

利益管理とキャッシュ・フロー情報

——日本の自動車業界の実証分析を中心として——

Earnings Management and Cash Flow Information:

On an Empirical Study in the Japanese Automobile Companies

博士前期過程 商学専攻 2006年3月修了

菊 地 智 美

Tomomi Kikuchi

【論文要旨】

本稿は、エンロン事件以降大きな問題となっている利益管理の観点から、キャッシュ・フロー情報の有用性を考察する。会計利益はキャッシュ・フローに対し、会計測定において経営者の恣意による影響を受けやすく、また企業の様々な契約のベースとなることが多いため、操作のインセンティブが生じやすい。測定および契約理論の両面における硬度の低さが利益管理を喚起する原因であると考えられるため、この点について日本の自動車業界を中心とした実証研究を行った。まず主要5社の過去6年間の財務実績から仮説を立て、仮説をもとに、会計利益とキャッシュ・フローとの情報の硬度の違いに着目した重回帰モデルを作成し、東証第一部輸送用機器部門55社を対象としたデータベース分析を行った。さらに利益管理が疑われる企業の個別分析を行い、利益管理の根底にある企業情報とキャッシュ・フロー情報の意義について考察を行った。

【キーワード】 利益管理, キャッシュ・フロー, 会計情報の硬度, 自動車, 重回帰分析

I. はじめに

粉飾決算に代表される企業の会計スキャンダルは、市場への信頼を動揺させる。世界的に大きなインパクトを与えたのは、2001～2002年に相次いだ米国のエンロンとワールド・コム¹の経営破綻である。日本でもライブドアやカネボウの粉飾決算などが、証券市場や会計への信頼を大きく動揺させた。これらの会計スキャンダルに用いられる手法として、利益管理 (earnings management)¹が指摘されている。利益管理は、利害関係者の印象を自分たちの都合の良いものに変える目的で、

意図的な操作を加えるもの全般を指す (Mulford and Comiskey, 2002, p. 113)。利益管理により、本来の適正な期間利益とは異なる利益を報告した例が数多く存在する (山本, 2004)。

米国 SEC の議長 Levitt (1998) による講演 “The Numbers Game” は、取締役局のトップが利益管理に関して、直接的に問題点を指摘したものである。これまでの利益管理の研究は、利益管理の善悪ではなく、利益管理の存在自体に主眼が置かれる傾向にあった (Mulford and Comiskey, 2002, p. 130)。一方、利益管理の功罪に関しては、研究者の立場の違いにより温度差が見られる²が、Levitt の講演以降はエンロンの破綻などもあり、罪の部分が大きくクローズアップされる傾向にある。

本稿は利益管理という観点から、会計利益情報とキャッシュ・フロー情報との特徴の違いに着目するとともに、日本の自動車業界に対する財務データベースを用いた回帰分析による実証を行う。日本では2000年3月決算期から、キャッシュ・フロー計算書が第三の財務表として正式に制度化されたが、キャッシュ・フロー計算書により得られた諸データを積極的に活用し、日本における利益管理とキャッシュ・フロー情報から得られる有用性について考察を行う。

II. 利益管理とその問題点

1. 利益管理の背景と影響

決算時に発表される利益は、企業活動における経営陣の下す決断全般にわたって、多大な影響を及ぼすものである。企業が株式市場の期待する利益を出さなければならないという妄想にとりつかれているのは、利益が期待に達しなかったときの株価へのネガティブな影響を、経営陣が恐れている現われである (Mulford and Comiskey, 2002, pp. 57-58)。Levitt は証券アナリストと企業の癒着を厳しく批判し、アナリストの市場予測に沿った利益管理を問題視した (Levitt, 2002, pp. 70-71)。

アメリカの財務報告においてアナリストの影響が強まった背景には、第二次世界大戦以降の証券市場の大衆化と、それに伴う機関投資家の役割の増大がある (佐藤, 1993, p. 204)。大きな影響力をもつアナリストの反応に、企業の経営者は神経を尖らせるようになる。Downen (1996) は、アナリスト予測が赤字企業に対するものと、黒字企業に対するものとは異なり、当初予測よりも業績が好転した場合には、過度に楽観的な見通しを述べることを指摘している。利益管理は、経営

¹ ここでは、創作的会計 (creative accounting) と利益管理 (earnings management) を同義語として扱っている。利益管理は目的、手法などに様々な段階のものがあり、あらかじめ決定された目的に向けて利益を積極的に操作すること全般を指す。具体的には、利益の平準化 (income smoothing)、強引な会計 (aggressive accounting)、不正財務報告 (fraudulent financial reporting) などその範疇に含まれる。

² 例えば、金融関係者側である Scott (1997, p. 295) によれば「経営者には自らの効用と会社の市場価値を最大化するような会計方針を選ぶことが推測されるが、これを利益管理という。」となる。これに対し、取締役側の SEC の年次報告書 (1999, p. 84) は「利益管理の乱用による財務報告が問題視される。利益管理の乱用とは、企業が望む業績を達成するために本来の財務状況をごまかし、ねじ曲げることである。」としており、立場の違いが明らかである。

者が企業の事業のパフォーマンスに関して、事実とは異なる印象を作り出すことを目的とした会計数値の積極的な操作である (Mulford and Comiskey, 1996, p. 360)。

一方、利益管理の功罪の判断は、利益管理のためにされた行為の性質と利益管理の目的によって変わる。利益管理は、通常の GAAP の柔軟性を適用したものから、GAAP との整合を妨げかねないような行為、そして GAAP の範囲を大きく逸脱し、不正財務報告の分野に属するような行為まで多岐にわたる (Mulford and Comiskey, 2002, p. 82)。

Healy and Wahlen (1999) は、財務会計を、経営者が外部株主とのコミュニケーションを図るための手段として定義する。SEC や会計士などのプロフェッションの手に基準設定を委ねることで、経営者は外部株主に自社の業績を知らせるにあたり、コスト面でも信頼性の面においても、効率的な財務報告が可能となる。財務報告は、業績好調な企業とそうでない企業との識別を可能とし、資源の効率的配分と、株主による経営者評価を容易にする (Healy and Wahlen, 1999)。会計が正常に機能することにより、株主はミニマムなコストで、効率的な投資意思決定ができるのである。ルールを逸脱した悪しき利益管理は、投資家と経営者の双方に深刻な影響を及ぼす。

2. 利益管理の誘因と管理された利益に生ずる問題点

企業経営者は事業について熟知しているので、発生主義会計のフレームワークを利用して、適切な判断を下すという重要な作業を任されている。経営者の自由裁量は、財務諸表に内部情報を反映させるために有用であるが、一方で経営者は、自らの自由裁量を利用した偏向した仮定のもとで、報告利益を歪める誘因をもつことになる (Palepu *et al.*, 2000, Ch. 3)。

利益管理の誘因として、企業のパフォーマンスの多くが、利益によって評価されていることがあげられる。例えば経営者は、業績連動型報酬システムにより利益を上げることで、ボーナスやストックオプションなどの報酬を得る。また外部と行う契約のベースとなるのも、利益であることが多い。利益が大きい企業は、購買や金融など様々な契約において、利益の少ない企業よりも有利な条件で契約を締結できる。利益は、経営者や企業がさまざまなステークホルダーと契約を締結する際に、条件となる重要な指標であるため、管理されるインセンティブが働く。

Sunder (1997) は、利益管理の誘因を、経営者と株主の二者間における関係から説明する。企業の参加者にとって、企業は利益の源泉であるが、株主は株主以外のエージェントに対する分配後の残余財産の請求権を有しているに過ぎない。株主以外のエージェントの資源請求権は、給与、利子、税、商品などの形ですみやかに移転されるのに対し、株主にもたらされるべき富 (wealth) は、資源請求権の一部が配当として分配され、差引残額は再投資のため、企業に留保される。それによって株主資本は増加することになるが、株主は自分たちの利益 (例えば配当) を直接的にコントロールすることはできない。株主持分は、その大半がヒト、モノ、名声というように形を変えて、期間から期間へ繰り越されるため、測定は困難である。そのような市場は、完全 (perfect) でなく、完備的 (complete) でもない。株主の帰属利益における不確実性は、利益管理の問題と、それを

行う機会を生じさせる (Sunder, 1997, pp. 65-66)。経営者は、情報の非対称性³に代表される市場の不完備性により、自分に有利な会計をすることが可能である。これが利益管理に結びつく。

利益管理に関する悪しき影響について、Levitt (1998) は具体的に 5 つの創作的会計手法 (ビッグバス, 創作的な買収会計, クッキージャー積立金, 重要性と過誤, 収益の認識基準) を例にあげて説明した。例えばビッグバスは、リストラ引当金などに代表される負債を、大幅な損失が生じた期あるいは経営者の交代があった期などに、臨時的な費用として過大に計上する方法である。引き当てられた負債は、翌期以降に取り崩されることにより利益に化けるため、V字回復を演出するためによく使用される (山本, 2004)。5 つの手法の共通点は、本来計上されるべき会計期間の利益を、別の会計期間に移すことを目的としていることである。

会計学では複式簿記の原理に則って借方と貸方は必ず均衡するため、物価変動や複利計算などがないと仮定すると、会社設立から消滅までの全体利益は、各期に割り振られた利益の合計と一致する。全体利益を各会計年度にいかにかに割り振るかということが最大の課題となるが、これが適正なる期間損益計算と呼ばれる (山本, 2004)。企業の全生涯にわたる全体利益は、財務報告のための会計方針の変更では変化しない。キャッシュ・フローへの影響 (例えば納付する法人税額への影響) がない限り、会計方針の変更は、企業の生涯にわたって認識される総額を変えることなく、利益を他の期間に移すだけである。この利益保存の法則 (law of conservation of income) は、利益がクリーン・サープラス・ルールに基づいて計算される限り、常に維持される。株主資本コストを考慮した残余利益の場合においても、割引残余利益保存の法則 (law of conservation of discounted residual income) が成り立つ。キャッシュ・フローが変化しなければ、会計利益の生涯総額は会計方針の選択の影響を受けない (Sunder, 1997, p. 67)。利益管理によって尚早に計上された過大な利益は、将来の利益を食いつぶす元凶となるのである。

III. 利益とキャッシュ・フローの情報の質に関する考察

1. 情報の信頼性からの検討

(1) 会計測定の硬度に関する考察

財務報告の質的特性のうち最も重視されるべき要素は目的適合性 (relevance)⁴ と信頼性 (reliability)⁵ であり、会計情報を支える諸特質の両輪ともいべきものである⁶ が、ここではまず

³ 将来の見通しに関する情報は、自己に都合の良いものになり得る。Williamson は情報の非対称性に対して情報衝撃 (information impactedness) という用語を、「主に不確実性と機会主義のために生じる派生的な状況」を記述するために用い、「外部者が内部者と同等でないのは、通常、外部者が企業特殊的、職業特殊的、あるいは取引特殊的な経験を欠く事による。このような経験は、価値のある資源であり、最初の契約を与えられてそれを手に入れた者によって戦略的に利用される。」と説明する。

⁴ SFAC 2 (用語解説) には「情報利用者に過去、現在および将来の事象もしくは成果の予測または事前の期待値の確認もしくは訂正を行わせることによって情報利用者の意思決定に影響を及ぼす情報の能力。」とある。

信頼性の側面に焦点をあてる。報告利益の質を理解するためには、キャッシュ・フロー計算書分析が必要である (Levitt, 2002, p. 152)。また企業価値評価の際にも、利益の歪みを元に戻すためのキャッシュ・フロー計算書の活用は有効である。キャッシュ・フロー計算書は発生主義会計 (accrual accounting) と現金主義会計 (cash accounting) との業績の調和を図っており、キャッシュ・フロー計算書は損益計算書の各項目がキャッシュ・フローからどれだけ乖離しているかに関する情報を提供する (Papelou *et al.*, 2000, Ch. 3)。

業績測定は企業の実績の評価である以上、評価される側の経済的利害がからんでくる。その結果、実際の測定値を歪める圧力がかかりやすい。そのような圧力の影響を受けないようにするため、その測定方法はずっと慎重を期す必要がある。会計における経済的業績測定の中で、最も典型的なものは利益測定である。利益は曖昧な概念なのである (井尻, 1976, pp. 51-52)。

経営主体と測定値の受取手が、互いに自己の利益を守ろうとするために生じる圧力と意見の衝突を理解しないで、業績測定を論ずることは不可能である。この点から、業績測定は曖昧さのない、恣意性の入り込む余地のないものでなければならない。測定に関して議論の余地があるかどうかを、測定の硬度 (hardness) として表現することができる。硬い測定値とは、人々がその数字に対し異論を唱えるのが難しいように、厳格につくられた測定値である。軟らかい測定値とは、測定者の恣意により容易に変動する測定値である。例えば、現金残高は比較的硬く、のれんは比較的軟らかい。測定値を巡る議論の余地を少なくするためには、次の三つの条件が必要である。

- ① 測定過程が、検証可能な事実から出発しなければならないこと。
- ② 事実を数字に変換する際の測定過程が、厳格に規定されていること。
- ③ 測定規則のうち特定の事実を数量化するために用いる規則の数が、限定的であること。

硬い測定とは特定の状況において、どの事実にもどの測定規則をあてはめ、どのような数字をつくり出すべきかが、明確かつ一意的に、かつ後に検証可能なように規定されている測定過程である (井尻, 1976, pp. 54-55)。キャッシュ・フローは利益に対し、硬度の高い測定値である。このキャッシュ・フローの硬度の高さが、利益の質の検証を可能にするのである。

(2) 契約理論における硬度の考察

キャッシュ・フローの硬度の高さは、契約理論の側面においても説明できる。経営者の業績を測定する場合の、唯一の完全な (perfect) 業績測定尺度は存在しない。株価、一株当たり利益、投資収益、製品市場のシェア、キャッシュ・フロー、売上高の成長、原価などの数値は、どれ一つとして経営的な努力を完全には測定しておらず、経営者によるコントロールの外側の要因に依存している。加えて、経営努力と測定結果との関係は、経営者によってコントロールされ、それによって操

⁵ SFAC 2 (用語解説) には「情報には、ほとんど誤謬や偏向が存在していないこと、また表現しようとするものを忠実に表現していることを保証する情報の特性。」とある。

⁶ SFAC 2 pars. 31-33および Figure 1 (p. 50) を参照。

作を受けやすい傾向がある (Sunder, 1997, p. 39)。企業の様々な契約においては、キャッシュ・フローよりも会計利益が用いられる場合が多いが、これが会計利益を都合の良い数値へと操作する機会が多くなることにつながる。結果として会計利益が経営者に操作される頻度および大きさは、キャッシュ・フローに対して行われる操作よりも頻繁に、かつ大きくなる。

キャッシュ・フローは会計利益に対し、会計測定および契約理論の両面において硬度の高い情報である。硬度の高さは恣意性の介入を相対的に少なくするため、キャッシュ・フローとの参照により、会計利益の質の検証が可能になる。キャッシュ・フローは、会計利益の信頼性担保の側面から、有用な情報であると言える。

2. 目的適合性の側面からの情報の質

(1) 資源配分メカニズムの観点からのキャッシュ・フロー情報の要請

企業会計に求められる機能は、責任説明メカニズム、利益配分メカニズム、資源配分メカニズムの3つである。資源配分メカニズムでは、会計情報が効率的資源配分のベースとなる。資源配分メカニズム重視の背景には、証券市場の成熟がある。高度に発達した証券市場においては、投資家による会計情報利用が重視され、利用者指向会計への関心が高くなった (佐藤, 1993, p. 201)。

資源配分メカニズム重視の立場に立てば、企業の究極的な目的は株主利益を最大にすることである。株主利益は配当と株の評価益から構成されるが、問題となるのは、代替的な経営戦略の策定やその後の業績評価にあたり会計上の利益を用いることが、株主利益の目的に必ずしも一致しないことである。AAAの外部報告委員でもあった Rappaport は、会計利益が企業の経済価値の計測に適さない理由として、①様々な会計処理法がある、②リスクが考慮されていない、③必要となる投資額が考慮されていない、④配当政策が考慮されていない、⑤金銭の時間的価値が無視されていることを指摘した (Rappaport, 1986, p. 20)。

損益計算書や貸借対照表は企業の過去の業績を測るものに過ぎず、企業は将来の予想値を公開したがる。重要情報が外部に流出し、競争相手、顧客、政府その他の関係者に伝わることを懸念するからである。会計情報は、投資家にとって次善の情報に過ぎない。会計利益のような事後的な数字を事業計画策定に用いることは誤りである。経営者の役割は、投資額の規模や不確実な将来キャッシュ・フローを評価することであり、実際のキャッシュ・フローに影響のない恣意的な慣習に左右されてはならない (Rappaport, 1986, p. 45)。

(2) キャッシュ・フロー情報の SFAC 7 における意義

測定属性において、リスク情報を具体的にどのように取り入れるかという課題について、問題となったのは現在価値の取り扱いである。現実性を重んじる財務報告において⁷は、予測数値である現在価値測定額を使用することについては、慎重な立場が取られていたが、1980年代ともなると金融分野との間に摩擦が生じ、様々な不都合が生じたのである。

FASBはこの課題に対し、1988年にプロジェクトを着手し、様々な議論を経て、2000年にSFAC第7号（以下「SFAC 7」という。）「会計測定におけるキャッシュ・フロー情報および現在価値の使用」を発行した。SFAC 7では、現在価値を用いる目的に関して次のように述べている。

会計測定において現在価値を用いる目的は、一連の将来キャッシュ・フロー間の経済的差異を、可能な限り捉えることにある。現在価値は、それを用いなければ同一のものと判断されかねない、異なるものを区別するのに役立つ。将来の見積キャッシュ・フロー⁸に不確実性（uncertainty）を含む現在価値測定は、割引しない測定や不確実性を無視した測定よりも目的に適合する情報を常に提供する。財務報告に適合する情報を提供するためには、現在価値はなんらかの客観的な測定属性⁹を表現するものでなければならない。そのような属性は公正価値（fair value）とみなされる（pars. 20-22）。

SFAC 7は、期待キャッシュ・フロー・アプローチ¹⁰による属性を公正価値と呼び、金融商品、年金債務の見積りなど会計上の測定に使用することについて、理論的な根拠を与えた。その意義は、将来のリスクを確率加重平均として取り込むことにより、歴史的な原価や伝統的アプローチ¹¹からは見えなかった経済的な変化を、数値として捉えられるようになったことにある。

(3) Palepu et al. の企業価値モデルに対する考察

会計情報は企業の様々な状況を伝達する情報であるが、情報伝達機能として重要視されているも

⁷ SFAC 2には、次のように記載されている。「財務情報で伝達される情報に関していえば、信頼性は目的適合性を犠牲にしても、最も優先されるべき特質であり、他方、財務諸表以外の手段で伝達される情報に関していえば、目的適合性の方が信頼性よりも優先されるべきであるとする見方はかなり一般的支持を得ているように思われる。しかし、このような見方は誤解を招く原因となりかねない。…十中八九同意を得ていることは、財務諸表の構成要素を財務諸表において正式に認識するための基準が、財務諸表以外の手段で情報を公開する場合に必要と通常考えられるよりも、測定の信頼性の最低水準または識閾をずっと高くするように求められているという点である。…(par. 44)」

⁸ 見積キャッシュ・フローは、将来受領または支払が行われる単一の数値をいう。一方期待キャッシュ・フローは、可能性のある見積値の一定幅のなかで確率を加重した数値の合計額（見積上の平均値）である（SFAC 7, 用語解説）。

⁹ 属性とは、歴史的な原価/実際現金受領額、現在原価/現在現金受領額などのように数量化もしくは測定される構成要素の特質または性質をいう。属性は測定よりも狭い概念であり、それには測定される属性の識別のみならず、測定単位の選択も含まれる（SFAC 1, par. 2, footnote 2）。

¹⁰ 期待キャッシュ・フロー・アプローチでは、単一の最も可能性の高いキャッシュ・フローではなく、可能性のあるキャッシュ・フローに関するすべての期待値が用いられる（SFAC 7, par. 45）。

¹¹ 現在価値を会計で適用する場合には、伝統的に一組の見積りキャッシュ・フローおよび単一の利率が用いられてきた。伝統的アプローチは、実質的に、単一の利率を用いる方法で将来キャッシュ・フローおよび適切なリスク・プレミアムに関するすべての予測を反映することができるの前提に立っている（SFAC 7, par. 43）。

のが、企業価値の測定 (valuation) である。企業価値評価では理論上、将来の支払配当の割引現在価値である配当割引モデルが基本となるが、その配当を会計利益および株主資本簿価、または株主へのフリー・キャッシュ・フローに変形することができる (Palepu *et al.*, 2000, Ch. 9)。

Palepu *et al.* (2000) は、割引配当モデル、割引超過利益 (または超過 ROE)、割引キャッシュ・フローの三種の評価法を比較した。同じ仮定を設ける限り、どの評価法で見積ろうとも、最終的な評価額は同じとなるが、会計利益に由来する「割引超過利益および超過 ROE モデル」の情報の質を最も高く評価した (Palepu *et al.*, 2000, Ch. 11)。

Palepu *et al.* (2000) の企業価値シミュレーションによれば、割引キャッシュ・フロー・モデルに占めるターミナル・バリュー¹²の割合は7~8割で、他のモデルの倍以上を示している。ターミナル・バリューは超過収益期間終了後の不確実性の割合が相対的に高いものであるから、すべての歪みを完全に復元することが可能であれば、キャッシュ・フロー・ベースよりも利益ベースの方が、モデルの構造上、正確な価値を算出できることになる (Palepu *et al.*, 2000, Ch. 11)。

その一方で、ほぼ同時期に行われたプライスウォーターハウスの調査では、ドイツにおける一株当たり利益と株価の動きには大きな隔たりがあった。1980年代後半の米国市場でも、株価純資産倍率とキャッシュ・フロー投資収益率 (CFROI) が高い相関関係を示す結果が報告された (Black *et al.*, 1998, pp. 43-45)。さらに英国の Mills (1999) による調査でも、株主リターンと一株当りの会計利益の伸びや株主資本利益率 (ROE) にはほとんど相関性がなく、キャッシュ・フロー指標の方が、株主リターンとの相関性が高いという結果が示されている。

1980年代と1990年代の米国で、利益とキャッシュ・フローに正反対の結果が存在することは興味深い。1990年代の会計利益が、アナリストのコンセンサス利益に近いものとなっていたことが懸念される。会計利益のすべての歪みを取り除くことは、現実的には不可能である。利益管理の誘因が強く働く場合は、キャッシュ・フロー・ベースの数字の方が真の姿を示す。単一的な指標に偏らない多元的な評価が、必要とされているのである。

IV. 日本の自動車メーカーを中心とした実証分析

1. 主要5社の財務状況分析

これまで考察を行ってきた利益とキャッシュ・フローの情報の質に関し、日本の自動車メーカーを中心とした輸送用機器業界による実証分析¹³を行う。日本では、2000年3月期から公表が義務付けられたキャッシュ・フロー計算書の他にも、金融商品、退職給付、自己株式、固定資産の減損

¹² 事業の FMV は全期間の FCF の現在価値に等しくなる。キャッシュ・フローの見積りに際し、一般的に最初の5~15年間は一定の成長率を想定し、それ以降の成熟段階では低成長または成長率0を想定する。terminal value は成熟段階におけるキャッシュ・フローの価値である。アメリカでは売上高成長率、ROE、投資利益率などに平均的回帰傾向があり、おおむね10年以内に正常レベルに収束するといわれている。

¹³ 本稿の分析に関するデータは、すべて『eol DB タワーサービス (紀伊国屋書店)』による。なお、トヨタの2004年度・2005年度とホンダのデータは米国 SEC 基準で作成され、他はすべて日本基準で作成されている。

など様々な新基準が導入された。このような会計制度の変更は、経営者の意思決定に少なからず影響を与えるものである。これらの新制度が企業に与えた影響についても、随時考察を行う。

第一段階として、自動車メーカー主要5社の6年間の財務動向について分析を行い、企業行動に関する仮説を立てる。トヨタ自動車、日産自動車、本田技研工業、マツダ、三菱自動車（以下「トヨタ、日産、ホンダ、マツダ、三菱」という。）の2000年3月から2005年3月までの6年間における連結当期純利益（または損失、以下「当期純利益」という。）、連結経常利益（または損失、以下「経常利益」という。）、連結営業活動によるキャッシュ・フロー（以下「営業CF」という。）、連結フリー・キャッシュ・フロー（以下「FCF」という。）の推移をまとめたものが、図表1である。

フリー・キャッシュ・フロー（FCF）についてJensen（1986）は、適正な資本コストで割り引いた際に、正の純現在価値（net present value）を生み出す全てのプロジェクトに対する資金の供給を超過したキャッシュ・フローであると定義している。上記5社は、本業以外への投資が相対的に少額であることから、ここでは便宜上次のように計算している。

$$\text{FCF} = \text{営業活動によるキャッシュ・フロー} + \text{投資活動によるキャッシュ・フロー}$$

1999年度から2004年度までの6年間における自動車メーカー主要5社の当期純利益、経常利益、営業CF、FCFを比較すると、次の特徴が見られる。

特徴1 トヨタ、ホンダとマツダ、三菱では異なる傾向がある。

特徴2 トヨタ、ホンダの経常利益は当期純利益と相似形で推移しており、一定の幅をもって経常利益が当期純利益を上回っている。

特徴3 トヨタ、ホンダの営業CFは大きくプラス、2000年度以降のFCFはマイナスを示す。

特徴4 マツダ、三菱は経常利益（又は損失）、当期純利益（又は損失）、営業CF、FCFはともにプラス・マイナス0付近に集まる傾向にある。

特徴5 日産の1999年度の当期純利益と経常利益の関係は異常である¹⁴。

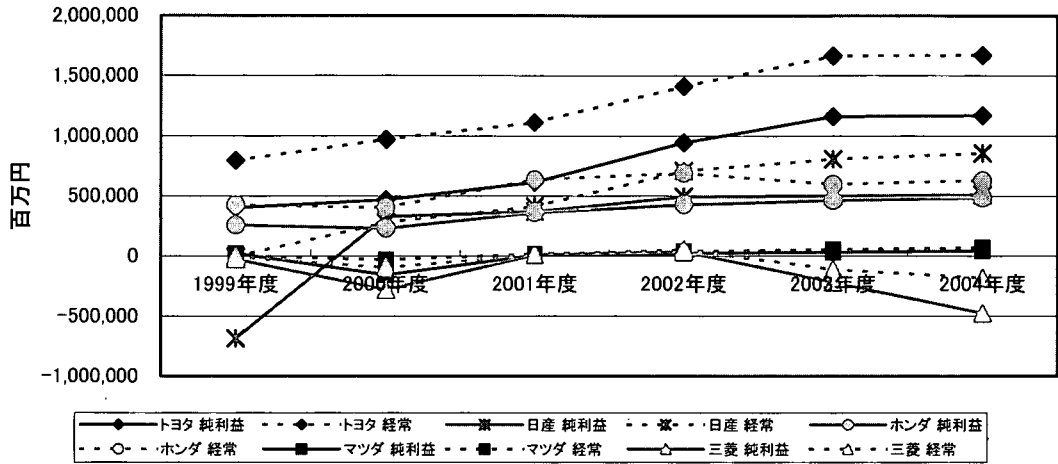
図表2は、5社の当期純利益、経常利益、営業CF、FCFに関するおのおのの相関係数、および当期純利益、営業CFと自己株式、売上高、固定資産投資額との相関係数を示したものである。はじめに、5社の当期純利益、経常利益、営業CF、FCFの相関係数について着目すると、当期純利益と経常利益の相関係数はトヨタ（0.99469）を筆頭に、比較的高い正の相関係数を示している。

ところが、当期純利益と営業CFとの相関係数は、トヨタ（0.92689）、ホンダ（0.84924）の相

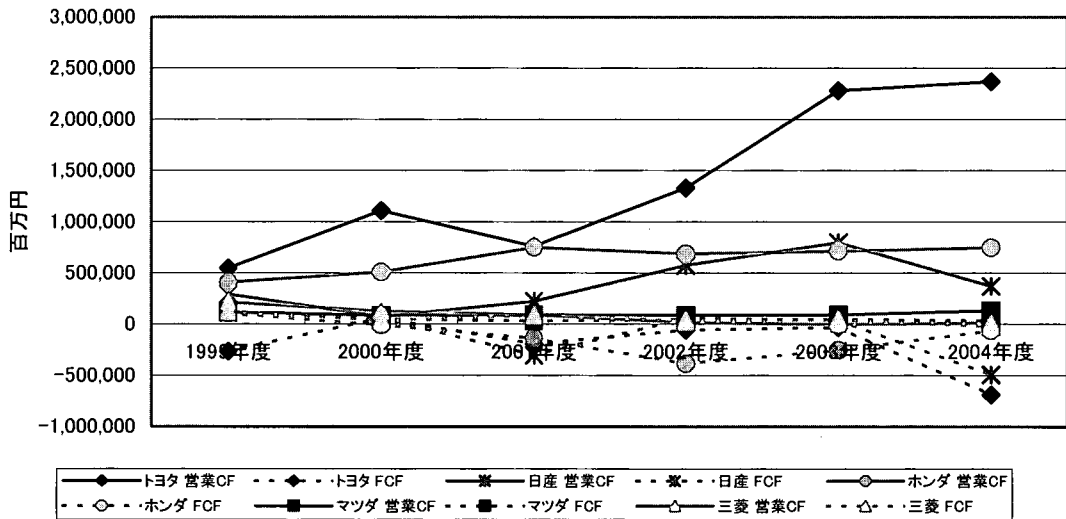
¹⁴ 日産の1999年度の業績は経常損失164億円に対して、当期純損失は6,843億円を示している。日産のビッグバスについてはいくつかの研究が行われている。青木（2004）は①経営者の交代直後、②当期の業績が著しく悪い、③事業再建費用など将来の費用まで計上する、④事業再建計画が同時にスタートするなどの7つのポイントを示したが、日産のビッグバスはこのすべてに該当する。日産が新CEO就任後の1999年10月に「日産リバイバルプラン」を発表し、同年度の決算で事業構造改革特別損失2,327億円を計上したが、これには翌年以降の費用・損失となる事業構造改革引当金1,646億円が含まれている。事業構造改革引当金は翌年以降3年間で取り崩され、2001年3月期の黒字化にも貢献したと考えられる（青木、2004）。

図表1 主要5社（トヨタ、日産、ホンダ、マツダ、三菱）の財務動向

主要5社の当期純利益、経常利益



主要5社の営業CF、FCF



出所：筆者自作。

関係数が高いのに対し、マツダ (0.52318), 三菱 (0.33040) と低くなっている。ここでは日産 (0.31090) はマツダ、三菱と同じグループに該当することになる。収益力のある勝ち組企業は、当期純利益と営業CFの相関が高く、収益力の乏しい負け組企業は当期純利益と営業CFの相関が低いと推測される。

当期純利益とFCFの比較では、トヨタ (-0.34679), ホンダ (-0.64548) の勝ち組は負の相関を示す一方、マツダ (0.06399), 三菱 (0.74697) は正の相関を示す。日産 (-0.41007) は負

図表 2 主要 5 社の相関係数

相関係数	当期純利益	経常利益	営業 CF	相関係数	当期純利益	営業 CF
トヨタ				トヨタ		
経常利益	0.99469			自己株式	-0.97540	-0.93945
営業 CF	0.92689	0.93494		売上高	0.94118	0.86313
FCF	-0.34679	-0.31449	-0.34590	固定資産支出	-0.77638	-0.66839
日産				日産		
経常利益	0.84136			自己株式	-0.56504	-0.75423
営業 CF	0.31090	0.65937		売上高	0.53947	0.48192
FCF	-0.41007	-0.44399	0.18077	固定資産支出	-0.67448	-0.66433
ホンダ				ホンダ		
経常利益	0.85892			自己株式	-0.67199	-0.44343
営業 CF	0.84924	0.90232		売上高	0.97494	0.89146
FCF	-0.64548	-0.80053	-0.67657	固定資産支出	-0.71716	-0.79582
マツダ				マツダ		
経常利益	0.82766			自己株式	-0.56180	-0.49711
営業 CF	0.52318	0.47638		売上高	0.59030	0.31017
FCF	0.06399	-0.35438	0.29002	固定資産支出	-0.43163	-0.64357
三菱				三菱		
経常利益	0.97467			自己株式	0.79126	0.60467
営業 CF	0.33040	0.31739		売上高	0.82357	0.38994
FCF	0.74697	0.64258	0.76428	固定資産支出	-0.64509	-0.69512

出所：筆者自作。

の相関を示し、勝ち組に属する。日産は当期純利益・営業 CF の相関では負け組に属し、当期純利益・FCF の相関では勝ち組に属することから、負け組から勝ち組に移りつつあると解釈できる。

次に、当期純利益と営業 CF と自己株式、売上高、固定資産投資額との相関関係について分析する。自己株式は基準の変更が行われ、特に、トヨタ、日産、ホンダにおいて積極的な取得が行われていた。当期純利益との相関係数を見ると、トヨタ（-0.97540）が最も高く、次いでホンダ（-0.67199）、日産（-0.56504）、マツダ（-0.56180）となり、三菱は正の相関（0.79126）を示す。これは三菱が、6年間を通じて欠損を出している期が多いことを示している。営業 CF も当期純利益とほぼ同様の傾向を示す。売上高と当期純利益および営業 CF の相関関係に関しては、通常であれば、1に近い相関係数が見られることが期待される。トヨタ、ホンダの当期純利益と営業 CF との相関係数は、ほぼ0.9以上の高い相関を示しているのに対し、日産、マツダ、三菱の相関係数は比較的低い相関を示す傾向になっている。固定資産投資支出額を見ると、ホンダとトヨタが概ね-0.7程度でやや高めであるが、他の3社も-0.6程度の相関係数を示している。極端な赤字の場合には設備投資は見送られるが、それ以外は継続的な投資が行われていると解釈できる。

2. 仮説とモデル

(1) 検証すべき仮説

上記自動車メーカー主要5社の分析を踏まえ、キャッシュ・フロー計算書が導入された2000年3月期以降の、輸送機器業界に属する企業の行動に関して、下記の仮説を立てる。

仮説1 好調企業は売上高が高く、投資を積極的に行う。不調の企業は売上が思うように上がらず、投資も手控えざるを得ない。

仮説1では企業の好調さの要素として売上高と投資に着目する。近視眼的に利益および手元キャッシュを増加させることを考えるならば、直近の収入を多くし、投資による支出を少なくすることになる。キャッシュ・フローの現在価値こそが、企業の価値を左右するのは事実であるが、短期的なキャッシュ・フローだけでは優れた業績指標としては十分ではない (Copeland *et al.*, 2000, p. 78)。企業がより大きなキャッシュ・フローを得るための投資は重要である (Stern *et al.*, 2001, p. 197)。トヨタとホンダは潤沢なキャッシュ・フローを超える投資を行っており、自己株式取得も多い。ここから好調な企業は積極的な投資を行っているという仮説が導かれる。

仮説2 当期純利益と営業CFの相関が高い企業は、概ね好調を持続している。2つの相関が低い場合には何らかの不安定要素を持っている。

仮説2では、当期純利益と営業CFの相関により企業の不安定要素を推測する。不安定要素には企業の業績そのものの不安定要素とともに、それが会計により正しく伝達されるかという外部利害関係者側から見た不安定要素も含む。米国においては黒字を維持できる企業とそうでない企業では、経営者の行動パターンが異なる (Dechow, 1994)。

日本でも従来のステークホルダー・モデルは、多面的な契約状況を象徴するものであり、同モデルにおいては、伝統的な取得原価主義の上に立つ利益情報の内容が、さまざまな契約に影響を及ぼしてきた (山本, 2003)。利益には常に管理されるインセンティブが働くが、これに対しキャッシュ・フローは、管理されるインセンティブが相対的に働きにくいものと考えられる。

主要5社の分析においてもトヨタ、ホンダには高い相関が見られ、これに対し他3社は相関係数が相対的に低かった。トヨタやホンダほどの収益力があれば、利益に対し操作のインセンティブは生じないが、他の3社には何らかの利益管理のインセンティブが働いているものと考えられる。利益管理が少なければ、当期純利益と営業CFは同じ様な動きをし、当期純利益と営業CFの相関に乖離が見られる場合は、利益管理の存在が疑われる。

(2) 利益管理の実証における先行研究

利益管理に関する実証研究は、米国を中心として精力的に進められてきた。企業が外部報告する利益に関する研究は大別すると、規範的理論を展開するものと、現実の企業の報告行動を記述的に研究しようとするものに分かれる。現実の企業行動に着目した研究は、報告利益管理について、分析モデルによる研究および実証的研究の両面から進められている（奥村、1996）。一方、経営者は発生項目（accruals）を裁量的に決定することによって、利益管理を調整する（田中、2004）。裁量的発生項目により生じる差額をどのように捉えるかは、研究上の立場に影響される。

真実の利益（特に経済的利益）を追求しようとする立場からは、裁量的発生項目は利益計算との差額に過ぎない。一方、利益管理は企業を取り巻く利害関係者の意思決定のための情報であるとする立場からは、報告利益は企業の業績を測る複数情報の一つであり、重視されるべきは、利益管理自体を含む情報内容となる。この場合、情報の非対称性により経営者が持つ私的な事業活動情報を前提に、利益管理が行われることになる（奥村、1996）。利益管理に関する実証研究のモデルは、後者の立場をとったものに、数多くの優れた研究例を見ることができる。

利益管理に関する仮説の中で、利益平準化（income-smoothing）仮説に関しては、米国のみならず日本においても以前から様々な検討が加えられてきた（山本、2006, pp. 202-203）。これに対し Healy（1985）は、経営者に対する賞与の決定に、利益管理が利用されている可能性に関する研究を行った。DeAngelo（1986）は、マネジメント・バイアウト（MBO）の際に、公正価値をなるべく低く見積らせるインセンティブが働く実証例を示した。Jones（1991）はダンプングに関わる米国国際貿易委員会の、調査対象企業の調査期間における利益管理について検証を行った。また、Boynton *et al.*（1992）は税制改正を巡る問題、Cahan（1992）は反トラスト法に基づく調査に関わる問題、Pourciau（1993）は経営者の交代を巡る問題、DeFond and Jiambalve（1994）は負債制限条項に関する問題、Shivakumar（2000）は新規株式公開（IPO）時における資金調達最大化問題などにそれぞれ着目し、利益管理の実証研究を行った。

日本でも、奥村（1997）が Jones（1991）をもとに日本の電力会社の実証分析を行った。山本（2003）は Burgstahler and Dichev（1997）をベースに、日本の損益境界線付近にある企業の、利益管理に関する研究を行った。野間（2004）は修正 Jones モデルおよび DeFond and Jiambalve（1994）をもとに、日本企業の裁量的発生勘定を用いた利益管理の実証研究を行った。

(3) データおよびモデル

本稿は会計利益とキャッシュ・フローの硬度の違いに着目し、「キャッシュ・フローは会計利益に対して操作されにくい」という前提条件を置いて、説明変数の論拠を Rappaport（1986）の株主利益法¹⁵に求めるものである。経済的利益を追求しようとする立場に近いものであり、この点か

¹⁵ 原文は “the shareholder value network” となっている。

ら、裁量的発生項目は利益計算との単なる差額に過ぎないことになる。しかし、裁量的発生項目に含まれる市場の不完備性に起因する経営者優位の情報は、利益管理を考察する上で重要であるため、個別事例分析でフォローする方法¹⁶をとり、本稿では二段階に分けた分析を行うものとした。

分析にあっては、2000年3月直後は一斉に様々な会計制度改革が実施されたため、新制度変更時の影響が強いと推測される期間（2000～2001年度）を外した。また2004年度からは固定資産の減損会計が実施されたため、対象外とした。上記を踏まえ、2003年3月および2004年3月決算期¹⁷の東京証券取引所第一部における輸送用機器部門上場企業のデータ公開会社60社のうち、規模が大きい自動車メーカー主要5社を除外した55社を対象とした。また、データの単位はすべて百万円とし、千円単位の企業については百万円未満を切り捨て処理した。

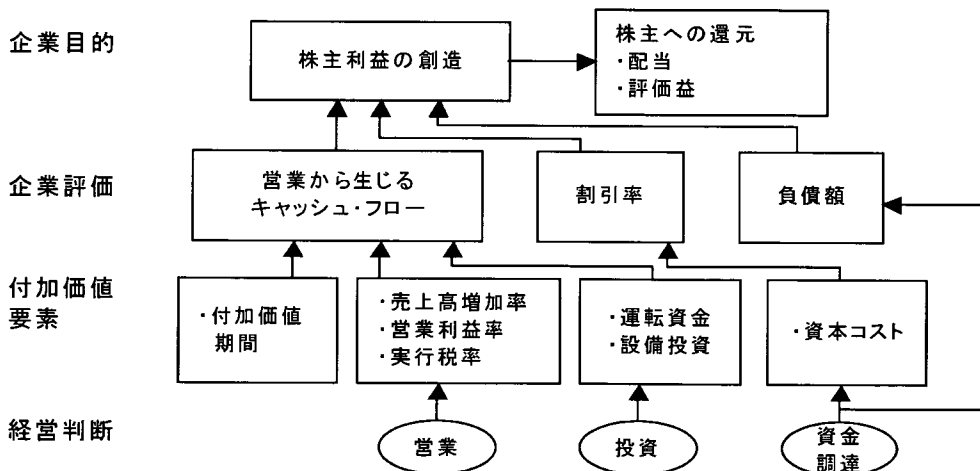
仮説1に掲げた好調さ示すと思われる説明変数は、図表3に示す株主利益法の構造図の最下層にある営業、投資、資金調達に属するもので、三種類の財務諸表から自己株式（貸借対照表）、固定資産投資支出額（キャッシュ・フロー計算書）、売上高（損益計算書）という、代表的な指標を選択したものである。選んだ指標が的を射ていれば、三つの指標により説明される好調さは、Rappaportのいう株主利益に近いものになることが考えられる。

選択した三つの指標と当期純利益、営業CFとの関係についてモデル化を行ったものが、以下のモデル式である。

$$y_k = a_0 + a_1x_{1k} + a_2x_{2k} + a_3x_{3k} + \varepsilon_k$$

ここで、 y_k は輸送用機器部門に所属する55社の2003年3月期および2004年3月期の当期純利益ま

図表3 株主利益法の構造図



出所：Rappaport (1986, p. 76).

¹⁶ データベース分析と事例研究は二律背反ではなく、相互補完の関係にあると考えられる（山本，2003）。

¹⁷ ボッシュ（証券コード：6041）とシマノ（証券コード：7309）については12月決算であるため、2002年度については2003年1月～12月、2003年度については2004年1月～12月の実績である。

たは営業 CF を示す。以下それぞれ企業 k について x_{1k} は自己株式勘定, x_{2k} は固定資産投資支出額, x_{3k} は売上高勘定を示し, a_1, a_2, a_3 は各項目の偏回帰係数であり, a_0 は定数項, ε_k は誤差項を示す。なお, 自己株式勘定と固定資産投資支出額は, 貸借対照表上およびキャッシュ・フロー計算書上は負の数値であるが, -1 を乗じて正の変数に変換している。

$$y_k = a_0 + \sum_{i=1}^3 a_i \cdot x_{ik} + \varepsilon_k$$

仮説 1 が成り立てば, 3 つの項目により説明される当期純利益と営業 CF の数値が 1 に近ければ近いほどそれぞれの好調さを示すと解釈できる。また仮説 2 により, 同年度における相互の数値が近い数値であれば当期純利益と営業 CF とが近い相関にあることになり, 両者に乖離があれば利益管理が行われている可能性がある結論が導出されることになる。2002年度および2003年度について導出される合計 4 つの被説明変数の関係により, 仮説の検証が可能となる。

3. 分析結果

2002年度および2003年度の分析の結果は図表 4 に示す通りである。営業 CF の補正決定係数 (R2) は2002年度 (0.9529286), 2003年度 (0.9330521) とともに高く, 営業 CF はそのまま好調を反映する数値となっている。これに対し, 当期純利益の決定係数はいずれの年度も営業 CF より少ないが, 殊に2002年度 (0.3886123) は同年度の営業 CF (0.9529286), および2003年度の当期純利益 (0.7458976) と比較すると異常に低いため, 何らかの操作があった可能性を疑うことができる。また当期純利益と営業 CF の関係からは, 2002年度には当期純利益を少なくする方向の利益管理が行われている可能性が高いという結果となる。

回帰分析で得られた結果を踏まえ, 2002年度の当期純利益に何らかの操作が加えられたということを前提とし, 個別データを検証する。2002年度の55社の当期純利益・営業 CF の数値の分散状況を観察すると, 当期純利益・営業 CF とともに若干のプラスを示すものが多い反面, データのいくつかは営業 CF がプラスにも関わらず, 当期純利益でマイナス (当期純損失) となっている。こ

図表 4 55社の重回帰分析結果

被説明変数 相関係数, 説明変数	当期純利益		営業 CF	
	2002年度	2003年度	2002年度	2003年度
重相関 R	0.6500602	0.8717880	0.9775192	0.9678695
重決定 R ²	0.4225783	0.7600144	0.9555437	0.9367714
補正 R ²	0.3886123	0.7458976	0.9529286	0.9330521
切片	1928.8785	916.71007	737.38781	1825.2764
X 1 値 (自己株式)	0.5865990	0.5069541	1.0733648	0.4698425
X 2 値 (固定資産投資)	0.6884238	0.0221620	0.3769327	0.3866148
X 3 値 (売上高)	-0.0305713	0.0212593	0.0454125	0.0425837

出所: 筆者自作。

れに対し2003年度のデータでは、営業CFがプラスかつ当期純損失のものは減少する。

利益管理にはいくつかのパターンがあることが指摘されている。発表業績が少額の損失はまれなのに対し、小額の利益はよく発表される。コンセンサス利益に対しては、若干上回る利益が報告される傾向があることも実証的に証明されている(Dechow and Skinner, 2000)。日本でも損益境界線上の企業は損失を回避するが、赤字が相当額以上の企業は、次期以降に備えて損失を多めに計上する行動パターンが指摘されている(山本, 2003)。2002年度には営業CFがプラス、当期純利益がマイナスであった数社のデータは2003年度には営業CF、当期純利益ともにプラスに移動しているものと思われる。そこで2002年度に当期純損失を計上した企業7社(モリタ、佐世保重工、いすゞ自動車、日産ディーゼル、曙ブレーキ、愛知機械、ヨロズ)の財務諸表について分析をしたところ、いすゞ自動車、曙ブレーキ、愛知機械において相対的に多額の特別損失が計上されていた。なお、この3社を除く52社の2002年度当期純利益の補正R2は0.8841698となり、大幅に上昇する。以下この3社の財務状況を個別に分析する。

4. いすゞ自動車、曙ブレーキ、愛知機械の個別事例分析

(1) いすゞ自動車の場合

いすゞ自動車の2002年度決算では北米関係会社整理損(特別損失項目)727億円が計上されており、これにより2002年度の経常損失42億円から当期純損失は1443億円に拡大した。2002年度のこの処理によって、いすゞ自動車はそれまでの赤字体質から一転し、2003年度および2004年度には経常利益および当期純利益ともに500~900億円の黒字を出している。一見すると、いすゞ自動車は、赤字の根源であった北米事業の見直しを行ったことによって、体質改善をしたものと考えられる。しかし、同社のこの間のキャッシュ・フロー情報は異なった面を示している。営業CFは1999年度から2004年度の6年間いずれも400億円から900億円のプラスとなっているが、FCFは2000年度の767億円のマイナスを除き、営業CFと同レベルとなっている。売上高の増加もないため、投資を抑えている可能性がある。Schipper(1989)によれば、経営者が外部報告利益を管理しようとする場合は、企業の投資・資金調達行動自体を変更する実体利益管理(“real” earnings management)による場合と、費用収益の対応を意図的に変化させる発生項目ベースの利益管理(accruals-based earnings management)による場合とに大別できるという。いすゞ自動車の場合は、実体利益管理が行われている可能性が拭いきれない。

(2) 曙ブレーキの場合

曙ブレーキの2002年度の赤字は国内事業の見直しにより子会社清算損失104億円を計上したことに伴う。曙ブレーキの利益データは、1999年度から2002年度までは当期純利益は0付近、経常利益は50億円付近を示しているが、2003年度および2004年度は、当期純利益が50億円、経常利益は100億円程度と改善傾向を示している。2004年度を除いては、キャッシュ・フローもこの利益の動

向を裏付けている。しかし、2004年度は状況が変わっている。利益は2003年度から微増を示しているのに対し、営業CF、FCFともに前年に対して30億円程度の減少を示している。曙ブレーキの2004年度の損益計算書には、特別利益に52億円の厚生年金基金代行返上益が計上されている。2004年度の当期純利益額は52億円であり、計上時期を任意に選択できる代行返上益の影響を利用した疑いがある。2002年度に関しても管理されていないと言いきれない。

(3) 愛知機械の場合

愛知機械は、2002年度の外に1999年度にも赤字を計上している。同社は、日産自動車に40%を超える株式を支配され、役員のパイプを受け入れている証券取引法上の連結対象子会社に該当する。日産の事業再編成の影響を直接的に受けている企業でもあり、日産グループの事業再編に伴い、それまでのミニバン・商用車の組立から、無断変速機（CVT）ユニットの組立へと事業内容の大変更を行った。1999年度の当期純損失（71億円）では、日産リバイバルプラン¹⁸に伴う事業改革特別損失70億円の計上に併せて退職年金の基準変更に伴う特別損失50億円が計上されている。また2002年度の当期純損失は、新型CVTの品質不良に伴う製品保証損失114億円によるものである。愛知機械のこの間の売上高は、1999年度の2140億円から2004年度の1300億円レベルへ減少しており、当期純利益、経常利益、営業CF、FCFの4つの指標が、全くばらばらである。

なお、愛知機械のこの期間の監査報告書には、下記の通り四期連続で限定意見が付されている。

1998年度：CVT 製造関連資産の減価償却方法変更（定率法→定額法）

1999年度：退職年金の処理方法変更

2000年度：製品クレーム費の算出方法変更

2001年度：CVT 関連資産以外の有形固定資産の減価償却方法変更（定率法→定額法）

会計方針の変更は通常頻繁に行われるものではない。新基準への対応により、年金の処理方法の変更は別に考えても、四期連続の会計方針変更は異常である。特に2001年度の減価償却方法の変更では、減価償却費が12億円減少し、これにより10億円の当期純利益を計上している。翌2002年度は、114億円の製品保証損失を計上したことにより94億円の赤字となったが、前期の黒字により二期連続の赤字を免れている。

愛知機械の監査報告書には、会計方針の変更は適正な範囲内である旨が記されているが、四期連続の変更、その影響額およびタイミングには恣意性を感じざるを得ない。須田 *et al.* (2004) によれば、会計方針変更を行えば監査報告書に限定意見が付されるため、経営者は一般に会計方針の変更による操作を避ける傾向にあるが、倒産企業はそれに反して、会計方針の変更により利益を底上げする傾向があることが示されている。愛知機械は倒産には至っていないものの、財務データには、二期連続の赤字は避けたいという、同社の苦しい事情が反映されている。

¹⁸ 日産リバイバルプランについては、青木（2004）を参照。

V. むすび

本稿は元 SEC 議長の Levitt および Mulford and Comiskey を起点として、利益管理の問題に焦点をあてた。会計情報の信頼性に関しては会計情報の硬度という視点に着目し、井尻による会計測定と Sunder による契約理論の両面から、利益とキャッシュ・フローの情報について考察を行った。目的適合性に関しては、会計における資源配分メカニズム重視の趨勢を Rappaport と SFAC 7 のキャッシュ・フローの概念定義に求めた。

実証研究では理論で得られた内容を実際の財務データを用いて分析することを試み、まず、国内自動車主要 5 社の 6 年間の利益、キャッシュ・フロー並びに主要勘定項目の状況から仮説を立てた。次に仮説を実証するために Rappaport の企業利益法の構造に着目した回帰モデルを構築し、財務データベースによる分析を行った。その結果を踏まえ、被説明変数である利益およびキャッシュ・フローの係数の差により利益管理の可能性を導き出し、実際のデータと照らし合わせ、利益管理の可能性が疑われる 3 社の財務状況について個別分析を行い、利益管理の根底にある企業の情報に関する考察を行った。この分析にあっては、2000年 3 月期から導入されたキャッシュ・フロー計算書の情報が不可欠である。

1990年代後半にキャッシュ・フロー経営なるものが一時注目されたが、単なる一過性のものに留まってしまったのは、キャッシュ・フローに対する理解が不足していたためではないだろうか。キャッシュ・フロー情報は獲得現金の多寡情報に留まらず、フローの質を精査し企業のリスクを理解するための情報でもある。キャッシュ・フロー制度化における最大の特徴は、測定においてリスクを組み入れたことにある。それまでは過去および現在の写真のみであった会計数値が、部分的にはあるが将来の概念を含むものに拡張されたのである。変化の激しい時代において、キャッシュ・フローが持つ将来に関する情報は有用であり、今後とも注目してゆきたい。

【引用文献一覧】

- 青木茂男「ビッグ・バスによる V 字回復の質—日産自動車を例として—」『企業会計』2004 Vol. 56, No. 4, 28～33ページ。
- Black, A., P. Wright and J. E. Backman, *In Search of Shareholder Value* (London: Financial Times, 1998). 井出正介監訳『株主価値追求の経営—キャッシュ・フローによる企業改革—』東洋経済新報社, 1998年。
- Boynton, E., P. Dobbins and G. Plesko, “Earning Management and the Corporate Alternative Minimum Tax”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 30, 1992, pp. 131-153.
- Burgstahler, D. and I. Dichev, “Earnings Management to Avoid Decreases and Loss”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, 1997, pp. 99-126.
- Cahan, C., “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis”, *The Accounting Review*, Vol. 67, 1992, pp. 77-95.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 3rd ed.* (New York: John Wiley & Sons, 2000). マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価—バリュエーション：価値創造の理論と実践—』ダイヤモンド社, 2002年。

- DeAngelo, L., “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, Vol. 61, 1995, pp. 400–420.
- Dechow, P. M., “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance the Role of Accounting Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, 1994, pp. 3–24.
- Dechow, P. M. and D. Skinner, “Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators”, *Accounting Horizons*, Vol. 14, No. 2, 2000, pp. 235–250.
- DeFond, L. and J. Jiambalve, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, 1994, pp. 145–176.
- Dowen, R. J., “Analyst Reaction to Negative Earnings for Large Well-known Firms: Systematic Differences for Negative and Non-Negative Earnings Firms”, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 23, No. 1, Fall 1996, pp. 49–55.
- FASB, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 2: Qualitative Characteristics of Accounting Information*, 1980. 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念【増補版】』中央経済社, 2002年。
- FASB, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 7: Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, 2000. 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念【増補版】』中央経済社, 2002年。
- Healy, P. M., “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, 1985, pp. 85–107.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen, “A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting”, *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, 1999, pp. 365–383.
- 井尻雄士『会計測定の理論』東洋経済新報社, 1976年。
- Jensen, M. C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 1986, pp. 323–329.
- Jones, J., “Earnings Management during Import Relief Investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, 1991, pp. 193–228.
- Levitt, A., “The Numbers Game”, *Speech at the New York University Center for Law and Business*, 1998.9.28 <<http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>> (参照 2006-1-2).
- Levitt, A., *Take on The Street* (Toronto, Random House, 2002). 小川敏子訳『ウォール街の大罪』日本経済新聞社, 2003年。
- Mills, R. W., *Shareholder Value Analysis-Principles* (Technical Bulletin of the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, 1999).
- Mulford, C. W. and E. E. Comiskey, *Financial Warnings* (New York: John Wiley & Sons, 1996).
- Mulford, C. W. and E. E. Comiskey, *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices* (New York: John Wiley & Sons, 2002). 喜久田悠実訳『投資家のための粉飾決算入門』パンローリング, 2004年。
- 野間幹晴「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』2004, Vol. 56 No. 4, 49～55ページ。
- 奥村雅史「報告利益管理に関する研究の動向」『商学論集』1996年8月, 第65巻第1号, 19～31ページ。
- 奥村雅史「電力企業における報告利益管理—Jones モデルによる分析と検討—」『會計』1997.7, 第152巻第1号, 177～187ページ。
- Palepu, K. G., P. M. Healy and V. L. Bernard, *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements 2nd ed.* (Ohio: South-Western College Publishing, 2000). 斉藤静樹監訳『企業分析入門【第2版】』東京大学出版会, 2003年。
- Pourciau, S., “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16 1993, pp. 317–336.
- Rappaport, A., *Creating Shareholder Value* (New York: The Free Press, 1986). 岡野光喜監訳『株式公開と経営戦略—株主利益法の応用—』東洋経済新報社, 1989年。

- 佐藤倫正『資金会計論』白桃書房, 1993年。
- Schipper, K., “Commentary on Earnings Management”, *Accounting Horizons*, Vol. 3, 1989, pp. 91-102.
- Scott, W., *Financial Accounting Theory* (Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 1997).
- SEC, *Annual Report* (SEC, 1999).
- Shivakumar L., “Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings before Seasoned Offerings?”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 3, 2000, pp. 339-371.
- Stern, J. M., J. S. Shiely and I. Ross, *The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization* (New York: John Wiley & Sons, 2001). 伊藤邦雄訳『EVA 価値創造への企業変革』日本経済新聞社, 2002年。
- 須田一幸・乙政正太・浅野信博「倒産企業の会計操作 (一)—会計手続き選択の分析—」『会計』2004.4, 第165巻第4号, 558~571ページ。
- Sunder, S., *Theory of Accounting and Control* (Ohio: South-Western College Publishing, 1997). 山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原晃訳『会計とコントロールの理論—契約理論に基づく会計学入門—』頸草書房, 1998年。
- 田中隆雄「経営者による利益数値の管理と会計利益の質」『企業会計』2004, Vol. 56 No. 4, 18~27ページ。
- 山本昌弘「企業の財務報告と利益管理—P. Healy の任意開示理論と日本企業の実証分析」『明大商学論叢』第85巻第2号 (2003年2月), 185~199ページ。
- 山本昌弘「『粉飾決算』『V字回復』の手法と実例」『エコノミスト』2004.11.2, 72~74ページ。
- 山本昌弘『会計制度の経済学』日本評論社, 2006年。