利益調整行動が株主資本コストに与える影響

法政大学　キャリアデザイン学部

湯浅　大地

目次

1 はじめに 1

2 理論、先行研究および仮説 3

2.1 情報の精度と株主資本コスト 3

2.2 利益調整行動、情報の精度および株主資本コスト 3

2.3 利益調整行動と株主資本コストの関係に関する先行研究 4

3 リサーチデザイン 5

3.1 株主資本コスト 5

3.2 利益調整行動 6

3.3 実証モデル 9

3.4 サンプル 10

4 検証結果 11

5 検証結果の頑健性 12

6 本発見事項とインプリケーション 13

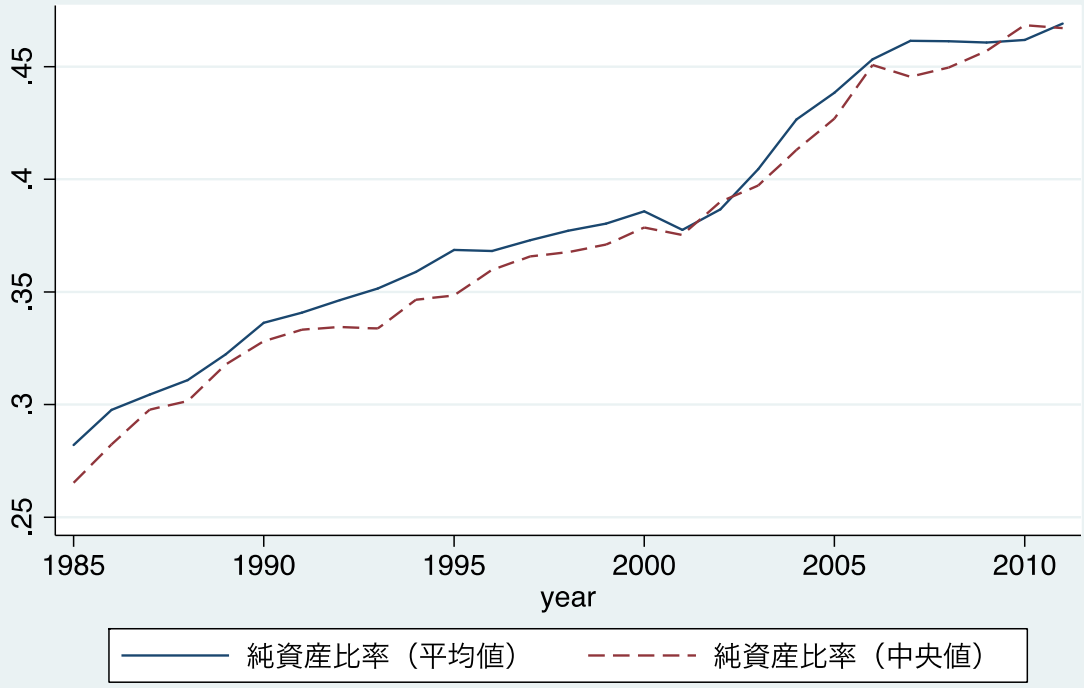
1 はじめに

本研究の目的は、企業の会計行動が株主資本コストにどのような影響を及ぼしているかを検証することである。

企業の総資本は、負債と純資産とに大別されるが、それらの調達に対して、それぞれコストが生じる。前者は負債コスト、後者は株主資本コストと呼ばれる。本研究では、株主資本コストに焦点を当てる。

近年、日本企業では負債による資金調達が減少する一方、純資産による資金調達が増加している。図表 1 では、日本企業を対象にして、1985 年から 2011 年までの純資産比率（純資産／総資本）の推移を調査した。図表 1 をみると、純資産比率は年々上昇しており、27 年間 1985 年～2011 年）で、全企業平均で約 20%も上昇したのである。

図表１ 純資産比率の推移



出所：筆者作成

以上のとおり、純資産比率が高まる中、日本企業にとって株主資本コストの低減を図ることは重要な課題となっている。主な理由が二つある。

第一の理由は、企業が効率的な経営を行うためである。企業は、株主資本コストを上回るキャッシュ・インフローを生み出すことが、企業の利益の増大につながる。そのため、株主資本コストを引き下げることで、売上目標に対するハードルが低くなり、企業の効率的な経営を促

すことができる。

第二の理由は、企業の株主価値を高めるためである。配当の現在価値として理論株価を考える割引配当モデルは以下の通りになる。

$$P_0 = \frac{D}{r} \tag{1}$$

P_0：現在の株価　D：配当　r：利子率（株主資本コスト）

上述の式(1)から、企業は、現在の株価、すなわち株主価値を高めるには、将来の配当(D)を高めるか、株主資本コスト(r)を低めるか、どちらかしかないことがわかる。このため、株主資本コストの低減は株価の上昇につながり、株主からも要請される重要な課題である。

では、株主資本コストが高くなるか、あるいは低くなるかは、どのような要因によって決まってくるか。近年、株主資本コストの推計について、広く認められた方法として Fama and French (1992)によれば、市場リスク、企業規模および純資産簿価時価比率の 3 ファクターによって決まってくるとされている。ただし、株主資本コストの決定要因は、実際、複雑であり、これら以外の要因も影響する。

その一つとして、企業の会計行動が影響すると数多くの研究が指摘している。本研究では、会計行動のうち、とくに利益調整行動に注目する。利益調整行動とは企業が意図的に利益情報を操作することである。操作された利益情報は、企業の実態を正しく反映した利益情報ではなく、信頼性が低い。

利益操作された情報を用いて投資を行うことは非常にリスクの高いことである。一般的に投資家は公表されている情報から将来業績の予測をして、投資を行っている。しかし、利益操作された利益情報は信頼性の欠ける情報であり、投資家は将来業績の予測に関して誤った判断をしてしまう可能性が高くなってしまう。

そのため、利益調整行動の激しい企業は投資家のリスクが高まり、投資家の企業に対する期待リターンが大きくなり、結果、企業の株主資本コストの高まりにつながると考えられる。日本企業を対象とした先行研究では、経営者の利益調整行動が株主資本コストにどのような影響を及ぼすのか、十分に検証されていない。したがって、上述の問題意識から、本研究は理論的に利益調整行動と株主資本コストの関係を解明し、その検証を行う。

本稿の構成は以下の通りである。まず、利益調整行動がどのように株主資本コストに影響を及ぼすか、理論的に解明し、本研究の仮説を導出、本研究に関する先行研究を概観する。次にリサーチデザイン、検証結果およびその頑健性について述べる。最後に、本研究の発見事項を

要約するともに、それらのインプリケーションについて言及することにしたい。

2 理論、先行研究および仮説

考察を始めるにあたって、まず、利益調整行動と株主資本コストの関係について理論的に考察し、検証すべき仮説を導出した上で、それに関する先行実証研究を確認する。

2.1 情報の精度と株主資本コスト

株主資本コストは、市場リスク、企業規模および純資産簿価時価比率によって主に決まってくるとされているが (Fama and French, 1992)、ファイナンスの分野ではこれ以外にも、投資家が利用可能な情報の精度が株主資本コストの高低に影響を及ぼすことが明らかにされている。この関係を理論的に解明したのは、Easley and O'Hara (2004)である。

Easley and O'Hara (2004)は、情報の精度と株主資本コストの関係について、以下のような理論モデルに基づく議論を展開している。

Easley and O'Hara (2004)のモデルでは、株式市場には、公的情報[1]のみ受け取る情報劣位にある投資家と、公的情報に加えて私的情報[2]を受け取る情報優位にある投資家の、2 種類の投資家が存在すると仮定する。情報劣位にある投資家は、私的情報を利用できないため、情報優位にある投資家に比べ、より少ない情報で投資をおこなわなければならなく、損失を被るリスクが高くなる。このように、投資家間の利用できる情報の格差から生じるリスクを情報リスクという。情報劣位にある投資家は情報リスクを背負っている分、企業に対して期待リターンを上乗せする。したがって、私的情報に比べ、公的情報の精度が低ければ、情報劣位にある投資家はより情報リスクが高まる。その結果、情報劣位にある投資家は、さらなる期待リターンを要求し、企業の株主資本コストが高まる。

Easley and O'Hara (2004)は、情報リスクに与える影響として、企業の会計行動、アナリストカバレッジ、およびマイクロストラクチャーを提起した。

2.2 利益調整行動、情報の精度および株主資本コスト

本研究では、Easley and O'Hara (2004)が情報リスクに与える影響として提起した要因のうち、会計行動に注目し、会計行動のなかでも、利益調整行動に焦点を当てる。

---

[1] 公的情報とは、企業により公表されたすべての情報である。たとえば、毎年企業が公表している決算情報から得る情報がある。

[2] 私的情報とは、一部の投資家の情報収集により私的に得た情報である。たとえば、アナリスト等が行うインタビューから得る情報がある。

利益調整行動は、企業が意図的に利益情報を操作することである。その方法として、会計処理の選択による利益調整が挙げられる。

現在、企業は事業活動を年単位に区切り、1年の間に事業活動に費やした努力（費用）とその努力による成果（収益）を適切に対応させ、利益計算を行っている[3]。単純に現金の収入や支出が生じたときに収益や費用を認識する方法[4]では、会計期間内の費用と収益の関係を適切に表示することはできない。そのため、企業側に会計処理の選択を委ねられている。しかし、企業は会計処理の選択の判断を裁量的に利用し、利益数値の操作を行っている。

たとえば、会計処理の選択として、減価償却方法の選択がある。長期間使用される有形固定資産は、購入時に全額費用計上されるわけではなく、それが使用される期間に費用が配分され、毎期減価償却費として計上する。減価償却の方法として、定額法と定率法がある。定額法は、毎期一定に費用配分する方法である。一方、定率法は、定額法と比べて、初めの年ほど多く費用を配分し、年とともに逓減していく。技術革新が早く、陳腐化しやすい有形固定資産の場合、定率法が望ましく、長期間一定的に事業活動に貢献する有形固定資産の場合、定額法が望ましい。有形固定資産の将来的な経済価値を考慮に入れることで、会計期間における適切な費用と収益を表示することができる。

しかし、利益調整行動を行う企業は、利益を大きくしたい場合に、上述のような費用配分を無視して、定額法に変更する。そして、利益を小さくしたい場合には、定率法に変更する。経済的合理性を無視した会計処理の変更は、本来の企業の実態を反映できていない。

企業の利益調整行動をとおし、公表された利益情報（公的情報）は、経営者によるノイズやバイアスが多く含まれているため、投資家は将来業績の予測が困難である。

したがって、経営者の利益調整行動によりバイアスが多く含まれている情報しか用いることのできない、情報劣位にある投資家の情報リスクが高まり、より高い期待リターンを要求する。その結果、企業の株主資本コストの上昇につながる。

上述の理論的な考察から、以下の仮説が導出される。

仮説：利益調整行動を行っている企業ほど、株主資本コストは高い。

2.3 利益調整行動と株主資本コストの関係に関する先行研究

ここで問題になるのが、企業がどの程度利益調整を行ったのかどうかを、いかに計測するかという点である。近年の会計研究では、会計発生高に含まれる裁量的発生高を利益調整行動の

---

[3] このような方法を発生主義会計と呼ばれる。
[4] このような方法を現金主義会計と呼ばれる。

程度として用いられることが多い。

会計発生高とは、会計利益からキャッシュフローを控除したものであり、発生主義会計に基づく計算過程において、会計期間の利益額に対応させるために、現金収入額から会計利益に調整した部分である。会計利益への調整は経営者の判断に委ねられている。そのため、経営者は会計発生高部分を裁量的に調整することで、利益数値の調整を行う。その裁量的に調整した部分を裁量的発生高という。

裁量的発生高は、会計発生高から正常な企業活動により調整した部分（非裁量的発生高）を除去すること算出ができる。算出した裁量的発生高が、マイナス方向に大きくなるほど、裁量的に利益を過小に調整したとされ、プラス方向に大きくなるほど、裁量的に利益を過大に調整したとされる。

裁量的発生高が 0 に近似するほど、利益調整が行われていなく、反対に裁量的発生高が 0 から遠くなればなるほど、利益調整行動が行われているとする。前者は会計発生高の質が良く、後者は会計発生高の質が悪いとされる。

先行研究に、会計発生高の質と株主資本コストの関係を検証したものがある。

Francis et al. (2005)は、Easley and O'Hara (2004)の理論モデルを受けて、情報の精度として、会計発生高の質を採り上げた。会計発生高の質が悪いほど、株主資本コストを高くなることを明らかにした。

日本企業を対象とした研究では、野間 (2005)がある。野間 (2005)も Francis et al. (2005)と同様に、会計発生高の質が悪いほど、株主資本コストを高くなることを明らかにした。

しかし、野間 (2005)の分析方法には、会計発生高の質や株主資本コストの推定方法に再考の余地が大きい。

以上の問題意識から、利益調整行動がどのように株主資本コストに影響を与えるか、検証するために、リサーチデザインを決定した。

3 リサーチデザイン

本章では、株主本コストと利益調整行動の変数の設定方法、本研究の実証モデルおよび本研究で使用するサンプルの概略を説明する。

3.1 株主資本コスト

株主資本コストは、投資家にとっては、期待リターンである。しかし、現実には、期待リターンを測定は不可能である。そのため、実現リターンを用いる場合がある。なぜなら、効率的市場のもとで、投資家のリスクが適切に価格形成に反映されれば、期待リターンと実現リターンは一致すると考えられるからである。しかし、株主資本コストとして、実現リターンを用い

るのは適切とは言えない。現実では、実現リターンと期待リターンは一致せず、両者の関係性は弱い（Elton, 1999）。したがって、実現リターンを用いて、分析する方法では、株主資本コストへの影響を明確にすることができない。

したがって、本研究では、実現リターンに依存しない企業評価モデルに暗黙裡に成立しているインプライド資本コストを推定する方法を採用する。

Botosan (1997)や音川 (2000)と同様に、Ohlson (1995)に依拠した RIM モデル（残余利益モデル）を前提に暗黙裡に成立している資本コストを推定し、その推定値を代理変数とする。

まず、配当割引モデルとクリーン・サープラス条件に基づく残余利益評価モデルを仮定する(Ohlson, 1995)。P_tは時点 t の株価、b_tは株主持分の簿価、X_tは利益、r は割引率（株主資本コスト）を表す。

$$P_t = b_t + \sum_{i=1}^{\infty}(1+r)^{-i}E_t\left[X_{t+1} - rb_{t+1-i}\right] \tag{2}$$

この(2)式の r について解くことで資本コストが求まる。そのためには、無限期間にわたる異常利益($X_{t+1} - rb_{t+1-i}$)の予想を必要とする。しかし、３期間先の予想利益($E_t[X_{t+1} - rb_{t+1-i}]$)を得ることは困難である。従って、本研究では、２期先の異常利益が永続すると仮定する。

$$P_t = b_t + \frac{E_t[X_{t+1} - rb_t]}{(1+r)} + \frac{E_t[X_{t+2} - rb_{t+1}]}{r(1+r)} \tag{3}$$

さらに、(3)式をクリーン・サープラス関係式($E_t[b_{t+1}] = b_t + E_t[X_{t+1}] - E_t[d_{t+1}]$)により整理すると、以下の(4)式のようになる。$b_t$は配当を表すものとする。

$$(P_t)r^2 + (P_t - E_t[d_{t+1}])r - E_t[X_{t+2}] = 0 \tag{4}$$

本研究では、この(4)式に決算年度末から 3 ヶ月後の時価総額と 1 期先の予想配当額、2 期先の予想利益額を代入し、RIM モデルの中で暗黙裡に成立している資本コスト(r)の推定値（以下、RIM モデルに基づく資本コスト推定値）を求める。

3.2 利益調整行動

利益調整行動の代理変数として、会計発生高モデルを用いて算定された非裁量的会計発生高

を用いて、裁量的な会計発生高を算出し、それを代理変数として使用する。

会計発生高は、会計利益と営業活動からのキャッシュフローの差額であり、発生主義会計に基づく利益計算に過程において、会計処理により期間利益に調整した部分である。本研究では、会計発生高は、以下の(5)式のように会計発生高を算出する。

$$\text{会計発生高} = \text{税引後経常利益} - \text{営業活動によるキャッシュフロー} \tag{5}$$

ただし、税引後経常利益 = 当期純利益 − 特別利益合計額 + 特別損失合計額

Healy (1985)は、この会計発生高を利益調整行動の指標とした。しかし、会計発生高の中には、正常な会計処理によって調整した非裁量的会計発生高の部分がある。以下(6)式のように、まとめられる。

$$\text{会計発生高} = \text{裁量的会計発生高} + \text{非裁量的会計発生高} \tag{6}$$

実際の会計発生高から非裁量的会計発生高を引くことで、裁量的会計発生高を算出することができる。Jones (1991)を皮切りに非裁量的会計発生高を推定する会計発生高モデルが生み出された。

Jones (1991)は、以下のようなモデルを提示した（Jones モデル）。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta SAL_t + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t \tag{7}$$

ただし、ACC：会計発生高、ΔSAL：売上高の変化額、PPE：有形固定資産
添字の t は年度を表す。

Jones モデルの特徴は、売上高の変化額と有形固定資産から正常な会計発生高を説明することである。彼女は、運転資本[5]の変動と減価償却費が会計発生高の要因になるとして、前者とある程度連動する売上高の変化額と、後者のもとになる有形固定資産を、それぞれ採用した。

この(7)式から、最小二乗法により、会計発生高の予測値を推定する。この会計発生高の予測値が正常な会計発生高（非裁量的発生高, $\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \Delta SAL_t + \hat{\beta}_2 PPE_t$）である。その値を会計発生高から差し引くことで、異常な部分である裁量的発生高を算出することができる。裁量的発生高は、いわゆる(7)式で説明することができなかった部分、誤差項(ε_t)ということになる。以下の(8)式のようにまとめられる。

---

[5] 運転資本は、売掛金、棚卸資産、買掛金などのことである。

$$DACC_t = \varepsilon_t = ACC_t - \left(\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \Delta SAL_t + \hat{\beta}_2 PPE_t\right) \quad (8)$$

ただし、DACC：裁量的発生高

Jones モデルをプロトタイプとして、正常な会計発生高部分を推定するモデルを用いる方法が次々と改良された。

Dechow et al. (1995)は、Jones モデルを修正した以下のモデルを提示した（修正 Jones モデル）。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1(\Delta SAL_t - \Delta REC_t) + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t \quad (9)$$

ただし、ΔREC：売上債権の変化額

Dechow et al. (1995)は、Jone モデルにおいて、売上高の変化額が、運転資本の変動を説明できるというために、売上高は経営者の利益調整の影響を受けないことを仮定していることを批判した。そのため、修正 Jones モデルでは、売上高のうち、利益調整の影響を受けるものは、掛け売りによるものだけであるとして、売上高の変化額から売上債権の変化額を控除したものを提示した。

Kasznik (1999)によって、以下のモデルが提示された（CFO 修正 Jones モデル）。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1(\Delta SAL_t - \Delta REC_t) + \beta_2 PPE_t + \beta_3 CFO_t + \varepsilon_t \quad (10)$$

ただし、CFO：営業活動によるキャッシュフロー

CFO 修正 Jones モデルの特徴は、修正 Jones モデルに営業活動によるキャッシュフローが追加していることである。これは、Dechow (1994)によって、会計発生高と営業活動にキャッシュフローが強い負の相関があることを示したからである。しかし、理由はそれだけにとどまっていて、明確な理論的な根拠がなく、問題を抱えている。

Dechow et al. (2003)により、以下のようなモデルが提示された（Forward Looking モデル）。

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1((1+k)\Delta SAL_t - \Delta REC_t)) + \beta_2 PPE_t + \beta_3 ACC_{t-1} + \beta_3 GR_SAL_t + \varepsilon_t \quad (11)$$

ただし、GR_SAL：売上高成長率

上述の(11)式の k は、以下の(12)式によって推定する。

$$\Delta REC_t = \alpha + k\Delta SAL_t + \varepsilon_t \quad (12)$$

Forward Looking モデルの特徴は、掛け売りによる売上をすべて裁量的であるとみなすのではなく、掛け売りの中でも、正常に発生する部分は戻し入れるという点である。そこで、式(12)によって、売上の変化額のうち、正常な売上債権の変化額の割合 k を求める。そして、$k\Delta SAL_t$を正常な売上債権の変化額として、$(\Delta SAL_t - \Delta REC_t)$に戻し入れる。

第 2 の特徴として、Forward Looking モデルの中に、一期前の会計発生高を追加していることである。会計発生高は、長期的に反転するものの、短期的にみれば持続性があるから、その影響を捉えるためである。

第 3 の特徴として、Forward Looking モデルの中に、翌期にかけての売上高成長率を追加していることである。成長企業の不可避的な棚卸資産の増加による処置である。棚卸資産の増加は、会計発生高の増加につながるが、それは、経営者の裁量的な会計行動とは限らない。なぜなら、経営者は、翌期の売上高の増加を予期している場合、当期の商品在庫の残高を増加させると考えられるからである。

本研究では、理論的根拠がもっとも明確である Dechow et al. (2003)の Forward Looking モデルを採用して、分析を行う。

本研究では、調査対象のサンプル企業の同年度で同業種ごとに最小二乗法により非裁量的会計発生高（正常な会計発生高）を推定した。そして、実際の会計発生高から非裁量的会計発生高を差し引き、裁量的会計発生高（異常な会計発生高）を算出する。業種について、日経業種中分類に基づいている。一部の業種についてサンプル数が少ないため、類似の業種で集約している。また、回帰分析の際に不均一分散の問題を緩和するために、全ての変数を期首総資産でデフレートした上で推定している。

以上のように裁量的会計発生高を算出し、本研究では裁量的会計発生高の絶対値を利用する。

裁量的会計発生高の絶対値を利用する理由は、利益調整には利益捻出型と利益圧縮型があるが、どちらも経営者が意図的に利益数値を調整していることには変わりがなく、そのような行動に注目しているので、裁量的会計発生高の絶対値を使用する。そのため、数値が 0 から遠いほど、利益調整行動が行われていることになる。利益調整行動の代理変数の係数は有意なプラスの値を示すことが期待される。

3.3 実証モデル

本研究では、Fama and French (1992)の 3 ファクターモデルを倣って、利益調整行動が株主資本コストに対して、どのような影響を及ぼしているか、検証するために、以下のような多変量回帰モデルを設定する。

$$R_t - Rf_t = \alpha_0 + \alpha_1 BETA_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 BM_t + \alpha_4 |DACC_t| \quad (13)$$

R：株主資本コスト推定値

Rf：リスクフリー（コールレート）

$BETA$：6 月時点を含む過去 60 ヶ月間の月次株式収益率を用いて市場モデルを推定した場合の傾き係数（市場ベータ）

$SIZE$：株式時価総額の自然対数

BM：純資産簿価時価比率

$|DACC|$：裁量的発生高の絶対値（Forward Looking モデルにより算定）

分析には、株主資本コストを用いるのではなく、株主資本コストからリスクフリーを差し引いたリスクプレミアム用いる。本研究では、リスクフリーとしてコールレートを用いる。

リスクプレミアムに影響を及ぼす３つの要因をコントロールする。具体的には、市場ベータ（BETA）、時価総額対数（SIZE）、純資産簿価時価比率（BM）である。市場ベータ（BETA）は 6 月時点を含む過去 60 ヶ月間の月次株式リターンを用いて市場モデルを推定した場合の傾き係数である。時価総額対数（SIZE）は、6 月末時点の株価と発行済株式数に基づいて計算された時価総額を対数変換したものである。純資産簿価時価比率（BM）は３月までに終了した直前決算年度の期末株主資本簿価を 6 月末時点の時価総額で除した比率を対数変換したものである。先行研究に基づけば、市場ベータと純資産簿価時価比率の係数は有意なプラスの値、時価総額対数の係数は有意なマイナスの値を示すことが期待される。

3.4 サンプル

本研究のサンプルの選択では、次の条件を満たす企業群をサンプルとして選択する。

① 東京証券取引所の第 1 部に、2001 年から 2010 年に上場する 3 月決算企業（金融業を除く）であること。

② 12 か月決算であり、合併等を行っておらず、かつ、債務超過に陥っていないこと。

③ 連結財務諸表を公表し、日経 NEEDS Financial-Quest を通じて、分析に必要な財務データが入手可能であること。

④ 1,2 期先の予想利益及び予想配当が入手可能であること。

本研究で使用する 1,2 期先の予想利益及び予想配当は日経 NEEDS Financial-Quest には含まれないため、『東洋経済四季報（夏号）』により、手作業によって入力した。

本研究のサンプル企業数は 9,149 社・年である。

外れ値処理として、本研究で用いる各変数を各年上下 1%未満にある数値を各 1%の値に置換をしている。図表 2 は、本研究で用いる各変数の基本統計量である。

図表2　基本統計量

パネルA: 記述統計量

	観測数	平均値	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
株主資本コスト推定値	9,149	0.060	0.031	0.041	0.056	0.073
リスクフリー（コールレート）	9,149	0.003	0.003	0.001	0.003	0.003
裁量的発生高の絶対値	9,149	0.027	0.026	0.009	0.020	0.037
市場ベータ	9,149	0.965	0.490	0.619	0.924	1.283
時価総額対数	9,149	4.774	0.656	4.274	4.663	5.198
純資産簿価時価比率	9,149	1.045	0.585	0.620	0.930	1.339

パネルB: 相関関係

	株主資本コスト推定値		リスクフリー（コールレート）		裁量的発生高の絶対値		市場ベータ		時価総額対数		純資産簿価時価比率
株主資本コスト推定値	1.000										
リスクフリー（コールレート）	0.066	***	1.000								
裁量的発生高の絶対値	0.084	***	0.056	***	1.000						
市場ベータ	0.124	***	-0.001		0.142	***	1.000				
時価総額対数	-0.172	***	0.046	***	-0.110	***	-0.084	***	1.000		
純資産簿価時価比率	0.134	***	-0.016		-0.010		-0.079	***	-0.498	***	1.000

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

4 検証結果

以下、検証結果である。

本研究の分析にあたって利用したソフトウェアは、Stata である。

図表 3 は、回帰分析した結果を示している。利益調整行動の代理変数である裁量的発生高の絶対値の係数は 1%水準で有意にプラスとなり、予測していた符号と一致した。この結果は、『利益調整行動を行っている企業ほど、株主資本コストが高い』仮説を強く支持している。

他のコントロール変数、すなわち Fama and French (1992)の 3 ファクターに関して、市場ベータは 1%水準で有意にプラス、時価総額対数は 1%水準に有意にマイナス、そして、純資産簿価時価比率は 1%水準で有意にプラスにとなり、それぞれ、予測していた符号と一致し、先行研究と整合的な結果を得た。

図表3　検証結果

目的変数：株主資本コスト推定値ーリスクフリー（コールレート）

説明変数	予測される符号	係数	t値	
定数項	?	0.070	23.22	***
市場ベータ	＋	0.006	10.12	***
時価総額対数	ー	-0.005	-10.13	***
純資産簿価時価比率	＋	0.004	7.17	***
裁量的発生高の絶対値	＋	0.051	4.45	***
自由度修正済み決定係数		4.83%		
観測数		9,149		

* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

5 検証結果の頑健性

本研究の実証モデルでは、利益調整行動が株主資本コストへ影響を与えるのか、明らかにするため、説明変数に利益調整行動の代理変数として、Dechow et al. (2003)の Forward Looking モデルから算定した裁量的発生高の絶対値を用いた。しかし、裁量的発生高の算定には、様々なモデルがあり、また、様々な使用方法がある。

したがって、本章では、様々な利益調整行動の代理変数を用いて、上記モデルと同じ分析をして、上記検証結果と同様な結果が得られるか、検証を行い、頑健性のチェックをした。

分析結果は、紙幅の関係で省略する。

以下、分析に用いる様々な会計発生高モデルと裁量的発生高の使用方法に関して述べて、それらを用いた検証結果を述べる。

・会計発生高モデルの方法

上記推計では、非裁量的発生高の推計に Dechow et al. (2003)の Forward Looking モデルを用いている。本章では、これ以外に、Jones (1991)、Dechow et al. (1995)および Kasznik (1999)の提唱したモデル 3 つを新たに用いて、裁量的発生高を算定した [6]。

・裁量的発生高の使用方法

上記推計では、各年の裁量的発生高の絶対値を使用している。しかし、株主資本コストへの影響は、特定の年度の利益調整行動より、長期にわたって行われている利益調整行動が株主資本コストに影響を与える可能性がある。したがって、前節で述べた各会計発生高モデルにおいて算定された裁量的発生高の過去 5 年の絶対値平均を使用する。

さらに、会計発生高の反転の性質として、プラスの方向への利益調整を行った場合、どこかでマイナスの方向へ振り戻さなければならない。このため、利益調整行動を大規模に行ってい

6 それぞれの会計発生高モデルに関して、第 3 章で説明している。

る企業ほど、標準偏差が大きくなると考えられる。したがって、前節で述べた各会計発生高モデルにおいて算定された裁量的発生高の過去 5 年間の標準偏差を使用する[7]。裁量的発生高の絶対値に加えて、裁量的発生高の過去 5 年間の絶対値の平均値と裁量的発生高の過去 5 年間の標準偏差の新たな 2 つの使用方法を用いる。

・検証結果

頑健性のチェックをするために、利益調整行動の代理変数がそれぞれ異なる 11[8]（4 つの会計発生高モデル×3 つの裁量的発生高の使用方法）の回帰分析を行った。その結果、すべての利益調整行動の代理変数において、1%水準で有意にプラスとなった。上記検証結果と同様の結果を得た。本研究の分析結果において、強い頑健性を得た。

6 本発見事項とインプリケーション

本研究を通じて、経営者の利益調整行動は株主資本コストを高める影響があることを明らかにした。

これらの結果は、企業情報を開示する経営者に対して、利益調整行動は公的情報の質を下げ、情報劣位にある投資家の求める期待リターンを高めることにつながり、株主資本コストの負担が重くなることを意味している。

最後に本研究のインプリケーションを述べる。

まず、会計処理の選択によって、株主資本コストの高低に影響を与えることを、経営者は留意する必要がある。裁量的な利益調整行動は、経営の非効率性を助長させるだけである。会計処理の正常な選択により、透明性の高い会計情報を公表し、株主との間に良好な関係を築くべきである。

また、経営者の裁量的な行動は、株主価値の減少につながるため、株主は、経営者の利益調整行動を監視する必要がある。そのため、コーポレートガバナンス体制の充実を図るべきである。

しかしながら、経営者が内部情報を市場に伝達するためにする情報提供（シグナリング）的動機による利益調整行動は、むしろ投資家が受け取る将来価値に関する情報の質が高まり、株主資本コストが低くなる可能性がある。今後の研究課題として、利益調整行動を動機・目的別に分け、株主資本コストへの影響を検証する必要がある。

加えて、2008 年に金融商品取引法が改正され、内部統制が強化された。内部統制が強化され

---

[7] 過去 5 年間のデータを必要とするため、上記分析より 4 年分少ない 2005 年から 2010 年のサンプルデータを用いている。

[8] Dechow et al. (2003)の Forward Looking モデルから算定した裁量的発生高の絶対値による利益調整行動の代理変数を除いている。

たことにより、経営者の利益調整行動が減少されたと考えられるが、実態はどうなっているのか、また、株主資本コストへの影響に変化があるのか、検証する必要がある。

参考文献

Botosan, C. (2002), “Disclosure level and the cost of equity capital.” *The Accounting Review* 72 (3): 323–349.

Dechow, P. and I. Dichev. (2002), “The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors.” *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-39.

Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. (1995), “Detecting earnings management.” *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.

Dechow, P., S. Richardson, and I. Tuna. (2003), “Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation.” *Review of Accounting Studies* 8 (2-3): 355-384.

Easley, D. and M. O’hara. (2004), “Information and the Cost of Capital.” *Journal of Finance* 59 (4):1553-1583.

Easton, P. D. (2004), “PE rations, PEG rations, and estimating the implied expected rate of return on equity capital.” *The Accounting Review* 79 (1): 73-95.

Elton, E. J. (1999),“Expected return, realized Return and asset pricing tests,” *Journal of Finance*, 54 (4): 1199-1220.

Fama, E. F. and K. R. French. (1992), “The cross-section of expected stock returns.” *Journal of Finance* 47: 427-465.

―― (1993), “Common risk factors in the returns on stock and bonds. ” *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.

――. (1997), “Industry costs of equity.” *Journal of Financial Economics* 43 (1):153-193.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004), “Cost of equity and earnings attributes.” The Accounting Review 79 (4): 967-1010.

―― “The market pricing of accruals quality.” *Journal of Accounting and Economics* 39: 295-327.

Healy, P, M. (1985), “The effect of bonus scheme on accounting decisions.” *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.

Healy, P, M. and J. M. Wahlen. (1999), “A review of the earnings management literature and its implication for standard setting.” *Accounting Horizons* 13 (4): 193-228.

Jones, J. (1991), “Earnings management during import relief investigations.” *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.

Kasznik, R. (1999), “On the association between voluntary disclosure and earnings management.”

Journal of Accounting Research 37 (1): 57-81.

McNichols, M. (2002), “Disucussion of the quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. ” *The accounting Review* 77 (Supplement): 61-69.

Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley. (2005), “Performance matched discretionary accrual measures.” *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.

Ohlson, J. A. (1995), “Earnings, book values, and dividends in equity valuation.” *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.

Ohlson, J. A., and B. E. Juettner-Nauroth. (2005), “Expected EPS and EPS growth as determinants of value.” *Review of Accounting Studies* 10 (2/3): 349-365.

井上剛・野間幹晴 (2007)「多角化戦略と株主資本コストー事業の関連性と組織構造ー」『証券アナリストジャーナル』45 (10): 84-97。

音川和久 (2000)「IR 活動の資本コスト低減効果」『會計』158 (4): 73-85。

音川和久・村宮克彦 (2006)「企業情報の開示と株主資本コストの関連性ーアナリストの情報精度の観点から」『會計』169 (1): 79-93。

首藤昭信 (2010)「日本企業の利益調整ー理論と実証ー」 中央経済社。

須田一幸・山本達司・乙政正太 (2007)「会計操作ーその実態と判別法、株価への影響ー」ダイヤモンド社。

野間幹晴 (2005)「会計発生高の質に対する資本市場の評価」『會計』168 (1):15-28。

村宮克彦 (2005)「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』43 (9): 83-97。