

論文

利益平準化に関する 研究の展開

矢内 一利

キーワード

利益平準化
技術的平準化
実体的平準化

目次

1. はじめに
 2. 利益平準化
 3. 利益平準化の理論・実証研究—動機・誘因の検証—
 4. 利益平準化の実証研究—株式市場における評価—
 5. 利益平準化に関する研究の今後の課題
- 注
参考文献

1. はじめに

本稿では、報告利益管理 (earnings management) の論点の一つである利益平準化 (income smoothing) に関する研究の展開を論じる。まず利益平準化の定義・分類について述べた後に、利益平準化に利用される項目と利益平準化の目標となる利益や利益平準化を測定する指標について示す。その上で、利益平準化の動機・誘因、平準化された利益の株式市場における評価に関する先行研究についても述べていく。最後に、利益平準化に関する研究の今後の課題について示すこととする。

2. 利益平準化

2.1 定義

利益平準化の概念を最初に述べたのは、Hepworth (1953) である。彼は、経営者が会計手法を用いて報告利益の平準化を試みるのは、論理的・合理的であると主張した。利益平準化は報告利益管理の一つとされ、報告利益管理の中でも非常にポピュラーな戦略である (Scott 2006)。また、利益平準化仮説は単年度の利益水準に関する行動仮説である利益最大化仮説・利益最小化仮説に対して、複数年度での利益流列に関する仮説である。

利益平準化については、Gordon (1964)、Copeland (1968)、Beidleman (1973)、Ronen and Sadan (1975)、Barnea et al. (1976)、Imhoff (1981) など様々な定義がなされている。これらの定義をまとめると、利益平準化とは、経営者による意図的 (意識的) な選択行動により、利益が高めの時は圧縮し、低めの時には捻出をして報告利益 (報告利益流列) の変動を抑えることと言える。

なお、本稿で主に取り扱う平準化は、経営者による意図的な平準化である。これは、経営者による操作がない平準化である自然の平準化 (naturally smoothing) は、Eckel (1981) が指摘しているように、経営者による意図的な行動から生じたものではないので、本稿における利益平準化には含まれていないためである。

2.2 分類

Dascher and Malcom (1970) は、利益平準化を技術的平準化 (artificial smoothing) と実体的平準化 (real smoothing) に分けて、利益平準化概念の整理を行った。

技術的平準化とは、費用・収益の期間帰属の決定のために採用された会計手続の操作により、報告利益の変動性を減らす行動と決定である。Ronen and Sadan (1975) は会計発生項目の期間配分操作による「期間配分を通じての平準化」や、損益計算書項目の分類 (計上区分の選択) を通じて当期純利益以外の特定の利益数値を操作する「分類を通じての平準化」も技術的平準化に相当するものとして取り上げている。企業の技術的平準化の手段としては、減価償却の会計手続の変更などがあげられる。

また、利益平準化のうち、実際の取引を操作し、報告利益の変動性を減らす行動と決定を実体的平準化 (real smoothing) という。技術的平準化が企業のキャッシュフローに影響を及ぼさない利益平準化であるのに対し、実体的平準化は企業のキャッシュフローに影響を及ぼす利益平準化である。企

業の実体的平準化の手段としては、押込み販売、広告宣伝費の支出抑制などがあげられる。

2.3 利用される項目

Hepworth (1953) は、企業が利益平準化のために利用しうる会計手法として、売上高の計上（出荷・請求の手の続の操作）、売上原価の計上（生産調整）、見越し繰延、無形資産の計上、在庫の評価、固定資産の減価償却または減損、資産の取得、引当金の計上、特別損益項目をあげている。

その後、企業が利益平準化（技術的平準化または実体的平準化）を行う際、固定資産（Bartov 1993）、デリバティブ（Barton 2001; Huang et al. 2009）、引当金（Ma 1988; Kwak and Lee 2008）、研究開発費または広告宣伝費（Dascher and Malcom 1970; Beidleman 1973; Barton 2001; Nagy and Neal 2001）、年金費用（Dascher and Malcom 1970, Beidleman 1973）、特別損益（Dascher and Malcom 1970; Ronen and Sadan 1975; Barnea et al. 1976; Moses 1987; Beattie et al. 1994; Godfrey and Jones 1999; Athanasakou et al. 2007; Myers et al. 2007）、実効税率（Myers et al. 2007）、裁量の発生項目を用いることが、先行研究により指摘されている。

また、先行研究では、会計手続の変更による利益平準化として、減価償却方法の変更（Archibald 1967; Herrmann and Inoue 1996）などが指摘されている。

2.4 目標となる利益

利益平準化の目標となる正常利益（望ましい水準の利益）、すなわち平準化の目標（ベンチマーク）となる利益について、Beidleman (1973) は、利益のタイムトレンドを正常利益と仮定して、分析を行っている。Barnea et al. (1976) は、実際の報告利益と比較される正常利益を、タイム・トレンドを用いる一般的な方法だけでなく、リーダー・トレンドを用いる方法で推定している。この方法は、ある企業の正常利益を、その企業が属する産業のリーダー（産業における売上のマーケットシェアが最も大きい企業）の報告利益との関係において決定するというものである。

Moses (1987)、Herrmann and Inoue (1996)、Kwak and Lee (2008) などでは（ランダムウォークを仮定した）前期利益、DeFond and Park (1997) や Ahmed et al. (2006) ではアナリスト予想利益を正常利益としている。他にも、前期利益に当該企業の属する産業の平均利益成長額を加えた値や、年々の利益の絶対値の金額などが考えられるが、平準化の目標となる利益について理論的な定説は得られていない。

また、平準化の対象となる利益としては、特別損益控除前利益（経常利益）、税引前利益、純利益、一株当たり当期純利益（EPS）などが、先行研究における分析に用いられている。

2.5 指標と検証方法

Beidleman (1973) や Barnea et al. (1976) では、利益のタイムトレンドまたはリーダートレンドを用いて正常利益を推定した上で、企業が利益平準化を行っているかどうかを判定していた⁽¹⁾。しかしながら、Moses (1987) 以降の研究では、以下にあげる指標が利益平準化の検証に主に用いられて

いる。

(1) 期待利益を用いる指標

Moses (1987) は、利益平準化が会計方針の変更により当期利益が期待利益の水準にシフトする程度で表されるとして、以下を利益平準化の指標とした。

$$SB = \frac{\left(|PE_t - EE_{t-1}| - |RE_t - EE_{t-1}| \right)}{Sales_{t-1}} \times 100 (\%)$$

SB = 利益平準度 PE = 変更前利益 RE = 変更後利益

EE = 期待利益 (前期経常利益) Sales = 売上高

上にあげた指標では、Moses (1987) に基づき、ランダムウォークを仮定した前期の経常利益 (特別損益控除前利益) を期待利益としている。SB が正ならば、企業は利益平準化を行っていることになる。例えば、Herrmann and Inoue (1996) では、減価償却の会計手続の変更前と変更後の利益を用いて、Moses (1987) の指標により分析を行っている。

(2) 売上高と利益の変動係数を用いる指標

売上高を生み出すことは企業の実体的経済活動であり、技術的平準化は売上高に反映されない一方で、実体的平準化は売上高に反映される。これにより、技術的平準化がなされていると、利益の変動は売上高の変動より小さくなると言える。

Albrecht and Richardson (1990)、Ashari et al. (1994)、Michelson et al. (1995)、Booth et al. (1996)、Carlson and Bathala (1997)、Michelson et al. (2000)、Bao and Bao (2004)、Martinez and Castro (2011) などでは、Eckel (1981) や Imhoff (1981) に基づき、利益の 1 期間の変動と売上高の変化の 1 期間の変動とを比較する指標を用いている。

この手法では、利益の変動係数 $CV_{\Delta I}$ が売上高の変動係数 $CV_{\Delta S}$ より小さい場合、企業は利益平準化を行っていると考えられる。

$$CV_{\Delta I} < CV_{\Delta S}$$

ΔI = 1 期間の利益変動 ΔS = 1 期間の売上高の変動

$CV_{\Delta I}$ = 利益の変動係数 $CV_{\Delta S}$ = 売上高の変動係数

指標の計算の際には、特別損益控除前利益 (経常利益)、税引前利益、経常利益、純利益といった複数の利益が先行研究で用いられている。

(3) 裁量的発生項目額を用いる指標

Hunt et al. (2000) は、非裁量的発生項目額 (NDA) を推定し、これと営業活動によるキャッシュフロー (CFO) をもとにした、利益平準化の指標を分析に用いている。Hunt et al. (2000) は、Jones (1991) のモデルを修正した Dechow et al. (1995) のモデルを用いて NDA を推定した。これに CFO を足して、非裁量的利益 NDNI の算定を行った ($NDNI = NDA + CFO$)。その上で、NDNI の標準偏差を CFO の標準偏差で割った $\frac{\sigma(NDNI)}{\sigma(CFO)}$ が産業メディアン値よりも小さければ実体的平準化を行っていることになるとした。また、特別損益控除前利益 NI の標準偏差を NDNI の標準偏差で割った $\frac{\sigma(NI)}{\sigma(NDNI)}$ が産業メディアン値よりも小さければ技術的平準化を行っていることになるとした。これらの指標は、企業が裁量的発生項目を用いて利益平準化を行っているという考えに基づく指標である。

Subramanyam (1996) では、裁量的発生項目額 (DAP) が裁量前 (裁量的発生項目を用いて利益平準化を行う前) の利益と負の相関があることが見出され、裁量的発生項目を用いて利益を平準化していることが示唆された。これを踏まえ、Tucker and Zarowin (2006)、Grant et al. (2009)、Li and Richie (2009) などでは、裁量的発生項目額の変化額 ΔDAP と裁量前の利益 (PDI) の変化額 ΔPDI との相関を平準化の指標としている。この DAP の変化額と PDI の変化額との相関を示す $Corr(\Delta DAP, \Delta PDI)$ が負で、かつこの負の相関関係が強くなれば強くなるほど、利益平準化の程度が高いとされる。経営者が裁量的発生項目を用いて利益平準化を行う場合、利益平準化の程度が高い企業では ΔDAP と ΔPDI の相関が負となり、さらにその負の相関関係が強くなると予想されるためである。PDI は、Jones (1991) のモデルを修正した Kothari et al. (2005) のモデルなどで DAP を推定した上で、これを当期利益 NI から引いて計算される ($PDI = NI - DAP$)。

(4) 営業キャッシュフロー・営業利益・会計発生項目額を用いる指標

Lang et al. (2003)、Leuz et al. (2003)、Francis et al. (2004)、Gassen et al. (2006)、Myers et al. (2007)、Bowen et al. (2008)、McInnis (2010) などは、営業利益 (または特別損益控除前利益や EPS) の変動性 (標準偏差) を CFO の変動性 (標準偏差) で割って算定する比率を利益平準化の指標として用いた。この指標は、利益平準化、すなわち報告利益の変動を減じることが、会計発生項目額の値を変えて行われることに着目した指標である。この指標の値が低ければ低いほど、企業が利益平準化を行っている可能性が高いことになる。また、Leuz et al. (2003)、Bhattacharya et al. (2003)、Myers et al. (2007)、Cahan et al. (2008) などは会計発生項目額 (ACC) の変化額 ΔACC と CFO の変化額 ΔCFO との相関を利益平準化の尺度として用いている。この指標では、 ΔACC と ΔCFO との相関が負で、かつこの負の相関が強ければ強いほど、当該企業は利益平準化を行っている可能性が高いとされる。これは、企業が利益平準化を行う場合、CFO が大きい (小さい) 時には ACC を減少 (増加) させるので、ACC と CFO との負の相関関係が強くなると予想されることに着目した指標である。

(5) 指標を用いた検証方法

先行研究では、利益平準化を表す指標を被説明変数に、利益平準化の動機・誘因を表す変数を説明変数とした回帰分析を行うことで、利益平準化とその動機・誘因との因果関係を検証している。また、指標により、利益平準化を行っている企業と利益平準化を行っていない企業に分け、動機・誘因を示す変数の値に有意な差異があるかどうかを分析することで、利益平準化とその動機・誘因との因果関係を検証することも行われている。加えて、仮説に基づき、サンプル間で平準化の指標の値が異なるかどうかを検証するという手法もあげられる。なお、4.で述べる平準化された利益の株式市場における評価に関する実証研究では、主に、指標により利益平準化の程度が高い企業を抽出した上で、そのような企業の利益の株式市場における評価を検証している。

3. 利益平準化の理論・実証研究—動機・誘因の検証—

Copeland (1968) を契機として、利益平準化に関する実証研究が本格的に開始されるようになった。Copeland (1968)、Copeland and Licastró (1968)、Cushing (1969)、White (1970) では企業が利益平準化を行っている証拠を見出せなかった。しかしながら、Beidleman (1973) で利益平準化の証拠が見いだされた後、主に1980年代から1990年代にかけては、利益平準化を行う企業経営者の動機・誘因についての理論研究・実証研究が盛んに行われるようになった。これらの研究には、会計データを用いた実証研究だけでなく、エージェンシー理論を援用した分析的会計研究も含まれる。

以下では、富田 (2004) をもとに、過去の理論研究・実証研究で利益平準化行動を引き起こすとされている主な動機・誘因をとりあげる。富田 (2004) は、経営者が利益平準化を決定する意識的・無意識的原因を「動機」、利益平準化を引き起こす原因を「誘因」として分類している。すなわち、動機によって利益平準化が決定され、誘因が引き起こすのである。ただし、過去の利益平準化に関する理論研究・実証研究では利益平準化の動機と誘因の区別が厳密になされているとは言えない。「保守主義」のように、動機と誘因のどちらに区分すべきかが難しいものもあることに留意されたい。また、誘因と利益平準化の関係を検証しても、動機と利益平準化の関係の検証、動機と誘因の関係の検証を直接行っていない研究も存在する。ゆえに、どのような動機・誘因により利益平準化を行うのかについては理論的な定説が得られていないと言える。

3.1 利益平準化の動機

以下の(1)～(4)の動機は証券市場との関係による動機、(5)～(6)は経営者市場との関係による動機、(7)～(8)はその他の市場との関係による動機となる。この分類は、富田 (2004) に基づくものである。

(1) 高い配当水準を維持するため

株主 (投資家) がリスク回避型であると仮定すれば、利益平準化は安定した配当が行えることから、株主の信頼を高めると、Hepworth (1951) は指摘している。Gordon (1964) でも、利益平準化行動

は、より高い水準の配当を維持するとしている。また、Beidleman (1973) も、利益を安定させると、企業が配当の水準を低めに抑えなくてもよく、高い配当水準を維持できるので、利益平準化が引き起こされると主張している。実際、Beattie et al. (1994) では、特別損益控除前利益が配当をカバーする割合（特別損益控除前利益÷配当）が低い企業において、利益平準化の程度が高いことを分析により見出している。Gassen et al. (2006) でも、より高い配当を支払う企業では、利益をより平準化して報告する傾向があることが判明している。

(2) 資本コスト（リスク）を低めるため

Lev and Kunitzky (1974) は、利益の変動がより小さくなると株式の全体リスクとシステムティックリスクがより小さくなることを、分析により見出している⁽²⁾。また、業績が不安定な企業ほど財務的に破綻しやすいので、安定的な利益のほうが借入コスト（負債コスト）を低く抑えられると、Trueman and Titman (1988) は主張している。Li and Richie (2009)、Martinez and Castro (2011) は利益平準化が利益の持続性（予想精度）を高めるとした上で、利益平準化の程度が高い企業において、負債コストがより低いことや信用格付けがより高いことを、分析により見出している。Michelson et al. (1995) でも、利益を平準化している企業ではベータが低くなることが見出されている。Francis et al. (2004) の分析においても、利益平準化を行っている企業で、暗黙的に市場が仮定している株主資本コスト（implied cost of capital）がより低くなることが判明している。これに対し、Bhattacharya et al. (2003)、McInnis (2010) の分析では、利益平準化を行うことで、暗黙的に市場が仮定する株主資本コストがより低くなることが見出されなかった⁽³⁾。McInnis (2010) は、株主資本コストと利益平準化との関係は、主にアナリストの長期の利益予想が実績利益予想を上回る楽観的なバイアスによって生じることを分析により見出している。

(3) 株価に望ましい効果を与えるため

Gordon (1964) は、利益が安定していると、企業はより高い水準の配当を維持し、株価をより高めると主張している。Beidleman (1973) は、利益の変動性と株価の変動性に正の相関がみられるならば、企業は利益の平準化により、市場ポートフォリオのリターンと期待リターンとの相関を減少させ、利益の平準化は株価に望ましい効果を与えると唱えている。Trueman and Titman (1988) も、利益平準化は負債コストの影響を通じて企業の市場価値を増大させるとの意見を述べている。また、Barth et al. (1999)、Thomas and Zhang (2002) では、利益の変動性の減少が利益の持続性を改善し、株価を高める可能性が示唆されている。Myers et al. (2007) でも、利益平準化を行って連続した増益となっている企業では株式市場での評価が高くなるが、増益が途切れてしまうと大幅に株価が下落するということが判明している。

(4) 経営者の私的情報の伝達（シグナリング）

Barnea et al. (1975)、Barnea et al. (1976)、Ronen and Sadan (1981)、Chaney and Lewis (1995)、

Demski (1998)、Sanker and Subramanyam (2001)、Srinidhi et al. (2001)、Kirschenheiter and Melumad (2002) では、経営者が将来利益または将来キャッシュフロー (CF) を推定する際の私的な情報、すなわち利益の持続性（あるいは成長性）に関する私的な情報を株主（投資家）に明らかにするための手段として利益平準化を行うとしている。報告利益の水準を用いて株主が持続的な将来の CF の水準を推定する場合、報告利益が変動していると、株主が持続的な構成要素を推定する際の確信を減じることになる。よって、将来の利益や CF をうまく株主が予想できるように、経営者は一時的な項目を取り除いて利益を平準化する動機を持つことになるのである。経営者が将来の利益や CF に関する私的な情報を伝達するために利益平準化を行えば、企業の現在と過去の利益は、株主による将来の利益と CF の推定に際して有用なものとなるのである (Tucker and Zarowin 2006)。

(5) 経営者と株主の合理的な選択 (均衡解)

Lambert (1984)、Suh (1990)、Demski and Frimor (1999) では、エージェンシー理論をもとに、株主と経営者の合理的な選択 (均衡解) として利益平準化が導かれるとした。これは、株主と経営者がリスク回避的であり、経営者は株主よりも情報優位にあると仮定した場合、経営者 (エージェント) が追加的なリスクをとることを埋め合わせるために株主 (プリンシパル) は高いプレミアムを支払うことになるので、合理的に行動する株主と経営者の選択 (均衡解) として、利益平準化が導かれるということである。この場合、利益平準化は単なる歪曲 (garbling) となり、利益に含まれるノイズが大きくなって、平準化の程度が高い現在の報告利益は将来の利益と CF についての有用な情報とは言えなくなると、Tucker and Zarowin (2006) は指摘している。つまり、利益平準化は、経営者が自らの利得を優先するために行う報告利益管理、すなわち機会主義的な報告利益管理とみなされるのである。

これに対し、(4) で述べたように、利益平準化が経営者の私的な情報の伝達のために用いられるならば、(過去も含む) 現在の利益と将来の利益との関係は強まり、平準化の程度が高い現在の利益は将来の利益についての有用な情報となると考えられる (Tucker and Zarowin 2006)。

(6) 経営者の地位の保全

Monsen and Downs (1965) が唱えたように、株主による経営者の業績評価の非対称性がある場合、年々の会計利益の流利が業績とみなされ、多額の利益を計上した時はさして経営者は評価されないにもかかわらず、減益に 1 回でもなるとマイナスの評価を受けることになる。このような場合、特に経営者は自らの地位の保全を図り、自らの効用を高めるために、利益平準化を行うことが考えられる。また、このような評価の非対称性がなくても、大幅な利益の増加があると、それ以降の経営者に対する評価基準が上がってしまう。ゆえに、経営者は自らの地位の保全のために利益平準化を行う動機が生じると、Moses (1987) は指摘している。

Ronen and Sadan (1975)、Arya et al. (1998) は、経営者の解雇の可能性は利益の大幅な変動や下降あるいは損失発生時に高くなる傾向があるので、解雇を避けるために (機会主義的な) 利益平準

化を行うとしている。Fudenberg and Tirole (1995) も、経営者は自らの地位を保全するために、すなわち自らの非金銭的な効用を高めるために（機会主義的な）利益平準化を行うと主張した。Fudenberg and Tirole (1995) に基づき、DeFond and Park (1997)、Ahmed et al. (2006) は、経営者は解雇を避けるために利益平準化を行うとした⁽⁴⁾。その上で、アナリストは裁量前の利益を予想すると仮定し、アナリスト予想利益を期待将来利益の代理変数とした。分析の結果、現在の裁量前の利益が高く（低く）、アナリスト予想利益が低い（高い）とき、経営者は裁量的発生項目を用いて利益の平準化を行うことが判明している。

(7) 経営環境の不確実性の減少

Lev and Kunitzky (1974) は、売上、生産、資本的支出といった、様々なインプットとアウトプットの流列を積極的に平準化すると、環境の不確実性を減少できるとしている。

(8) 経営者と従業員・産業界との関係を良好に保つため

急激な利益の増加は、賃金の増加、ストライキ、産業界での不安を招いてしまうので、経営者と従業員との関係を良好に保つために利益平準化が行われると、Hepworth (1953) は指摘している。

3.2 利益平準化の誘因

(1) 経営者報酬

Moses (1987) は、経営者は将来達成困難になるような報酬の評価基準が設定されるのを避けようとするために、利益平準化が行われると主張している。また、報酬の上限・下限が設けられている場合、上限を上回る利益を出しても上限超過分は反映されず、反映されない分は将来の利益が低い期間にシフトされることになり、これも利益平準化を引き起こすと Moses (1987) は主張している。

Beidleman (1973)、Healy (1985)、Moses (1987)、Beattie et al. (1994)、Carlson and Bathala (1997)、Godfrey and Jones (1999)、Barton (2001)、Bowen et al. (2008)、Grant et al. (2009) では、金銭報酬が年度の利益または株価に連動して支払われる場合、経営者は自らの効用を高めるために（機会主義的な）利益平準化を行う傾向があることが、分析により見出されている。これに対し、Herrmann and Inoue (1996) では、日本企業においては、経営者報酬が利益平準化と有意な正の関係にはないことが判明している。

(2) 企業統制のタイプ（企業類型）

株式が広く分散されて所有されている企業では、経営者が自らの効用（私的便益）を高めるために、経営者は機会主義的な利益平準化を行うことがたやすいと考えられる。これについて、Smith (1976)、Salamon and Smith (1979)、Koch (1981)、Beattie et al. (1994)、Carlson and Bathala (1997)、Godfrey and Jones (1999)、Leuz et al. (2003)、Grant et al. (2009) では、経営者の所有権が大きい（株主のコントロールが小さい）企業において、利益平準化の程度が高くなることが分析により見

出されている。

(3) 投資家保護

Leuz et al. (2003)、Cahan et al. (2008) では、投資家保護が弱い国、外部の投資家の法的な保護が弱い国では、利益平準化が顕著であることが分析により判明している。Bowen et al. (2008) は、取締役会のモニタリングの機能が低い企業において、利益平準化の程度が高くなることを分析により見出している。Huang et al. (2009) でも、取締役会における社外取締役の割合が少ないなどの特徴を持つ企業、すなわちコーポレート・ガバナンスの質が悪い企業では利益平準化の程度が高くなることが分析により判明している。

Leuz et al. (2003)、Cahan et al. (2008) は、経営者自らの私的便益（効用）を高め、さらに私的便益を得ることを隠蔽するための機会主義的な利益平準化が、投資家保護が弱い国において行われやすいと主張している。

(4) 政治コスト

Moses (1987) は、規模の大きい企業における利益の変動は、望まない政治コストが生じる可能性を増やしてしまうことを指摘した。その上で、規模の大きい企業は規模の小さい企業と比べて、利益を平準化する程度が高いことを見出した。Herrmann and Inoue (1996)、Booth et al. (1996)、Michelson et al. (2000) も、利益平準化を行っている企業では規模が大きくなる傾向があることを分析により見出している。これに対し、Albrecht and Richardson (1990) の分析では、規模の大きい企業における利益平準化の程度が低いことを見出されている。この原因を、Albrecht and Richardson (1990) は政府機関、公衆からのより大きな監視にさらされているためとしている。

また、Moses (1987) は、反トラスト活動が強化されていると規制主体に判断される可能性が高いことから、企業のマーケットシェアの高さは、利益平準化の誘因になると主張している。しかし、Godfrey and Jones (1999) では、一部の企業がマーケットシェアを占めている産業において、企業は利益平準化を行う程度が低くなることが分析により見出されている。

(5) 労働費用

Moses (1987) は、賃金交渉で利益情報が用いられることから、企業の利益の急激な増加は従業員や組合による賃金上昇の要求を強め、利益の急激な減少は財政的破綻への不安から生ずるコストを発生させると主張している。ゆえに、従業員や組合が強い企業では、利益平準化の傾向が高まると予想される。これについて、Godfrey and Jones (1999) は、組合の組織率が高い企業が、組織率が低い企業と比べて、利益平準化を行う傾向があることを分析により見出している。

(6) 税

Choi and Mueller (1992) は、利益を低く報告することによって、税金を減らす傾向が経営者にあ

り、これは累進課税のシステムのもとで顕著なことを見出した。Trueman and Titman (1988)、Rozycki (1997) も、所得税を最小化することが利益平準化行動を導くとした。Herrmann and Inoue (1996) は、所得税と利益平準度との正の相関を見出している。このことから、高い利益を計上すると所得税の支払いが大きくなり、利益の金額がより低いと税務当局からの調査を受ける可能性が増すため、利益を平準化していることが考えられる。Barton (2001) でも、企業の限界税率が平均税率を超えているとき、企業は利益を平準化する傾向があることが分析により判明している。

(7) 資本集約度

Herrmann and Inoue (1996)、Kwak and Lee (2008) は、固定資産（償却可能な資産）の金額が大きい企業では、減価償却方法を変更することにより、利益を平準化する傾向があることを指摘した。これを踏まえて、Herrmann and Inoue (1996)、Kwak and Lee (2008) が分析を行った結果、固定資産の金額が大きい企業における利益平準化の程度が高いことが判明している。

(8) 営業活動の成果の乖離

企業の経営者は、実際の営業活動の成果が期待していた営業活動の成果と大きく乖離していた場合、利益を平準化する傾向がより強くなることを、Herrmann and Inoue (1996) と Kwak and Lee (2008) は指摘している。Herrmann and Inoue (1996) と Kwak and Lee (2008) では、営業活動の成果の合理的な代理変数としては売上を用い、前期の売上高は期待された営業活動の成果、前期から当期にかけての売上高の成長率の絶対値は営業活動の成果の乖離を表すとした。その上で、前期から当期にかけての売上高の成長率の絶対値が大きい企業において、利益が平準化される傾向があることを、Herrmann and Inoue (1996) と Kwak and Lee (2008) は分析により見出している。

(9) 負債

Trueman and Titman (1988) は、負債による資金調達が多い企業は、債務不履行の確率を低めて、負債コストをより低くする動機が生じることから、利益平準化を行う傾向があることを示唆している。これを踏まえ、Carlson and Bathala (1997) は、長期債務が多い企業では利益平準化を行う傾向があることを分析により見出している。Kwak and Lee (2008) でも、負債比率が高い企業において、利益平準化の程度が高くなることを分析により見出している。Grant et al. (2009) では、分析の結果、新規の長期債務が多い企業において、利益平準化を行う傾向があることが判明している。

(10) 収益性

Archibald (1967)、White (1970) は利益流列の変動が大きいと、収益性が低くなる可能性が大きくなることを指摘している。このような状況下では、資本コストの増加や株価の減少といった深刻な影響が企業に及ぼされるので、利益平準化が行われると考えられる。これを踏まえ、Ashari et al. (1994)、Tseng and Lai (2007) は、収益性が低い企業で、利益平準化が行われる傾向があること

を分析により見出している。これに対し、Carlson and Bathala (1997) は、連続して赤字を計上している企業では、利益平準化に利用できる手段がほとんどないことを主張した。その上で、企業の収益性が高くなるにつれて、利益平準化の程度が高くなることを Carlson and Bathala (1997) は分析により見出している。Grant et al. (2009) も、ROA が高い企業ほど利益平準化の程度が高いことを見出している。

(11) 産業

Ronen and Sadan (1981) では、産業によって利益平準化の傾向が異なることや、公的な監視が大きい石油・ガス・医薬品で利益平準化の程度が高いことが分析により判明している。Belkaoui and Picur (1984) では、周辺産業のような環境の不確実性の大きい（リスクの高い）産業のほうが、コア産業よりも利益平準化の程度が高いことが分析により見出されている。Ashari et al. (1994) でも、環境の不確実性が大きい産業では利益を平準化する傾向があることが見出されている。加えて、Ahmed et al. (2006) は、競争が激しい産業や耐久財産業に属する企業において、経営者が自らの地位を保全するために、利益平準化が行われる可能性が高くなることを分析により見出している。

(12) 保守主義

Beaver and Ryan (2005) は、企業が無条件保守主義 (unconditional conservatism) を選択することで、将来の評価切り下げの可能性を減らし、利益を平準化しうることを指摘している。ここでいう無条件保守主義とは、株主持分のより低い報告価値につながる会計方法を選好することと定義され、グッドニュース（企業にとって望ましい状態）やバッドニュース（企業にとって望ましくないニュース）に反応しない、かつニュースの発表とは無関係に行われる会計行動のことを指す。例としては、研究開発費の即時費用化、固定資産の加速償却などがあげられる。これに対し、条件付保守主義 (conditional conservatism) とは、利益（収益）と損失（費用）の非対称な認識である。例としては、棚卸資産の低価法、固定資産の減損があげられる。条件付保守主義のもとでは、バッドニュースがグッドニュースよりも迅速に会計利益に反映されることになる。無条件保守主義がニュースから独立し、「事前的」な保守主義であるのに対し、条件付保守主義はニュースに依存し、「事後的」な保守主義と言える。

Ryan (2006) は、成長が変動的でない場合、すなわち一定の投資を続ける場合、無条件保守主義は利益を平準化する傾向があることを指摘している。Ball et al. (2000) では、慣習法の国よりも、成文法の国において、無条件保守主義の度合いが高く、利益平準化の程度が高いという分析結果が示されている。Gassen et al. (2006) でも、利益平準化と無条件保守主義は異なる利益属性であり、利益平準化は条件付保守主義を低下させることが分析により見出されている。加えて、Gassen et al. (2006) では、慣習法の国と比べて、成文法の国における利益平準化の程度が高いことも分析により判明している。

4. 利益平準化の実証研究—株式市場における評価—

1990年代半ばからは、利益平準化は将来利益または将来キャッシュフローを推定するのに有用な情報を提供するという観点から、平準化された利益の株式市場における評価についての検証がなされている。Tucker and Zarowin (2006) は、利益平準化による経営者の私的情報の公表により、利益の持続性が高まり、過去と現在の利益情報の有用性が改善される可能性を指摘している⁽⁵⁾。実際、Barth et al. (1999)、Thomas and Zhang (2002) では、利益の変動性の減少が利益の持続性を改善し、株価を高めることが示唆されている。

しかしながら、利益平準化と株式市場との関係を検証する実証研究においては、利益平準化が利益の価値関連性(有用性)を高めているという分析結果と、低めているという分析結果が混在している。

Michelson et al. (1995) では、利益を平準化を行っていると言われる企業において、10年間の平均年次リターンが、利益平準化を行っていないと言われる企業よりも有意に低いことが判明している。Booth et al. (1996) では、利益公表後の期間の期待外リターンの大半は、利益平準化を行っていないと言われる企業の利益サプライズに対する市場の反応によるものであることが明らかになっている。McInnis (2010) においても、利益平準化と平均株式リターンとの間に有意な関係がみられなかったことが判明している。これに対し、Hunt et al. (2000) では、特に裁量的発生項目を用いて利益を平準化している企業において、利益の価値関連性がより高くなっており、利益平準化が利益の有用性(利益の株式市場における評価)を改善していることが見出されている。Hunt et al. (2000) では、特に裁量的発生項目を用いた利益平準化を行っている企業において、利益の有用性や持続性がより高くなっているという分析結果も見出されている⁽⁶⁾。Michelson et al. (2000) でも、利益平準化を行っているとされる企業では、利益平準化を行っていないとされる企業と比べて、累積平均異常リターンが高いことが判明している。

また、利益の質を考慮した場合の、平準化された利益の株式市場における評価については、Bao and Bao (2004) により検証が行われている。Bao and Bao (2004) では、Sloan (1996) に基づいて、利益に占めるCFOの割合をもとに、企業の利益の質を測定した。分析の結果、企業の利益の質を考慮しない場合、利益平準化企業と非平準化企業の間では、利益の価値関連性に大きな差異は見られなかった。しかしながら、利益の質が低く、かつ利益平準化を行っている企業では、利益の質が低く、かつ利益平準化を行っていない企業よりも、利益の価値関連性が高く、利益の有用性が高くなっていることが判明した。加えて、利益の質が低く、かつ利益平準化を行っていない企業の利益の価値関連性が最も低いことが判明した。これらのことから、利益平準化行動だけでは、株価と利益の関係を完全に説明できない(投資家は報告利益の質と利益平準化行動を考慮して企業評価を行っている)と言える。Cahan et al. (2008) でも、投資家保護が強い国の企業では、投資家保護が弱い国の企業と比べて、平準化された利益の有用性が高くなることが判明している。

同時期の株価と利益との関係だけではなく、当期の株価と将来の利益情報との関係についても、Tucker and Zarowin (2006) によって検証がなされている。Tucker and Zarowin (2006) は、Subramanyam (1996) において、株式リターンが同時点の裁量的発生項目額と正の相関を示しており、

かつ裁量的発生項目額が将来の利益・CFOと正の相関があり、また裁量前の利益（非裁量的利益）と負の相関があるのが判明していることから、裁量的発生項目を用いた利益平準化は将来の利益に関する情報を伝えるものであると主張した⁽⁷⁾。これを踏まえて分析を行った結果、利益平準化の程度が高い企業では、利益平準化の程度が低い企業と比べて、将来の利益情報が当期の株価（株式リターン）を有意に説明していることが判明した。これは、裁量的発生項目を用いた利益平準化を行うことで、将来利益に関する過去と現在の利益の有用性が高くなるだけでなく、当期の株式市場の評価に将来の利益情報がより多く含まれることになることを示している。

5. 利益平準化に関する研究の今後の課題

日本における、企業の利益平準化に関する研究の今後の課題としては、まず、平準化の指標がどの程度正確なのかについての検証があげられる。これは、利益平準化を検証する研究では、企業の経営者によって利益平準化がなされていることを識別するためのモデルが適切であるという仮説と、経営者において利益平準化の動機・誘因が存在し、これを実行するという仮説との検定、すなわち結合仮説の検定が行われているためである。

また、企業が利益平準化行動を行う動機・誘因の中には、十分な検証が行われていないものや統一された分析結果が出ていないものが存在する。とりわけ、無条件保守主義と利益平準化との関係については、無条件保守主義をどのようにして定量化するという問題も含め、今後の検討課題であろう。

加えて、平準化された利益の株式市場における評価の検証については、利益の質も考慮されているのかどうかについての検証が今後の課題として挙げられる。あわせて利益平準化と株主資本コストの関係の検証、すなわち利益平準化が利益の持続性（予想精度）を高めることで企業のリスクを低くし、これにより株主資本コストが低くなるのかについての詳細な検証も今後の課題としてあげられる。

さらに、実体的平準化を考慮した上での、技術的平準化（会計的平準化）の検証も今後の課題としてあげられる。Graham et al. (2005) の調査では、調査に回答した米国の経営者の 96.9% が（キャッシュフローが一定という仮定の下で）利益平準化を選好することや、会計的裁量行動よりも実体的裁量行動を選好することが明らかになっている。Hunt et al. (2000) では、実体的平準化を行う場合と比べて、裁量的発生項目を用いた技術的平準化を行う場合の方が、利益の有用性（価値関連性）や持続性がより高くなっているという分析結果が見出されている。これに対し、Huang et al. (2009) では、裁量的発生項目を用いた技術的平準化が（トービンの Q を用いて測られる）企業価値を低めるのに対し、デリバティブを用いた実体的平準化は企業価値を高めることが判明している。よって、実体的平準化を考慮した上での、技術的平準化の検証は今後の課題として重要であると言える。

注

- (1) Beidleman (1973) は、利益をタイムトレンドで回帰した式の残差で、平準化に用いられると予想される変数（smoothing variable）をタイムトレンドで回帰した式の残差を回帰する分析を行った。この回帰式の回帰係数が、平準化に用いられると予想される変数として費用（収益）の項目を用いる場合、有意に正（負）となっていれば、企業は利益平準化を行っていることを示すと Beidleman (1973) は主張して

- いる。Barnea et al. (1976) は、特別損益項目から smoothing variable を推定し、経常利益または営業利益から smoothed variable を推定した上で、smoothing variable を smoothed variable で回帰する分析を行った。この式の回帰係数が有意に負である場合に利益平準化が行われていることを示すと、Barnea et al. (1976) は主張している。
- (2) Moses (1987) と Beattie et al. (1994) では、変更前利益（報告利益）と期待利益の差異が大きい企業、すなわち会計リスクの大きい企業において、利益平準化の程度が高くなることを見出されている。
 - (3) Bhattacharya et al. (2003) では、配当割引モデルに基づくモデルを用いて、暗黙的に市場が仮定している株主資本コストを推定している。Francis et al. (2004) や McInnis (2010) では、Brav et al. (2004) または Brav et al. (2005) の実現リターンに依存していないモデルに基づいて、暗黙的に市場が仮定している株主資本コストを推定している。
 - (4) ただし、DeFond and Park (1997) は経営者の地位の保全と利益平準化との関係を直接検証していない。これを踏まえ、Ahmed et al. (2006) では、競争が激しい産業（少数の企業が産業のマーケットシェアを独占していない産業）や耐久財産産業に属する企業、または収益の変動性が大きい（営業環境の不確実性が大きい）企業では、経営者が自らの地位の保全に関心を持つ程度が高くなるとした。その上で、裁量前の利益が高く（低く）、アナリスト予想利益が低い（高い）企業では利益平準化を行っており、かつ競争の激しさ、耐久財産産業に属すること、収益の変動性の大きさが、それぞれ利益平準化と統計的に有意な関係にあることを見出している。
 - (5) 利益平準化が株主と経営者の合理的な選択（均衡解）であるという見解をとる場合は、利益平準化は単なる歪曲（garbling）であるので、報告利益の不透明度が高まり、（過去も含む）当期の利益は将来利益・CF に関する有用な情報にならないことになる。
 - (6) Dichev and Tang (2009) では、過去5期の利益の変動が小さい企業は、利益変動が大きい企業と比べて、当期から将来への利益の持続性が有意に高いことや、アナリストの予想利益の予想誤差の絶対値が有意に小さいという分析結果が明らかになっている。
 - (7) Bowen et al. (2008) では、（利益平準化を含む）報告利益管理を行っている企業において、将来の ROA や CFO が悪化していないことが判明し、報告利益管理が株主に資するものとなっていること、すなわち機会主義的行動になっていないことが示された。これは、Subramanyam (1996) の分析結果と一致するものであり、利益平準化が企業の将来の利益や CF に関する私的な情報を伝達するための手段であり、かつ利益の有用性を高めるものになることを示唆していると言える。

参考文献

- 一ノ宮士郎. 2008. 『QOE [利益の質] 分析』中央経済社.
- 薄井彰. 2004. 「株式評価における保守的な会計測定の経済的機能について」『金融研究』23 (1): 127-159.
- 金森絵里. 2009. 「会計保守主義の二分化と排除不可能性」『立命館経営学』47 (5): 177-192.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整 理論と実証』中央経済社.
- 辻正雄. 2013. 「米国における会計政策研究の系譜」『早稲田商學』434: 117-161.
- 富田知嗣. 2004. 『利益平準化のメカニズム』中央経済社.
- 中村亮介. 2009. 「保守主義の定量化モデルと基準上の保守主義の関係性」『帝京経済学研究』43 (1): 119-128.
- Ahmed, A., G. Lobo, and J. Zhou. 2006. Job security and income smoothing: an empirical test of the Fudenberg and Tirole (1995) model. Available at SSRN (<http://www.ssrn.com/>).
- Albrecht, W., and F. Richardson. 1990. Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance and Accounting* 17 (5): 713-730.
- Archibald, T. 1967. The return to straight-line depreciation: An analysis of a change in accounting method. *Journal of Accounting Research* 5 (Supplement): 164-180.
- Arya, A., J. Glover, and S. Sunder. 1998. Earnings management and the revelation principle. *Review of Accounting Studies* 3 (1-2): 7-34.
- Ashari, N., and H. Koh, S. Tan, and W. Wong. 1994. Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore. *Accounting and Business Research* 24 (96): 291-301.

- Athanasakou, V., N. Strong, and M. Walker. 2007. Classificatory income smoothing: The impact of a change in regime of reporting financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (4): 387-435.
- Ball, R., S. Kothari, and A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics* 29 (1): 1-51.
- Bao, B., and D. Bao. 2004. Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance and Accounting* 31 (9-10): 1525-1557.
- Barefield, R., and E. Comiskey. 1972. The smoothing hypothesis: An alternative test. *The Accounting Review* 47 (2): 291-298.
- Barnea, A., J. Ronen, and S. Sadan. 1975. The implementation of accounting objectives: An application to extraordinary items. *The Accounting Review* 50 (1): 58-68.
- Barnea, A., J. Ronen, and S. Sadan. 1976. Classificatory smoothing of income with extraordinary items. *The Accounting Review* 51 (1): 110-122.
- Barth, M., J. Elliott, and M. Finn. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37 (2): 387-413.
- Barton, J. 2001. Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review* 76 (1): 1-26.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review* 68 (4): 840-855.
- Beattie, V., S. Brown, D. Ewers, B. John, S. Manson, D. Thomas, and M. Turner. 1994. Extraordinary items and income smoothing: A positive accounting approach. *Journal of Business Finance and Accounting* 21 (6): 791-811.
- Beaver, W., and S. Ryan. 2005. Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies* 10 (2-3): 269-309.
- Beidleman, C. 1973. Income smoothing: The role of management. *The Accounting Review* 48 (4): 653-667.
- Belkaoui, A., and R. Picur. 1984. The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences between core and periphery industrial sectors. *Journal of Business Finance and Accounting* 11 (4): 527-545.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker. 2003. The world price of earnings opacity. *The Accounting Review* 78 (3): 641-678.
- Booth, G., J. Kallunki, and T. Martikainen. 1996. Post-announcement drift and income smoothing: Finnish evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 23 (8): 1197-1211.
- Bowen, R., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2008. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. *Contemporary Accounting Research* 25 (2): 351-405.
- Brav, A., R. Lehavy, and R. Michaely. 2004. Expected returns and asset pricing. Working paper. Duke University, University of Michigan, and Cornell University.
- Brav, A., R. Lehavy, and R. Michaely. 2005. Using expectations to test asset pricing models. *Financial Management* 34 (3): 31-64.
- Cahan, S., G. Liu, and J. Sun. 2008. Investor protection, income smoothing, and earnings informativeness. *Journal of International Accounting Research* 7 (1): 1-24.
- Carlson, S., and C. Bathala. 1997. Ownership differences and firms' income smoothing behavior. *Journal of Business Finance and Accounting* 24 (2): 179-196.
- Chaney, P., and C. Lewis. 1995. Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance* 1 (3-4): 319-345.
- Choi, F., and G. Mueller. 1992. *International Accounting*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Copeland, R. 1968. Income smoothing. *Journal of Accounting Research* 6 (Supplement): 101-116.
- Copeland, R. and R. Licastro. 1968. A note on income smoothing. *The Accounting Review* 43 (3): 540-545.
- Cushing, B. 1969. An empirical study of changes in accounting policy. *Journal of Accounting Research* 7 (2): 196-203.
- Dascher, P., and R. Malcom. 1970. A note on income smoothing in the chemical industry. *Journal of Account-*

- ing Research* 8 (2): 253-259.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- DeFond, M., and C. Park. 1997. Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23 (2): 115-139.
- Demski, J. 1998. Performance measure manipulation. *Contemporary Accounting Research* 15 (3): 261-285.
- Demski, J., and H. Frimor. 1999. Performance measure garbling under renegotiation in multi-period agencies. *Journal of Accounting Research* 37 (Supplement): 187-214.
- Dichev, I., and V. Tang. 2009. Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics* 47 (1-2): 160-181.
- Eckel, N. 1981. The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus* 17 (1): 28-40.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 967-1010.
- Fudenberg, D., and J. Tirole. 1995. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy* 103 (1): 75-93.
- Gassen, J., R. Fülber, and T. Sellhorn. 2006. International differences in conditional conservatism –the role of unconditional conservatism and income smoothing. *European Accounting Review* 15 (4): 527-564.
- Godfrey, J., and K. Jones. 1999. Political cost influences on income smoothing via extraordinary item classification. *Accounting and Finance* 39 (3): 229-254.
- Goel, A., and A. Thakor. 2003. Why do firms smooth earnings? *Journal of Business* 76 (1): 151-192.
- Gordon, M. 1964. Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review* 39 (2): 251-263.
- Graham, J., C. Harvey and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1-3): 3-73.
- Grant, J., G. Markarian, and A. Parbonetti. 2009. CEO risk-related incentives and income smoothing. *Contemporary Accounting Research* 26 (4): 1029-1065.
- Hand, J. 1989. Did firms undertake debt-equity swaps for an accounting paper profit or true financial gain? *The Accounting Review* 64 (4): 587-623.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3): 85-107.
- Hepworth, S. 1953. Smoothing periodic income. *The Accounting Review* 28 (1): 32-39.
- Herrmann, D., and T. Inoue. 1996. Income smoothing and incentives by operating condition: An empirical test using depreciation changes in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 5 (2): 161-177.
- Huang, P., Y. Zhang, D. Deis, and J. Moffitt. 2009. Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? *Journal of Banking and Finance* 33 (2): 224-233.
- Hunt, A., S. Moyer, and T. Shevlin. 2000. Earnings volatility, earnings management, and equity value. Working paper. University of Washington.
- Imhoff, E. 1981. Income Smoothing: An analysis of critical issues. *Quarterly Review of Economics and Business* 21 (3): 23-42.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2): 193-228.
- Kirschenheiter, M., and N. Melumad. 2002. Can “Big Bath” and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies? *Journal of Accounting Research* 40 (3): 761-796.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Koch, B. 1981. Income smoothing: An experiment. *The Accounting Review* 56 (3): 574-586.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1): 163-197.

- Kwak, W., and H. Lee. 2008. Income smoothing using reserve accounts by Japanese companies. *The Journal of Applied Business Research* 24 (1): 43-54.
- Lambert, R. 1984. Income smoothing as rational equilibrium behavior. *The Accounting Review* 59 (4): 604-618.
- Lang, M., J. Raedy, and M. Yetman. 2003. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research* 41 (2): 363-386.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505-527.
- Lev, B., and S. Kunitzky. 1974. On the association between smoothing measures and the risk of common stock. *The Accounting Review* 49 (2): 259-270.
- Li, S., and N. Richie. 2009. Income smoothing and the cost of debt. Working Paper. Wilfrid Laurier University, University of North Carolina Wilmington.
- Ma, C. 1988. Loan loss reserves and income smoothing: The experience in the U. S. banking industry. *Journal of Business Finance and Accounting* 15 (4): 487-497.
- Martinez, A., and M. Castro. 2011. Bond ratings and income smoothing in Brazil. *Latin American Business Review* 12 (2): 59-81.
- Matsuura, S. 2008. On the relation between real earnings management and accounting earnings management: income smoothing perspective. *Journal of International Business Research* 7 (S3): 63-77.
- McInnis, J. 2010. Earnings smoothness, average returns, and implied cost of equity capital. *The Accounting Review* 85 (1): 315-341.
- Michelson, S., J. Jordan-Wagner, and C. Wootton. 1995. A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting* 22 (8): 1179-1193.
- Michelson, S., J. Jordan-Wagner and C. Wootton. 2000. The relationship between the smoothing of reported income and risk-adjusted returns. *Journal of Economics and Finance* 24 (2): 141-159.
- Monsen, R., and A. Downs. 1965. A theory of large managerial firms. *Journal of Political Economy* 73 (3): 221-236.
- Moses, O. 1987. Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review* 62 (2): 358-377.
- Myers, J., L. Myers, and D. Skinner. 2007. Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 22 (2): 249-284.
- Nagy, A., and T. Neal. 2001. An empirical examination of corporate myopic behavior: A comparison of Japanese and U. S. companies. *The International Journal of Accounting* 36 (1): 91-113.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1975. Classificatory smoothing: Alternative income models. *Journal of Accounting Research* 13 (1): 133-149.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1980. Accounting classification as a tool for income prediction. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 3 (4): 339-353.
- Ronen, J., and S. Sadan. 1981. *Smoothing Income Numbers: Objectives, Means, and Implications*. Boston, MA: Addison-Wesley Publishing Company.
- Ronen, J., and V. Yaari. 2008. *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. New York, NY: Springer Science+Business Media, LLC.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335-370.
- Rozycki, J. 1997. A tax motivation for smoothing dividends. *Quarterly Review of Economics and Finance* 37 (2): 563-578.
- Ryan, S. 2006. Identifying conditional conservatism. *European Accounting Review* 15 (4): 511-525.
- Ryan, S., R. Herz, T. Iannacconi, L. Maines, K. Palepu, C. Schrand, D. Skinner, and L. Vincent. 2002. Recommendations on hedge accounting and accounting for transfers of financial instruments. *Accounting Horizons* 16 (1): 81-93.

- Salamon, G., and E. Smith. 1979. Corporate control and managerial misrepresentation of firm performance. *The Bell Journal of Economics* 10 (1): 319-328.
- Sankar, M., and K. Subramanyam. 2001. Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research* 39 (2): 365-386.
- Scott, W. 2006. *Financial Accounting Theory (Fourth Edition)*. Toronto, Ontario: Pearson Education Canada, Inc.
- Sloan, R. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71 (3): 289-315.
- Smith, E. 1976. The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions. *The Accounting Review* 51 (4): 707-723.
- Srinidhi, B., J. Ronen, and A. Maindiratta. 2001. Market imperfections as the cause of accounting income smoothing -the case of differential capital access. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 17 (3): 283-300.
- Subramanyam, K. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3): 249-281.
- Suh, Y. 1990. Communication and income smoothing through accounting method choice. *Management Science* 36 (6): 704-723.
- Thomas, J., and H. Zhang. 2002. Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies* 7 (2-3): 163-187.
- Trueman, B., and S. Titman. 1988. An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement): 127-139.
- Tseng, L., and C. Lai. 2007. The relationship between income smoothing and company profitability: An empirical study. *International Journal of Management* 24 (4): 727-733.
- Tucker, J., and P. Zarowin. 2006. Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review* 81 (1): 251-270.
- Watts, R., and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- White, G. 1970. Discretionary accounting decisions and income normalization. *Journal of Accounting Research* 8 (2): 260-273.