、会計上のフレキシビリティ

<付記>

本稿は平成21年度科学研究費補助金(特別研究員奨励費:課題番号21・8269)による研究成果の一部である。

<謝辞>

本稿は第37回現代会計政策研究会の報告内容を修正したものである。研究会において、木村史彦先生(東北大学)、胡丹先生(名古屋大学)、田澤宗裕先生(名城大学)、野口晃弘先生(名古屋大学)、星野優太先生(名古屋市立大学)、吉田和生先生(名古屋市立大学)から有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝申し上げる。もちろん、本稿に残された誤りはすべて筆者の責に帰すべきものである。

1. はじめに

近年の利益マネジメント (earnings management) に関する研究では、利益を調整する方法として実体的裁量行動 (real discretion) に着目した研究の蓄積が高まりつつある¹。実体的裁量行動とは、実際の取引活動を変更して会計利益を調整することである。例えば、押し込み販売、研究開発費や広告宣伝費等の削減、固定資産の売却などがある。これに対して、会計方法を変更して会計利益を調整することは会計的裁量行動 (accounting discretion) と呼ばれる。例えば、減価償却方法、棚卸資産の評価、貸倒引当金の見積もりの変更等を通じて行われる (岡部 1994a)。

会計的裁量行動と比べ、実体的裁量行動は規制の強化によって制限することが困難であると考えられる。Ewert and Wagenhofer (2005) は、会計基準の厳格化によって会計的裁量行動が制限されると、実体的裁量行動が増加することを合理的期待均衡モデルで示している。また、Cohen et al. (2008) は、SOX 法 (Sarbanes-Oxley Act) 成立後に会計的裁量行動が減少し、実体的裁量行動が増加したことを実証している。わが国でも、いわゆる日本版 SOX 法が 2008 年 4 月 1 日以後に開始する事業年度から上場企業に適用されたが、米国と同様、それまで以上に実体的裁量行動が増加した可能性がある。そのため、わが国企業を対象とした実体的裁量行動の研究がますます重要になってきている。

そのような中で、わが国企業を対象にサーベイ調査を行った須田・花枝 (2008) は、経営者が会計的裁量行動よりも実体的裁量行動を選好する傾向にあること、そして目標利益を達成するためなら企業価値を犠牲にしても良いと考える経営者がいることを明らかにしている。また山口 (2009b) は、利益増加型の実体的裁量行動が企業の将来業績に悪影響を及ぼすことを実証している。経営者の実体的裁量行動が企業価値を低下させるとすれば、これは利害関係者にとって望ましくない。それにもかかわらず、経営者はなぜ実体的裁量行動を行うのであろうか。

この疑問に答えるために、本稿では経営者の実体的裁量行動に影響を与える諸要因の解明を試みたい。具体的には、(1) 売上操作、(2) 裁量的費用の削減、(3) 過剰生産という利益増加型の実体的裁量行動が、①規模、②債務契約、③成長性、④損失回避のインセンティブ、⑤経営者交代、⑥経営者による株式所有、⑦金融機関による株式所有、⑧会計上のフレキシビリティ、⑨監査の質といった要因に影響を受けるか否かを検証する。これまで、会計手続き選択の要因を包括的に検証した研究 (Hagerman and Zmijewski 1979; Zmijewski and Hagerman 1981 など) や、利益ベンチマーク達成の観点から裁量的会計発生高 (discretionary accruals) の調整に影響する要因を包括的に検証した研究 (Matsumoto 2002; 首藤 2007 など) はいくつかあるが、実体的裁量行動の要因を包括的に検証した研究は少なく、研究の蓄積が求められる²。

本稿の特徴を明らかにするために、実体的裁量行動の要因を分析した先行研究を概観しよう。経営者交代に関して、Butler and Newman (1989) は、退任前の経営者が研究開発費の削減、設備投資の削減、及び過剰生産を行うと予測したが、予測と一致する結果は得られなかった。これに対して Dechow and Sloan (1991) は、退任前年度の経営者が研究開発費や広告宣伝費を削減した証拠を得たうえで、その行動が経営者の株式所有によって抑制されることを示唆している。

株式所有構造が研究開発費に与える影響を分析した研究もある。Bange and De Bondt (1998) は、経営者や機関投資家による持株比率が高いほど、研究開発費によってアナリストの予想利益に近づける操作が抑制されることを示した。Bushee (1998) は、機関投資家の持株比率が高い企業ほど、減益回避のために研究開発費を削減する可能性が低下することを示した。わが国企業を対象とした木村 (2003) は、経営者持株比率が高い企業や安定株主の持株比率が高い企業

ほど減益回避のために研究開発費を削減する可能性が低いと予測し、安定株主の持株比率に関して予測と一致する結果を得ている。また野間 (2009) は、金融機関の持株比率が高いほど、経営者予想利益達成や減益回避のために研究開発費を削減する可能性が低いことを示した。

損失回避に焦点を当てて実体的裁量行動の要因を検証した Roychowdhury (2006) は、わずかな利益を示す企業が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産をしたことを示唆し、これらの行動が有利子負債の存在、流動負債比率、及び成長性に伴って増加し、機関投資家の持株比率が高いほど減少することを示した³。わが国企業を対象にした Pan (2009) も損失回避に焦点を当て、有利子負債の存在や流動負債比率に伴って販売費及び一般管理費の削減が拡大し、成長性や流動負債比率が高いほど売上操作と過剰生産が増大したものと整合する結果を得ている。

近年、会計発生高を増やす余地、すなわち会計上のフレキシビリティ (accounting flexibility) が実体的裁量行動に影響する要因として注目されている。例えば Zang (2005) は、会計上のフレキシビリティが低いほど、経営者が販売費及び一般管理費の削減や過剰生産を行ったことを示唆した⁴。また Wang and D'Souza (2006) も、会計上のフレキシビリティが低い企業ほど、研究開発費の削減を利用してアナリスト予想利益を達成する可能性が高くなることを示した。

先行研究に対する本稿の特徴は、これまでの利益マネジメント研究の成果を踏まえ、規模や債務契約など初期に検証されてきたものから、成長性、損失回避のインセンティブ、経営者交代、株式所有構造、そして近年注目を集めつつある会計上のフレキシビリティや監査の質に至るまで、売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産の要因を包括的に解明しようとするところにある。

分析の結果、規模の大きい企業や経営者持株比率が高い企業ほど上記3タイプの実体的裁量行動を控え、負債比率が高い企業や経営者交代前年度の企業ほど3タイプの実体的裁量行動を行う傾向にあることが明らかになった。また、経営者が損失回避のために売上操作と過剰生産をより行ったこと、金融機関持株比率が高い企業ほど売上操作と過剰生産を控えたことを示唆する結果を得た。さらに、会計上のフレキシビリティが低いほど、経営者が裁量的費用を削減して利益を増やす証拠が得られた。

本稿の構成は次のとおりである。第2節は仮説の設定を行い、第3節はリサーチ・デザインについて説明する。第4節では実証結果を示し、第5節はまとめと今後の課題について論じる。

2. 仮説の設定

2.1. 規模

企業の規模は、経営者の利益マネジメントに影響を与えることが知られている。規模が大きい企業は、規模が小さい企業と比べて政治的圧力を受けやすく、税金等の政治コストが大きくなる。そのため、規模の大きい企業の経営者ほど利益を減らす会計手続き選択を行うと考えられる (Watts and Zimmerman 1986)。これは規模仮説と呼ばれ、多くの先行研究において規模が大きい企業ほど利益減少型の会計的裁量行動をとることが実証されている (例えば、Hagerman and Zmijewski 1979; Zmijewski and Hagerman 1981; 岡部 1994a; 須田 2000)。

本稿では、実体的裁量行動と規模の関係を検証する。規模の大きい企業ほど利益を減らすインセンティブがあるとするれば、規模の大きい企業の経営者ほど、利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測される⁵。そこで、仮説1を設定した。

仮説1 規模の大きい企業ほど、利益増加型の実体的裁量行動を控える。

2.2. 債務契約

債務契約において、財務制限条項 (debt covenants) または財務上の特約は債権者の利害を守るために設定される。財務制限条項には、配当の制限、追加借り入れの制限、投資の制限、運転資本の維持、純資産の維持などがある。財務制限条項に違反すると、社債の繰上償還、融資の引き揚げ、あるいはより厳しい条項設定などが行われる可能性があり、そのコストは大きい⁶。そのため、経営者は財務制限条項の違反を回避するために、利益を増加させる強い動機を持つ。

財務制限条項違反への接近度合いを大量のサンプル企業について個々に調べるのは困難であるため、多くの先行研究では、負債比率の高い企業ほど財務制限条項に違反する可能性が高いと仮定し、負債比率を代理変数に用いている。負債比率が高い企業の経営者ほど利益増加型の会計的手続きを選択する、という仮説は負債比率仮説と呼ばれている (Watts and Zimmerman 1986; 須田 2000 など)。

稲村 (2009) によれば、わが国企業においては負債比率が高いほど財務制限条項が厳しく設定されており、負債比率は条項違反接近度の代理変数になりうるという⁷。そこで本稿でも、負債比率を用いて検証したい。具体的には、負債比率が高い企業ほど財務制限条項に違反する可能性が高くなるために、利益を増やすインセンティブが強まると予測し、仮説 2 を設定した。

仮説 2 負債比率が高い企業ほど、利益増加型の実体的裁量行動を行う。

2.3. 成長性

成長性が高い企業ほど、利益公表時の市場反応が大きいことが知られている。例えば、Collins and Kothari (1989) は、成長性が高い企業ほど利益に対する市場反応が大きいことを示した。また、Skinner and Sloan (2002) は、高成長企業の株価が、低成長企業の株価と比べ、アナリスト予想の未達に対してより大きく負に反応することを示した。経営者がこのことを認識しているとすれば、成長性が高い企業ほど、利益を増やすように動機づけられるであろう。

Roychowdhury (2006) や Pan (2009) では、成長性の高い企業ほど損失回避のために実体的裁量行動を行ったことが示唆されている。本稿では損失回避に限定せず、全般的に、高い成長性が利益増加型の実体的裁量行動を助長するか否かを検証したい。そこで、仮説 3 を設定した。

仮説 3 成長性が高い企業ほど、利益増加型の実体的裁量行動を行う。

2.4. 損失回避のインセンティブ

実体的裁量行動が損失回避のために利用されることを示した多くの先行研究がある。例えば、Baber et al. (1991)、岡部 (1994b)、小嶋 (2004) は、経営者が損失回避のために研究開発費を削減したことを示した。Roychowdhury (2006) では、わずかな利益を示す企業に焦点を当て、当該企業が損失回避のために売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産をしたことを示唆した⁸。わが国企業を対象に、Roychowdhury (2006) と同様の検証を行った Pan (2009) や山口 (2009a) も、これらの実体的裁量行動が損失回避のために行われたことを示唆している。山口 (2009a) では、減益回避や経営者予想利益達成についても検証されているが、実体的裁量行動に関する強い証拠は得られていない。利益分布アプローチによる検証でも、わが国企業は損失回避の利益マネジメントが特に顕著であることが示されている (首藤 2000; Suda and Shuto 2006)。

以上から、わが国企業の経営者は損失回避のインセンティブが強く、損失回避のために実体的裁量行動を行うと予測される。なお、利益マネジメントによって辛うじて損失を回避した企業の利益は小さい可能性が高いと考えられる。そこで Roychowdhury (2006) などの先行研究と

同様に、わずかな利益を示す企業を損失回避が疑われる企業として特定し、当該企業に利益増加型の実体的裁量行動が観察されるか否かを検証したい。そこで、仮説 4 を設定した。

仮説 4 わずかな利益を示す企業は、その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行っている。

2.5. 経営者交代

経営者が企業経営に携わる期間は有限である。経営者は在職中の企業経営にのみ関心を持ち、退任後の企業業績には直接の興味を示さないであろう。このため、経営者は株主や社債権者の富を犠牲にして、在職期間中に自己の便益を増加させるような意思決定をする可能性がある (Jensen and Meckling 1976, 351)。これは期間問題 (horizon problem) と呼ばれ、いくつかの先行研究で、利益ベースの業績評価を背景に、経営者が退職直前の期間に利益増加型の実体的裁量行動を行ったか否かが検証されている (Butler and Newman 1989; Dechow and Sloan 1991 など)。

わが国企業において、多くの経営者報酬契約は明示的ではないが、会計利益と経営者報酬の間には強い正の関係が存在する (乙政 2004; 乙政・椎葉 2009 など)。したがって、黙示的であったとしても、わが国の経営者報酬契約は、企業収益を追求するインセンティブを経営者に与えていると考えられる (乙政 2004, 70)。ゆえに、わが国企業の経営者も在職期間中に自己の報酬を増やす目的で利益を増やす動機がある。交代の前年度は通年の報酬を獲得する最後の機会であるから、利益を増やすインセンティブは特に強くなるだろう。そこで、仮説 5 を設定した。

仮説 5 経営者交代前年度の企業は、その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行う。

2.6. 経営者による株式所有

所有と経営の分離が進むと、経営者に対する株主の影響力は低下し、経営者は企業価値の最大化を目指さない可能性が高まる。しかし、株式所有が経営者に集中すると、経営者の行動は自身の富に直接影響するため、株主の利害を犠牲にする行動を控え、資源を効率的に利用して企業価値を高めようとするだろう (Jensen and Meckling 1976)。

経営者が大量の株式を所有する企業は、所有者支配型企业 (owner-controlled firm) と呼ばれる (Dhaliwal et al 1982; 岡部 1994a)。利益増加型の利益マネジメントは税コストや賃金交渉を通じた労働コストの増大によって企業価値を低下させる可能性があるため、所有者支配型企業の経営者は報告利益を低下させるインセンティブを有する (Smith 1976, 708; 岡部 1994a, 96)。

したがって、資源を効率的に利用するという観点、あるいは税コストや労働コストの増大を回避するという観点から、所有者支配型企業の経営者は利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測される。そこで、仮説 6 を設定した。

仮説 6 所有者支配型企业は、その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を控える。

2.7. 金融機関による株式所有

わが国において、銀行などの金融機関による株式所有は、株式の運用成績によって利益を得ることよりも、株式所有を通じて相手企業との関係を密接に保つことで、融資など別の面で利益を得ることを目的としている (奥村 2005, 190)。そのため、金融機関である株主は、企業と長期的な関係を維持させるために、安定株主になるという特徴がある。安定株主の存在は、経営者に長期的な視野に立った経営を促すだろう (木村 2003)。

売上操作、裁量的費用の削減、過剰生産といった利益増加型の実体的裁量行動は、長期的な収益性を悪化させることを示唆する証拠がある (山口 2009b)。安定株主による株式所有が経営者に長期的視野に立った経営を促すのであれば、金融機関の持株比率が高い企業の経営者は利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測される。そこで、仮説 7 を設定した。

仮説 7 金融機関持株比率が高い企業ほど、利益増加型の実体的裁量行動を控える。

2.8. 会計上のフレキシビリティ

経営者が会計的裁量行動で利益を増やす余地は無制限ではない。経営者は一般に認められた会計原則 (GAAP) の枠内で会計処理を行う必要があるため、会計的裁量行動で利益を増やす余地には元々限界がある。さらに、過去に会計的裁量行動によって利益を増やすほど、当期に会計的裁量行動で利益を増やす余地は小さくなると考えられる。

これに関連して、Barton and Simko (2002) は、損益計算書と貸借対照表の相互関連のために、貸借対照表に蓄積された純資産の水準は過去の会計発生高操作を部分的に反映すると論じ、その上で、過去の会計発生高操作が「純資産－現金及び市場性のある有価証券＋総負債」で定義される純営業資産 (net operating assets) に蓄積されること、及び期首の純営業資産が大きいほど当期に会計発生高で利益を増やす余地が小さいことを示唆した⁹。

会計発生高で利益を増やす余地は会計上のフレキシビリティと呼ばれており、これまでも実体的裁量行動に影響することが示唆されている (例えば、Zang 2005; Wang and D'Souza 2006)。期首の純営業資産が大きく、会計上のフレキシビリティが低いほど、会計的裁量行動で利益を増やすコストは高くなるだろう。そのさい、利益を増やしたいと考える経営者は実体的裁量行動により大きく依存すると予測される。そこで、仮説 8 を設定した。

仮説 8 期首の純営業資産が大きい企業ほど、利益増加型の実体的裁量行動を行う。

2.9. 監査の質

いくつかの先行研究で、大規模監査法人は小規模監査法人よりも監査の質が高いことが論証されている (Simunic 1980; DeAngelo 1981 など)。監査の質と会計選択の関係を実証したものとして、例えば Becker et al. (1998) がある。そこでは、大手監査法人はその他監査法人よりも監査の質が高いために利益増加型の会計選択を制限すると予測し、すべての会計選択の正味の影響を捉えるとして裁量的会計発生高を代理変数に用いて検証を行っている。分析の結果、大手監査法人の監査を受ける企業は、その他監査法人と比べて裁量的会計発生高が低いことを示した。Francis et al. (1999) も同様の結果を示し、その結果は大手監査法人ほど利益増加的な会計発生高操作を抑制することを示唆すると論じている。

以上の先行研究から、監査の質は間接的に利益増加型の実体的裁量行動に影響を与える可能性があると考えられる。すなわち、大手監査法人がその他監査法人と比べて利益増加型の会計的裁量行動を制限するとすれば、大手監査法人の監査を受ける企業ほど会計的裁量行動で利益を増やすコストが高くなり、相対的に利益増加型の実体的裁量行動のコストが低くなると予測される。ゆえに、大手監査法人の監査を受ける企業ほど、経営者は実体的裁量行動で利益を増やそうとするのではないだろうか。そこで、仮説 9 を設定した。

仮説 9 大手監査法人の監査を受ける企業は、その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行う。

3. リサーチ・デザイン

3.1. 実体的裁量行動の測定と代理変数

本節では、売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産について Roychowdhury (2006, 340-341) の議論を参考にして論じ、それらを測定するモデルと代理変数について説明する。

売上操作は、値引販売や信用条件の緩和によって、販売数量を増やし、年間売上高を一時的に増加させようとする操作である。値引販売を行うと、売上1単位当たりのキャッシュ・インフローが低下し、対売上高で見た製造原価を増加させる。また信用条件の緩和も実質的には値引きであるので、売上代金の回収期間にわたるキャッシュ・インフローを低下させる。

裁量的費用の削減は、経営者の裁量で調整可能な研究開発費や広告宣伝費などを削減して、利益を増やすことである。裁量的費用を削減すると、裁量的費用は低下する。ただし、裁量的費用が現金で支払われると、当該支出の減少はキャッシュ・アウトフローを低下させる。

過剰生産は、期待需要を超過する数量の製品を生産して、利益を増加させる行動である。製造業においては、生産量を増やして、製品1単位当たりの固定製造間接費を低くすることができる。それによって、売上原価が減少し、当期利益が増加する。過剰生産を行うと、対売上高で見た製造原価が異常に高くなる。また、過剰に生産された製品に関しては、製造した期には現金回収されない製造費用と保管費用が生じる。その結果、営業活動によるキャッシュ・フローは売上高を所与とした正常水準よりも低くなる。なお、非製造業でも期待需要よりも多くの商品を仕入れることで、売上原価を低くして、利益を増やす可能性がある (中野 2008, 11)。そこで、Roychowdhury (2006) と同様に、売上原価と棚卸資産変化額の合計として製造原価を定義する。この定義によれば、非製造業においても代理変数としての製造原価が算出される。

ここで、3 タイプの実体的裁量行動が財務数値に与える影響を要約すれば、売上操作や過剰生産を行うと、営業活動によるキャッシュ・フローが異常に低くなり、製造原価が異常に高くなる。また裁量的費用を削減すると裁量的費用が異常に低くなり、営業活動によるキャッシュ・フローが異常に高くなる。なお、営業活動によるキャッシュ・フローに対する影響が一意的ではないため、代理変数として使用する際には注意が必要である。さしあたり本稿では、営業活動によるキャッシュ・フローを売上操作と過剰生産の代理変数として取り扱うことにする¹⁰。

売上操作、裁量的費用の削減、過剰生産の水準を測定するために、式 (1) から式 (3) を推定する。このモデルは、Dechow et al. (1998) を基に Roychowdhury (2006) が提示したものである。

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_2(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$DE_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1(S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$PD_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1(S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_2(\Delta S_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta S_{i,t-1}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

CFO = 営業活動によるキャッシュ・フロー

DE = 裁量的費用¹¹

PD = 製造原価 (売上原価 + 期末棚卸資産 - 期首棚卸資産)

A = 期末総資産 S = 売上高 ΔS = 売上高の前期との差額 i = 企業 t = 年

式 (1) から式 (3) をそれぞれ産業一年ごとに最小二乗法で推定し、得られた係数を用いて各企業一年の期待値を求め、これを正常なビジネス活動による値とする¹²。次に、各企業一年の実際値から期待値を控除して、ビジネス活動の異常な部分を識別する。この異常な部分をそれぞれ異常営業キャッシュ・フロー、異常裁量的費用、異常製造原価と呼ぶことにする。

そして、異常営業キャッシュ・フローと異常裁量的費用の値に-1を乗算したものをそれぞれ

れ abCFO, abDE とし, 異常製造原価の値はそのまま abPD という代理変数にする. こうすることで, abCFO, abDE, abPD の値が正 (負) であれば, 利益増加型の実体的裁量行動を行った (控えた) ことを示すようになる. 具体的には, abCFO あるいは abPD が正 (負) なら売上操作及び過剰生産を行い (控え), abDE が正 (負) なら裁量的費用の削減を行った (控えた) とみなす.

3.2. 検証方法

仮説を検証するために以下の式 (4) を最小二乗法で推定する. このモデルは会計方針選択の要因を調査した Zmijewski and Hagerman (1981) を参考に, 実体的裁量行動の水準を示す変数を従属変数, 実体的裁量行動への影響が予測される各要因の代理変数を説明変数として設定した.

$$RM = \alpha + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 S_NI_{i,t} + \beta_5 MGT_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \beta_7 FIN_{i,t} + \beta_8 NOA_{i,t} + \beta_9 BIGN_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

RM = abCFO, abDE, abPD

SIZE = 前期末の株式時価総額の対数

DEBT = 期首の有利子負債 ÷ 期首総資産¹³

MTB = 前期末の時価簿価比率

S_NI = 期首総資産で基準化した当期純利益が 0 以上 0.005 未満であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数¹⁴

MGT = 社長もしくは CEO の交代年度の前年度であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数

OWN = 期末の役員持株比率が 10% 以上であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数

FIN = 期末の金融機関持株比率

NOA = 期首の純営業資産 ÷ 前期の売上高¹⁵

BIGN = 監査人に大手監査法人を含む場合は 1, それ以外は 0 とするダミー変数¹⁶.

従属変数は実体的裁量行動の代理変数であり, abCFO, abDE, abPD を用いてそれぞれ推定する. SIZE は規模を代理し, 規模が大きいほど利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測されるため係数の期待符号は負である. DEBT は財務制限条項違反の接近度を代理し, この値が高いほど利益増加型の実体的裁量行動を行うと予測されるため係数の期待符号は正である. MTB は成長性を代理し, 成長性が高いほど利益増加型の実体的裁量行動を行うと予測されるため係数の期待符号は正である. S_NI は損失回避が疑われる企業を示すダミー変数である. わずかな利益を示す企業は, その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行ったと予測されるため係数の期待符号は正である. MGT について, 経営者交代前年度の企業は, その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行うと予測されるので係数の期待符号は正である.

OWN は経営者の株式所有に関する変数である. 一般に, 経営者の持株比率はきわめて低く, 分布も極端に偏っているため, 岡部 (1994a, 82) や木村 (2003) にしたがって, 経営者持株比率が 10% 以上の企業を所有者支配型企業とし, OWN を 1 とするダミー変数を設定した. 所有者支配型企業は, その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測されるので係数の期待符号は負である. FIN について, 金融機関持株比率が高い企業ほど, 利益増加型の実体的裁量行動を控えると予測されるため係数の期待符号は負である. NOA は会計上のフレキシビリティを示す代理変数であり, 期首の純営業資産が大きいほど利益増加型の実体的裁量行動を行うと予測されるため係数の期待符号は正である. BIGN は監査の質を代理し, 大手監査法人の監査を受ける企業は, その他の企業と比べて利益増加型の実体的裁量行動を行うと予測されるため係数の期待符号は正である. なお, 予測符号の一覧については表 4 を参照されたい.

表1 測定モデルの推定結果

	(1) CFO _{i,t} /A _{i,t-1}		(2) DE _{i,t} /A _{i,t-1}		(3) PD _{i,t} /A _{i,t-1}	
	推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	0.0441***	8.6617	0.0358***	10.5110	-0.0978***	-13.7513
1/A _{i,t-1}	-253.9800***	-2.8425	78.4986**	2.2418	-55.0525	-0.7069
S _{i,t} /A _{i,t-1}	0.0119**	2.1095			0.8775***	112.8690
S _{i,t-1} /A _{i,t-1}			0.0577***	17.8723		
ΔS _{i,t} /A _{i,t-1}	0.0601***	3.5075			-0.0643**	-2.0673
ΔS _{i,t-1} /A _{i,t-1}					-0.0743***	-3.1038
Adj-R ²	0.1506		0.2236		0.9121	

n=18,346

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意(両側検定).

推定は251の産業一年ごとに行った. 表示した係数は産業一年ごとの回帰にわたる平均値である. t値は産業一年ごとの回帰にわたる係数の標準誤差で係数平均値を除いて算定したものである. また, Adj-R²は産業一年ごとの回帰にわたる自由度修正済み決定係数の平均値である. なお, 変数の定義は本文を参考のこと.

3.3. サンプルとデータ

本稿の分析対象期間は2000年3月期から2008年3月期の間であり, 連結財務諸表のデータを用いて分析する. サンプルについては次の(1)から(7)の要件を満たすものを選択した.

- (1) わが国の証券取引所のいずれかに上場している.
- (2) 銀行, 証券, 保険, その他金融業, 電力, ガス, 及び鉄道業に属していない¹⁷.
- (3) 決算日が3月31日であり, 決算月数が12カ月である.
- (4) 米国会計基準を採用していない.
- (5) 『日経 NEEDS 企業財務データ』において, 研究開発費, (販) 広告宣伝費, (販) 拡販費・その他販売費, (販) 人件費・福利厚生費のうち, 少なくとも1項目はゼロではなく, また(販) 役員報酬・賞与がゼロではない.
- (6) 債務超過ではない.
- (7) 同一産業かつ同一年の中で, 6企業一年以上のサンプルがある¹⁸.

この(1)から(7)の条件を満たし, 必要となるデータがすべてデータベースから入手可能な企業を選択する. なお, 財務データは『日経 NEEDS 企業財務データ』(日経メディアマーケティング)から, 株価は『日経ポートフォリオ・マスター』(日経メディアマーケティング)から入手した. 監査人については『eol』(イーオーエル)で入手したデータをもとに有価証券報告書や『監査報酬総覧』(税務研究会)によって手作業で確認した. また経営者交代年度の特定のために, 『役員四季報』(東洋経済新報社)から経営者交代に関するデータを手作業で収集した. 抽出したサンプルは, 13,266企業一年となった¹⁹.

4. 検証結果

4.1. 記述統計量

表1は実体的裁量行動を測定するために式(1)から式(3)の推定結果を要約したものである. いずれのモデルにおいても売上高の水準を示す変数(S_{i,t}/A_{i,t-1}またはS_{i,t-1}/A_{i,t-1})の係数は正かつ有意である. また, 式(3)のΔS_{i,t}/A_{i,t-1}を除き, 係数の符号はRoychowdhury(2006)と同様である. 表2は各変数の基本統計量を示す²⁰. MGTが0.1433であることから, 経営者交代が平均的に約7年に一回の割合で生じたことがわかる²¹. またBIGNの値は, サンプルの80%

表2 基本統計量

	abCFO	abDE	abPD	SIZE	DEBT	MTB	S_NI	MGT	OWN	FIN	NOA	BIGN
平均値	-0.0012	0.0022	0.0039	23.5383	0.2318	1.2861	0.0708	0.1433	0.2078	0.2245	0.9268	0.8040
中央値	-0.0010	0.0096	0.0122	23.4001	0.2050	0.9418	0	0	0	0.2015	0.8491	1
最小値	-0.1721	-0.2711	-0.4756	20.6377	0	0.2326	0	0	0	0	0.2319	0
最大値	0.1788	0.1309	0.2730	28.0011	0.8983	9.6888	1	1	1	0.7094	3.1955	1
標準偏差	0.0515	0.0614	0.1105	1.4939	0.1836	1.2051	0.2565	0.3504	0.4058	0.1347	0.4670	0.3970

n=13,266

注)

変数の定義は本文を参考のこと。

表3 相関係数表

	abCFO	abDE	abPD	SIZE	DEBT	MTB	S_NI	MGT	OWN	FIN	NOA	BIGN
abCFO	1											
abDE	0.0525	1										
abPD	0.2933	0.7649	1									
SIZE	-0.0901	-0.1250	-0.1363	1								
DEBT	0.0475	0.0654	0.0690	-0.1948	1							
MTB	-0.0747	-0.0500	-0.1097	0.3653	0.1201	1						
S_NI	0.0690	0.0159	0.0504	-0.0780	0.1199	-0.0538	1					
MGT	0.0167	0.0226	0.0260	0.0112	0.0090	0.0098	0.0071	1				
OWN	-0.0497	-0.0296	-0.0832	-0.1833	-0.0220	0.0375	-0.0320	-0.0674	1			
FIN	-0.0388	-0.0437	-0.0374	0.5596	0.0531	0.0608	-0.0011	-0.0111	-0.2811	1		
NOA	0.0098	0.0235	0.0249	0.0632	0.2380	-0.0414	0.0251	0.0063	-0.0641	0.0540	1	
BIGN	-0.0471	-0.0423	-0.0608	0.0957	-0.0174	0.0352	-0.0163	-0.0089	0.0760	0.0186	-0.0371	1

n=13,266

注)

変数の定義は本文を参考のこと。

以上が大手監査法人の監査を受けたことを示す。表3は変数間の相関係数を示している。abCFO, abDE, abPDの相互間の相関係数はすべて正であり、3タイプの利益増加型の実体的裁量行動が同時に行われた可能性を暗示する。abCFOとabPDの相関係数が正であることは、売上操作と過剰生産の代理変数としてabCFOの妥当性を高める。なお、SIZEとFINの相関係数が比較的高いが、深刻な多重共線性が懸念されるほどではない。

4.2. 仮説の検証結果

表4は、仮説を検証するために行った式(4)の回帰分析の結果を示している。

SIZEの係数はすべて予測どおり負かつ有意であり、仮説1を支持する。これは、規模の大きい企業ほど、経営者が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産を控えたことを示唆する。このことは、規模の大きい企業の経営者は政治コストを減らすために利益を減らすインセンティブがある、という主張と整合する。DEBTの係数もすべて予測どおり正かつ有意で、仮説2を支持する。これは、負債比率の高い企業ほど、経営者が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産を行ったことを示唆する。このことは、負債比率の高い企業ほど財務制限条項の違反が接近し、経営者は条項の締め付けから逃れるために利益を増やそうとする、という主張と一致する。つまり、利益マネジメント研究の初期において主として会計的裁量行動について実証されてきた規模仮説と負債比率仮説が、実体的裁量行動に対しても強く支持されたのである。

MTBの係数は予測と逆の符号で有意、あるいは有意ではなく、仮説3は支持されない。S_NIの係数は、従属変数がabCFOとabPDの場合には予測どおり正かつ有意であり、仮説4を支持

表4 仮説の検証結果

定数項	予測 符号	abCFO		abDE		abPD	
		推定値	t値	推定値	t値	推定値	t値
定数項	?	0.0500***	5.3329	0.1300***	11.6526	0.2207***	11.0905
SIZE	-	-0.0019***	-4.4352	-0.0055***	-10.9131	-0.0088***	-9.6854
DEBT	+	0.0102***	3.7295	0.0109***	3.3478	0.0269***	4.6479
MTB	+	-0.0022***	-5.2231	-0.0001	-0.2697	-0.0060***	-6.6901
S_NI	+	0.0111***	6.3417	-0.0003	-0.1251	0.0122***	3.2846
MGT	+	0.0019	1.4679	0.0036**	2.4054	0.0065**	2.4116
OWN	-	-0.0074***	-6.4285	-0.0067***	-4.8613	-0.0257***	-10.5081
FIN	-	-0.0086**	-2.0083	0.0080	1.5680	0.0036	0.4002
NOA	+	-0.0003	-0.3004	0.0026**	2.1562	0.0025	1.1718
BIGN	+	-0.0044***	-3.8711	-0.0038***	-2.8641	-0.0107***	-4.4481
Adj-R ²		0.0192		0.0209		0.0380	

n=13,266

注)

***, **, *はそれぞれ1%水準, 5%水準, 10%水準で有意 (両側検定)。

する²²。これは、経営者が損失回避のために売上操作や過剰生産をより行ったことを示唆する。MGTの係数は、従属変数がabDEとabPDの場合には予測どおり正かつ有意であり、仮説5を支持する。このことは、交代前年度の経営者が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産をより行ったことを示唆する。

OWNの係数はすべて負かつ有意で、仮説6を支持する。これは、所有者支配型企業の経営者が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産をより控えたことを示唆する。このことは、自身の持株比率が高い経営者は、企業価値を意識して、資源の効率的な利用あるいは税コストや労働コストの増大回避を試みるという議論と整合的である。またFINの係数は、従属変数がabCFOの場合にのみ負かつ有意で、仮説7が支持される。これは、金融機関持株比率の高い企業ほど売上操作や過剰生産が抑制されたことを示唆する。

NOAの係数は、従属変数がabDEの場合には予測どおり正かつ有意であり、仮説8を支持する。これは、純営業資産が大きいほど会計上のフレキシビリティが低くなるために、経営者が代替的に裁量的費用を削減して利益を増やしたことを示唆する。なお、BIGNの係数はすべて有意であるが、符号は予測と逆であり、仮説9は支持されない。

ここで、BIGNの係数がすべて予測と逆の符号で有意であったことは検討する必要がある。このことは、Zang (2005) も同様であったことを考えると興味深い。大手監査法人の監査を受ける企業ほど利益増加型の実体的裁量行動を控えるように見えるZang (2005) や本稿の結果は、次のように解釈することもできる。すなわち、大手監査法人ほど利益増加型の実体的裁量行動をするような企業の監査業務を引き受けない可能性が高い、という解釈である。大手監査法人のパートナーを調査したJohnstone (2000) によれば、クライアント企業のビジネス・リスクが高いほど、監査人のビジネス・リスクが高くなるため、監査業務を引き受ける可能性が低下するという。また、大手監査法人はより多くのクライアントを抱えているため、特定の1クライアントを失っても経済的損失は相対的に小さいが、特定の1クライアントの不正が発覚すると、より多くのクライアントを失うなど潜在的な経済的損失は大きい (DeAngelo 1981)。利益増加型の実体的裁量行動がビジネス・リスクとして捉えられるとすれば、大手監査法人は当該行動をするような企業の監査業務を引き受けない可能性が高いと考えられるのである。

5. まとめと今後の課題

本稿では、経営者の実体的裁量行動に影響を与える要因を包括的に分析した。具体的には、売上操作、裁量的費用の削減、過剰生産という3タイプの利益増加型の実体的裁量行動が、規模、債務契約、成長性、損失回避のインセンティブ、経営者交代、経営者による株式所有、金融機関による株式所有、会計上のフレキシビリティ、監査の質といった要因に影響を受けるか否かを検証した。

分析の結果は、規模の大きい企業や経営者持株比率が高い企業ほど上記3タイプの実体的裁量行動を控え、負債比率が高い企業や経営者交代前年度の企業ほど3タイプの実体的裁量行動を行ったことを示唆している。また、経営者が損失回避のために売上操作と過剰生産をより行ったこと、金融機関持株比率が高い企業ほど売上操作と過剰生産を控えたことが示唆された。さらに、会計上のフレキシビリティが低いほど裁量的費用を削減したことも示唆された。

利益増加型の実体的裁量行動は将来業績に悪影響を及ぼす可能性がある (Gunny 2005; 山口 2009b など)。そのため、利害関係者にとって、利益増加型の実体的裁量行動がどういった要因に影響を受けるかを認識しておくことは有用である。本稿の調査結果から、例えば、経営者持株比率が高い企業において、経営者が売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産を控えることが示唆された。岡部 (1994a, 94) によれば、経営者による株式所有が、たとえその持株比率が比較的小さくても、インセンティブに大きな影響を与えるという。このことを踏まえると、株主は経営者の持株比率を高める対策について検討すべきであろう。経営者と株主の利害を一致させることで利益増加型の実体的裁量行動を抑制できるかもしれない。

利益マネジメント研究において、実体的裁量行動は会計的裁量行動ほど研究の蓄積が進んでいない。しかしながら、日米両国において企業経営者が会計的裁量行動よりも実体的裁量行動を選好することが示されている (Graham et al. 2005; 須田・花枝 2008)。そういった状況下で、実体的裁量行動の要因を包括的に解明しようとした本稿には一定の貢献があるだろう。ただし、リサーチ・デザインが大枠的であり、多くの改善余地が今後の課題として残されている。

例えば、経営者交代については、交代のタイプを強制的交代と経常的交代、企業外部出身と企業内部出身などに分類して検証を行うことが挙げられる。交代のタイプによって、利益マネジメントに対する経営者のインセンティブが異なる可能性があるからである (首藤 2001)。このように、各要因について、大枠的なりサーチ・デザインをより状況特定のなものに改善することで、より多くの示唆を得ることができる。また、本稿で対象とした3タイプの実体的裁量行動や9つの要因以外にも調査すべきものはあろう²³。さらなる研究の蓄積が求められる。

(注)

¹ とはいえ、これまでの利益マネジメント研究においては会計方針の変更や会計発生高 (accruals) といった会計的裁量行動に関するものが多く、実体的裁量行動の研究の蓄積は比較的浅い (厳密に言えば、会計発生高には、売上操作など実体的裁量行動の影響が含まれている)。

² Matsumoto (2002) はアナリスト予想利益達成に関して、首藤 (2007) は損失回避、減益回避、及び経営者予想利益達成に関して、それぞれ裁量的会計発生高の調整に関連する要因を分析している。

³ Roychowdhury (2006) は他にも、製造業ほど過剰生産を行うことを示唆した。さらに、利害関係者や規制当局に検出される可能性が低下するため、売上操作や過剰生産は売上債権及び棚卸資産の合計水準が高いほど増加する、という予測と整合的な結果を得ている。売上債権と棚卸資産の合計水準については、Pan (2009) も同様の結果を得ている。

⁴ なお、Zang (2005) では、大手監査法人の監査を受ける企業ほど利益増加的な会計発生高操作のコストが高くなるため、実体的裁量行動で利益を増やすと予測したが、検証結果はこの予測と一致するものではなかった。

⁵ 本稿では、Roychowdhury (2006) などの先行研究と同様に、実体的裁量行動のうち売上操作、裁量的費用の削減、過剰生産といった利益増加型の行動に焦点を当てている。そのため、各仮説において「利益増加型 (利益減少型) の実体的裁量

行動を行う」ではなく、「利益増加型の実体的裁量行動を行う(控える)」としている。

- ⁶ 例えば、財務制限条項に違反した 91 社を調査した Beneish and Press (1993) は、償還コストと資金再調達コストの合計が平均で株式時価総額の 1.2% ~ 2% に及ぶと推定している。
- ⁷ 稲村 (2009) は、わが国企業を対象に、負債比率が財務制限条項違反への接近度を代理しているか否かを検証している。その結果、第 1 の前提「負債比率が影響を与える会計数値が条項に使用されている」については成立しないが、第 2 の前提「負債比率が高いほど厳しい条項設定が行われる」については成立していることを示した。したがって、わが国では第 2 の前提に基づき、負債比率が条項違反への接近度の代理変数となり得ると考えられる (稲村 2009, 165)。
- ⁸ Roychowdhury (2006) では、わずかに正の予想誤差を示す企業にも焦点を当て、当該企業がアナリストの予想利益を達成するために、売上操作、裁量的費用の削減、及び過剰生産をしたことと整合する結果を得ている。
- ⁹ 換言すれば、貸借対照表の貸方合計から、借方において会計発生高操作が及ばない部分を差し引いた残りの部分が純営業資産であり、そこには過去の会計発生高操作が蓄積していると考えられるのである。
- ¹⁰ その根拠は、これまでの先行研究 (Roychowdhury 2006; Pan 2009; 山口 2009a など) において、損失回避が疑われるわずかな利益を示した企業について、売上操作や過剰生産の証拠となる異常に低い営業活動によるキャッシュ・フローが観察されたからである。Cohen et al. (2008, 765-766) においても、裁量的費用の削減が営業活動によるキャッシュ・フローを高める可能性に言及したが、最終的には売上操作や過剰生産の帰結としての異常に低い営業活動によるキャッシュ・フローに着目している。
- ¹¹ 本稿では、Roychowdhury (2006) や岡部 (1994b, 24) の議論に依拠した山口 (2009a, 2009b) を参考に、『日経 NEEDS 企業財務データ』上の項目から裁量的費用を次のように定義した。裁量的費用 = 研究開発費 + (販) 広告宣伝費 + (販) 拡販費 + その他販売費 + (販) 人件費 + 福利厚生費。
- ¹² 産業は日経業種分類 (36 業種) を用いた。本稿で使用するのは、36 業種中 29 業種である。
- ¹³ 本稿では、債務契約に関連する負債比率を算定するために、野間 (2009) に依拠して総資産有利子負債比率を用いた。なお、有利子負債は『日経 NEEDS 企業財務データ』上の項目から次のように算定した。有利子負債 = 短期借入金 + コマーシャル・ペーパー + 1 年内返済の長期借入金 + 1 年内償還の社債 + 転換社債 + 社債 + 転換社債 + 長期借入金。
- ¹⁴ 期首総資産で基準化した当期純利益が 0 以上 0.005 未満という区間幅は山口 (2009a) に依拠している。
- ¹⁵ 純営業資産は Barton and Simko (2002) を参考に、『日経 NEEDS 企業財務データ』上の項目から次のように算定した。純営業資産 = 負債 + 純資産合計 - 現金・預金 - 売買目的有価証券貸借対照表計上額 - その他有価証券合計貸借対照表計上額。「その他有価証券合計貸借対照表計上額」は、その他有価証券のうち時価のあるものの貸借対照表計上額を指す。なお、純営業資産を売上高で基準化したことも Barton and Simko (2002) に依拠した処理である。
- ¹⁶ 太田昭和センチュリー、新日本、トーマツ、朝日、あずさ、中央青山、みすず、あらた、の各監査法人を大手監査法人とした。
- ¹⁷ 本稿と同じ 3 タイプの利益増加型の実体的裁量行動を分析した Roychowdhury (2006) や Pan (2009) は、金融業や規制産業をサンプルから除いている。本稿ではそれらを参考に産業を抽出した。なお、本稿と同じ産業抽出をしている研究として乙政 (2004, 143-144) がある。
- ¹⁸ 式 (1) から式 (3) を産業一年ごとに推定するために最低限必要なサンプル数である。
- ¹⁹ 式 (1) から式 (3) による実体的裁量行動の測定に当たっては、サンプル数を確保するために、式 (4) の独立変数に関するデータが収集できないことによって除外されたサンプルも使用する。
- ²⁰ abCFO, abDE, abPD, SIZE, MTB, NOA については、異常値処理のため 1 パーセント以下以下の値を 1 パーセントの値に、99 パーセント以上の値を 99 パーセントの値に置換する処理 (winsorizing) を施している。
- ²¹ 1991 年 3 月期から 1995 年 3 月期の製造業を対象とした乙政 (2004, 192) による社長交代率 0.1293 と比べ若干高い。
- ²² S_NI と同時に、わずかな増益を示すダミー変数 (当期純利益の変化が 0 以上 0.002 未満の場合に 1, それ以外は 0), わずかに正の予想誤差 (当期純利益の予想誤差が 0 以上 0.001 未満場合に 1, それ以外は 0) を示すダミー変数を回帰式に入れた検証、及び S_NI をこれらのダミー変数に入れ替えた検証も行ったが、統計的に有意な結果は得られなかった。なお、わずかな増益とわずかな正の予想誤差を示す区間幅も、S_NI と同じく山口 (2009a) に依拠したものである。
- ²³ 例えば最新の研究において、野間 (2009) ではアナリストが、岩崎 (2009) では監査役会の独立性が、実体的裁量行動を抑制することが示唆されている。こういった要因についてもさらに研究を蓄積していく必要がある。

参考文献

- Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. 1991. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: the case of research and development. *The Accounting Review* 66 (4): 818-829.
- Bange, M. and W. De Bondt. 1998. R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance* 4 (2): 153-184.
- Barton, J. and P. J. Simko. 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 1-27.
- Becker, C. L., M. L. DeFond., J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 (1): 1-24.
- Beneish, M. D. and E. Press. 1993. Costs of technical violation of accounting-based debt covenants.

- The Accounting Review* 68 (2): 233-257.
- Bushee, B. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305-333.
- Butler, S. and H. Newman. 1989. Agency control mechanisms, effectiveness and decision making in an executive's final year with the firm. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 145: 451-464.
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys. 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review* 83 (3): 757-787.
- Collins, D. W. and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2-3): 143-181.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics* 3 (3): 183-199.
- Dechow, P. M. and R. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51-89.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, and R. L. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25 (2): 133-168.
- Dhaliwal, D. S., G. L. Salamon, and E. Dan Smith. 1982. The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics* 4 (1): 41-53.
- Ewert, R. and A. Wagenhofer. 2005. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review* 80 (4): 1101-1124.
- Francis, J. R., E. L. Maydew., H. C. Sparks, and M. C. Building. 1999. The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 18 (2): 17-34.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Gunny, K. 2005. What are the consequences of real earnings management? Working paper.
- Hagerman, R. and M. Zmijewski. 1979. Some economic determinants of accounting policy choice. *Journal of Accounting and Economics* 1 (2): 141-161.
- 稲村由美. 2009. 「利益マネジメント研究における負債比率仮説の前提に関する分析」『企業会計』 61 (6): 160-166.
- 岩崎拓也. 2009. 「監査役会と取締役の特徴が利益調整に与える影響」『六甲台論集－経営学編－』 56 (1): 77-105.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3 (4): 305-360.
- Johnstone, K. M. 2000. Client-acceptance decisions: simultaneous effects of client business risk, audit risk, auditor business risk, and risk adaptation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 19 (1): 1-25.
- 木村史彦. 2003. 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造－研究開発投資水準の決定をめぐる－」『管理会計学』 11 (1): 43-55.
- 小嶋宏文. 2004. 「研究開発費における裁量的調整行動の実証分析」『六甲台論集－経営学編－』 50 (4): 59-73.
- Matsumoto, D. A. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting*

- Review 77 (3): 483-514.
- 中野勲. 2008. 『企業会計情報の評価－社会的信頼性の観点から－』 中央経済社.
- 野間幹晴. 2009. 「研究開発投資とアナリスト・カバレッジ」『会計・監査ジャーナル』 21 (2): 115-124.
- 岡部孝好. 1994a. 『会計報告の論理－日本の会計の探求－』 森山書店.
- 岡部孝好. 1994b. 「会計情報のブーメラン効果と研究開発費」『JICPA ジャーナル』 6 (9): 23-27.
- 奥村宏. 2005. 『最新版 法人資本主義の構造』 岩波現代文庫.
- 乙政正太. 2004. 「利害調整メカニズムと会計情報」 森山書店.
- 乙政正太・椎葉淳. 2009. 「業績連動報酬と会計情報の役割」『會計』 176 (3): 440-453.
- Pan, K. C. 2009. Japanese firms' real activities earnings management to avoid losses. *The Journal of Management Accounting, Japan* 17 (1): 3-23.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- 首藤昭信. 2000. 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』 60 (1): 128-139.
- 首藤昭信. 2001. 「経営者交代と会計手続き選択」『現代ディスクロージャー研究』 (2): 1-9.
- 首藤昭信. 2007. 「利益調整の動機分析－損失回避, 減益回避および経営者予想値達成の利益調整を対象として－」『会計プロGRESS』 (8): 76-92.
- Simunic, D. A. 1980. The pricing of audit services: theory and evidence. *Journal of Accounting Research* 18 (1): 161-190.
- Skinner, D. J. and R. G. Sloan. 2002. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies* 7 (2): 289-312.
- Smith, E. D. 1976. The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions. *The Accounting Review* 51 (4): 707-723.
- 須田一幸. 2000. 『財務会計の機能』 白桃書房.
- Suda, K. and A. Shuto. 2006. Earnings management to meet earnings benchmarks: evidence from Japan. *Focus on finance and accounting research*, M. Neelan (ed.), Nova Science Pub Inc.
- 須田一幸・花枝英樹. 2008. 「日本企業の財務報告－サーベイ調査による分析－」『証券アナリストジャーナル』 46 (5): 51-69.
- Wang, S. and J. D'Souza. 2006. Earnings management: the effect of accounting flexibility on R&D investment choices. Working paper.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. 須田一幸訳. 1991. 『実証理論としての会計学』 白桃書房.
- 山口朋泰. 2009a. 「利益ベンチマークの達成と実体的裁量行動」『研究年報経済学』69 (4): 133-154.
- 山口朋泰. 2009b. 「機会主義的な実体的裁量行動が将来業績に与える影響」『会計プロGRESS』 (10): 117-137.
- Zang, A. 2005. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. Working paper.
- Zmijewski, M. and R. Hagerman. 1981. An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice. *Journal of Accounting and Economics* 3 (2): 129-149.