論　説

財務報告における利益平準化の意味

善　積　康　夫

1．はじめに

財務報告における企業経営者の裁量的選択行動をテーマとした研究には，経営者のどのような裁量行動を取り上げるかによってさまざまなタイプのものがある。この中には，法律等の規制の下での開示（制度的開示）における企業の財務業績指標である会計利益に注目し，当該数値に影響を与える経営者の裁量行動のメカニズムを解明しようとする研究がある。すなわち，ここでは会計ルールの下で行われる経営者の報告利益マネジメント（earnings management）に焦点が当てられる。

Graham et al.（2005）において示されているように，経営者の裁量行動を研究する際の論点としては，以上のような制度的開示における財務業績（主として会計利益）の測定に関する論点のほかにも，経営者の裁量で行われる開示，すなわち自発的開示に関する論点もある[1)]。自発的開示は，法律等による規制を受けない任意の開示であるから，開示の内容やタイミング等の実態を分析することによって，経営者の開示行動の経済的インセンティブをより純粋に把握することが可能となる。しかし

1）Graham et al.（2005）は，論文構成を図示したものではあるが，財務報告における経営者裁量行動研究の論点を，業績測定に関する裁量行動と自発的開示に分けて整理している（p. 8，Fig 1を参照）。

ながら，あくまでそれは，共通のルールに基づかない任意の開示であるため，制度的開示に比べると，情報の信頼性や比較可能性の点で劣ることになろう。したがって，投資家等の情報利用者の意思決定においてまず重視されるのは，制度的開示における情報となろう。財務報告における経営者の裁量行動の全体像を明らかにするためには，制度的開示と自発的開示の両方を検討の対象にすべきであろうが，以上のような理由から，本稿では制度的開示に焦点を合わせ，そこでの主要な財務業績指標である会計利益と経営者の裁量行動との関わりについて考察する。

この制度的開示においては，一般に認められた会計基準に準拠して財務諸表が作成されることになるが，会計基準の内容は必ずしも画一的なものではない。むしろ，それは，経営者の主観的判断に委ねられる部分があるという意味で，柔軟な内容をもつものである。例えば，財務諸表の作成に当たって，一つの会計事実について選択可能な複数の会計処理方法が認められている場合もあるし，また会計上の見積りが求められる場合もある。したがって，制度的開示の下でも，経営者には財務諸表の作成に際し，会計基準の枠内において裁量的な選択を行う余地があることになる。筆者は，これまで，このような経営者による裁量的選択の問題を，報告利益のマネジメントと関連づけて考察してきたが（善積（2011）および善積（2015）を参照），報告利益マネジメントの一形態である利益平準化（income smoothing）については十分な検討は行っていない。そこで，本稿では，主に財務報告における経営者の利益平準化行動の意味について考察することにしたい。

以下では，第２節において，まず，利益平準化の定義を明らかにしたうえで，その動機と方法について整理する。さらに，先行研究を参照しながら，経営者の利益平準化に関する意識について確認する。次に，第３節では，経営者の利益平準化という行動が財務報告においてどのような意味をもっているのかについて，先行研究の検討を行いながら明らか

にする。そして第 4 節では，本稿での主な検討結果を要約するとともに若干の考察を行うことにしたい。

2．利益平準化と経営者の裁量行動

⑴　利益平準化の定義

一般に，報告利益マネジメントには，ゼロ利益（損失回避），前期利益（減益回避）やアナリスト予想値といった特定の利益目標値（利益ベンチマーク）の達成を意図する利益調整と，利益の平準化（あるいは利益トレンドの調整）が考えられる（Graham et al.（2005）, p. 8, Fig. 1を参照）。利益平準化も報告利益マネジメントの一形態であることから，最近では，より包括的な視点から報告利益マネジメントをテーマとする体系的な研究が行われている[2)]。しかし，これまで行われてきた研究を振り返ってみると，初期においてはむしろ経営者による利益平準化行動を検討対象とするものが目立っている[3)]。そこでは，利益平準化はどのように定義されているのであろうか。

代表的な定義に目を向けると，例えば，Ronen and Sadan（1981）は，企業経営者の利益平準化行動を体系的に検討しているが，そこでは利益平準化を「……企業にとって正常であると考えられる何らかの利益水準にほぼなるようにその変動を抑制すること……」（p. 6）と定義している。Beidleman（1973）もほぼ同様の定義を示しており，「報告利益の平準化は，現在のところ，企業にとって正常であると考えられる何らかの利益水準にほぼなるようにその変動を意図的に抑制すること……」（p. 653）としている。また，Copeland（1968）によると，「利益平準化は，

2）例えば，このような研究としては，Ronen and Yaari（2008）および首藤（2010）を挙げることができる。

3）例えば，このような研究としては，Hepworth（1953），Copeland（1968），Dascher and Malcom（1970），Beidleman（1973），Ronen and Sadan（1981）および Moses（1987）を挙げることができる。

他の方法で見られるよりもトレンドからの乖離が小さくなるような利益の趨勢を報告する結果になるように，特定の方法で会計測定・報告のルールを繰り返し選択することを意味する」（p. 102）とされている。さらに，Moses（1987）は，「平準化行動は報告利益における変動を減ずる試みであると定義される。平準化が意味するのは，何らかの『平準化の手段』を用いて，企業にとって『正常な』あるいは『期待される』利益数値と報告利益との乖離を縮小することであると，一般に研究者は同意してきた」（p. 360）と述べている。

上記の定義からすると，一般に，利益平準化とは，何らかの方法によって，企業が正常であると考えている（あるいは期待している）利益の水準に近くなるように，その変動を抑制することであるといえる。なお，Ronen and Sadan（1981），Beidleman（1973）およびMoses（1987）においては，利益平準化の具体的な方法は定義に含められていないが，Copeland（1968）の定義では，会計ルールの選択を通しての平準化が念頭に置かれているようである。しかしながら，利益平準化の方法としては，それ以外に，会計の認識・測定の対象である企業活動それ自体を選択する方法も考えられる。実際には，利益平準化は，この２つの裁量的選択を通して達成されると考えられる。その点，Moses（1987）の定義では，Copeland（1968）におけるように特定の平準化方法を明示するのではなく，単に「平準化の手段」という表現を用いている。また，Moses（1987）の定義では，「正常な」という表現に加えて，企業にとって「期待される」利益数値という表現を用いているところにも特徴がある[4)]。

なお，利益平準化では，利益の正常な水準あるいはトレンドへの調整

4）経営者は，一般に企業の状況を最も的確に把握していることから，当該企業にとっての正常な利益水準やそのトレンドもよく知りうる立場にあると考えられるが，実際には，その正常な利益水準を期待しているとは限らないので，「正常な」利益数値と「期待される」利益数値のもつ意味は異なるものと考えることもできよう。

が意図されることから，利益の捻出が行われることもあれば，利益の圧縮が行われることもある。利益の正常な水準やトレンドを決定するためには，多期間にわたる利益の状況を考慮に入れなければならない。また，言うまでもなく，利益を平準化することは長期的に安定した利益流列を達成することでもある。それゆえ，利益平準化という報告利益マネジメントは自ずと長期的視点をもつことになる。それに対して，先に取り上げた利益ベンチマーク達成のために行われる報告利益マネジメントは，ベンチマークを達成するか上回ることを目標とするものであるので，基本的には，短期的視点をもつ利益捻出型のマネジメントと位置づけることができよう。

⑵　利益平準化の動機と方法

それでは，経営者はこのような利益平準化をいかなる動機から行うのであろうか。これについては，さまざまな動機が考えられる。一般に指摘されているように，経営者が報告利益をマネジメントする際の裁量的選択との関連からは，それを，契約関連の動機，資本市場関連の動機および規制関連の動機の３つに分けることが可能である[5)]。ここで，契約関連の動機とは，報告利益等の会計数値を利用した経営者報酬契約や債務契約がある場合に，会計手続きの選択や，企業取引の構築を通して会計数値を動かし，報酬増を得たり，債務契約における財務制限条項違反を回避しようとするものである。次に資本市場関連の動機であるが，これは，経営者が裁量的選択を通して利益マネジメントを行い，その利益数値の公表を通して，資本市場において有利な経済的帰結を得ようとす

5）以下，これらの動機の説明にあっては，主にHealy and Wahlen（1999），pp. 370–379, Dechow and Skinner（2000），pp. 242–247，須田（2007），28–41頁および重本（2013），35–45頁を参考にした。また，善積（2011），108–115頁も参照されたい。

るものである。ここで有利な経済的帰結とは，具体的には株価上昇や資金調達コストの低下という効果が考えられている。そして３つめの規制関連の動機とは，企業が属する産業に対して，会計数値と結び付いた公的な規制がある場合に，経営者が裁量的選択を通して会計数値を動かし，不利な結果を回避しようとするものである。

また，それ以外にも最近では，報告利益マネジメントを否定的にとらえるのか，それとも肯定的にとらえるのかという観点から，その動機を次のように２つに分けることもある。前者が機会主義的動機であり，後者が情報提供を目的とする動機（以下，情報提供的動機という）である[6]。このうち，機会主義的動機とは，例えば，経営者自身の効用だけを高めるために行われる会計手続きの選択であり，具体的には経営者報酬制度の下で自らの報酬増加を意図する場合や，良好な企業業績を示すことで経営者の地位を確保しようとする場合等が挙げられる。他方の情報提供的動機とは，例えば，企業の状況を熟知している経営者が，企業取引や会計手続きの選択を通して報告利益を調整することで，企業の私的な内部情報を投資家等に伝達するというものである。Ronen and Yaari（2008）によれば，肯定的な報告利益マネジメントを，「……将来キャッシュ・フローに関する経営者の私的情報を伝える（signal）ために会計処理の選択の柔軟性を利用する」（p. 25）ことと定義しているが，この定義も情報提供的動機を念頭に置いたものであるといえよう[7]。

以上の機会主義的動機と情報提供的動機は，報告利益マネジメントの一形態である利益平準化の動機を説明する場合にも用いられている。例えば，Tucker and Zarowin（2006）は，利益平準化が利益の情報提供

6）報告利益マネジメントの機会主義的動機と情報提供的動機の内容については，主に，Holthausen（1990），Scott（2015），pp. 458–472，訳書（2008），417–430頁，須田（1996），56–59頁および太田（2007a）を参照されたい。特に，太田（2007a）では，機会主義的動機と情報提供的動機について分かりやすい例示があり参考となる。

能力を改善するかどうかについて検討しているが，そこでは利益平準化と彼らの研究の位置づけに関して次のように述べられている（p. 251）。

「利益平準化は，これまで数十年間，幅広く論文で取り上げられてきたが，利益の情報提供能力（earnings informativeness）に与えるその効果については，ほとんど考察されていない。一方では，経営者が将来利益に関する自らの評価を伝えるために裁量を行使する場合には，利益平準化は利益の情報提供能力を改善する。他方では，経営者が利益数値を意図的に歪めて伝える場合には，利益平準化は利益をよりノイズのあるものにする。……われわれの研究は，この情報か歪曲かの論争（information-versus-garbling debate）に新たな光を当てることによって先行研究に貢献するものである。」

言うまでもなく，ここで「情報か歪曲かの論争」における「情報」とは，経営者による将来利益に関する私的な内部情報の伝達という，利益平準化の情報提供的動機に関連している。また，「歪曲」に関しては，Tucker and Zarowin（2006）では，経営者によって利益数値が意図的に歪められる背景として自身の報酬増加や地位の確保といったことが想定されているので（p. 253），ここでは機会主義的動機を原因とするものと考えられる。

以上のように，経営者が利益平準化を行う動機についてはいくつかの分類の仕方が考えられるが，本稿では，主として，機会主義的動機と情報提供的動機という分類に焦点を当てている。

7）Ronen and Yaari（2008）は，報告利益マネジメントについて，このような肯定的な定義のほかに，中立的な定義と否定的な定義を示している。ここで，中立的な定義では，「利益マネジメントは，（経営者のみの効用を最大化するという意味で）機会主義的に，あるいは経済効率を高めるように会計処理を選択することである」（p. 25）とされており，否定的な定義では，「利益マネジメントは，財務報告書の不当表示または透明性の低下をもたらすために策略を用いる実務のことである」（p. 25）とされている。

さて，経営者がこのような動機に基づいて利益平準化を行う場合，次に問題となるのはその達成のためにどのような方法が採用されるのかということである。これについては，報告利益額に影響を与える要因として，企業活動を認識・測定する際の会計ルール（会計処理方法）と企業活動それ自体とがあることから，利益平準化にも，減価償却方法の選択や貸倒引当金繰入額の見積りの決定のような会計手続き選択（すなわち裁量的発生高の調整）を通して達成される会計的平準化と，研究開発支出額や資産売却時点の調整のように企業活動という「実体」を動かすことにより達成される実体的平準化という２つの方法が考えられる[8)]。言い換えれば，前者の会計的平準化は，「……一般に認められた会計手続きにおいて容認されている柔軟性を利用して基礎的なキャッシュ・フローを変化させずに報告利益を変化させること……」（Fudenberg and Tirole（1995), p. 76）をいい，後者の実体的平準化は，「……基礎的なキャッシュ・フローそれ自体を平準化するために営業活動を変化させること……」（Ibid., p. 76）をいう。

ところで，利益平準化の方法に会計的平準化と実体的平準化がある場合，経営者はこの２つの方法をどのように使い分けるのであろうか[9)]。

８）利益平準化に会計的平準化（artificial smoothing）と実体的平準化（real smoothing）という２つのタイプがあることについては，例えば，Dascher and Malcom（1970), pp. 253–254 および Ronen and Yaari（2008), pp. 317–319 を参照されたい。なお，会計的平準化において調整対象となる裁量的発生高は，報告利益からキャッシュ・フローを差し引いて求められる会計発生高のうち経営者の裁量で調整可能な部分をいう。利益構成要素と利益調整方法との関係については，太田（2007b）において分かりやすく説明されているので参照されたい。

９）報告利益マネジメントに関する調査によると，一般に経営者は会計的方法よりも実体的方法を好む傾向のあるという結果が明らかにされている。例えば，Bruns and Merchant（1990), p. 24, Table 2, Graham et al.（2005), pp. 33–35, Table 6 and Fig. 5 および須田・花枝（2008），61頁，図表７を参照されたい。また，これらの調査の主な内容と結果については，善積（2015），130–142頁でも紹介されているので参照されたい。

この点に関しては，報告利益マネジメントの方法としての会計的マネジメント（裁量的な会計発生高の操作による会計的方法）と実体的マネジメント（企業活動の操作による実体的方法）のトレード・オフの問題を検討した Zang（2012）の研究が参考になる。Zang は，２つの利益マネジメントについて，それぞれ固有のコストが存在すること，また適用可能な時期も異なることに着目する[10)]。そして，Zang は，経営者がこれらの要因を考慮に入れたうえで，利益マネジメント方法を選択している可能性を実証的に明らかにするのである[11)]。Zang（2012）は，利益ベンチマークの達成という経営者の裁量行動に焦点を当てたものであるが，コストと適用可能時期という要因が経営者の利益平準化方法の選択にも影響を与えていることは大いに考えられる。なお特に，実体的マネジメントには，研究開発支出の削減のような企業の長期的価値を犠牲にする可能性のある方法が含まれていることから，長期的視点をもつ利益平準化には，むしろこのような企業価値の犠牲を伴わない会計的マネジメン

10）Zang（2012）によると，会計的マネジメントのコストとしては，外部者（規制機関や監査人）からの厳格な監視がもたらすコスト，会計システムにおける柔軟性に関するコストが挙げられており，実体的マネジメントのコストとしては，産業内での競争上のコスト，財務の健全性に関するコスト，機関投資家の存在がもたらすコスト，および税関連のコストが挙げられている（pp. 680–681を参照）。また，会計的マネジメントは年度末後でも財務諸表の作成・公表を終えるまで実施可能であるのに対して，実体的マネジメントは企業活動の操作を伴うので，期中に実施する必要がある。Zang（2012）は，２つの利益マネジメント方法には，こうしたタイミングの相違があることにも注目している（pp. 681–682を参照）。

11）Zang（2012）では，実体的マネジメント方法（会計的マネジメント方法）のコストがより高くなれば，会計的マネジメント方法（実体的マネジメント方法）がより多く用いられる傾向にあるという多くの証拠が得られている（p. 697, Table 5 and pp. 693–699を参照）。また，Zangは，実体的マネジメントの実現状況に応じて会計的マネジメントの大きさを調整するというように，経営者が適用可能時期を考慮に入れたうえで２つの利益マネジメント方法の使い分ける可能性があるという証拠も得ている（p. 697, Table 5 and pp. 699–700を参照）。なお，Zang（2012）の研究の概要については，善積（2015），152–158頁でも紹介されているので参照されたい。

トのほうが結び付きやすいとも考えられる。

以上，利益平準化の動機と方法について考察してきたが，２つの動機（機会主義的動機と情報提供的動機）と２つの方法（会計的平準化と実体的平準化）の組合せから，４つのパターンが導き出せることになる。次節においては，このうち，分析対象として選択されることの多い経営者の会計的平準化行動に焦点を合わせ，機会主義的動機と情報提供的動機の観点を踏まえながら検討することにするが，その前に，Graham et al.（2005）を参考にしながら，利益平準化に関する経営者の意識について確認しておくことにしよう。

⑶ 利益平準化に関する経営者の意識

Graham et al.（2005）は，米国企業の経営者（最高財務責任者など）を対象に，アンケートとインタビューを通して利益平準化に関する意識を調査している。彼らの調査は，裁量的な利益測定と自発的開示という，財務報告における経営者の裁量行動全般を対象としたものであるが，その中で，経営者の利益平準化に関する意識についても興味深い結果が明らかにされている。以下，その骨子を見ることにしよう[12)]。

まず，驚くべきことに，彼らの調査によると，回答者の実に 96. 9％が，一定のキャッシュ・フローの場合には利益を平準化すること（すなわち，会計的平準化）を好むという結果が得られている[13)]。そして，利益平準化を行う動機について調べたところ，以下のようになった（Graham et al.（2005）, pp. 45–47, Table 8 and Fig. 7. なお，括弧内は当該動

12）以下，Graham et al.（2005）の調査結果の説明に当たっては，須田・花枝（2008），62–64頁を参照した。

13）Graham et al.（2005）, p. 44を参照。なお，彼らは，質問票とインタビューにより調査を行っているが，質問票による調査のサンプル数は394社（内，公開会社312社）であり，インタビューによる調査対象の経営者は20名である（pp. 9–11を参照）。

機に対する賛成の回答率を示している）。

① 投資家にリスクがより小さいことを認識させる（88.7%）
② アナリストや投資家に対して将来利益の予測をより容易にさせる（79.7%）
③ 得意先や仕入先に対して事業が安定していることを確信させる（66.2%）
④ 投資家が要求するリターンを減少させる（すなわち，リスク・プレミアムをより少額にする）（57.1%）
⑤ 透明かつ正確な報告に対しての評価を高める（46.5%）
⑥ 将来のより高い成長の見通しを伝える（46.3%）
⑦ 望ましい信用格付を達成ないし維持する（42.2%）
⑧ 真実の経済的業績を明らかにする（24.3%）
⑨ ボーナスを増加させる（15.6%）

以上の結果を見ると，経営者は，利益を平準化し，投資家，アナリスト，さらには得意先・仕入先等のステークホルダーからの評価を高めることで，リスク・プレミアムを引き下げ，また有利な取引条件を得ようとしていることが分かる。また，この結果からすると，経営者による利益平準化の動機としては，先に取り上げた資本市場関連のものが主なもので，⑨に代表されるような契約関連の動機は重要ではないようである。さらに，Graham et al.（2005）は，利益の変動を抑えるためにどの程度，企業価値の犠牲を払うのかに関して質問したところ，程度の差こそあれ企業価値を犠牲にするとした回答者が，全体の78%を占めたことも明らかにしている[14)]。

このように，Graham et al.（2005）の調査によると，経営者は企業価値に多少の犠牲を払ったとしても利益平準化を行うことに対しては肯定的に捉えており，その主たる動機が資本市場関連のものであることが判明した[15)]。また，彼らの研究では，経営者へのインタビューを通して，

利益平準化に関する資本市場関連（株価関連）の動機について，次のように確認している。興味深い内容であるので，最後に引用することにしよう（p. 49）。

「……彼ら（経営者…筆者補充）は，株式市場が利益の予測可能性を評価すると考えている。多くの経営者は，（たとえ，キャッシュ・フローの変動性が同じであっても）利益がより変動するようになれば株価

14）Graham et al.（2005）, p. 47. この質問に対する回答の割合は，「企業価値を犠牲にしない」が22%，「少しなら犠牲にする」が52%，「ある程度犠牲にする」が24%，「大幅に犠牲にする」が２%であった（Ibid., p. 48, Table 9 and p. 49, Fig. 8を参照）。なお，ここで企業価値に犠牲をもたらす経営者の行動には，研究開発等に関わる裁量的支出額の削減，新たなプロジェクトの開始を延期すること等が挙げられている（Ibid., pp. 32–41を参照）。

15）須田・花枝（2008）は，Graham et al.（2005）と同様の視点・手法により日本企業を対象に調査を行っている。サンプル数は，証券取引所上場企業619社である（53頁）。複数の調査項目について分析が行われているが，利益平準化の動機（須田・花枝（2008）では，利益平準化の効果）については，以下の結果が報告されている（64頁，図表９。なお，括弧内は当該動機（効果）に対する賛成の回答率を示している）。

①配当を安定的に維持できる（62.51%），②サプライヤー等に事業の安定性を伝達（55.24%），③アナリスト等の予想を容易にする（41.51%），④投資家がリスクを低く評価（36.17%），⑤良い格付けの取得（28.26%），⑥成長性が高く評価される（24.06%），⑦投資家の要求リターンが低下（18.57%），⑧正確な財務報告をしている印象（22.77%），⑨真の業績を明らかにする（20.19%），⑩ボーナスの増加（7.90%）

この結果を受けて，須田・花枝（2008）は，「……日本企業は，株主やサプライヤーなど現在のステークホルダーを念頭に置いて利益平準化の効果を考えており，他方，米国企業は，投資家やアナリストなど将来のステークホルダーの視点で利益平準化をとらえていると解釈される」（63頁）と述べている。

また，キャッシュ・フローは変化せず，利益が大きく変化する場合の会計的平準化については，「平準化する」との回答が212社（34.2%），「そのまま外部に報告する」との回答が391社（63.2%）となっている（62頁）。さらに，利益を平準化する場合の企業価値の犠牲については，「企業価値は犠牲にしない」との回答が328社（52.99%），「少しなら犠牲にしてもよい」との回答が217社（35.06%），「ある程度は犠牲にしてよい」との回答が54社（8.72%），「大幅に犠牲にしてよい」との回答が１社（0.16%）になっている（62頁，図表８を参照）。これらの結果から，須田・花枝（2008）は，「……日本企業の経営者は，米国企業よりも利益平準化について消極的であると解釈される」（62頁）と述べている。

収益率が下落するであろうことを危惧している。彼らは，（キャッシュ・フローの状況を一定に維持したうえで）利益の推移が安定しているなら，投資家はより少額の『リスク・プレミアム』を要求すると主張する。キャッシュ・フローの変動性に加えてなぜ利益の変動性が問題となるのかについてさらに質問すると，少数の経営者は，利益変動時には市場が基礎にあるキャッシュ・フローに，より懐疑的になると述べている。２つの企業の基礎にあるキャッシュ・フローの変動性が同じであるにしても，経営者は，より変動性のある利益を示す企業のリスクがより高いと認識されるであろうと考えている。」

以上，Graham et al.（2005）の調査によって利益平準化に関する経営者の意識について確認してきた。彼らの研究は，利益平準化の行動主体である企業経営者に直接調査を行い，その実態を明らかにしている点で意義のあるものといえるが，実際に利益平準化がどのような意味をもって行われたのかを事後的に確認するには，公表された財務データに基づく分析が有用であると思われる。次節では，そのような分析を試みた研究をいくつか取り上げ，その内容を紹介・検討することにしたい。

３．経営者による利益平準化行動

⑴　機会主義的利益平準化の証拠

前述のように，利益平準化の動機については，さまざまなものがあるが，ここでは，まず，機会主義的な動機との関連から経営者の利益平準化行動を分析した DeFond and Park（1997）の研究を取り上げることにしよう。彼らは，経営者が自身の地位確保（job security）のために，利益平準化のインセンティブが生ずることを前提としており，またそこで行われる利益平準化が，単に当期利益の目標値（予想値）と実績値の関係だけではなく，将来利益の動向をも考慮しながら行われるのではないかと考えている。

DeFond and Park（1997）は，「……地位の確保への懸念が，当期と将来の相対的な業績の両方を考慮に入れて利益平準化を行うインセンティブを経営者に生じさせる……」（p. 116）という考え方に関連して次のように述べている（p. 116）。

「この考え方における重要な前提は，業績の悪化が経営者の解任の可能性を増加させること，また当期の良好な業績は将来の業績不良の埋め合わせにはならないということである。この考え方から直観的に分かるのは，当期の業績が悪化しているときには，経営者は，解任の可能性を減らすために将来利益を当期にシフトするインセンティブをもつことである。反対に，将来の業績が悪化すると予想されるとき，経営者は，将来にける解任の可能性を減らすために当期利益を将来にシフトしたいと考える。利益マネジメントに関するこの直観から得られるインプリケーションには２つの側面がある。第１に，当期利益は相対的に少額であるが，将来利益が相対的に多額になると予想されるとき，経営者は当期の裁量的発生高を増加させるような会計上の選択を行うであろう。実質的には，この状況における経営者は，将来から利益を『借りている』（borrowing）ことになる。第２に，当期利益は相対的に多額であるが，将来利益が相対的に少額になると予想されるとき，経営者は当期の裁量的発生高を減少させるような会計上の選択を行うであろう。経営者は，将来において利用できるように当期利益を効果的に『節約する』（saving）ことになる。」

以上のように，DeFond and Park（1997）によれば，経営者は，当期および将来における解任の可能性を低下させるために，当期利益の相対的な状況だけではなく，将来利益の相対的な状況（見通し）を考慮に入れて裁量的発生高により利益を調整するが，それが結果として利益の平準化をもたらすことになると考えるのである。なお，ここで「相対的」という表現を用いているのは，彼らの研究では，ある企業の当期および

将来業績の良否に関する判断が，分析対象サンプルの業績値のメディアン（産業−年度ごと）との比較で行われるためである[16]。

さて，DeFond and Park（1997）の調査期間は，1984年から1994年までであり，サンプル数は13,297企業−年度である[17]。彼らは，２×２の分割表を用いて，当期の相対的業績と予想される将来の相対的業績との関係を分析しているが，主な分析結果は次の通りである（以下，DeFond and Park（1997），pp. 125−130 および p. 126, Table 2, Panel Aを参照）。まず，当期の相対的業績は良好であるが予想される将来の相対的業績が悪化の見込みであるケースについては，観察値のうち裁量的発生高が正となったのが８％のみであったのに対して，当期の相対的業績は悪化しているが予想される将来の相対的業績が改善の見込みであるケースについては，観察値のうち裁量的発生高が正となったのが87％になっている。また，この分割表による分析結果によると，当期の相対的業績が良好（不良）のときには，裁量的発生高を用いて利益を圧縮（捻出）するという，利益平準化に見られる一般的傾向も得られているが，当期業績が良好な場合に裁量的発生高が正となった割合は全体の31％であり，

16）具体的には，当期業績の良否については，当期のマネジメント前利益（裁量的発生高前利益）とサンプル・メディアンとの比較によって決定され，前者が後者を上回っているかそれに等しい（下回っている）場合には，当期業績が良好である（不良である）と考える。将来業績の良否については，次期の予想利益がサンプル・メディアンを上回っているかそれに等しい（下回っている）場合には，将来業績が改善する（悪化する）見込であると考える（DeFond and Park（1997），p. 118を参照）。

なお，ここで，裁量的発生高は会計発生高から非裁量的発生高（正常発生高）を控除して求められるが，その際の非裁量的発生高（正常発生高）推定は，修正 Jonesモデルによって行われている。また，将来利益に対する経営者の予想値については次期利益のアナリスト予想値が用いられている。これらの点については，Ibid., pp. 119−122を参照されたい。

17）DeFond and Park（1997），p. 122. なお，彼らの研究では，分析に必要な財務データおよびアナリスト予想値については，Compustatデータ・ベースとI/B/E/Sデータ・ベースから入手されており，また選択されたサンプルは，これらのデータ・ベースに十分なデータをもつ企業とされている（p. 122）。

当期業績が不良の場合に裁量的発生高が正となった割合は全体の70％にとどまっている。このように，分析に当期の相対的業績だけでなく，予想される将来の相対的業績という要因を組み入れたほうが，裁量的発生高を用いた経営者の利益平準化行動に関してより明確な証拠が得られているのである。

さらに彼らは，裁量的発生高について重回帰分析も行っているが，その主な結果は次の通りである（以下，pp. 132–133 および pp. 134–135, Table 3 を参照）。具体的には，彼らは当期の裁量的発生高を被説明変数とし，当期業績（＝当期マネジメント前利益－サンプル企業の当期利益のメディアン），予想業績（＝予想される次期利益－サンプル企業の予想される次期利益のメディアン），レバレッジ，総資産額の対数および前期の裁量的発生高などを説明変数とする重回帰モデルを設定し，分析を行っているが，その結果，当期（予想）業績と当期の裁量的発生高との間で有意な負（正）の関係が得られている。これは，当期業績が良好（不良）の場合は当期業績を減少（増加）させる裁量的発生高が選択され，次期の予想業績が良好（不良）の場合は当期業績を増加（減少）させる裁量的発生高が選択される傾向にあることを意味するので，経営者により利益平準化が行われていることを明らかにする証拠であるといえる。

以上，DeFond and Park（1997）における主要な分析内容とその結果を見てきた。彼らは，先行研究の成果を参考にしながら，経営者が自らの地位の確保という機会主義的な動機に基づいて裁量的発生高を操作し，利益を平準化しているのではないかと考え，その検証を試みている。彼らの研究は，業績悪化が経営者解任の引き金になるという仮定に基づくものであるが，経営者が当期業績の良否だけではなく，将来業績の改善あるいは悪化の見込みをも考慮に入れながら利益平準化を行っていることを明らかにした点で意義のあるものといえよう。

⑵　利益平準化と恒久的利益仮説

前述のように，利益平準化を，企業が何らかの方法を用いて正常であると考えている水準近くなるように利益の変動を抑制することと解した場合，まず確認しておかなければならないのは，正常な水準が何を意味するかである。一般的には，正常な利益とは，企業が長期的に安定して得ることのできる利益を意味するであろう。しかし，実際に企業が報告する利益には，一時的に生じた要素も含まれるであろうから，報告利益が常に正常利益に等しくなるとは限らない。投資家が企業評価のために必要とするのは，基本的には一時的要素を含まない期間利益（すなわち正常利益）に関する情報であろう。この利益はまた，投資家が永久に期待することのできる期間利益であることから，恒久的利益（permanent income, permanent earnings）と呼ばれている[18]。経営者は，恒久的利益に近づけるように報告利益を平準化することを通じて，私的な内部情報（つまり多期間にわたり企業が安定的に得ることのできる利益に関する情報）を投資家に伝達することができる。先に指摘したように，このような意図で経営者が利益平準化を行う場合には，それは情報提供的動機に基づくものと考えることができる。

さて，この恒久的利益概念に焦点を当てて，経営者の利益平準化行動を検討・分析した研究に Chaney et al.（1998）がある。以下，彼らの研究に目を向けることにしよう。

18）Arya et al.（2003）によると，「恒久的利益は，株主が永久的に期待することのできる期間利益である。この利益流列を資本化することによって企業の価値がもたらされる」（p. 112）とし，さらに「企業の実際の利益は，会計処理による影響のほかにも，一時的な影響により年度間で変化する。経営者は，より多くの情報を得ることができるので株主よりも恒久的な変化額から一時的な変化額を区別することが可能である」（Ibid., p. 112）と述べている。すなわち，彼らは，経営者が実際の利益を調整し，一時的要因による部分を除いた恒久的利益を報告するなら，投資家にとっては企業価値の評価に役立つ情報が提供されることになるので，このような意味での利益調整は望ましいと考えるのである（Ibid., p. 112を参照）。

彼らは，「……経営者が企業の恒久的利益に関する自身の評価に沿って報告利益を平準化する……」（p. 104）と考えているが，「このタイプの利益マネジメントは，長い期間をかけて（経営者の）報酬を増加させ，長期的に企業の資本コストを低下させ，また財務制限条項違反を回避させるような効果を同時にもちうるのである」（p. 104，括弧内筆者補充）と述べている。つまり，彼らは，経営者が行う利益平準化を「複数の目的を達成する長期的な戦略」（p. 104）と位置づけるのである。そして，彼らは，「経営者が長期的観点を採用するときには，経営者自身の厚生と株主の厚生は恒久的利益を報告することによってともに高められる」（p. 106）とも主張している。前述のように，利益平準化の動機には，利益連動型報酬契約等との関連で，もっぱら経営者自身の厚生だけを高めるために行われるという機会主義的な動機があるが，彼らは「（このような意味での）機会主義的な（利益平準化）行動が経営者労働市場における罰をもたらし，また在任中の報酬が長期的業績に基づくなら，経営者は長期的視点をとるように動機づけられる」（p. 106，括弧内筆者補充）と述べている。

このように，Chaney et al.（1998）は，経営者が長期的視点に立ち，複数の目的を達成するために，恒久的利益に関する自身の評価にしたがって利益を平準化する可能性があると考えているが，具体的には次のように平準化が行われると仮定している。すなわち，彼らは，DeFond and Park（1997）と同様に，経営者は裁量的発生高の調整を通して利益平準化を行うものとし，当期の報告利益が一時的要因のために恒久的利益に比べて過大（過少）であるときには，会計基準の制約の下で，減益（増益）効果を持つ裁量的発生高を用いて，報告利益を恒久的利益に近づけるために平準化を行うと考えるのである（pp. 106–108を参照）。そして，Chaney et al.（1998）は，以下のような恒久的利益仮説（利益平準化仮説）を設定してその検証を試みている（p. 111）。

「営業キャッシュ・フローに非裁量的発生高を加えた金額（裁量的発生高前利益）が前年度の報告利益よりも多い年度においては，裁量的発生高は負になるであろう。反対に，営業キャッシュ・フローに非裁量的発生高を加えた金額が前年度の報告利益よりも少ない年度においては，裁量的発生高は正になるであろう。」

この仮説から分かるように，Chaney et al.（1998）は，恒久的利益を前年度の報告利益としている[19]。そして，裁量的発生高を求めるために行われる非裁量的発生高の推定には，主に修正 Jones モデルが用いられている（pp. 112–114を参照）。また，調査期間は1975年から1992年までであり，サンプルはニューヨーク証券取引所およびアメリカン証券取引所の上場企業から選択され，その数は33, 388企業–年度である[20]。

そして，主な分析内容と結果は次のようになった。まず，彼らは，裁量的発生高の符号（正か負か）と裁量的発生高前利益の状況（当該利益が前年度利益以上であるかそれを下回るか）との関係を２×２の分割表を用いて分析しているが，裁量的発生高が正である企業の場合には，その約81％に当たる企業の裁量的発生高前利益が前年度利益を下回ってい

19）Chaney et al.（1998）, p. 104を参照。恒久的利益仮説（利益平準化仮説）を検証するに当たっては，恒久的利益（正常利益）をどのように特定化するのかということが問題となる。彼らは，恒常的利益を単純に前年度報告利益とすることの問題点を認識しつつ，分析においては，恒久的利益としてさらに，前年度利益を上回る数値（前年度利益の115％までのいくつかの数値）や前年度利益に過去２年度の期待外利益の平均値を加えた数値も用いている（p. 105）。

20）Chaney et al.（1998）における調査対象期間および裁量的発生高の記述データについては，p. 118, Table 1を参照されたい。なお，サンプルの選択に関連する事項は以下のとおりである（pp. 116–117を参照）。

彼らの研究に用いる財務データは，Compustatデータ・ベースから入手されており，分析に必要なデータがこのデータ・ベースから利用可能な企業をサンプルとして選択している。当初サンプル数は，35, 651企業–年度であったが，恒久的利益仮説の検証に必要なデータが得られないケースを除いたため，クロスセクション分析における最終サンプル数は，33, 388企業–年度となっている。なお，時系列分析の際のサンプル数は1, 668企業である。

るのに対して，裁量的発生高が負となっている企業をみると，その約87％に当たる企業の裁量的発生高前利益が前年度利益以上となっていることが明らかにされた（p. 117 および p. 119, Table 2を参照）。この証拠は，経営者が裁量的発生高を用いて利益平準化を行っている可能性のあることを裏付けるものである。

また，彼らは，裁量的発生高を被説明変数とし，裁量的発生高前利益と前年度利益の関係を表す予測指標変数（ダミー変数），産業内における利益額の順位に関する指標変数（ダミー変数），レバレッジ比率（純資産簿価に対する総負債の割合）および発行済株式時価対純資産簿価比率を説明変数に設定し重回帰分析を行っている（なお，この分析モデルについては，p. 114を参照）。そして，分析の結果，上記の恒久的利益仮説（利益平準化仮説）を支持する証拠が多く得られている[21]。すなわち，この証拠から判断すると，経営者は，当期の裁量的発生高前利益と前年度利益（恒久的利益）とを比較し，前者が後者よりも多い場合には，前年度利益に近づけるために裁量高発生高を用いて利益圧縮を行い，反対に，前者が後者よりも少ない場合には，前年度利益に近づけるために裁量高発生高を用いて利益捻出を試みる可能性があるということになる。

このように，DeFond and Park（1997）と同様に Chaney et al.（1998）でも，経営者が裁量的発生高の操作を通して利益平準化を試みているという証拠が得られている。しかし，DeFond and Park（1997）では，利益平準化に当たって，もっぱら経営者の地位の確保という機会主義的動機が仮定されていた。それに対し，Chaney et al.（1998）では，情報提供的動機が仮定されているように思われる。彼らによると，利益平準化

21）Chaney et al.（1998）, pp. 119–125を参照。なお，恒久的利益仮説と矛盾する結果となったのは，クロスセクション・モデルを用いた分析における１つの年度だけであり，それ以外は，当該仮説を支持する有意な証拠が得られている（pp. 122–123, Table 4を参照）。

政策は，経営者にとっては複数目的達成のための長期的戦略として位置づけられる一方で，投資家には，その政策を通して恒久的利益に関する経営者の私的な内部情報が提供されることになる。恒久的利益に関するこの情報は，投資家が企業価値の評価を行う際に役立つものとなろう。このように，利益平準化という経営者の裁量的行動は経営者自身と投資家の双方にとってベネフィットがあるが，この投資家へのベネフィットは，経営者の情報提供的動機による利益平準化によってもたらされるものであろう。以下では，この点についてさらに考察することにしよう。

⑶　平準化された利益の情報提供能力

従来，利益平準化という経営者の行動については，機会主義的な意味をもつものと解されるのが一般的であったが，最近では，利益平準化を肯定的に捉えたうえで，その情報提供能力（informativeness）という側面に焦点を当てた研究も見られるようになった。ここで情報提供能力というのは，平準化された利益がそうでない利益よりも，結果として投資家等の意思決定にとって有用な（あるいは，意思決定に影響を与える）内容となることを意味している。そして，実際に利益平準化にこのような効果があるのか否かに関して実証分析も行われているが，そこで注目されている指標が利益反応係数（earnings response coefficient: ERC）である。Chaney et al.（1998）は，この係数を用いた利益平準化の分析も行っているので，その内容を見ることにしよう。

彼らは，利益反応係数について，「……報告利益が，当期に市場における株価形成の際に用いられる情報を，どの程度反映しているのかを測定する」（p. 111）尺度ととらえている。すなわち，彼らは，この利益反応係数を株価関連性（価値関連性）の指標として考えていることになるが，さらに当該係数に関連して次のように述べている（p. 111）。

「もし市場が利益報告書に含まれる情報を当てにしようとしないなら，

その係数は，報告利益の信頼性に対する市場の評価が高い場合に比べて小さくなるであろう。例えば，企業の報告利益が過去において不安定であったならば，利益が突然増加しても，市場は，次年度において下落すると予想するかもしれない。かくして良いニュースに対する反応は鈍いものになるだろう。対照的に，過去において報告利益の平準化を行ってきた企業に関しては，市場は，当年度における増益が将来期間においても維持されると期待し，より強く反応するであろう。特に，平準化された報告利益が企業の『恒久的』利益により近似するならば，市場は，報告利益におけるその情報が将来期間においても持続すると期待するであろう。」

このように，Chaney et al.（1998）は，市場が，平準化された利益情報の信頼性や将来における持続性をより高く評価するために，利益を平準化する企業に関しては利益反応係数もより大きくなると考えているのである。そして，彼らは，以下のような利益反応係数仮説を設定し，その検証を試みている（p. 111）。

「報告利益を平準化する企業は，報告利益を平準化しない企業よりも大きい利益反応係数を示すであろう。」

この仮説の検証のためのサンプル企業および調査期間は，先の恒久的利益仮説の検証の時と同様であるが，サンプル数は，分析に必要なデータの入手可能性のために，26,112企業−年度となっている（p. 117）。彼らは，クロスセクション分析により仮説の検証を行うに当たり，まず，サンプルを，利益平準化を行っているグループ（平準化グループ）と利益平準化を行っていないグループ（非平準化グループ）とに分け[22]，その上で，期待外利益と株式異常リターンとの関係が，利益平準化によって強められるかどうかを分析している。また，その仮説の検証のために用いられている重回帰モデルであるが，被説明変数は，月次の累積異常リターンであり，説明変数としては，期待外利益のほか，利益平準化に

よる調整効果を見るための期待外利益の交互作用項等が加えられている[23]。

そして，分析の結果，上記の利益反応係数仮説を支持する証拠が得られている（以下，pp. 126–130，特にpp. 128–129, Table 6を参照）。ここで用いられている重回帰モデルでは，期待外利益の係数が企業の平均利益反応係数を意味することになるが，非平準化グループにおいても，この係数はすべての年度（18年度）において正で統計的にも有意な結果となっている。また，利益平準化による調整効果を見るための交互作用項の係数もすべての年度（18年度）において正であり，そのうち，統計的に有意であったのは13年度であった。この結果は，期待外利益と株式異常リターンとの正の関係が，利益平準化によって強められていることを意味する。言い換えれば，「……利益反応係数の大きさによって証拠づけられるように，市場は，利益の平準化を行う企業に対して，より大きな信頼を寄せている……」（Chaney et al.（1998）, p. 126）ということになろう[24]。

以上のように，Chaney et al.（1998）の研究は，経営者の情報提供的動機に基づく利益平準化行動に焦点を合わせたものであるといえるが，

22）Chaney et al.（1998）は，裁量的発生高前利益と前年度利益の関係を表す予測指標変数（ダミー変数）に着目し，企業が実際に裁量的発生高を調整し利益平準化を行っているかどうかを調べたところ，サンプルのメディアンとなる企業では利用可能な年度の 85％で利益を平準化しているという結果となった。彼らは，このメディアン企業よりも多い年度で利益平準化を行っている企業を平準化グループとし，メディアン企業に等しいか，より少ない年度で利益平準化を行っている企業を非平準化グループとしている。以上については，Chaney et al.（1998）, p. 115を参照されたい。

23）また，Chaney et al.（1998）は，期待外利益との交互作用項で用いられているその他の変数として，レバレッジ（純資産簿価に対する総負債の割合），成長性（発行済株式時価対純資産簿価比率）および規模（発行済株式時価総額の自然対数）に関するダミー変数を用いている（pp. 115–116 および p. 127, Table 5を参照）。

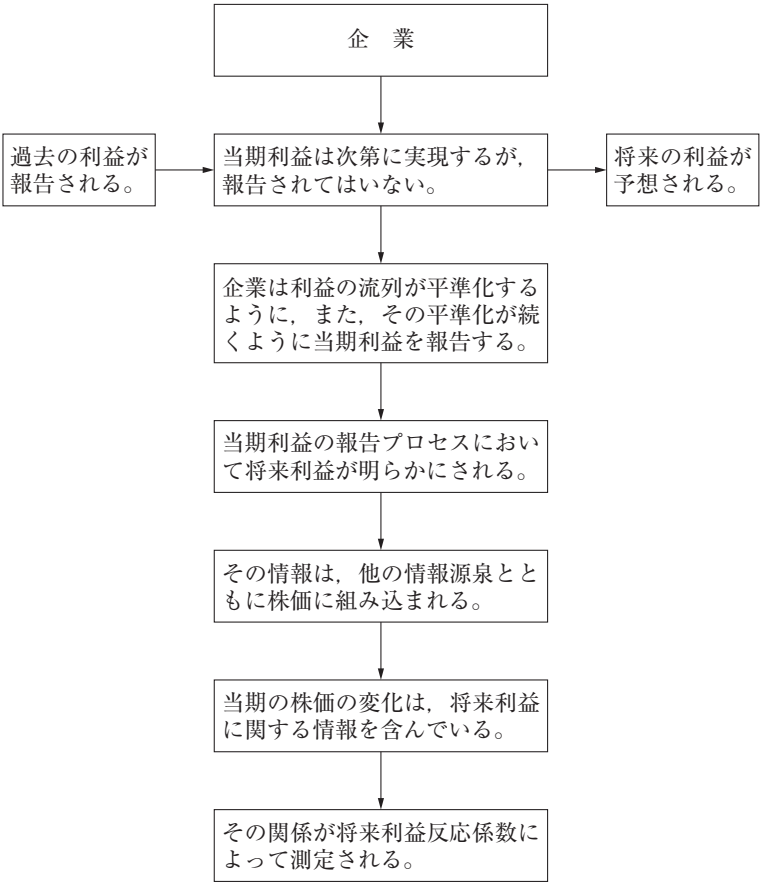
同様の視点に立つ研究に，Tucker and Zarowin（2006）がある。以下では，彼らの研究を取り上げ，検討することにしたい。

前述のように，Chaney et al.（1998）は，平準化された利益の情報提供能力を検討するに当たり，当期の報告利益（期待外利益）が当期の株式リターンに与える影響度の測定指標である利益反応係数に焦点を当てていた。それに対して，Tucker and Zarowin（2006）では，将来利益が当期の株式リターンに与える影響度の測定指標である将来利益反応係数（future earnings response coefficient: FERC）に注目する（p. 252）。また，先に取り上げたように，Tucker and Zarowin（2006）は，利益平準化については，「情報か歪曲か」という２つの見方があるとしているが，それとの関連で，「もし利益平準化が，利益をより情報提供能力のあるものにするならば，リターンは将来利益に関するより多くの情報を反映するはずであり，その結果，将来利益反応係数は平準化をより行っている企業にとって，より高くなるはずである。もし，利益平準化が単に情報を歪曲するにすぎないならば，リターンは将来利益に関する情報をあまり反映しないはずであり，その結果，将来利益反応係数は平準化をより行っている企業にとって，より低くなるはずである」（p. 252）と述べている。このように，彼らの研究は，利益平準化に利益の情報提供能力を改善する効果があるのかどうかを，将来利益反応係数の分析によって明らかにしようとするのである。

図１は，平準化がなされた場合の将来利益反応係数と利益の情報提供能力との関係を示したものである（Tucker and Zarowin（2006）p. 256,

24）さらに，Chaney et al.（1998）は，期待外利益と株式異常リターンとの関係を明らかにするために，前者を説明変数，後者を被説明変数とする回帰モデルを利用して，企業固有の利益反応係数も計算している（p. 116）。その結果，当該係数は正であり，平準化グループに属する企業のほうが非平準化グループに属する企業よりも有意に大きいという証拠が得られている（pp. 130–131を参照）。

図 1　将来利益反応係数と利益の情報提供能力との関係―利益が平準化される場合―



出所：Tucker and Zarowin（2006）, p. 256, Figure 1.

Figure 1）。これを要約すると次のようになろう（以下，Ibid., p. 255 を参照）。企業の状況に明るい経営者は，企業活動が進行し，利益が稼得されていく過程において将来の利益をより正確に予測できる立場にあるので，それを踏まえて平準化された当期利益を報告すると考える。ここ

で，投資家に対して経営者による私的な内部情報の伝達が行われるわけである。そして，平準化された当期利益の報告において将来利益が反映され，それが投資家の期待を変化させることで，当期の株価の変動をもたらすことになる。この将来利益と株価変動との関係，すなわち，将来利益が当期の株価変動に与える影響を測定する指標が将来利益反応係数である。

さて，Tucker and Zarowin（2006）における分析フレームワークの骨子は以下の通りである。彼らの主要な分析の調査期間は，1993年から2000年までであり，サンプル数は17,019企業−年度である[25]。また，利益平準化度については，裁量的発生高の変化額と裁量的発生高前利益の変化額との負の相関によって測定されるが，この点について，彼らは，「この測定は，マネジメント前の利益流列が基本的にあり，また経営者は報告される利益流列を平準化するために裁量的発生高を利用すると仮定している。利益平準化が行われるほど，裁量的発生高の変化額と裁量的発生高前利益の変化額との負の相関がより強くなるのは明らかである」（p. 254）と述べている[26]。

それでは，Tucker and Zarowin（2006）における主要な分析の結果について見ることにしよう。彼らは，いくつかの重回帰モデルを設定し，株式リターンと報告利益等との関係についてテストを行っている。その際に用いられる主要モデルであるが，被説明変数は株式リターンであり，説明変数には，前期利益，当期利益，次期以降３期にわたる利益合計，

25）Tucker and Zarowin（2006）では，分析に必要な財務データについては，Compustatデータ・ベースから入手されており，また，サンプル数は，主要な分析に必要なデータが入手不能な場合や異常値を示すサンプルを除いた結果，17,019企業−年度となっている（p. 258）。

26）なお，ここで裁量的発生高の見積りに当たっては，Kothari et al.（2005）によって修正されたJonesモデル（クロスセクション・モデル）が用いられている（Tucker and Zarowin（2006），pp. 254−255を参照）。

次期以降３期にわたる株式リターン，利益平準化度のほかに，これらの利益および株式リターンに関する変数と利益平準化度との交互作用項が組み入れられている[27]。このような説明変数の中で彼らが注目しているのは，次期以降３期にわたる利益合計と利益平準化度との交互作用項の係数（将来利益反応係数）であるが，分析の結果，その係数は有意に正となった[28]。このことから，利益平準化は，将来利益と株式リターンとの関係を強める効果を有していることになる。つまり，利益の平準化を通して，将来利益に関する情報が投資家に伝えられ，その情報が株価の変動をもたらしたと考えられる。その意味で，利益平準化には，利益の情報提供能力を改善する効果のあることが明らかにされたのである[29]。

さらに，Tucker and Zarowin（2006）は，上記の主要モデルを拡張したうえで分析を行っている。主なものを挙げると，１つは，利益を営業キャッシュ・フローと会計発生高に分割し，それらを説明変数に組み入れたモデルを用いた分析であり，もう１つは，説明変数にその他のコントロール変数を組み入れたモデルを用いた分析である（pp. 260–265 を参照）。このうち，前者については，彼らは特に次期以降３期にわた

27）Tucker and Zarowin（2006）, p. 257 and p. 261, Table 3を参照されたい。なお，説明変数の前期利益，当期利益，次期以降３期にわたる利益合計では，それぞれ１株当たり利益が用いられている。

28）Tucker and Zarowin（2006）, pp. 259–260 および p. 261, Table 3を参照されたい。なお，彼らの分析結果によると，利益平準化は，利益反応係数も改善させていること，すなわち当期利益と株式リターンとの正の関係を強める効果を有していることも明らかにされている（p. 259 および p. 261, Table 3を参照）。

29）また，Tucker and Zarowin（2006）は，「利益平準化が利益の情報能力を改善するなら，それは将来利益と当期利益との関係を強めるはずである。すなわち，利益平準化は，利益の持続性を高めなければならない」（p. 257）と述べ，次期以降３期にわたる一株当たり利益の合計額を被説明変数とし，当期の一株当たり利益，利益平準化度，両者の交互作用項を説明変数とする回帰モデル（earnings-persistence model）を用いて分析を行っているが，その結果，利益平準化が利益の持続性を強めるとの証拠を得ている（pp. 257–259 および p. 261, Table 3を参照）。

る営業キャッシュ・フローまたは会計発生高と株式リターンとの関係に焦点を当てている。そして，分析の結果，それぞれ利益平準化度との交互作用項の係数が有意に正となっており，利益平準化を行うことによって，将来の営業キャッシュ・フローと会計発生高に関してより多くの情報を株価が反映するという証拠が得られている（pp. 261–262を参照）。後者では，その他のコントロール変数として，企業規模，企業の成長性，将来利益の変動性，担当アナリスト数および機関投資家による株式所有割合を組み入れて分析が行われているが，次期以降３期にわたる利益合計と利益平準化度との交互作用項の係数（将来利益反応係数）は，有意に正となっている（pp. 262–265を参照）。すなわち，ここでも利益平準化が将来利益と株式リターンとの関係を強めるという結果になっているのである。

このように，Tucker and Zarowin（2006）の分析結果は，利益平準化が利益情報を歪めているのではなく，「……企業の将来利益およびキャッシュ・フローに関する利益の情報提供能力を改善する……」（p. 267）ことを裏付けるものであるといえるが，これは，取りも直さず，経営者による私的な内部情報の伝達という利益平準化の順機能的側面を明らかにしたものともいえよう。

以上，ここでは，情報提供的動機に基づく経営者の利益平準化行動に焦点を合わせ，Chaney et al.（1998）とTucker and Zarowin（2006）を取り上げながら，財務報告における利益平準化の意味について考察してきた。Chaney et al.（1998）が株式リターンと当期利益との関係（利益反応係数）に，またTucker and Zarowin（2006）が主として株式リターンと将来利益との関係（将来利益反応係数）に着目しているという違いはあるが，両研究とも株価との関連性が高まるという意味で利益平準化が報告利益の情報提供能力を改善するという証拠を得ている。つまり，利益平準化を通して提供された経営者の私的な内部情報が投資家の意思

決定に影響を与えた可能性のあることが示されたのである。

４．むすびにかえて

以上，本稿では財務報告における企業経営者の裁量行動の一つである利益平準化の問題を取り上げ，考察してきた。前述のように，一般に，経営者が，会計基準の枠内において外部報告利益を何らかの目標値にコントロールすることを報告利益マネジメントというが，利益平準化はこの報告利益マネジメントの一形態である。最近の研究では，特定の利益目標値（利益ベンチマーク）への調整を意図した経営者の報告利益マネジメントに焦点を当てることが多い。しかし，過去を振り返ってみると，この方面における先駆的な研究はむしろ利益平準化をテーマとしたものが多いことも事実である。そこで，本稿では，先行研究を参照しながら，経営者の利益平準化行動に関する論点を整理したうえで，その検討を試みているが，そこでは，主として，財務報告における利益平準化の意味を明らかにすることを目的としている。以下，本稿での主な検討結果を要約するとともに若干の考察を行うことにしよう。

まず，第１に，利益平準化の定義については，これまで提示されてきたものをいくつか取り上げ，その内容について比較を行った。基本的にはいずれも同様の定義が示されており，利益平準化については正常な水準の報告利益となるようにその変動を抑制することとされていた。ただ，定義の中で，会計ルールの選択という平準化の方法を明示しているものもあった。しかし，実際には，利益平準化は，会計ルールの選択だけでなく，会計の認識対象である企業活動の選択を通して行われるものもあるので，あえて会計ルールの選択という平準化方法だけに言及する必要はないと考えられる。なお，利益平準化概念の説明に当たっては，一般に，正常な水準やトレンドという言葉が使われることが多いが，「正常な」という表現の代わりに，「持続的」，「安定的」あるいは「恒久的」

という表現が用いられることもある。いずれにしても，利益を平準化する場合には，報告利益の中から一時的な要因による部分を除くことが意図されている。また，このような意味で利益を平準化するには，多期間にわたる利益の状況を考慮に入れることが必要となろう。それゆえ，前期利益やアナリスト予想値のような利益ベンチマークの達成を目的とする場合とは異なり，利益平準化はより長期的視点をもった報告利益マネジメントして特徴付けることができよう。

第２に，利益平準化の動機と方法について，その内容を検討した。経営者が，いかなる動機で，またどのような方法で利益を平準化するのかという点については，これまでも理論的・実証的な観点から研究がなされてきた。この点に関しては，報告利益マネジメントに関する先行研究においても同様の論点が取り上げられているのでそれを参考にして検討を行った。本稿では，利益平準化を含む報告利益マネジメントの主な動機として，契約関連の動機，資本市場関連の動機および規制関連の動機を取り上げた。これらの動機は，経営者が，各種の契約や資本市場そして業界等への規制の場において望ましい経済的帰結を得ようとするものである。また，利益平準化の動機については，機会主義的動機と情報提供的動機も取り上げている。前者では，利益平準化は株主等の厚生を犠牲にしてもっぱら経営者自身の厚生を高めるために行われるものとして否定的にとらえられるのに対して，後者では，利益平準化は経営者の将来利益に関する私的な内部情報の伝達手段であるとして一般に肯定的にとらえられている。Graham et al.（2005）による実態調査でも明らかなように，利益平準化の動機としては資本市場における情報提供に関連したものが主なものであったが，実際に利益平準化に関する研究においても，その関心が契約関連・機会主義的動機から資本市場関連・情報提供的動機へと移ってきているように思われる。

次に，利益平準化の方法についてであるが，報告利益の金額は，企業

活動と会計手続きの内容によって影響を受けるので，利益の平準化を行うには企業活動そのものを選択する実体的方法と，会計処理方法の選択や会計の見積り通して行う会計的方法が考えられる。前述のように，実際に，どちらの方法が選択されるのか，あるいは２つの方法がどのように組み合わせて適用されるのかについては，基本的には経営者がそれぞれの方法のコストと適用可能時期をどのように考えているかによる。先に指摘したように，実体的方法には，企業の長期的価値の犠牲を伴うという意味でのコストが含まれるため，利益を長期的に安定させるという意味で平準化を行う場合には，会計的方法との親和性がより高いといえるかもしれない。

第３に，先行研究を参考にして，機会主義的動機および情報提供的動機による経営者の利益平準化行動の実態について確認した。本稿で取り上げた研究は，いずれも利益平準化の方法としては会計的方法，具体的には，裁量的発生高を調整による方法に焦点を当てるものであった。そして，DeFond and Park（1997）は，経営者が自身の解任を回避するという機会主義的動機に基づいて利益平準化を行うのではないかと考えて検証を試みたが，その結果，経営者が当期の相対的な業績のみならず，将来の相対的業績をも考慮に入れ，報告利益の調整（すなわち利益平準化）を行っているという証拠を得た。また，Chaney et al.（1998）は，経営者が長期的戦略の下で利益平準化を行い，安定的に獲得できる利益（恒久的利益）を報告することは，経営者自身の厚生と株主の厚生をともに高めることになると仮定した。ここでは，利益平準化の情報提供的動機の存在を前提にしていると思われるが，彼らの分析結果によると，経営者が裁量的発生高を用いて平準化を行っているとする証拠が多く得られた。ただ，以上の両研究では，経営者には機会主義的動機と情報提供的動機があるという仮定の下で裁量的発生高の分析により利益平準化が行われていることを示唆する証拠を得たに過ぎない。これらの動機と

経営者の利益平準化行動との直接的な関係の解明については課題として残されていると考えられよう。

第４に，経営者の利益平準化行動の解明を目的とした実証研究の検討を通して，改めて財務報告における利益平準化の意味を考察した。経営者の利益平準化行動を対象とした研究は，報告利益の価値関連性に焦点を合わせ，利益平準化により実際に報告利益の情報提供能力が改善されているのかについて検証するものもある。言い換えれば，これは，経営者によって行われた利益平準化が実際に投資家の意思決定に影響を与えたかどうかを明らかにする研究であるといえよう。本稿では，このような研究として，Chaney et al.（1998）とTucker and Zarowin（2006）を取り上げた。両研究とも，裁量的発生高を用いる利益平準化に焦点を当てており，分析の結果，利益を平準化することで，報告利益と株式リターンとの間の正の関係が強められるという証拠を得ている。その際，Chaney et al.（1998）は，当期の期待外利益が株式リターンに与える効果（すなわち利益反応係数）に，またTucker and Zarowin（2006）は，主に将来利益が株式リターンに与える効果（すなわち将来利益反応係数）に注目したという違いはあるが，いずれも利益が平準化されたことで，報告利益の情報提供能力に改善が見られたことを明らかにしている。このように，両研究の貢献は，利益平準化が実際に行われているかどうかということよりも，利益平準化の情報提供的動機に焦点を当てながら，実際にそれが投資家の意思決定にどのような影響を与えたのかについて経験的証拠を提示したことにあるといえよう。

以上，本稿での検討結果を振り返ってきた。財務報告における利益平準化問題に関する研究成果はこれまでかなり蓄積されてきている。利益平準化の概念や方法に関する理論的な検討のほか，経営者による利益平準化行動の実証分析も様々な角度から行われてきている。そのような中で，今後の課題としては，平準化の目標値となる「正常な」水準をどの

ように操作可能な形で定義するのかという点が挙げられよう。言うまでもないが，特定化された「正常な」水準の内容が異なれば，実証分析の結果にも影響が及ぶ可能性もある。また，これまで見てきたように，利益平準化には機会主義的動機から行われるものだけではなく，報告利益の情報提供能力の改善をもたらすことを意図して行われることもありうる。良い意味で利益平準化がなされることもある以上，会計基準においては可能な限り経営者に会計的裁量の余地を残す方向も考えられる。今後は，会計基準設定に当たっても，財務報告における利益平準化の意味を再考する必要があるかもしれない。

引用および参考文献

Arya, Anil, Jonathan C. Glover, and Shyam Sunder（2003），“Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders？，” *Accounting Horizons*, Vol. 17（Supplement），pp. 111–116.

Beidleman, Carl R.（1973），“Income Smoothing: The Role of Management，” *The Accounting Review*, Vol. 48, No. 4, pp. 653–667.

Bruns, William J. Jr., and Kenneth A. Merchant（1990），“The Dangerous Morality of Managing Earnings，” *Management Accounting*, Vol. 72, No. 2, pp. 22–25.

Chaney, Paul K., Debra C. Jeter, and Craig M. Lewis（1998），“The Use of Accruals in Income Smoothing: A Permanent Earnings Hypothesis，” in Cheng-Few Lee ed., *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, Vol. 6, Emerald Group Publishing Limited, pp. 103–135.

Collins, Daniel W., S. P. Kothari, Jay Shanken, and Richard G. Sloan（1994），“Lack of Timeliness and Noise as Explanations for the Low Contemporaneous Return-Earnings Association，” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 3, pp. 289–324.

Copeland, Ronald M.（1968），“Income Smoothing，” *Journal of Accounting Research*, Supplement to Vol. 6, pp. 101–116.

Dascher, Paul E., and Robert E. Malcom（1970），“A Note on Income Smoothing in the Chemical Industry，” *Journal of Accounting Research*, Vol. 8, No. 2, pp. 253–259.

Dechow, Patricia M., Richard G. Sloan, and Amy P. Sweeney（1995），“Detecting Earnings Management，” *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193–225.

Dechow, Patricia M., and Douglas J. Skinner (2000), "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators," *Accounting Horizons*, Vol. 14, No. 2, pp. 235–250.

DeFond, Mark L., and Chul W. Park (1997), "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. 2, pp. 115–139.

Fudenberg, Drew, and Jean Tirole (1995), "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy*, Vol. 103, No. 1, pp. 75–93.

Gordon, Myron J. (1964), "Postulates, Principles and Research in Accounting," *The Accounting Review*, Vol. 39, No. 2, pp. 251–263.

Graham, John R., Campbell R. Harvey, and Shiva Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, Nos. 1–3, pp. 3–73.

Healy, Paul M., and James M. Wahlen (1999), "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, pp. 365–383.

Hepworth, Samuel R. (1953), "Smoothing Periodic Income," *The Accounting Review*, Vol. 28, No. 1, pp. 32–39.

Holthausen, Robert W. (1990), "Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, Nos. 1–3, pp. 207–218.

Jones, Jennifer J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193–228.

Kothari, S. P., Andrew J. Leone, and Charles E. Wasley (2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 163–197.

Lambert, Richard A. (1984), "Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior," *The Accounting Review*, Vol. 59, No. 4, pp. 604–618.

Moses, Douglas O. (1987), "Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes," *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 2, pp. 358–377.

Ronen, Joshua, and Simcha Sadan (1981), *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications*, Addison-Wesley Publishing Company, Inc.

Ronen, Joshua, and Varda Yaari (2008), *Earnings Management: Emerging Insights in Theory,*

Practice, and Research, Springer Science＋Business Media, LLC.

Schipper, Katherine（1989）, "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, Vol. 3, No. 4, pp. 91−102.

Scott, William R.（2015）, *Financial Accounting Theory, 7th ed.*, Pearson Canada, Inc.（太田康広・椎葉　淳・西谷順平訳（2008）『財務会計の理論と実証』中央経済社）

Subramanyam, K. R.（1996）, "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, Nos. 1−3, pp. 249−281.

Tucker, Jennifer W., and Paul A. Zarowin（2006）, "Dose Income Smoothing Improve Earnings Informativeness？," *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, pp. 251−270.

Zang, Amy Y.（2012）, "Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol. 87, No. 2, pp. 675−703.

太田浩司（2007a）「利益調整研究のフレームワーク⑴」『企業会計』第59巻第１号，128−129頁。

太田浩司（2007b）「利益調整研究のフレームワーク⑵」『企業会計』第59巻第２号，92−93頁。

岡部孝好（1994）『会計報告の理論―日本の会計の探求―』森山書店。

重本洋一（2013）『経営者の会計操作の動機と株式市場の反応』日本評論社。

首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整―理論と実証―』中央経済社。

須田一幸（1996）「日本企業の貸倒引当金会計―利益操作仮説と実態開示仮説―」シャム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析』中央経済社，55−80頁。

須田一幸（2000）『財務会計の機能―理論と実証―』白桃書房。

須田一幸（2007）「粉飾決算と会計操作の諸相」須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作―その実態と識別法，株価への影響―』ダイヤモンド社，2−58頁。

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』第46巻第５号，51−69頁。

富田知嗣（2004）『利益平準化のメカニズム』中央経済社。

善積康夫（2002）『経営者会計行動論の展開』千葉大学経済研究叢書４，千葉大学法経学部経済学科。

善積康夫（2011）「財務報告と利益マネジメント」『千葉大学経済研究』第26巻第３号，97−127頁。

善積康夫（2015）「報告利益マネジメントの方法について」『千葉大学経済研究』第30巻第３号，123−165頁。

（2016年４月６日受理）

Summary

The Meaning of Income Smoothing in Financial Reporting

Yasuo YOSHIZUMI

This paper considers the meaning of income smoothing in external financial reporting. Income smoothing is "the intentional dampening of fluctuations about some level of earnings that is currently considered to be normal for a firm" (Beidleman, 1973, p. 653). Why do managers smooth income? There are two perspectives on income smoothing: the opportunistic perspective and the information perspective. The former means that managers seek to mislead investors. On the other hand, the latter means that managers reveal to investors their private information about firms' future earnings. In this paper, I focus on the information perspective, and mainly discuss informativeness of smoothed income with reference to prior studies. In the final section, I provide a summary and suggestions for further research.