

利益操作の戦略的許容 ——市場価格メカニズムの活用——

鈴木 孝則*

概 要

本研究は、会計基準を逸脱しない範囲での裁量的な利益操作（Earnings Management）が、必ずしも抑止すべき行為ではなく、企業価値を高める可能性がある点を、マルチタスク・マルチメジャー型の契約理論モデルを用いて示す。具体的には、生産活動と会計上の裁量活動が複数の指標（会計情報と裁量情報）にどのように反映され、最終的に株価（市場価格）へどのように集約されるかを数理的に分析し、監査コストを増大させずとも、あえて適度な裁量を許容することで、経営者のより大きな努力を引き出し得ることを理論的に明らかにする。また、相関構造やリスク回避度などのパラメータ条件次第で、最適報酬契約は、裁量を完全排除する場合よりも、高い株主価値をもたらす可能性があることを示す。これらの結果は、違法な粉飾決算とは異なる会計判断の柔軟性を積極的に活用する新たなガバナンス手法の有効性を示唆する。監査コストの増大を避けつつ経営者の努力を引き出す可能性を示し、ガバナンス・報酬設計への応用を指摘する点が本研究の特徴である。

キーワード： 会計情報、利益操作、市場価格、報酬契約、マルチタスク・マルチメジャー

*早稲田大学商学学術院教授

Strategic Tolerance of Earnings Management: Leveraging Market Price Mechanism

Takanori Suzuki*

Abstract

This study shows, using a multi-task, multi-measure contract-theoretic model, that discretionary earnings management within the bounds of accounting standards may not necessarily be a practice to suppress, but instead can enhance firm value. Specifically, we mathematically analyze how production activity and accounting-based discretionary activity are reflected in multiple measures – namely, accounting information and discretionary information – and ultimately feed into the stock price (market price). We clarify that allowing moderate discretion, rather than increasing audit costs, can elicit greater managerial effort. Furthermore, under certain parameter conditions such as correlation structures and risk aversion, an optimal compensation scheme that permits some level of discretion can yield higher shareholder value than one that strictly prohibits such behavior. These findings imply the effectiveness of a novel governance mechanism that proactively leverages flexibility in accounting judgments – distinct from illegal “window dressing” – while avoiding excessive audit expenditures. This research highlights potential applications for corporate governance and compensation design. In doing so, it underscores the balance between discretion and rigorous oversight.

Keywords: accounting information, earnings management, market prices, compensation contract, multi-task, multi-measure

* Professor, Faculty of Commerce, Waseda University

1. はじめに

企業の財務報告実務においては、発生主義会計（accrual accounting）の構造上、経営者による一定の裁量的判断が不可避である。たとえば引当金や減価償却の計上にあたっては、将来にわたる支出や価値減耗をどの程度見積もるかを判断する必要がある。また収益認識のタイミング一つをとっても、会計基準上の要件を満たすかどうかの判断にはグレーゾーンが生じ得る。このような裁量は必ずしも不正行為とイコールではないが、その程度によっては利益操作と呼ばれたり、さらに行き過ぎると違法な会計不正とみなされたりするケースが生じる。英語文献ではこうした幅広い意味合いを含んで Earnings Management と総称することが多いが、日本語では粉飾決算という用語が使われることもあり、後者はしばしば違法性のある行為を想起させる。本研究においては、この両者の区別を明確にしつつ、違法ではない裁量的な Earnings Management のあり方を再考し、企業価値向上に寄与し得る新たな可能性を検討したい。

もともと、日本語における粉飾決算という言葉は、法律的にも社会的にも不正会計あるいは犯罪行為に近いニュアンスを伴う。そのため、適度な粉飾というフレーズを用いると、あたかも違法行為を容認・推奨しているかのような誤解を招きかねない。ところが、英語で Earnings Management と表現される行為の範囲は、必ずしも全てが違法とは限らない。Healy and Wahlen (1999) は、Earnings Management を財務報告における自由裁量を行使して投資家をミスリードする行為と定義しているが、その具体的な態様は多岐にわたり、会計基準内で裁量の余地を行使する程度の軽微なものから、明らかに会計基準に違反する深刻な不正に至るまで幅広い。したがって、本論文では Earnings Management という言葉を用いつつ、会計基準の範囲を大きく逸脱しない裁量行為に主眼を置いて議論を展開するこ

とにする。

このように、会計基準を厳密に守りながらも、経営者がある程度の自由裁量を働かせることは、発生主義会計が制度として機能するうえで必然的に生じる。たとえば研究開発投資や広告宣伝費といった将来への投資行動は、短期的な損益に対してはマイナス効果をもたらしやすい。しかし、経営者がこれらをどのタイミングで費用計上し、どのようにバランスシート上に残すかを判断するプロセスでは、会計基準が認める範囲内での選択肢が複数存在する。実際の実務でも、監査基準における重要性 (materiality) の概念によって、一定の範囲で経営者の判断が是認されているのが現状である。もちろん、この裁量が不正な方向に利用されれば大きな問題になるが、適切に活用すれば企業の将来性をよりよく反映した財務情報を提供し、投資家やアナリストの評価を前向きに導く効果も期待できるだろう。

ところが、近年の会計不祥事を受けて、社会的には Earnings Management そのものへの警戒感が高まり、いかなる裁量も許容せず、経営者の恣意的行動を厳しく規制するほうが安全であるという意見が強くなっているのも事実である。エンロンやワールドコム、さらには国内企業における大規模な会計不正の例を見れば、確かに不適切な会計操作が投資家や社会に大きな損失をもたらすリスクは否定できない。しかし、だからといってすべての自由裁量を排除してしまうと、発生主義会計のメリットである企業の経済的実態を精緻に捉える機能を却って損ねかねないのではないかという懸念もある。こうしたジレンマに対処するために、どのように Earnings Management を制御または誘導すれば企業価値を最大化できるかを検討することは、会計研究やコーポレート・ガバナンス研究の新たな課題として大変重要であると思われる。

本研究の問題意識は、まさに、会計基準の範囲内で認められる程度の Earnings Management が、むしろ企業価値を高める効果をもつことはあり

得るのかという逆説的な問いにある。従来の会計研究において、Earnings Management はおおむね抑止されるべき不正行為として扱われてきた。しかし、近年の一部文献では、むしろ適度な裁量の活用が、将来を見据えた企業行動を促進し、結果的に株主価値や投資家の評価にプラスに働く可能性を示唆している (Fields et al. 2001; Schipper 1989)。こうした視点に基づけば、監査制度や会計規則によって一律に裁量を閉ざしてしまうのではなく、いかに賢く活用するかという設計論が成り立ち得るはずである。

ただし、ここで注意を要するのは、こうした議論が違法行為を是認するという意味合いでは断じてないことである。実際に本研究が想定する Earnings Management の射程は、GAAP 違反や会計犯罪に該当する深刻な不正行為を含まず、あくまで会計基準が想定する裁量の範囲内を念頭に置いている。監査基準や内部統制の仕組みによって重大な虚偽表示が生じないよう監督されるなかでも、なおグレーゾーンとして残されている裁量的な会計処理は存在し、ときとしてそれが企業価値向上の一翼を担う可能性があるというのが、本研究の中心的な着想である。

また、本研究では従来型の会計情報のみならず、株式市場が集約するソフト情報や将来性への評価をどのように活用すべきかにも着目する。いわゆる株価連動型の報酬制度によって、経営者が努力を行う際に長期的な観点から企業価値を高めやすくなるという議論は、経営学やファイナンスの分野で古くから行われてきた (Lambert and Larcker 1987)。しかし、株価は外部環境要因や投資家の行動特性によって大きく変動するため、短期的には経営者に過度のリスクを負わせる懸念がある。また、経営者が裁量的に報告数値を調整すれば、市場がどの程度それを見抜くのか、あるいは見抜けずに誤反応してしまうのかによって、株価の情報効率性が揺らぎうる。こうしたトレードオフを含めて、適正な Earnings Management と市場評価とのバランスを どう設計するかを、数理モデルの枠組みで分析する

のが本稿の狙いである。

以上を踏まえ、本研究は以下の点を主な目的として掲げる。第 1 に、Earnings Management を違法か否かによって一括りにするのではなく、会計基準違反に至らない範囲の裁量行為に焦点を当て、それらの企業価値効果を理論的に整理する。第 2 に、会計情報と裁量情報を併用するマルチメジャー型の契約理論により、経営者が生産活動と裁量行為をどのように選択するかを均衡構造を導き出す。第 3 に、その分析結果から、会計不正を全面排除する従来モデルとは異なる観点で、適度な Earnings Management を許容するインセンティブ設計が、監査コストや規制コストを増大させずに企業価値を高める余地があることを示唆する。このように、監査論・会計研究と契約理論を交差させた学際的なアプローチは、会計基準の範囲内での会計裁量が必ずしも悪とは限らないという逆説的な示唆を提供し得ると考える。

本論文の構成は以下のとおりである。第 2 節においては、会計研究における Earnings Management の概念及び監査研究で議論される会計不正との関係を整理し、関連する先行研究を概観する。特に、会計基準や重要性 (materiality) の制度的背景から、なぜ経営者による裁量がある程度認められているのかを歴史的・実務的に解説する。第 3 節では、本研究が構築する数理モデルについて、経営者の生産行動・裁量行動・株価形成との関係を定式化し、エイジェント (経営者) の確実性等価最大化問題とプリンシパル (株主) の期待効用最大化問題を連立して均衡解を求める枠組みを示す。第 4 節では、その均衡解に基づき、適度な Earnings Management が企業価値向上に寄与する条件や、監査による一律な裁量排除と比較した際の長所・短所を分析する。第 5 節では、そこで得られる結果から実務的含意を導き出し、監査コストや情報集約機能の観点でどのようなガバナンス設計が有効かを議論する。最後に第 6 節で、本研究の結論を総括し、モ

デルの限界点や今後の課題を提示する。

繰り返し強調しておきたいのは、本研究が分析対象とする Earnings Management は、あくまで法的な会計不正・犯罪行為には至らない範囲の裁量行為であるという点である。日本語で粉飾決算と言うと、深刻な法令違反や虚偽表示のイメージが先行しやすいが、本稿ではそうした行為を容認する立場にはない。むしろ、監査基準や会計基準に照らして重大な問題がない裁量的会計判断をどう活用するか、そしてそれが株式市場や投資家といった外部主体とのあいだで、どのように評価・監視されるのかを考察する点が本研究の特徴である。Earnings Management が短期的には投資家をミスリードする可能性がある一方で、企業価値を高める行為を誘導する効果をもたらす場合もあり得る。この二面性のトレードオフを、マルチタスク・マルチメジャー型の契約モデルで解きほぐすことこそ、本研究の中心的な狙いと言えよう。

2. 先行研究

本章では、本研究が位置づけられる学問的背景を整理するため、Earnings Management をめぐる先行研究を概観し、そこにおける会計基準との関連性や監査基準の役割、さらに企業価値との関係について検討する。あわせて、本論文で採用する分析のステップを明示し、どのように先行研究の知見を踏まえながら問題設定を展開していくかを示す。最後に、本研究の主要な貢献がどのような点にあるのかを論じる。従来、会計研究において Earnings Management は、経営者が財務報告上の裁量を行使して利益や費用を意図的に操作する広義の行為として定義されることが多い (Healy and Wahlen 1999)。ただし、それが必ずしも会計基準に違反する違法行為であるとは限らず、会計の裁量範囲内で行われる操作まで含む点に特徴がある。近年の一部研究では、この会計基準の範囲内の裁量的操作をうまく活

用することで企業価値を高められる場合があることが指摘されており、必ずしも Earnings Management が一律に悪であるとはいえないという議論が注目されている。本研究は、この議論をさらに押し進め、マルチタスク・マルチメジャー型の契約理論という枠組みで企業の生産活動と Earnings Management を同時に分析し、ときに裁量を一定程度認めることで企業価値が高まる可能性があることを示唆することを目的とする。

海外文献では Earnings Management が、企業の会計上の自由裁量を利用して報告利益を操作し、投資家や契約当事者をミスリードしたり、特定の利得を得たりする行為として広く研究されてきた。たとえば、Healy and Wahlen (1999) は、Earnings Management を財務諸表利用者を欺く目的での会計裁量の行使と定義し、その行為が資本市場の公正性を損なう危険性を強調する。一方、Schipper (1989) は、Earnings Management をやや広く捉え、経営者が自らの動機を満たすために利益計上や費用計上のタイミングを恣意的にコントロールする行為と定義し、それ自体が違法かどうかは行為の程度や目的次第であると指摘する。日本語では、粉飾決算という言葉がしばしば用いられるが、これは強い違法性のイメージを帯びるため、本研究では避けている。本稿が対象とするのは、会計基準に大きく反する行為を意味するのではなく、むしろ会計基準の範囲内で認められている裁量的判断の活用まで含む広義の概念である。たとえば、会計上の減価償却の方法や引当金計上の見積りなど、発生主義会計が不可避免的に生み出す裁量部分を有利に活用して、企業の将来価値や経営上の柔軟性を高めようとするケースが考えられる (Fields et al. 2001)。一方で、その裁量が行き過ぎて会計不正に転じるリスクも常に内在するため、監査基準や証券取引法制などによって不正行為は厳しく規制されている。

Earnings Management の是非については、会計研究や経営学の分野で長らく議論が交わされてきた。従来は、投資家をミスリードするマイナス

面が強調される傾向があり、いかに抑制するかが主題になりがちだった。しかし、近年は裁量的判断が完全に排除される世界は現実的にも望ましくないという見解が強まっている (Demski 1994)。ここでは、監査研究の観点も大きく影響しており、監査基準における重要性 (materiality) の概念や、経営者の会計裁量を一定の範囲内で許容する伝統的な慣習が存在する。たとえば、Kothari (2001) は、企業が将来的なリスクや機会をバランスよく報告するためには、ある程度のタイミング調整や試算方法の選択が不可避であると主張し、一律の規制強化でゼロ・トレランスを求めるのはむしろ非効率と考えられると論じている。一方、Earnings Management が法的に禁止される明白なケースもある。たとえば会計基準に違反するほど恣意的な売上計上や費用隠蔽を行う場合は、明確な不正会計 (違法行為) として罰則の対象となる。このような線引きは、発生主義会計における裁量領域が拡大するほど曖昧になりやすいため、会計研究において、どこまでが裁量でどこからが不正なのかという問題は常に核心的なテーマとなる。したがって、本研究が注目する会計基準の範囲内の Earnings Management をどのように活用すれば企業価値の増大につながるのかを考える際には、監査コストや規制コストとのバランスを踏まえて検討する必要がある。

本稿で着目するのは、会計研究と契約理論の交差領域である。Holmstrom and Milgrom (1991) によって、エイジェント (経営者) が複数の行動を同時に取る状況——いわゆるマルチタスク環境——で報酬契約を設計する際に、どの指標をどう重み付けするかが最適インセンティブに大きく影響することが明らかになった。Feltham and Xie (1994) は、財務指標だけでなく非財務指標を組み合わせることで、エイジェントの努力配分をより適切に誘導できる可能性を示し、さらに Baker (2002) は、指標が増えるほど歪み (distortion) のリスクやエイジェントのリスク負担が複雑化する点を指摘した。これらの理論は、会計研究における Earnings Management の

分析とも親和性が高い。というのも、Earnings Management は経営者が行う行動のうち、短期業績評価のための報告上の努力ともみなせるからである。これを Holmstrom and Milgrom (1991) の枠組みに取り込めば、生産活動と会計上の裁量行為を同時に選択するエイジェントを分析できる。そこで本研究では、会計情報と裁量情報を併用するマルチメジャー環境を想定し、エイジェントが生産と Earnings Management という 2 つの行動をどう最適に決定するかをモデル化する。

会計研究において、株価をインセンティブ契約に組み込むことは以前から注目されてきた (Lambert and Larcker 1987; Jensen and Murphy 1990)。株価は将来キャッシュフローの割引価値として企業の包括的なパフォーマンスを表す可能性がある一方、外生的ショックや投資家の行動特性によって変動し、経営者がリスクを負う度合いが高まる。また、もし経営者が Earnings Management を駆使して報告利益を操作し、市場がそれを十分には見抜けない場合、株価の誤った上昇や下落を招き得る (Bushman and Smith 2001)。こうした懸念点も含め、株価指標と経営者行動の相互作用を考察することが、マルチメジャー契約設計において重要となる。Core and Guay (1999) は、株式報酬制度が経営者の将来志向的な意思決定を促す反面、Earnings Management との相互作用によって情報の歪みを助長する可能性にも言及した。一方、Gjesdal (1981) は、株価は会計報告に含まれない情報まで市場が集約してくれる余地があるため、うまく機能すれば経営者の生産活動を効率よく誘導できるという期待も示している。このように、株価指標を業績評価として利用する利点と欠点を総合的に捉え、Earnings Management が株価形成にどう折り込まれるかを分析することが、会計研究においていまだ大きな課題として残されているといえる。

以上の先行研究を踏まえ、本研究では以下の 4 つのステップで分析を行う。まず、企業が生産活動と Earnings Management を同時に選択できるよ

うにモデル化する。ここでは、会計情報と裁量情報を併用するいわゆるマルチメジャー環境を想定し、経営者（エイジェント）が報酬契約に基づいてどのように行動を最適化するかを定式化する。このモデルは Holmstrom and Milgrom (1991) の線形正規型枠組みに基づくが、Earnings Management が会計基準内の裁量として追加されている点で特徴的である。次に、プリンシパル（株主）が提示する線形報酬契約をもとに、エイジェントの確実性等価最大化を解き、得られたエイジェントの最適応答からプリンシパルの期待効用最大化問題を解くことで、均衡のインセンティブ係数を求める。さらに、会計情報と裁量情報の相関係数や、Earnings Management の有効性を表すパラメータを変動させながら、最適契約や最適行動がどのように変化するかを比較静学的に検討する。とくに、Earnings Management を完全に禁止する（監査コストを投入して違法・合法を問わず操作を封じる）場合と、比較的小さな裁量を認める場合とを比較し、どちらがプリンシパルの期待効用を高めるかを分析する。最後に、この理論モデルで得られた結果から、Earnings Management を一律に排除しなくても企業価値が向上するケースがある、という逆説的な示唆を導き、それが監査コストやコーポレート・ガバナンス設計に与えるインプリケーションを議論する。また、会計基準や監査基準のなかで裁量がどのように位置づけられているかを踏まえ、あえて一定の自由度を残すことで実現し得るメリットとリスクを整理する。

本研究が従来の Earnings Management 論や契約理論研究に対して果たし得る主要な貢献は、大きく 3 点にまとめられる。(1) Earnings Management の再定位：従来は、Earnings Management が資本市場の混乱を招くマイナス面が強調され、いかに抑制するかが中心的なテーマであった。しかし本研究は、違法ではない裁量を対象に、あえて適度な利用を認めてもよいシナリオを提示する。これにより、Earnings Management=抑止一択という

通説に疑問を投げかけ、会計基準や監査基準の枠内での裁量行為に関する新たな研究視点を提供する。(2) マルチタスク・マルチメジャー型モデルとの統合：Earnings Management と生産活動を同時に分析するマルチタスク・マルチメジャー型の数理モデルは、Holmstrom and Milgrom (1991) 以来の契約理論を応用した方法論としては比較的少ない。本研究は、会計情報と裁量情報を併せて利用する契約設計の妥当性を理論的に解明し、Earnings Management と株形成との相互作用をモデル上で明示的に扱う点で、新しいアプローチを示す。(3) 監査・規制コストとのトレードオフ：会計不正を防ごうとすると、当然ながら監査コストや規制コストは上昇する。しかし本モデルの示唆するところでは、Earnings Management を完全に禁止する以外にも、あえて軽微な裁量余地を残すことで監査コストを削減しながら経営者の努力を引き出す手法が成り立つ場合がある。これは実務的にも、監査基準における重要性判断や内部統制の設計といった観点で一律な厳罰化だけが最善策ではないかもしれないことを示唆する。こうした制度的含意を提示する点は、会計学・監査論への貢献につながると考えられる。

以上、本章では Earnings Management 研究の展開と、そこにマルチタスク・マルチメジャー型契約理論を適用する意義を整理した。特に、Earnings Management=常に排除すべきという単純な図式ではなく、会計基準や監査の領域で合法とされる一定の裁量には、企業価値を高める潜在力があるという見方が近年徐々に広がっている。一方で、そこに株価(市場価格)などの外部情報指標を組み合わせると、経営者のリスク負担や市場の誤反応といった問題が派生し、最適報酬契約の設計は一層複雑化する。こうした環境を、Holmstrom and Milgrom 型の数理モデルの中でどう表現し、裁量と生産活動の選択がどのような均衡をもたらすかを明確に分析するのが、本研究の狙いとなる。次章以降では、前節で示した分析ステップに基づき、

まず、(1) 生産活動と Earnings Management の 2 つの行動変数を持つモデルを構築し、(2) 株価連動型の報酬契約を含むマルチメジャー設定におけるインセンティブ係数を導出する。続いて、(3) このモデルにおいてパラメータを比較静的に変化させたとき、違法ではない範囲の Earnings Management を許容することと、それを全面禁止することを比較し、どちらがプリンシパル（株主）の期待効用を高めるかを論じる。そして、(4) 結論として、監査コストや規制コストとのトレードオフの観点から、適度な裁量の活用により企業価値を高める可能性がある点を実務的にも示唆したい。以上の分析を通じて、会計研究・監査研究・契約理論のクロスオーバーとしての新たな知見を提示することが、本研究の学問的意義である。

3. モデル

企業 Ω は、生産性 $m > 0$ の生産システム π と、感度 m の会計情報システム ϕ と、感度 n の裁量情報システム ψ を保有する。 π に生産活動 $e_1 \geq 0$ をインプットすると利得

$$\tilde{x} = me_1 + \tilde{\varepsilon}_x \quad (1)$$

がアウトプットされ、 ϕ に e_1 と裁量活動 $e_2 \geq 0$ をインプットすると財務指標（会計情報）

$$\tilde{y} = me_1 + e_2 + \tilde{\varepsilon}_y \quad (2)$$

がアウトプットされ、 ψ に e_2 をインプットすると非財務指標（裁量情報）

$$\tilde{z} = ne_2 + \tilde{\varepsilon}_z \quad (3)$$

がアウトプットされる。ここに、 $\tilde{\varepsilon}_x \sim N(0, \sigma_x^2)$ 、 $\tilde{\varepsilon}_y \sim N(0, \sigma_y^2)$ 、 $\tilde{\varepsilon}_z \sim N(0, \sigma_z^2)$ であり、 $\tilde{\varepsilon}_x$ と $\tilde{\varepsilon}_y$ 、 $\tilde{\varepsilon}_x$ と $\tilde{\varepsilon}_z$ 、 $\tilde{\varepsilon}_y$ と $\tilde{\varepsilon}_z$ の共分散は、それぞれ $\sigma_{xy} > 0$ 、 0 、 $\rho\sigma_y\sigma_z$ である。利得と財務指標と非財務指標の実現値はそれ

ぞれ観察可能である。また、利得と財務指標の実現値はそれぞれ検証可能

であるが、非財務指標の実現値は検証不能である。ここで、 $\mathbf{b} = \begin{pmatrix} m \\ 0 \end{pmatrix}$,

$\mathbf{e} = \begin{pmatrix} e_1 \\ e_2 \end{pmatrix}$, $\tilde{\mathbf{s}} = \begin{pmatrix} \tilde{y} \\ \tilde{z} \end{pmatrix}$, $\boldsymbol{\mu} = \begin{pmatrix} m & 1 \\ 0 & n \end{pmatrix}$, $\tilde{\boldsymbol{\varepsilon}} = \begin{pmatrix} \tilde{\varepsilon}_y \\ \tilde{\varepsilon}_z \end{pmatrix}$ とおくと、(1) は

$\tilde{x} = \mathbf{b}^T \mathbf{e} + \tilde{\varepsilon}_x$, (2) および (3) は $\tilde{\mathbf{s}} = \boldsymbol{\mu} \mathbf{e} + \tilde{\boldsymbol{\varepsilon}}$ と表現される。また、利得

\tilde{x} と指標 $\tilde{\mathbf{s}}$ の共分散は $\boldsymbol{\Sigma}_{xs} = (\sigma_{xy} \quad 0)$ と表現される。いま、活動 \mathbf{e} の実現値に対する投資家の信念を $\hat{\mathbf{e}}$ とすると、彼らの $\begin{pmatrix} \tilde{x} \\ \tilde{\mathbf{s}} \end{pmatrix}$ に対する信念は

$\begin{pmatrix} \tilde{x} \\ \tilde{\mathbf{s}} \end{pmatrix} \sim N \left(\begin{pmatrix} \mathbf{b}^T \hat{\mathbf{e}} \\ \boldsymbol{\mu} \hat{\mathbf{e}} \end{pmatrix}, \begin{pmatrix} \sigma_x^2 & \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \\ \boldsymbol{\Sigma}_{xs}^T & \boldsymbol{\Sigma} \end{pmatrix} \right)$ となる。ここに、 $\boldsymbol{\Sigma} = \text{var} [\tilde{\boldsymbol{\varepsilon}}]$ である。

活動 \mathbf{e} の実現後、情報システムからアウトプットされた指標 $\tilde{\mathbf{s}}$ が公開され、企業 Ω の市場価格 \tilde{p} が定まる。具体的には、

$$\begin{aligned} \tilde{p} &= \text{E} [\tilde{x} | \tilde{\mathbf{s}}, \hat{\mathbf{e}}] \\ &= \text{E} [\tilde{x} | \hat{\mathbf{e}}] + \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} (\tilde{\mathbf{s}} - \text{E} [\tilde{\mathbf{s}} | \hat{\mathbf{e}}]) \\ &= \mathbf{b}^T \hat{\mathbf{e}} + \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} (\boldsymbol{\mu} \mathbf{e} + \tilde{\boldsymbol{\varepsilon}} - \boldsymbol{\mu} \hat{\mathbf{e}}) \\ &= (\mathbf{b}^T - \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} \boldsymbol{\mu}) \hat{\mathbf{e}} + \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} \boldsymbol{\mu} \mathbf{e} + \boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} \tilde{\boldsymbol{\varepsilon}} \end{aligned}$$

となる。リスク中立的な効用関数 $U(\cdot) = \cdot$ を持つ Ω の株主（プリンシパル）は、リスク回避係数が r のリスク回避的な効用関数 $V(\cdot) = -\exp(-r \cdot)$ を持ち、留保効用が -1 （したがって、留保賃金が 0 ）の労働市場に直面する経営者（エイジェント）と、線形報酬契約 $\tilde{w} = \alpha + \beta \tilde{p}$ を締結し、活動 \mathbf{e} を委託する。プリンシパルは \mathbf{e} の実現値を観察できない。ここに、 α は固定給、 β は変動給単価である。経営活動はエイジェントに $c = (1/2) \mathbf{e}^T \mathbf{e}$ のコスト負担を強いる。活動を実行したエイジェントには、市場価格の実現値 \tilde{p} と報酬契約にもとづいて、プリンシパルより報酬 \tilde{w} が支払われる。

その後、プリンシパルは、 π からアウトプットされた利得の実現値 \tilde{x} を受け取り、残余 $\tilde{x} - \tilde{w}$ を消費する。したがって、契約時点からみたプリンシパルの期待効用は $EU = E[U(\tilde{x} - \tilde{w})] = E[\tilde{x}] - E[\tilde{w}]$ となり、エイジェントの確実性等価は $CE = V^{-1}(E[V(\tilde{w} - c)]) = E[\tilde{w}] - c - RP$ となる。ここに、

$$\begin{aligned} RP &= (1/2) r \beta^2 \text{var} [\tilde{p}] \\ &= (1/2) r \beta^2 \text{var} [\Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \tilde{\epsilon}] \\ &= (1/2) r \beta^2 (\Sigma_{xs} \Sigma^{-1}) \Sigma (\Sigma_{xs} \Sigma^{-1})^T \\ &= (1/2) r \beta^2 \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T \end{aligned}$$

はエイジェントが要求するリスクプレミアムである。

4. 均衡

前節より、エイジェントの確実性等価は

$$\begin{aligned} CE &= \alpha + \beta ((\mathbf{b}^T - \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \boldsymbol{\mu}) \hat{\mathbf{e}} + \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \boldsymbol{\mu} \mathbf{e}) \\ &\quad - \frac{1}{2} \mathbf{e}^T \mathbf{e} - \frac{1}{2} r \beta^2 \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T \end{aligned}$$

となるから、この \mathbf{e} に関する 1 階条件より

$$\mathbf{e} = \beta \boldsymbol{\mu}^T \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T = \left(\begin{array}{c} -\frac{m\beta\sigma_{xy}}{(-1 + \rho^2)\sigma_y^2} \quad \frac{\beta\sigma_{xy}(n\rho\sigma_y - \sigma_z)}{(-1 + \rho^2)\sigma_y^2\sigma_z} \end{array} \right)^T$$

となる。したがって、エイジェントの参加条件考慮後のプリンシパルの期待効用は

$$EU = \beta \mathbf{b}^T \boldsymbol{\mu}^T \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T - \frac{1}{2} \beta^2 \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \boldsymbol{\mu} \boldsymbol{\mu}^T \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T - \frac{1}{2} r \beta^2 \Sigma_{xs} \Sigma^{-1} \Sigma_{xs}^T$$

となるから、この β に関する 1 階条件から

$$\begin{aligned}\beta &= \beta^* \\ &= \mathbf{b}^T \boldsymbol{\mu}^T \boldsymbol{\Sigma}^{-1} \boldsymbol{\Sigma}_{xs}^T \left(\boldsymbol{\Sigma}_{xs} \boldsymbol{\Sigma}^{-1} (\boldsymbol{\mu} \boldsymbol{\mu}^T \boldsymbol{\Sigma}^{-1} + r \mathbf{I}) \boldsymbol{\Sigma}_{xs}^T \right)^{-1} \\ &= -\frac{m^2 (-1 + \rho^2) \sigma_y^2 \sigma_z^2}{\sigma_{xy} (n^2 \rho^2 \sigma_y^2 - 2n\rho\sigma_y\sigma_z + (1 + m^2 - r(-1 + \rho^2) \sigma_y^2) \sigma_z^2)} \geq 0\end{aligned}$$

となる。ただし、 \mathbf{I} は単位行列である。このとき、プリンシパルの期待効用は

$$EU = EU^* = \frac{m^4 \sigma_z^2}{2n^2 \rho^2 \sigma_y^2 - 4n\rho\sigma_y\sigma_z + 2(1 + m^2 - r(-1 + \rho^2) \sigma_y^2) \sigma_z^2} > 0$$

となり、エイジェントの生産活動と裁量活動は、それぞれ

$$e_1 = e_1^* = \frac{m^3 \sigma_z^2}{n^2 \rho^2 \sigma_y^2 - 2n\rho\sigma_y\sigma_z + (1 + m^2 - r(-1 + \rho^2) \sigma_y^2) \sigma_z^2} > 0$$

および

$$e_2 = e_2^* = \frac{m^2 \sigma_z (-n\rho\sigma_y + \sigma_z)}{n^2 \rho^2 \sigma_y^2 - 2n\rho\sigma_y\sigma_z + (1 + m^2 - r(-1 + \rho^2) \sigma_y^2) \sigma_z^2}$$

となる¹。ここで、均衡においては $\hat{\mathbf{e}} = \mathbf{e}^*$ となるから、固定給は

$$\alpha = \alpha^* = \frac{m^4 \sigma_z^2 (n^2 \rho^2 \sigma_{xy} \sigma_y^2 - 2n\rho\sigma_{xy}\sigma_y\sigma_z + ((1 + m^2) \sigma_{xy} + (-1 + \rho^2) (2m^2 - r\sigma_{xy}) \sigma_y^2) \sigma_z^2)}{2\sigma_{xy} (n^2 \rho^2 \sigma_y^2 - 2n\rho\sigma_y\sigma_z + (1 + m^2 - r(-1 + \rho^2) \sigma_y^2) \sigma_z^2)^2}$$

となる。

5. 分析

本節では、前節までに導入したマルチタスク・マルチメジャーの枠組みを用いて、Earnings Management を禁止する場合と許容する場合のプリンシパル

の期待効用を比較し、市場価格によるインセンティブ設計の有効性を検討する。はじめに、監査によって Earnings Management を禁止できる場合の均衡について整理し、その後、市場価格を用いる場合との比較の枠組みを提示する。続いて、裁量有効性係数や相関係数、リスク回避度が均衡に与える影響を分析し、最適な裁量感度の存在とその経済学的含意を論じる。さらに、経営者のタイプ(リスク許容度の大小)によって最適なガバナンス設計がいかに変化するかを示し、監査コストや情報システム投資コストとのトレードオフが生じることを明らかにする。まず、監査などを通じて Earnings Management を完全に禁止できると仮定する場合の均衡を確認する。いま、監査によって Earnings Management が禁止された状況を想定すると、利得は (1) と変わらないが、財務指標は (2) に代わって $\tilde{y} = me_1 + \tilde{\varepsilon}_y$ となり、非財務指標 (3) は不要となる。したがって、報酬契約は、 $\tilde{w} = \alpha + \beta\tilde{y}$ となる。このとき、均衡における変動給係数、プリンシパルの期待効用、生産活動、固定給は、それぞれ $\beta = \beta^\dagger = m^2 / (m^2 + r\sigma_y^2)$, $EU = EU^\dagger = m^4 / (2(m^2 + r\sigma_y^2))$, $e_1 = e_1^\dagger = m^3 / (m^2 + r\sigma_y^2)$, $\alpha = \alpha^\dagger = m^4(m^2 - r\sigma_y^2) / (2(m^2 + r\sigma_y^2)^2)$ となる。したがって、 $EU^* > EU^\dagger$ となる必要十分条件は以下のとおりである。まず、 $0 < \rho \leq 1$ の場合には、エイジェントのリスク回避係数が $r \geq r_t = 1 / (\rho^2 \sigma_y^2)$ ならば $0 < n < n_+ = \sigma_z (1 / (\rho \sigma_y) + \sqrt{r})$ となり、 $r < r_t$ ならば $0 < n_- = \sigma_z (1 / (\rho \sigma_y) - \sqrt{r}) < n < n_+$ となる。次に、 $-1 \leq \rho < 0$ の場合には、 $r < r_t$ のときに限って $0 < n < n_+$ となる。このように、特定の条件下で n を適切に設定すれば、エイジェントの裁量活動を許容することが、プリンシパルの収益にとって有利に働く可能性がある。これは一見逆説的な結論であるが、本章ではこの逆説が生じる理論的メカニズムを解明していく。ここで重要なのは、Earnings Management を禁止しないモデルがただちに Earnings Management を大いに助長するという単純な結論にはならない点である。むしろ相関関係や感度など、情報

システムの諸パラメータいかんによっては、Earnings Management が理論的には可能な状況でもエイジェントの最適応答として裁量活動がゼロになる均衡が生じる場合や、逆に Earnings Management を起こさせたほうが全体の効率が高い均衡になる場合もある。これらがどのように条件分岐するか、さらにリスク回避度などの要素がどのように影響するかを明確にすることが、分析の第一歩となる。

Earnings Management を許容する市場価格モデルにおいては、裁量感度 n がエイジェントの裁量活動に対してどれだけ市場価格が敏感に反応するかを表す。裁量活動 e_2 が増えると、会計上の業績指標 \tilde{y} に直接反映されにくい場合でも、ソフト情報 \tilde{z} が市場に伝わり、それが株価 p に織り込まれる。プリンシパルは n を外生的に与えられた定数とはみなさず、情報システム投資を通じてある程度は調整可能なパラメータだと想定する。しかし、 n が大きいほど良いとは限らない。 n をあまりに大きくすると、わずかな裁量活動でも株価が大きく変動し、エイジェントが Earnings Management に伴うリスクを過度に負うことになり、生産活動とのバランスを崩しかねない。一方で n が小さすぎると、裁量活動を行ってもほとんど報酬が変わらないため、逆に生産活動にインセンティブを集中させる効果も薄れ、期待効用がかえって下がる可能性もある。つまり n には過不足の問題があり、そのために下限と上限という 2 つの閾値が定義される。下限より小さいと市場価格が裁量活動をうまく評価できず、上限より大きいとリスク面が重くのしかかる。

Earnings Management を許容する市場価格モデルでは、会計情報 \tilde{y} と裁量情報 \tilde{z} の間にどの程度の相関（正または負）があるかが均衡に決定的な影響を及ぼす。相関係数 ρ が正であれば、 \tilde{y} が高いとき \tilde{z} も高いという補完的な動きをやすく、相関が負であれば、一方が高いともう一方は低くなるという代替的な関係が成り立ちやすい。ここでは、 $\rho > 0$

と $\rho < 0$ の二つの場合に分け、それぞれの下で裁量活動 e_2^* がどのような値をとりうるかを考察する。まず、 ρ が正であると想定しよう。EU* の n に関する 1 階条件と 2 階条件から、EU* は $n = n_t = \sigma_z / (\rho\sigma_y)$ で最大値をとる²。また、 $n = n_t$ のとき、 $e_2^* = e_{2t}^* = 0$ となることが確かめられる。これは、理論的には「Earnings Management してもよいですよ」という環境を整えながら、結果として Earnings Management が発生しない均衡に落ち着くという点で逆説的である。しかし、よく考えるとエイジェントは裁量リスクと生産活動によるリターンを比較衡量しながら行動を選択するため、市場価格が Earnings Management を高度に感知するシステムがあれば、むしろ Earnings Management に走る誘因が小さくなり、生産活動をまっとうに高めたほうが有利になる。その結果、エイジェントが自発的に Earnings Management を控える行動をとり、監査などで強制的に禁止しなくても監査不要で Earnings Management が実質的に抑制される。次に、 ρ が負であると想定しよう。EU* の n に関する微分が負であることから、EU* は $n = n_u = 0$ で最大値をとる。このとき、 $e_2^* = e_{2u}^* = m^2 / (1 + m^2 - r(-1 + \rho^2)\sigma_y^2) > 0$ となることが確かめられる。また、2つの業績指標が逆方向に動く傾向があるため、市場価格が Earnings Management を捉えにくい。しかし、これを解消しようと裁量情報システムの感度を高めても、かえって経営者が不必要なリスクを負い、生産活動のインセンティブまで毀損してしまう恐れがある。そのため、最適解としては $n = n_u$ 、すなわち裁量指標 \tilde{z} をノイズのみで構成するのがよいという結論に至りやすい。その結果、経営者は実際に裁量行為 ($e_2^* > 0$) を行うが、それが株価評価に影響を与えないか、あるいは非常に限定的な形でのみ影響するため、エイジェントは裁量活動を行いつつ生産活動もそこそこ行い、全体としては監査コストなしにプリンシパルの期待効用が高まる場合がある。ここでも Earnings Management をわざとさせるという

設計が、Earnings Management を強く禁じる場合よりも高い効用をもたらすという、従来の常識と正反対の結論が得られる。このように、 ρ が正のときと負のときでは最適なシステム設定とエージェントの行動が大きく変わる。すなわち、 ρ が正ならばかえって Earnings Management をさせない均衡になりやすいし、 ρ が負ならばむしろ Earnings Management を行ったほうが望ましいとなる場合がある。監査による画一的な Earnings Management 禁止と比べ、柔軟な情報システムの設計を通じて経営者の選択をコントロールするほうが有効に働く可能性が高いことが、ここから示唆される。

最後に、裁量感度 n と相関係数 ρ の効果を理解するうえで、エージェントのリスク回避度 r も無視できない重要なパラメータとして作用することを確認する。まず、 ρ が正の場合、 $r < r_t$ のリスク回避度が低い経営者（強いタイプ）には、裁量感度を比較的大きく設定する必要が出てくる。そうしないと、生産活動をうまく引き出せず、Earnings Management リスクも抑制できなくなる。しかし、一定水準以上に感度を高めれば、強い経営者は「この程度のリスクなら Earnings Management をするよりも生産活動で勝負したほうが得だ」と考えて裁量活動をやめる均衡に至る。逆に、 $r \geq r_t$ のリスク回避度が高い経営者（慎重なタイプ）ならば、裁量感度はそれほど大きくなくても十分な抑制効果が働き、コストをかけずとも監査なしで Earnings Management を抑制しやすい。一方、 ρ が負の場合には、強い経営者に対して市場価格システムが機能しにくくなる。相関がマイナスであるため、会計情報が好調でも Earnings Management が行われている可能性を市場が厳密に感知しづらく、裁量感度を上げすぎるとエージェントが高リスクを負う割にリターンが期待できず、生産活動も伸びない。一方、慎重な経営者ならば、小さな裁量感度でも生産活動のある程度引き出せ、多少の Earnings Management を認めても活動間の代替性によって大

きな不正には至らない。結果として、監査コストをかけるよりも単純なノイズ指標に委ねたほうが期待効用が大きくなる可能性がある。こうして、経営者タイプと相関係数の組み合わせが複雑に絡み合うことで、さまざまなガバナンス設計の結論が変わってくるわけである。ところで、 EU^* の r に関する微分は非正であることを考慮すると、この議論の一つの含意として、「強い経営者は手がかかるが（情報システムの設計が複雑だが）成果も大きい」「慎重な経営者は手がかからず（情報システムの設計が単純で）安定的だが成果は小さい」というように、リスク回避度と情報システム特性の組み合わせでガバナンス上のトレードオフが生まれるとも言える。市場価格を通じたインセンティブ設計は、こうしたリスク選好の違いを巧みに吸収できる柔軟性を持つために、監査コストを削減しつつ裁量行動を抑制または逆利用する戦略が成り立つのである。

以上の分析から、裁量行為は一律に抑制すべき悪ではなく、時には最適水準を持ち得る行為になり得ること、あるいはそもそも監査なしに Earnings Management を抑制できる方法が存在することが明らかになった。特に相関係数が正の場合には Earnings Management をさせない均衡、負の場合には Earnings Management をある程度行わせる均衡が、それぞれ監査モデルを上回る期待効用を生む可能性が示唆される。従来の Earnings Management 研究がどのように Earnings Management を減らすかを中心に据えていたのに対し、本研究は Earnings Management を全面禁止せずとも市場価格を用いた上手な誘導によって最終的に高い効用水準を得られる道筋を提示している。この点が大きな特徴であり、理論モデル上の逆説を通じてガバナンス・情報システム設計・経営者タイプの総合的な最適化を考える枠組みを拡張していると言える。

6. 結論

本論文の冒頭(第1章)で述べたとおり、本研究は Earnings Management と呼ばれる経営者による会計上の裁量行為に着目し、それを生産活動と同時に分析することで、必ずしも一律な排除や監査強化だけが企業価値向上の方策ではない可能性を示唆することを目的とした。日本語では粉飾決算という言葉が強く違法な会計不正を想起させるため、本研究では Earnings Management という英語表現を主に用いつつ、その射程を会計基準に大きく逸脱しない裁量的操作まで含む広義の概念として定義している。とりわけ、本研究で焦点を当てるのは、経営者が合法の範囲内で会計数値の見かけを多少調整することが、企業価値最大化に寄与し得るか否かという逆説的な問いである。この問いに答えるために、第2章で示したように、本研究は会計研究と契約理論(特に Holmstrom and Milgrom (1991) に代表されるマルチタスク・マルチメジャー型の枠組み)の交差点に位置づけられる。具体的には、(1) 生産活動と会計上の裁量的操作(Earnings Management) という二つの行動変数を同時に扱い、(2) 会計情報と裁量情報という複数の指標を組み合わせたインセンティブ契約モデルを構築し、(3) エージェント(経営者)の最適行動およびプリンシパル(株主)の期待効用を比較静学的に分析するプロセスをとった。その結果として、Earnings Management を完全に禁止するモデルと、一定程度の裁量を許容するモデルを比較でき、それぞれにおいて株主価値がどう変化するのかを理論的に示すことができる。

ここで重要なのは、あくまでも違法ではない範囲で行われる裁量行為であって、会計基準を逸脱するような重大な不正行為を容認するわけではないという点である。本論文では、監査基準における重要性(materiality)や発生主義会計における推定の余地など、どうしても残されるグレーゾ

ンをモデルに取り込み、それを一律に潰さず柔軟に管理する可能性を探った。以下では、本研究の主要な分析結果と実務的含意を改めて要約し、さらに本研究の限界と今後の研究課題を述べたい。

本研究の理論モデルは、エージェントが生産活動と Earnings Management という 2 種類の行動を選択し、これらが会計情報と裁量情報の双方に反映される環境を想定した。まず、会計情報は、財務指標（利益など）として観測可能かつ検証可能であり、そこにはエージェントの生産活動と裁量操作が混在する形で反映される。次に、裁量情報は、非財務指標として観察可能かつ検証不能であり、Earnings Management が単独で反映される。Holmstrom and Milgrom 型の線形正規モデルを採用することで、プリンシパルが提示する線形報酬契約（固定給+変動給）のもとでエージェントがどのように努力配分を行うかを解析した。その結果、会計情報と裁量情報の相関、エージェントのリスク回避度、会計裁量（Earnings Management）の有効性などのパラメータによっては、Earnings Management をあえて認めたほうがプリンシパルの期待効用が高まる場合があることが数式レベルで示された。特に、会計情報と裁量情報が正の相関をもつ状況下では、市場が裁量行為をある程度監視・評価してくれるため、強い規制コストをかけなくとも恣意的操作が抑制されやすいという逆説的な均衡が得られる場合がある。

一方で、Earnings Management を全面的に禁止する（すなわち粉飾リスクをゼロにする）モデルとの比較も行った。会計不正を厳格に規制し、強力な監査を導入すれば、少なくとも経営者が違法な操作に走るリスクは減少するだろう。しかし、それと同時に会計裁量の正当な部分までもが萎縮し、結果的に経営者が研究開発や新規プロジェクトのような将来への投資を積極的に評価してもらえなくなる懸念もある。また、監査コストや規制コストが上昇し、その負担が企業全体の効率を下げる可能性がある。本

研究のモデルでは、こうしたコストと便益のトレードオフを考慮しつつ、Earnings Management を一律に排除しなくとも、監査コストを抑えながら企業価値を高められるシナリオが存在し得ることを論じた。具体的には、会計情報と裁量情報の感度やノイズ構造、また、エイジェントのリスク回避度が一定の領域にあるときに、あえて裁量をゼロにしないほうがプリンシパルの期待効用が高くなるという結果が生じる。この裁量を残す設計が必ずしも常に最適とは限らないが、会計不正を厳しく取り締まるだけでなく、合法的な裁量を戦略的に活用することでも企業価値を向上できる余地を示唆している。

Earnings Management は、短期的には投資家を誤誘導する負の行為とみなされやすいが、本研究のモデルによれば、適切な情報システム設計が行われれば、過度な操作を抑えつつ生産活動を高める方向へ経営者を誘導できる可能性がある。たとえば、会計情報と裁量情報が正の相関をもつ場合は、エイジェントが恣意的に利益を水増ししても市場がそれを正しく評価する（あるいは織り込んで過大評価しない）結果として、過度の Earnings Management が割に合わなくなり、むしろ本質的な生産活動を行う誘因が高まるシナリオが出現する。もちろん、逆に会計情報と裁量情報が負の相関をもつような場合には、市場が会計報告とは別の観点で企業価値を評価し、裁量行為のメリットがかえって大きくなるため、不適切な操作が増えるリスクもある。本研究は、そうした複数のケースを比較し、裁量を全面禁止するモデルと許容するモデルの優劣が状況依存であることを強調した。この点は、監査実務においても適度な裁量ならむしろ企業価値を高めるとの議論に一定の理論的根拠を付与するものである。

本研究の分析結果から得られる主な実務的含意を以下にまとめる。(1) 監査コストと規制コストのトレードオフ：会計不正の防止には強力な監査や規制が求められるが、それにはコストがかかる。しかも、過剰な監査に

よって会計裁量が縮減されすぎると、発生主義会計がもつ将来価値の評価という利点が損なわれる可能性がある。本研究は、会計基準を逸脱しない範囲内での Earnings Management が機能する余地があると示唆することで、監査コストを安易に増やすだけでなく、裁量自体を設計・制御する方策も検討する価値があることを示した。(2) 株価情報の活用と会計不正の抑制：マルチメジャー型のフレームワークでは、会計情報と裁量情報の相関が高いほど、エイジェントの過剰な利益操作が割に合わなくなる。この点は、適切に情報を開示し、アナリストや機関投資家などの市場関係者に多面的な企業情報を提供することで、Earnings Management が過剰に働くリスクを市場自身に緩和させる可能性を示す。従来は、会計不正抑制の手段として監査強化が強調されがちだったが、本研究の結果は、市場という外部メカニズムを活用して不正リスクを抑える選択肢を示唆する。(3) ソフト情報を検証可能化する意義：非財務情報という検証不能はソフト情報を市場を通じて検証可能にするという枠組みを組み込むと、財務情報というハード情報単独の場合と比べて、より多方面からの精緻な評価が可能となる。たとえば、非財務指標が研究開発活動や人的資本に関するものである場合、経営者は短期的な損益よりも長期的な価値を意識しやすくなるかもしれない。しかし、同時に報告数値を一定程度操作できる余地が広がるため、複数指標をどう組み合わせるかが極めて重要となる。ここで Earnings Management による誤報をどのようにコントロールするかが、ガバナンス上のデザイン課題となるが、本研究の数値モデルはその基礎的枠組みを提示している。

本研究にはいくつかの限界が存在する。まず、線形正規モデルによる数理解析は理論的に明快な一方で、現実の企業会計や株価形成が必ずしも正規ノイズで表現されるとは限らない。エイジェント（経営者）の意思決定も、行動経済学的バイアスや行動ファイナンス的要素に左右される場合が

あり、本稿の想定ほど単純ではない。さらに、裁量を一定程度認めることが、実際の企業組織や監査実務の文脈でどのように運用されるかを具体的に検証するには、追加の定性調査や実証分析が必要となる。また、会計基準や監査基準においてどこまでが合法的裁量で、どこからが不正かを線引きする具体的規定は国・地域によって異なる。したがって、本モデルの示唆が普遍的に当てはまるのかどうか、規制当局の執行水準や監査法人の監査品質といった外生的条件との兼ね合いも含めて検討が必要である。さらに、本研究は、株価という市場価格指標の情報集約機能を楽観的に仮定する面があり、現実には投資家の誤反応やマクロ環境の影響などによって、株価が本質的な価値を反映しきれない場合もある。こうした要因を内生化した拡張モデルの構築が今後の課題となろう。たとえば、動学的環境を考慮し、1期目の Earnings Management が、2期目以降の市場評価にどう影響するかを扱う研究や、法規制の検討プロセスを内生的に組み込む研究が考えられる。また、経営者のリスク回避度を超えてリスク愛好的な行動が生じるケースや、企業の上場・非上場によって株価連動型契約の可否が変わる場合など、より実務的な設定を含むモデルも必要である。こうした方向へ理論モデルを拡張し、実証研究やケーススタディとリンクさせることで、本研究の示唆をさらに発展させることが期待される。

本論文は、Earnings Management を巡る従来の議論——すなわち、いかに抑制するかを中心としてきた視点——に対して、会計基準の範囲内であればあえて認めることも企業価値向上に資する可能性があるという逆説的な見解を数理モデルに基づいて展開した。発生主義会計は本来的に経営者の裁量を内包しており、監査基準や規制が強化された現代においても、合法的な裁量は不可避に存在する。その裁量を正しく誘導し、株価連動報酬などを組み合わせたインセンティブ設計を行うことで、企業が短期・長期の両視点から価値を高める余地を示唆した点が、本研究の大きな特徴であ

る。もちろん、Earnings Management が過度に濫用されれば、会計不正や社会的損失につながるリスクが高まる。そのため、監査や規制の必要性が否定されるわけではまったくなく、むしろ、監査・規制と裁量のバランスをどう設計するかがさらに問われることになろう。本研究の結論は、企業会計やコーポレート・ガバナンスの制度設計に対して、従来のゼロ・トレランスなアプローチだけではなく、ある程度の柔軟性を持つ別のガバナンス手段も理論的に検討する価値があることを強調している。今後は、モデルのさらなる発展や国際的比較研究、実際の企業事例を踏まえた実証分析など、多面的なアプローチが必要である。とりわけ、どの程度までなら裁量を許せるのかを定量的に測定したり、市場がどこまで正しく裁量行為を織り込むかを検証したりする実証研究が進めば、本研究の理論的知見がより具体的なガイドラインとして機能する可能性もあるだろう。本稿の解析が、そのような次世代の会計・監査研究やコーポレート・ガバナンス論に刺激と示唆を与えられることを願い、本研究を締めくくりたい。

注

¹ ρ が正の場合は、 $n < \sigma_z / (\rho\sigma_y)$ のとき $e_2^* > 0$ 、 $n = \sigma_z / (\rho\sigma_y)$ のとき $e_2^* = 0$ 、 $n \geq \sigma_z / (\rho\sigma_y)$ のとき $e_2^* < 0$ となり、 ρ が負の場合は $e_2^* > 0$ となる。

² 明らかに $n_- < n_t < n_+$ だから、 $n = n_t$ のとき $EU^* > EU^\dagger$ である。

参考文献

- Baker, George (2002) "Distortion and Risk in Optimal Incentive Contracts," *The Journal of Human Resources*, Vol. 37, pp. 728–751.
- Bushman, Robert M and Abbie J Smith (2001) "Financial Accounting Information and Corporate Governance," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 237–333.
- Core, John and Wayne Guay (1999) "The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, pp. 151–184.
- Demski, Joel (1994) *Managerial Uses of Accounting Information*: Kluwer Academic Publishers.
- Feltham, Gerald A and Jim Xie (1994) "Performance Measure Congruity and Diversity in Multi-Task Principal/Agent Relations," *The Accounting Review*, Vol. 69, pp. 429–453.
- Fields, Thomas D, Thomas Z Lys, and Linda Vincent (2001) "Empirical Research on Accounting Choice," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 255–307.

- Gjesdal, Froystein (1981) "Accounting for Stewardship," *Journal of Accounting Research*, Vol. 19, pp. 208–231.
- 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, pp. 365–383.
- Holmstrom, Bengt and Paul Milgrom (1991) "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 7, pp. 24–52.
- Jensen, Michael C and Kevin J Murphy (1990) "Performance Pay and Top-Management Incentives," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 225–264.
- Kothari, S P (2001) "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 105–231.
- Lambert, Richard A and David F Larcker (1987) "An Analysis of the use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts," *Journal of Accounting Research*, Vol. 25, pp. 85–125.
- Schipper, Katherine (1989) "Commentary on Earnings Management.," *Accounting Horizons*, Vol. 3, pp. 91–102.