



金融機関の利益調整行動に関する実証分析

深谷, 優介

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2022-03-25

(Date of Publication)

2024-03-25

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

甲第8274号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D1008274>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



博士論文

金融機関の利益調整行動に関する実証分析

2022 年 1 月 14 日提出

神戸大学大学院経営学研究科

音川和久 研究室

経営学専攻

学籍番号 177B012B

氏名 深谷優介

目次

第 1 章	問題意識と論文構成	1
1.1	研究の背景・問題意識	1
1.2	本論文の構成と特徴	4
第 2 章	銀行の財務諸表とディスクロージャーの特徴	7
2.1	はじめに	7
2.2	銀行の財務諸表	7
2.2.1	銀行の貸借対照表	7
2.2.2	銀行の損益計算書	10
2.2.3	銀行固有の利益指標	12
2.2.4	銀行のディスクロージャー	13
2.3	銀行と信用金庫・信用組合の相違点	14
第 3 章	金融機関のベンチマーク達成を目的とした利益調整行動	17
3.1	はじめに	17
3.2	先行研究	20
3.2.1	利益ベンチマーク研究	20
3.2.2	銀行を対象にした利益ベンチマーク研究	23
3.3	仮説	26
3.3.1	利益調整の実態に関する仮説	26
3.3.2	利益調整の動機に関する仮説	27
3.3.3	利益調整の手段に関する仮説	29
3.4	サンプルと記述統計量	29
3.5	分析デザイン	34
3.5.1	利益調整の実態に関する分析デザイン	34
3.5.2	利益調整の動機に関する分析デザイン	34
3.5.3	利益調整の手段に関する分析デザイン	36
3.6	分析結果	37
3.6.1	利益調整の実態に関する分析結果	37
3.6.2	利益調整の動機に関する分析結果	47

3.6.3 利益調整の手段に関する分析結果	51
3.7 結論と解釈	58
3.7.1 含意と貢献点	58
3.7.2 結果の解釈と課題	59
第4章 銀行業における経営者の業績予想の特性と手数料収益による実体的裁 量行動	63
4.1 はじめに	63
4.2 銀行の経営者の業績予想の特性	68
4.2.1 銀行の業績予想の開示率	68
4.2.2 予想誤差	69
4.2.3 予想の正確度	76
4.3 業績予想の達成を目的とした手数料収益による実体的裁量行動	80
4.3.1 先行研究	80
4.3.2 仮説の導出	81
4.3.3 分析デザイン	82
4.3.4 サンプルと基本統計量	86
4.3.5 分析結果	91
4.4 結論と課題	95
第5章 銀行業における連続増益達成の株価効果の分析	98
5.1 はじめに	98
5.2 先行研究と仮説	100
5.2.1 一般事業会社の連続増益達成と株価効果に関する先行研究	100
5.2.2 銀行の連続増益と銀行の利益指標に関する先行研究	100
5.2.3 仮説の導出	101
5.3 分析デザイン	102
5.4 サンプルと基本統計量	106
5.4.1 サンプル	106
5.4.2 基本統計量	109
5.5 分析結果	110
5.6 追加分析	115
5.6.1 2期連続増益および4期連続増益の分析	115
5.6.2 業績予想の影響を加味した短期分析	117
5.6.3 多重共線性を考慮した分析	119
5.7 結論と課題	123

第 6 章	結論と今後の展望	125
6.1	本論文の発見事項と貢献点.....	125
6.1.1	ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の実態.....	125
6.1.2	ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の手段.....	126
6.1.3	ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の動機.....	127
6.2	本論文の限界と今後の課題.....	128

第1章

問題意識と論文構成

1.1 研究の背景・問題意識

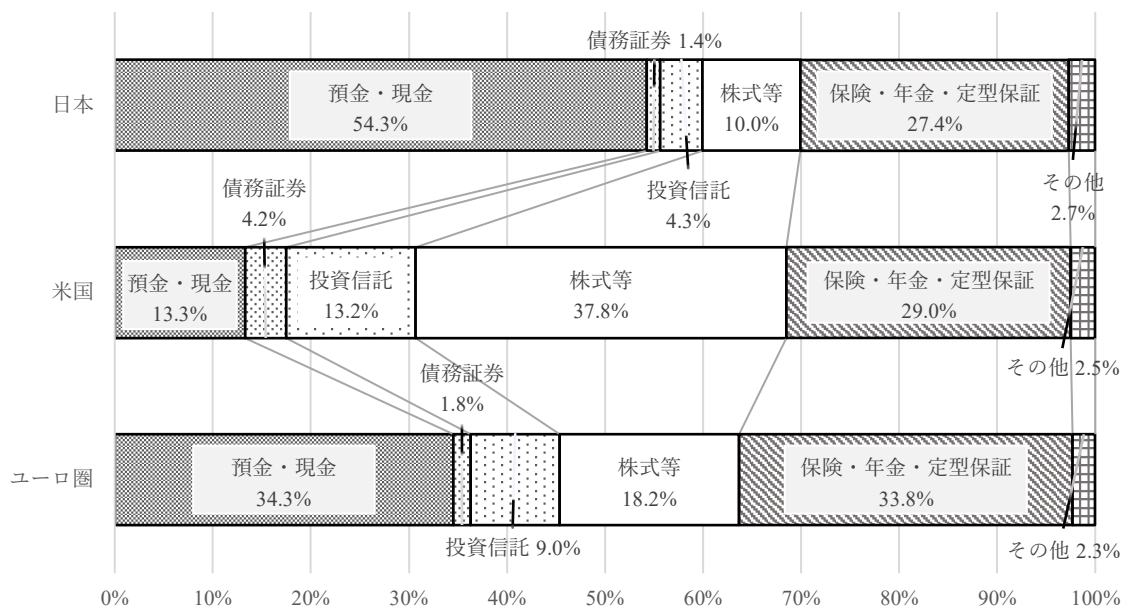
本論文の目的は、金融機関の利益調整行動の実態を明らかにするとともに、その利益調整の手段や動機を検証することである¹。特に利益ゼロ、前年度利益、経営者の業績予想といった利益ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動に焦点をあてる。

株式等からの資金調達を主流とする米国や英国は、市場型金融システムとよばれ、それに対し、日本は銀行型金融システムが根付いているといわれている（Aoki and Patrick 1994）。日本銀行調査統計局(2021)によれば、2021年3月末時点での家計の金融資産構成における現預金の占める割合は、日本では54.3%、米国は13.3%、ユーロ圏は34.3%と、欧米と比較して日本は圧倒的に現預金の占める割合が高い（図表1-1）。さらに、民間非金融法人企業の金融負債構成における借入の割合は、日本では24.6%、米国は4.9%、ユーロ圏は27.4%と、米国に比べ、日本とユーロ圏は借入割合が相対的に高い（図表1-2）。このように日本では、家計や企業に対して銀行が重要な役割を果たしており、銀行の経済的重要性は依然として大きい。また、中小企業庁(2021)の集計結果によると、日本の企業全体に占める中小企業の割合は99.7%（2016年6月時点）であり、中小企業の経営状況は日本経済と直結する。その中小企業のほとんどが非上場企業であり、資金調達先として銀行への依存度は高く、中小企業を支える銀行もまた日本経済にとって重要性が非常に高いといえる。一方で、日本経済における銀行の重要性が高いにもかかわらず、

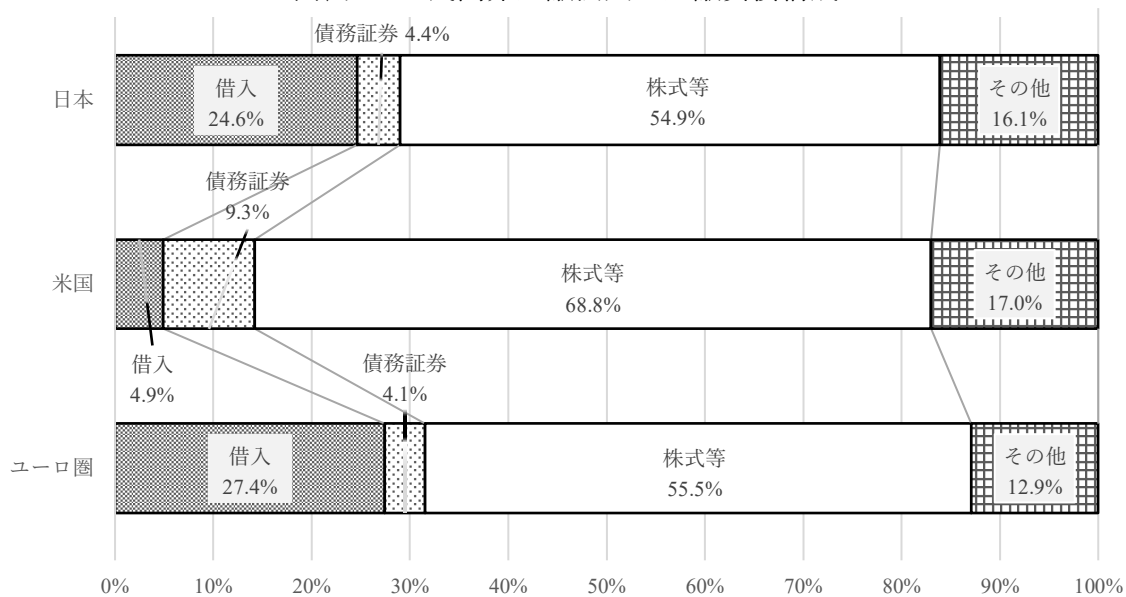
¹ 本論文では、預金取扱金融機関である都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合を総称して「金融機関」とよぶ。また、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行を総称する際は「銀行」、地方銀行と第二地方銀行は「地域銀行」、信用金庫と信用組合は「協同組織金融機関」とよぶ。

銀行の財務諸表には売上高や営業利益といった項目がないなど構造上の特殊性があることや一般事業会社とは事業内容が大きく異なることから、会計領域の実証研究では分析対象から外されることが多く、銀行の会計情報がもつ有用性は十分に明らかになっていない。

図表 1-1 家計の金融資産構成



図表 1-2 民間非金融法人の金融負債構成



注)日本銀行調査統計局(2021)を参考に筆者が作成。

近年では銀行の業績悪化を背景に銀行の利益に対する関心や重要性が高まっている。2018 年 6 月には、業績が悪化していた福島銀行に対して収益力改善を求める業務改善命令が出され、当時の経営者は引責辞任をしている（日本経済新聞 2018 年 6 月 2 日夕刊）。こうした銀行の収益力低下を背景に、金融庁は金融システムの安定化を図るため、自己資本比率や収益性など会計数値に基づいた銀行の健全性測定について再検討を行い（金融庁 2019）、2019 年 4 月には「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」（以下、監督指針）の一部改正案が出され、同年 6 月に確定版を公表、7 月から適用開始された。この監督指針の改正は、既存の「早期警戒制度」の収益性改善措置を見直し、足もとの業績だけではなく「持続可能な収益性」や「将来にわたる健全性」に関してモニタリングを行い、早め早めの経営改善を促していくことを目的としている²。この早期警戒制度によって、2019 年 12 月には収益力に課題を抱える地域銀行 10 行程度が重点監視先となっている（日本経済新聞 2019 年 12 月 27 日朝刊）。このように、規制当局は銀行の収益性（利益数値）への監視を強めており、銀行経営者も業務改善命令や早期警戒制度の対象にならないために、より一層利益数値に気を配らなければならない状況である。さらに、今まで銀行を安定投資先としていた投資家や情報利用者にとっても銀行の経営状況を正しく把握することが重要になっている。そこで、本論文では銀行の利益に焦点をあて分析を行う。

また、現行の会計基準では、減価償却の方法の選択といった会計方針の選択や貸倒引当金の見積りの変更といった会計上の見積りの変更など、経営者にある程度の裁量が認められている。したがって、経営者は利益を裁量的に調整する手段をもっている。さらに、利益目標を達成するために押し込み販売を行うなど、実際の事業活動を操作することによって利益を調整することも可能である。このような一般に認められた会計原則（GAAP: Generally Accepted Accounting Principles）の範囲内で利益を調整する行動は、利益調整行動（earnings management）とよばれる。利益調整行動には、会計方針の選択や会計上の見積りの変更などによって利益を調整する会計的裁量行動と実際の事業活動を操作する実体的裁量行動の 2 種類がある。銀行の規制当局は、銀行が損失を計上していれば収益力に課題があるとして早期警戒制度の対象とする可能性があり、また「持続可能な収益性」や「将来にわたる健全性」といった銀行の将来業績に対する関心も高い。さらに、損失や減益を計上したり、市場が期待していた業績予想の利益数値を達成してい

² 都市銀行など主要行については、「主要行等向けの総合的な監督指針」に早期警戒制度の定め等がある。

なければ、株価下落などが起こり得る。そのため、銀行経営者は、損失回避、減益回避や業績予想の未達回避といった動機をもち、利益調整行動をとることが考えられる。特に、銀行の財務諸表は一般事業会社と異なる構造をもち、複雑で不透明性が高いことが指摘されている（Adams and Mehran 2003; Mohanram et al. 2018）。こうした銀行の財務諸表の不透明さに隠れ、銀行の経営者は機会主義的に利益調整行動をとっている可能性も考えられる。したがって、銀行の財務諸表を対象に利益調整行動を分析し、その実態を解き明かすことは、銀行の会計情報利用者にとって十分に意義がある。さらに、銀行では利益目標を達成するために厳しいノルマが課せられ、不正な商品販売を誘発していることが度々問題視されている（日本経済新聞 2019 年 9 月 10 日朝刊）。目標とする利益ベンチマークを達成するために、銀行がとっている利益調整行動の実態、その手段や動機について明らかにすることは、社会問題となっているノルマ制度と関連し、銀行が健全な経営をしているのか、公表された利益は利益調整行動によって歪められた数値ではないのか、といった銀行の経営状況や会計情報を理解する上で有意義であり、投資意思決定や規制の設定に役立つことが期待される。

そこで本論文では、経済的重要性の高い日本の銀行に焦点をあて、そのなかでも注目度が高まっている銀行の利益に着目し、銀行の利益調整行動について実態、手段、動機を検証する。

1.2 本論文の構成と特徴

本論文では、第 2 章で一般事業会社と銀行の財務諸表の構造の違いや銀行のディスクロージャー制度を確認するために、銀行の財務諸表やディスクロージャー制度に関する特徴を示す。また信用金庫や信用組合といった協同組織金融機関も分析に用いるため、銀行と協同組織金融機関の相違点について整理する。

第 3 章では、金融機関が実績利益のベンチマークを意識した利益調整行動をとっているのか明らかにするために、日本の都市銀行、地方銀行、第 2 地方銀行および信用金庫、信用組合の財務データを用いて損失回避、減益回避を目的とした利益調整行動の実態・動機・手段を検証する。金融庁による地域密着型金融（リレーションシップバンキング）の機能強化の推進により、都市銀行、地域銀行、信用金庫、信用組合は中小事業者に対するサービスで競合し、銀行と協同組織金融機関の垣根が崩れ、業務や経営戦略の同質化が進んだ。そこで、銀行に加え地域金融の担い手として銀行と同等に扱われる信用金庫、信用組合を含めた大規模なサンプルを用いて、利益調整行動の実態を明らかにする。また、利益ベンチマ

ークとして代表的な利益ゼロ（損失回避）と前年度利益（減益回避）について検証を行う。動機に関する分析について、上場金融機関と非上場金融機関や信用金庫と信用組合では、利益調整行動に関して異なる動機をもつことを前提に比較検証を行う。例えば、上場金融機関は株主からのプレッシャーがあるため、非上場金融機関と比較し、減益回避の利益調整行動をとる動機が強いことが考えられ、そういった金融機関の属性の違いに着目して分析する。最後に、利益調整行動の手段として、銀行の研究では代表的な貸倒引当金による利益調整行動および有価証券関係損益による利益調整行動について検証する³。第3章の研究の大きな特徴として、信用金庫や信用組合といった協同組織金融機関を含めた大規模サンプルで検証することが挙げられる。これまで信用金庫や信用組合の利益調整行動を分析した研究はなく、第3章で利益調整の実態をはじめて明らかにする。また、信用金庫や信用組合を含めた大規模なサンプルを使って上場金融機関と非上場金融機関の利益調整行動の比較や信用金庫と信用組合の利益調整行動の比較を行った研究は日本にはなく、第3章ではじめて分析する点も特徴として挙げられる。

第4章では、もう1つのベンチマークとして業績予想が存在することを明らかにするために、上場地域銀行の業績予想の特性を示すとともに、業績予想をベンチマークとした利益調整行動について検証する。また、利益調整の手段として手数料収益による利益調整が行われているのかを明らかにするために、手数料収益による実体的裁量行動を検証する。日本の開示制度の特徴として、ほとんどの上場企業が経営者の業績予想を開示していることが挙げられる。この特徴に着目して日本の企業を対象とした先行研究では、利益ベンチマークとして、利益ゼロ、前年度利益に加え、経営者の業績予想を利益ベンチマークとした分析が行われている。そこで、第4章では、経営者の業績予想が開示されている上場地域銀行を対象として、銀行の業績予想の特性を明らかにするとともに、業績予想をベンチマークとした利益調整行動について検証する。また、利益調整の手段として第3章では、代表的な貸倒引当金および有価証券関係損益について検証を行うが、第4章では、新たな調整手段として手数料収益による実体的裁量行動を分析する。銀行業務の多様化に伴い、手数料収益は増加傾向にあり、銀行にとって重要な収益源となっている。また、厳しいノルマなどから投資信託の販売手数料を稼ぐため、押し込み販売が行われていることが度々問題となっている。そこで、手数料収益を用いた実体的裁量行動に焦点をあて検証を行う。第4章の特徴として、第

³ 本論文では、国債等債券売却損益、国債等債券償却、株式等売却損益、株式等償却を合わせて、有価証券関係損益と定義する。

1 に、銀行の業績予想の特性を検証する点が挙げられる。銀行の業績予想の特性について検証した研究はなく、銀行の経営者による業績予想がどのような特徴をもつのか、はじめて明らかにする。第2に、利益ベンチマーク達成の手段として手数料収益による実体的裁量行動を分析することである。実体的裁量行動の研究において手数料収益について分析した研究は日本にはなく、また利益ベンチマーク達成の手段として手数料収益について検証した研究は筆者の知る限りない。

第5章では、ベンチマークを達成する動機として株式市場の存在が関係しているのかを明らかにするために、銀行の連続増益達成に対する株価効果について検証を行う。一般事業会社を対象とした先行研究では、連続して増益を計上している期間は高い株価を維持し、その後、減益を最初に計上した期間において大幅な株価の下落を経験することが明らかにされている (DeAngelo et al. 1996; Barth et al. 1999; Myers et al. 2007; 首藤 2010)。第3章で、金融機関の減益回避の利益調整行動の実態を明らかにし、第5章では減益回避の動機の部分を深掘りすることを目的として、連続増益に対する株価効果を検証する。銀行においても、連続増益に対して株価プレミアムがあり、また減益を計上したタイミングで大幅な株価の下落が観測されれば、減益を回避するような利益調整行動をとる動機となる。第5章の特徴として、日本の銀行における利益公表の株価効果は十分に明らかにされておらず、特に減益と株価の関連性が強まる連続増益達成後の減益に対する株価効果を検証した銀行の研究は筆者の知る限りなく、第5章ではじめて検証する点が挙げられる。これまで、減益に対して株価が下落することを所与として減益回避の利益調整行動が分析されてきたが、第5章では日本の銀行においても同様の株価効果が得られるのか、また、そのことが利益調整の動機になるのか明らかにする。

最後に第6章で、発見事項の要約と貢献、本論文の限界と今後の課題について検討する。

第2章

銀行の財務諸表とディスクロージャーの特徴

2.1 はじめに

銀行は、財務諸表の構造の特殊性から会計領域における実証研究の分析から除外されることが多い。そこで本章では、はじめに銀行の財務諸表の構造について貸借対照表、損益計算書や銀行固有の業績指標を概観する。次に銀行のディスクロージャー制度について整理し、最後に第3章の分析対象となる信用金庫や信用組合といった協同組織金融機関と銀行との主要な相違点をまとめる。

2.2 銀行の財務諸表

ここでは一般事業会社との違いを把握するため、銀行の財務諸表の特徴について整理する⁴。銀行の財務諸表は、銀行法施行規則（別紙様式第3号）に従い作成される。全国銀行協会が公表している「2020年度全国銀行総合財務諸表（単体）」のデータを参照しながら貸借対照表と損益計算書の特徴をみていく⁵。

2.2.1 銀行の貸借対照表

図表 2-1 は、全国銀行協会が公表している「2020年度全国銀行総合財務諸表（単体）」に基づき作成した、全国の銀行の計数を集計した貸借対照表である。銀行の貸借対照表では、資産の部に計上されている有価証券と貸出金、負債の部に計上

⁴ 銀行の財務諸表に関する記述については、佐々木(2012)および銀行経理問題研究会(2016)に依拠するところが多い。

⁵ 全国銀行協会が公表している「平成 2020 年度全国銀行総合財務諸表（単体）」は、全国 111 行の銀行単体の財務数値を合算して作成されている。

図表 2-1 2020 年度全国銀行貸借対照表

(単位：百万円、%、△印は減)

科 目	金額	構成比	科 目	金額	構成比
(資産の部)			(負債の部)		
現金預け金	347,484,444	26.3	預渡性預金	924,302,646	69.8
現金	7,313,898		譲渡性預金	55,858,535	4.2
預け金	340,170,487		債券	—	
コ－ルマネー	6,948,687	0.5	コ－ルマネー	12,287,684	0.9
買現先勘定	5,444,039	0.4	売現先勘定	36,701,768	2.8
債券借取引支払保証金	2,774,335	0.2	債券借取引受入担保金	12,320,766	0.9
買入金手形	—		売渡手形	—	
買入金債権	6,417,199	0.5	コマーシャル・ペーパー	4,834,394	0.4
特定取引有価証券	13,459,410	1.0	特定取引負債	9,169,067	0.7
商品有価証券派生商品	224,796		借入金	130,714,278	9.9
商品有価証券派生商品	3,624		外国為替	4,833,565	0.4
特定取引有価証券	92,797		短期社債	2,013,793	0.2
特定取引有価証券派生商品	25,760		社債	5,422,523	0.4
特定金融派生商品	9,224,867		新株予約権付社債	36,178	0.0
その他の特定取引資産	3,887,551		信託勘定借	17,635,894	1.3
商品有価証券	53,134	0.0	その他の負債	20,532,657	1.6
商金銭の信託	1,229,918	0.1	賞与引当金	147,502	0.0
有価証券	259,215,832	19.6	役員賞与引当金	2,957	0.0
国債	90,385,025		退職給付引当金	190,251	0.0
地方債	24,235,705		役員退職慰労引当金	2,206	0.0
短期社債	621,591		その他の引当金	278,758	0.0
社債	27,577,140		特別法上の引当金	—	
その他の証券	24,680,011		金融商品取引責任準備金	—	
投資損失引当金	91,716,140		繰延税金負債	2,511,627	0.2
投資損失引当金	0	0.0	再評価に係る繰延税金負債	481,524	0.0
外為替	611,520,111	46.2	支払承諾	25,731,115	1.9
その他の資産	6,608,338	0.5	負債の部合計	1,266,010,212	95.7
有形固定資産	29,454,677	2.2	(純資産の部)		
無形固定資産	6,442,680	0.5	資本	10,143,009	0.8
債券繰延資産	1,736,934	0.1	新株式申込証拠金	—	
前払年金費用	—		資本剰余金	11,978,302	0.9
繰延税金資産	2,611,823	0.2	利益剰余金	25,766,158	1.9
再評価に係る繰延税金資産	156,787	0.0	自己株式	△ 1,421,116	△ 0.1
支払承諾	58	0.0	自己株式申込証拠金	—	
貸倒引当金	25,731,115	1.9	株主資本合計	46,466,412	3.5
投資損失引当金	3,753,134	0.3	その他の有価証券評価差額金	9,941,945	0.8
	△ 117,178	△ 0.0	繰延ヘッジ損益	120,997	0.0
			土地再評価差額金	872,784	0.1
			評価・換算差額等合計	10,935,746	0.8
			株式引受権	—	
			新株予約権	7,225	0.0
資産の部合計	1,323,419,721	100.0	純資産の部合計	57,409,458	4.3
			負債及び純資産の部合計	1,323,419,721	100.0

注) 全国銀行協会が公表する「2020 年度全国銀行総合財務諸表 (単体)」をもとに筆者が作成。

されている預金の勘定項目が大きな割合を占める。図表 2-1 をみると、総資産に占める有価証券の割合は 19.6%、貸出金の割合は 46.2%、負債および純資産の合計に占める預金の割合は 69.8%となっている。

この他に一般事業会社にみられない特徴として、トレーディングを行っている銀行 (特定取引勘定設置銀行) で設定されている特定取引資産・負債勘定や外貨を取り扱う場合の外国為替勘定がある⁶。また、一般事業会社では他者の債務を保

⁶ 特定取引勘定設置については、銀行法施行規則第 13 条の 6 の 3 第 1 項に掲げられている要件に該当する銀行および非該当でも任意で特定取引勘定を設けることができる。図表 2-1 に含まれる 111 行のうち 21 行が特定取引勘定設置銀行である (2021 年 3 月末時点)。

証した場合の債務保証残高は貸借対照表の注記として記載されるが、銀行は本来の業務にあたるとの理由から、貸借対照表に支払承諾勘定（負債の部）および支払承諾見返勘定（資産の部）として両建計上される（佐々木 2012）。

2.2.1.1 貸借対照表上の特定取引勘定と有価証券

特定取引（トレーディング）とは、銀行が金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る短期的な変動、市場間の格差等を利用して利益を得ること、および生じうる損失を減少させることを目的として、自己の計算において行う取引と定義されている（銀行法施行規則第 13 条の 6 の 3 第 2 項）。特定取引の定義および範囲は、企業会計基準委員会が公表している「金融商品に関する会計基準」（以下、金融商品会計基準）および日本公認会計士協会が公表している「金融商品会計に関する実務指針」での売買目的有価証券およびデリバティブの定義ならびに範囲と実質的に同じである（銀行経理問題研究会 2016）。特定取引勘定を設置していない銀行については、一般事業会社と同様に金融商品会計基準等に従って、売買目的有価証券およびデリバティブについて時価会計を適用する。

銀行の貸借対照表では、有価証券の科目は、形態によって国債、地方債、短期社債、社債、株式、その他の証券等に区分されて表示されている。この表示区分は保有目的の区分とは別であり、保有目的別の有価証券の残高は注記によって開示される。

金融商品会計基準の保有区分における売買目的有価証券にあたるのが、特定取引有価証券勘定と商品有価証券勘定であり、これらは期末において時価評価される。また有価証券運用を目的として保有する金銭の信託も時価評価する。その他は、一般事業会社と同様に金融商品会計基準に基づき、満期保有目的の債券は償却原価法、子会社株式および関連会社株式は原価法、その他有価証券は、時価評価したうえで簿価との評価差額を純資産の部に計上する。日本の銀行の有価証券のポートフォリオは、その他有価証券に分類される株式等の有価証券が多いが、市場価格が下落した場合に銀行の純資産の部が大きく影響を受け、健全性が損なわれることが重要な経営課題の 1 つとなっている（佐々木 2012）。

以上のように保有区分によって有価証券の評価の仕方は異なるが、銀行の貸借対照表に計上されている項目は形態ごとで区分されているため、国債の項目でも取得原価で評価されたものと時価で評価されたものを合算している点に注意が必要である。

2.2.1.2 貸借対照表上の貸倒引当金

銀行の資産の約半分を貸出金が占めているため、貸出金が将来貸倒れとなった場合の損失に備えて計上される「貸倒引当金」は、銀行会計に与える影響が大きく、銀行会計の研究対象となる主要な会計項目である。1998年6月の全国銀行協会連合会通達「銀行業における決算経理基準について」により、銀行の貸倒引当金は、一般貸倒引当金、個別貸倒引当金、特定海外債権引当金を総称するものとなった。金融庁検査マニュアルにより債務者を正常先、要注意先、破綻懸念先、実質破綻先、破綻先の5つに区分し、その債務者区分ごとに債権を保全状況に応じて分類する（債権分類）。それぞれの債務者区分の債権分類に基づいて償却および引当処理が行われ、正常先、要注意先の債権に対して一般貸倒引当金が計上され、破綻懸念先、実質破綻先、破綻先に対して個別貸倒引当金が計上される⁷。特定海外債権引当金については、特定国の財政状況、経済状況、外貨繰りの状況等に応じて対象となる国を決定し、その国や企業に対する債権に対して予想損失額を見積り引当てられる。

2.2.2 銀行の損益計算書

損益計算書については図表 2-2 のとおりで、一般事業会社のような「売上高」や「営業損益」の項目はなく、「経常損益」と「特別損益」に大きくわかれる。経常損益は、①資金運用収益・資金調達費用、②役務取引等収益（費用）、③特定取引収益（費用）、④その他業務収益（費用）、⑤その他経常収益（費用）の5つに区分される。また、費用項目には他にも営業経費の項目がある。全国銀行協会が集計した図表 2-2 の営業経費は、給与などの人件費、減価償却費や土地建物機械賃借料などの物件費と税金の3区分で表示されている⁸。なお、銀行が預金保険機構に納付する預金保険料は、物件費に含まれる⁹。

資金運用収益には、銀行が資金を運用することにより受け入れた利息、配当等が計上される。ただし、国債等債券売却益はその他業務収益、株式等売却益はその他経常収益に含まれる。

役務取引等収益は、銀行が顧客に対して役務を提供することにより受け入れた収益である。為替業務により受け取る手数料や ATM 手数料、投資信託や保険の

⁷ 債務者区分と債権分類の基準を示していた「金融庁検査マニュアル」は 2019 年 12 月に廃止されたが、金融庁はこれまでの実務を否定するものではなく、債務者区分を出発点として銀行が認識する信用リスクを的確に引当金に反映させるよう求めている。

⁸ ここでいう税金とは、銀行が負担する固定資産税や印紙税といった租税公課のことを指す。

⁹ ディスクロージャー誌では、より詳細な営業経費の内訳が表示される。

図表 2-2 2020 年度全国銀行損益計算書

(単位：百万円、%、△印は減)

科 目	金額	構成比
経 常 収 益	14,955,646	100.0
資 金 運 用 収 益	8,619,571	57.6
貸 出 金 利 息	6,155,791	
有 価 証 券 利 息 配 当 金	2,027,646	
コ ー ル ロ ー ン 利 息	△ 1,731	△
買 現 先 利 息	11,423	
債 券 貸 借 取 引 受 入 利 息	409	
買 入 手 形 利 息	—	
預 け 金 利 息	172,816	
金 利 ス ワ ッ プ 受 入 利 息	26,319	
そ の 他 の 受 入 利 息	226,731	
役 務 取 引 等 収 益	3,193,334	21.4
受 入 為 替 手 数 料	684,894	
そ の 他 の 役 務 収 益	2,508,387	
特 定 取 引 収 益	256,770	1.7
そ の 他 業 務 収 益	1,446,923	9.7
そ の 他 経 常 収 益	1,133,251	7.6
貸 倒 引 当 金 戻 入 益	3,084	
償 却 債 権 取 立 益	45,633	
株 式 等 売 却 益	927,745	
金 銭 の 信 託 運 用 益	13,559	
そ の 他 の 経 常 収 益	143,098	
信 託 報 酬	305,600	2.0
経 常 費 用	12,549,641	100.0
資 金 調 達 費 用	1,654,257	13.2
役 務 取 引 等 費 用	1,212,576	9.7
特 定 取 引 費 用	57,008	0.5
そ の 他 業 務 費 用	880,437	7.0
営 業 経 費	6,683,671	53.3
人 物 件 費	2,916,413	
人 物 件 費	3,336,441	
税	430,708	
そ の 他 経 常 費 用	2,061,473	16.4
貸 倒 引 当 金 繰 入 額	981,586	
貸 出 金 償 却	132,237	
株 式 等 売 却 損	425,355	
株 式 等 償 却	63,161	
金 銭 の 信 託 運 用 損	65,829	
そ の 他 の 経 常 費 用	393,110	
経 常 利 益	2,405,952	
特 別 利 益	247,596	100.0
固 定 資 産 処 分 益	63,151	25.5
負 の の れ ん 発 生 益	—	
そ の 他 の 特 別 利 益	184,435	74.5
特 別 損 失	149,306	100.0
固 定 資 産 処 分 損	42,635	28.6
減 損 損 失	96,978	65.0
そ の 他 の 特 別 損 失	9,638	6.5
税 引 前 当 期 純 利 益	2,504,235	
法 人 税、住 民 税 及 び 事 業 税	795,336	
法 人 税 等 調 整 額	△ 129,922	
法 人 税 等 合 計	665,411	
当 期 純 利 益	1,838,776	

注) 全国銀行協会が公表する「2020 年度全国銀行総合財務諸表 (単体)」をもとに筆者が作成。

窓販手数料等が含まれる。また、M&A 等のアドバイザー業務による収益もこの区分に計上される。

特定取引収益は、銀行が自らのポジションで短期的な売買により資金を運用するトレーディング業務から発生した収益を計上する科目である。科目はさらに細分化され、それぞれの科目ごとに費用項目と相殺されて損益計算書に表示される。

費用の勘定科目は、ほとんど収益の勘定科目と対応したものとなっている。なお、資金調達費用には、銀行の主要な資金調達手段である預金の利息の支払いが計上される。貸倒引当金繰入額や貸出金償却はその他経常費用の区分に計上される（貸倒引当金戻入額はその他経常収益に計上される）。

2.2.3 銀行固有の利益指標

銀行では、損益計算書に表示されている経常利益や当期純利益という利益概念の他に、業務粗利益や業務純益といった銀行固有の利益概念がある。これは、銀行本来の業務である与信および受信業務から生じる利益を区分し算出することにより、銀行の収益構造を把握し、銀行間の比較を容易にすることを目的としている（佐々木 2012）。

業務粗利益は、資金運用収益・資金調達費用、役務取引等収益（費用）、特定取引収益（費用）およびその他業務収益（費用）の合計で、一般事業会社の売上総利益に相当する概念である。

業務純益は、業務粗利益から一般貸倒引当金繰入額および営業経費を差し引いて算出される、銀行が本来の業務で獲得した利益である。

業務純益から一般貸倒引当金繰入額を控除する前の値を実質業務純益（または一般貸倒引当金繰入前業務純益）といい、一般貸倒引当金繰入額による変動の影響を排除した業績指標として開示されている。

実質業務純益から国債等売却損益を差し引いたものをコア業務純益とよび、業績指標として使用される場合もある。上記の業績指標には国債等を売却（または購入）したことによる収益や損失の影響が含まれているが、コア業務純益はその影響を排除した業績指標である¹⁰。

また、2019 年に金融庁は銀行の開示項目の拡充を図り、コア業務純益から投資信託解約損益を除外したコア業務純益（除く投資信託解約損益）について、2019 年の中間決算から開示されている。

これらの指標は、損益計算書上には記載されていないものの、1989 年 3 月期か

¹⁰ 業績指標のより詳細な算出方法については、銀行経理問題研究会(2016)を参照。

ら金融庁に提出する決算状況表の他、決算短信公表の際の決算説明資料、ディスクロージャー誌や有価証券報告書等で公表されている。

2.2.4 銀行のディスクロージャー

銀行では一般事業会社同様、会社法や金融商品取引法に基づく情報開示を行う他、銀行法に基づく開示を行っている。銀行法第 21 条により、銀行は中間事業年度および事業年度終了後 4 か月以内に、業務および財産の状況に関する事項を記載した中間事業年度および事業年度に係る説明資料を作成して、営業所に備え置き、公衆の縦覧に供することが求められている。この法律により作成されるものが「ディスクロージャー誌」であり、銀行法施行規則第 19 条において記載項目が規定されている（図表 2-3）。銀行持株会社についても銀行法第 52 条により同様の規定が設けられている。

また、不良債権に関する開示については、銀行法に基づく開示債権（リスク管理債権）と金融再生法に基づく開示債権（金融再生法開示債権）の 2 種類がある。リスク管理債権と金融再生法開示債権の主たる違いは、リスク管理債権は貸出金のみを開示対象債権としているのに対し、金融再生法開示債権は、貸出金の他に、貸付有価証券、外国為替、未収利息、仮払金および支払承諾見返などが含まれる点や、正常先に対する債権額について金融再生法開示債権では正常債権として開示されるが、リスク管理債権には正常先に対する債権額を表示する項目がない点が挙げられる。

以上のように、銀行業は一般事業会社と異なる財務諸表の構造や開示規則があり、会計領域における実証研究では対象から除外されることが多い。銀行の財務諸表を分析対象として検証する際は、本章で示したような売上高の項目がないことや預金が負債に計上されていることなど財務諸表の構造の違いを十分に理解し、ディスクロージャー制度の特徴を把握した上で分析することが重要である。

図表 2-3 ディスクロージャー誌の主な内容の記載例

銀行の概況・組織	▶ 経営の組織 ▶ 大株主の氏名・持株数 ▶ 取締役・監査役の氏名・役職
銀行の主な業務	▶ 銀行の主要な業務内容 ▶ 事業の概況 (直近事業年度分) ▶ 主要な業務の状況を示す指標 (直近 5 事業年度分) ・ 経常収益 ・ 経常損益 ・ 当期純損益 ・ 資本金／発行株式総数 ・ 純資産額 ・ 総資産額 ・ 預金残高 ・ 貸出金残高 ・ 有価証券残高 ・ 単体自己資本比率 ・ 配当性向 ・ 従業員数 ▶ 業務の状況を示す指標 (直近 2 事業年度分) ・ 主要な業務の状況を示す指標 ・ 預金に関する指標 ・ 貸出金等に関する指標 ・ 有価証券に関する指標
銀行の業務運営	▶ リスク管理の体制 ▶ 法令順守の体制 ▶ 中小企業経営の改善・地域活性化のための取組状況 等
銀行の財産状況 (直近 2 事業年度)	▶ 貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書 ▶ リスク管理債権残高 (破綻先債権、延滞債権、3 か月以上延滞債権、貸出条件緩和債権) ▶ 自己資本の充実の状況 ▶ 貸倒引当金の期末残高・期中増減額 ▶ 貸出金償却の額 等

注) 全国銀行協会「やさしい銀行の読み方」をもとに筆者が作成。

2.3 銀行と信用金庫・信用組合の相違点

第 3 章では、銀行だけではなく地域金融の担い手として銀行とならび重要な役割をもつ信用金庫、信用組合についても分析対象としている。そこで、ここでは銀行と信用金庫、信用組合の主な違いについて概観する。

図表 2-4 は銀行と信用金庫、信用組合の主要な相違点を表にまとめたものである。銀行と信用金庫、信用組合は根拠法となる法律が異なり、組織形態について銀行は株式会社（営利法人）であるのに対し、信用金庫、信用組合は会員・組合員の出資による協同組織（非営利法人）である。また、銀行は営業範囲に制限はな

図表 2-4 銀行と信用金庫・信用組合の主な相違点

	銀行	信用金庫	信用組合
法律	銀行法 会社法	信用金庫法	中小企業等協同組合法 協同組合による金融事業に関する法律
組織	株式会社	会員・組合員の出資による協同組織	
議決権	株主は1株につき1個の議決権	会員・組合員は出資額に関わりなく1人につき1個の議決権	
営業範囲	制限なし	地区内(定款で規定)	
業務	預金	制限なし	<原則>組合員
	貸出	制限なし	<原則>会員・組合員
ディスクロージャー	四半期開示(上場) 半期開示(非上場)	半期開示(ただし義務ではなく努力規定)	
外部監査	必須	預金等総額200億円以上	預金等総額 200 億円以上かつ員外預金比率10%以上

注) 関連規則および金融審議会金融分科会第2部会協同組織金融機関のあり方に関するワーキング・グループにおける「資料」を参考に筆者が作成。

いが、信用金庫、信用組合は地区が限定され、会員・組合員資格も地区内に住所・居所を有する者、事業所を有する者、勤労に従事している者に限られる。預金・貸出など取扱業務に関して大きな相違はないが、取引相手については信用金庫の場合、貸出先が原則会員に限定されており、信用組合の場合、預金および貸出先が原則組合員に限定される¹¹。ディスクロージャーについて、上場銀行は四半期開示、非上場銀行は半期開示が求められ、信用金庫、信用組合は努力規定として半期開示が要求される。したがって、銀行の方がディスクロージャーに関して相対的に厳格な規定といえる。最後に外部監査について、銀行が必須であるのに対し、信用金庫および信用組合は預金等総額200億円以上かつ信用組合は員外預金比率が10%以上ある場合に外部監査が必要となる。預金等総額や員外預金について規定があることから、債権者である預金者が企業外部に多くいる場合、外部監査が必須となることがわかる。

信用金庫と信用組合の大きな違いとして員外預金が原則認められるか否か、と

¹¹ 例外として貸出総額の20%以内かつ預金等の担保付貸出については信用金庫・信用組合ともに員外貸出が認められている。信用金庫については預金担保付貸出に加え、3年以上会員であった事業者に対する一定期間の貸出(卒業生金融)も認められている。信用組合における員外預金の例外として、預金・定期積金の20%以内の範囲で受け入れが認められている。

いう点が挙げられる。信用組合は預金、貸出業務ともに員外取引に制限があり、組合員以外からの影響は限定されている。一方で、信用金庫では取引相手が会員に限定されるのは貸出業務のみであり、貸出業務についても一定の要件を満たせば員外の貸出も認められる。したがって、信用金庫は信用組合と比較し、限られた地域の人々との繁栄を図る相互扶助としての協同組織性は低く、より銀行に近い業態といえる。その他の相違点として、会員・組合員になる資格を有する事業者は、信用金庫の場合、従業員 300 人以下または資本金 9 億円以下の事業者、信用組合の場合、従業員 300 人以下または資本金 3 億円以下の事業者が対象となる¹²。したがって、信用組合の方が比較的経営規模の小さい事業者が対象となっている。

以上が銀行、信用金庫、信用組合の主な相違点である。株式会社の形態をとり、さらに上場している銀行の場合、銀行外部に多数の利害関係者が存在し、株主からのプレッシャーを受けることになる。また所有権が分散することで単純な利益指標によって評価されることも考えられる。一方で信用組合のように原則組合員のみで取引が行われ、外部の利害関係者が限定されている場合、利益指標といった会計数値で表されるハードな情報だけではなく、日々の取引や地域の状況から得られるソフトな情報も利用される。したがって、利益を調整する動機は外部の利害関係者が多数存在する銀行の方が大きいことが予想される¹³。また、信用金庫と信用組合を比較した場合、同様の理由で預金者が組合員に限られる信用組合より預金者が分散している信用金庫の方が利益調整の動機を強くもつことが考えられる。

¹² 信用組合においては、卸売業の場合従業員数 100 人以下または資本金 1 億円以下、小売業は 50 人以下または 5 千万円以下、サービス業は 100 人以下または 5 千万円以下の事業者に限定される。これらの事業者は、中小企業基本法第 2 条第 1 項により定義される中小企業に該当する。

¹³ 一方で利害関係者が外部に多数存在する場合、金融機関の健全性悪化が経済社会に及ぼす影響が大きくなる。そのため、ディスクロージャーや外部監査の規定は銀行の方が相対的に厳格であり、これらの規定は利益調整を抑制する方向に働くことも考えられる。

第3章

金融機関のベンチマーク達成を目的とした利益調整行動

3.1 はじめに

本章の目的は、日本の都市銀行、地方銀行、第2地方銀行および信用金庫、信用組合といった金融機関の財務データを用いて損失回避、減益回避を目的とした利益調整行動の実態・動機・手段を明らかにすることである。銀行に加え、地域金融の担い手として銀行と同等に扱われる信用金庫、信用組合を含めた大規模なサンプルを用いて分析を行う。また、上場金融機関と非上場金融機関や信用金庫と信用組合では、利益調整について異なる動機をもつことが考えられる。例えば、非上場金融機関と比較し、株主からのプレッシャーがある上場金融機関は、利益増加型の利益調整をする可能性がある。また、員外預金が制限されている信用組合に比べ、預金に制限のない信用金庫は預金者が分散している。損失、減益といった単純な利益指標が分散した預金者の意思決定に影響を与えている場合、利益増加型の利益調整をする動機をもつ。そこで、本章では上場金融機関と非上場金融機関および信用金庫と信用組合を比較した検証も行う。

2002年に金融庁が導入した「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」における早期警戒制度では、金融機関に対して業務純益、経常利益、当期利益等の量的指標、および、利鞘、ROA、ROE、経費率等の効率を表す指標を参考に収益性の分析、評価をするよう求めている¹⁴。これらの基本的な収益指標を基準に、収

¹⁴ 2019年4月3日に「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」の一部改正案が公表され、同年6月28日に確定版が公表された。そこでは、将来一定期間（概ね5年以内）のコア業務純益（投資信託解約損益を除く）が継続的に赤字になることが見込まれる場合などに、報告徴求や業務改善を促すといった文言が追加されている。本章の分析期間は1999年3月から2018年3月であり、分析対象期間に対応した早期警戒制度について記載している。

益性の改善が必要と認められる銀行に対しては原因および改善策等についてヒアリングを行うとともに、必要な場合には法律に基づく報告徴求や業務改善命令を発出する。福島銀行の事例では、2018年3月決算で最終赤字を計上し、業務改善命令が出されるとともに、当時の経営者は引責辞任している。このように規制当局によって業務純益、経常利益、当期利益といった利益数値が監督される状況で、経営者は保身のために利益を調整し損失回避する動機をもつことが予想される。そこで本章では銀行の利益指標に着目し、銀行経営者の損失回避行動について検証する。

また、前年度利益をベンチマークとした減益回避行動についても検証する。減益に対しては規制当局による明確な基準はないが、株式市場からのプレッシャー、企業外部の評判を高めることを目的とした減益回避行動が考えられる。Beatty et al.(2002)では、米国の銀行持株会社を対象に上場銀行持株会社と非上場銀行持株会社の減益回避行動を比較検証している。非上場銀行持株会社に比べ、上場銀行持株会社は株主からのプレッシャーが強く、所有権は分散しており、分散した株主は単純な利益指標に基づき投資していると考えられる。したがって、株価維持の目的で上場銀行持株会社の経営者は、非上場銀行持株会社に比べ減益回避の利益調整行動をとると仮定し、検証している。その結果、上場銀行持株会社の方が減益回避するために利益調整を顕著に行っていることを明らかにした。そこで、日本の金融機関における減益回避行動の実態を明らかにするとともに、上場金融機関と非上場金融機関について比較検証を行う。

一般事業会社と金融機関の大きな相違点として、金融機関は資金調達手段として預金者からの預金が必要な割合を占めていることが挙げられる。銀行の健全性のリスクが高まると預金者は預金を減少させることが観察されており（Murata and Hori 2006）、一方で比較的規模が大きく「大きすぎてつぶせない」ことが予想される銀行については預金の減少がみられないことが確認されている（Tsuru 2003）。したがって、信用金庫や信用組合のような比較的小規模で預金者からの資金調達（特に個人預金）の依存度が高い金融機関では、預金者の意思決定に影響を与える損失、減益を回避する動機が強いと考えられる。また、預金者が分散しているほど単純な利益指標の影響を受けることが考えられることから、預金者が組合員に限定される信用組合よりも信用金庫の方が利益調整の動機を強くもつと予想される。したがって、信用金庫と信用組合の比較検証を行う。

損失回避行動および減益回避行動を検証するにあたって、Burgstahler and Dichev(1997)等で用いられた「利益分布アプローチ (earnings distribution approach)」による分析を行う。利益分布アプローチは報告利益を分布させ、利益額ゼロ地点

や前年度利益といったベンチマーク付近での分布の歪みを視覚的、統計的に検証し、利益調整の実態を明らかにする手法である。Burgstahler and Dichev(1997)は、米国の一般事業会社を対象に検証し、損失回避行動および減益回避行動を観察した。また、本章は、Beatty et al.(2002)に倣い、プロビット回帰モデルによる上場金融機関と非上場金融機関および信用金庫と信用組合の比較検証を行う。

日本の銀行を対象に利益分布アプローチを用いた損失回避行動および減益回避行動を検証した研究として、植田(2004)、辻川(2014)がある¹⁵。また、高須・中野(2017)では、多変量回帰分析により銀行の貸倒引当金の保守性と利益調整行動の関係を検証している。これらの研究は、いずれも銀行経営者が損失回避を行っている可能性を示唆しているものの、減益回避行動については観察されていない。植田(2004)が約 2,000 観測値、辻川(2014)が約 1,000 観測値と利益分布アプローチを用いた研究の中では小規模であるのに対し、本章では都市銀行、地域銀行に加え、信用金庫、信用組合を含め約 10,000 観測値の比較的大規模なサンプルを用いて分析を行い、さらに上場金融機関と非上場金融機関の比較検証をする。また、辻川(2014)および高須・中野(2017)は、貸倒引当金による利益調整行動の検証を行っているが、本章では、利益調整の手段を特定せず利益分布アプローチを用いて利益調整の実態を明らかにした上で、貸倒引当金および有価証券関係損益による利益調整行動を検証する。

本章の発見事項は以下のとおりである。第 1 に、日本の金融機関は損失計上が極端に少なく損失を回避する傾向にあることが観察され、この傾向は信用金庫や信用組合にもみられることが明らかになった。第 2 に、日本の銀行を対象とした先行研究では減益回避行動が検出されていなかったが、サンプルを拡大し検証したことで減益回避の利益調整を観察した。上場金融機関と非上場金融機関を分割した追加分析では、上場金融機関では減益回避の利益調整が観察されなかったのに対し、非上場金融機関では減益回避の利益調整を行っていることを発見した。また、信用金庫では減益回避の傾向がみられるのに対し、信用組合では減益回避行動は観察されなかった。第 3 に、上場金融機関と非上場金融機関の損失回避行動を比較した場合、非上場金融機関の方が損失回避行動を行っていることがわかった。減益回避行動については、限定的ではあるが上場金融持株会社の傘下行と信用組合を除外したサブ・サンプルの検証において、上場金融機関と比較し非上場金融機関が顕著に減益回避の利益調整を行っていることがわかった。信用金庫

¹⁵ 首藤(2010)は、日本の一般事業会社を対象に利益分布アプローチを用いて包括的に利益調整行動を検証している。

と信用組合の比較では統計的に有意な差はみられなかった。最後に、利益調整の手段として、貸倒引当金だけでなく有価証券関係損益も利用されている傾向にあることを発見した。

本章の貢献点は、第1に、日本の会計領域の利益調整研究ではじめて信用金庫、信用組合を含めた大規模な金融機関のサンプルで分析を行い、上場金融機関、非上場金融機関、信用金庫、信用組合の利益調整行動について明らかにし、さらに日本の金融機関の減益回避行動をはじめて発見したことである。これまで会計領域における実証研究において、金融機関はサンプルから除外されることが多く、十分に検証が行われてこなかったが、本章では信用金庫、信用組合を含む金融機関を対象に上場・非上場金融機関や信用金庫、信用組合の動機の違いに着目し利益調整行動を分析、新たな証拠を提示し研究の蓄積に貢献した。第2に、制度設計者への貢献が挙げられる。金融庁の「主要行等向けの総合的な監督指針」には都市銀行、「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」における中小・地域金融機関には、地方銀行、第2地方銀行、信用金庫、信用組合が含まれる。金融庁は、これらの金融機関の健全性を評価する定量的指標として利益等の項目を挙げているが、金融機関が利益調整を行っている場合、利益項目が健全性を正しく評価する指標になっているか慎重に検討する必要がある。したがって、金融機関の利益調整の実態を明らかにすることは、金融機関の健全性を評価、監督する金融庁に対して有益な証拠を提供し、金融機関の健全性を確保する一助となることで債権者である預金者の保護や金融経済の円滑化につながることを期待される。

本章の構成は、以下のとおりである。第2節で制度的背景、先行研究のレビューと仮説の導出を行い、第3節でサンプル選択と記述統計量を示す。第4節で分析デザインを説明し、第5節で検証結果を提示する。最後に、第6節で結論と解釈、今後の課題を展望する。

3.2 先行研究

本節では先行研究として一般事業会社の利益ベンチマーク研究、特に本章で採用している分析手法である利益分布アプローチを用いた研究を整理する。次に、銀行を対象とした利益ベンチマーク研究を整理する。

3.2.1 利益ベンチマーク研究

利益ベンチマーク研究のうち、分析方法として利益分布アプローチを採用した研究をとりあげる。Hayn(1995)は、報告利益を分布させ、ゼロ付近の分布の歪み

を発見し、そのことから損失回避の利益調整の存在をはじめて指摘した。この指摘を受け、Burgstahler and Dichev(1997)は利益分布アプローチを用いてより具体的に利益調整行動を検証している。米国の一般事業会社を対象に 1976 年から 1994 年の期間、約 70,000 観測値のサンプルについて、当期純利益の水準と変化額を分布させた。その結果、ゼロをわずかに下回る観測値が非常に少なく、わずかに上回る観測値が非常に多い、ということを発見した。このことから、経営者は損失回避および減益回避のため利益調整をしていることを示唆している。Degeorge et al.(1999)は同様の検証に加え、アナリストの予想値をベンチマークとする利益調整行動について検証を行った。一株当たりの利益 (Earnings Per Share, 以下 EPS) の実績値と EPS のアナリスト予想値の予想誤差を算出し、それをヒストグラムで表した。その結果、予想誤差の分布はゼロ付近で歪み、経営者がアナリスト予想値を達成するために利益を調整していることを示している。Roychowdhury(2006)は利益水準を分布させ、ゼロをわずかに上回る企業を検証し、利益ベンチマーク達成のために、実体的裁量行動を行っていることを明らかにしている。Yu et al.(2006)では、中国の証券市場における ROE の上場維持規制に着目し、ROE を分布させたところ、規制の変遷に応じて、規制水準付近における歪みが生じていることを発見している。利益指標以外についても分布アプローチを用いた研究は行われている。例えば、Dichev and Skinner(2002)では分布アプローチを債務契約仮説に適用し検証している。具体的には、DealScan データ・ベースを利用し、債務契約に関するサンプルを収集して財務制限条項で規定されている財務比率の基準値と実績値の差額 (スラック) を算出し、分布を確認している。その結果、経営者は財務制限条項抵触回避の行動をとっており、特に最初の条項抵触前に回避行動が顕著になることを明らかにしている。

一方で、利益分布アプローチに対する批判的な研究も存在する (Durtschi and Easton 2005, 2009)。Burgstahler and Dichev(1997)のように利益を株式時価総額で基準化している場合、分母となる株価は黒字を計上するか、赤字を計上するかによって変化し、その影響で分布が歪んでいるに過ぎないという批判 (Durtschi and Easton 2005) や、サンプル・セレクションに対する批判として、株価をもたないサンプルを含めて検証した場合分布は歪まないが、株価のあるサンプルだけで検証した場合分布が歪むことを指摘している (Durtschi and Easton 2009)。これらの批判に対して、Burgstahler and Chuk(2015, 2017)では、基準化していない利益の分布でも不連続性が存在することを示し、Gilliam et al.(2015)は、SOX 法の可決前後における利益調整行動について利益分布アプローチを用いた検証を行う際、分布アプローチに対する批判に対応し、基準化尺度を排除した場合やサンプル・セレ

クシオン・バイアスをコントロールした場合であっても頑健な結果を提示している。以上のように、分布の不連続性が利益調整を示しているかについて一定の批判はあるものの、利益分布アプローチは利益ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動を検出する 1 つの方法として確立しており、また本章では株価をもたない非上場金融機関を含めた全金融機関をサンプルに検証を行うため、サンプル・セレクション・バイアスや株式時価総額による基準化の影響は受けない。したがって利益分布アプローチを用いて検証を行う。

日本の企業を対象に、分布アプローチを用いて利益調整行動を検証した研究も存在する（首藤 2010; Shuto and Iwasaki 2015; Enomoto and Yamaguchi 2017; 金・安田 2017; 中村・河内山 2018; 山口 2021）。首藤(2010)は、日本の金融業を除く上場企業をサンプルに Burgstahler and Dichev(1997)の分析方法に従い、損失回避および減益回避に加え、経営者予想値達成を目的とした利益調整行動についても分析している。その結果、Burgstahler and Dichev(1997)と同様、損失回避や減益回避の利益調整行動が観察され、また経営者予想値を達成するための利益調整を行っていることを明らかにした。Enomoto and Yamaguchi(2017)は、Gilliam et al.(2015)に倣い、JSOX 法可決前後における利益分布の変化について検証している。結果として、損失回避を示す利益ゼロ付近での分布の不連続性は消滅していないが、減益回避を示す利益変化について分布の不連続性が JSOX 法可決後に緩和していることを発見した。利益以外の分布に着目した中村・河内山(2018)では、財務制限条項抵触回避行動について Dichev and Skinner(2002)と同様の分析方法で日本企業をサンプルに検証を行ったが、抵触回避を目的とする利益調整行動の存在を肯定する結果は得られていない。山口(2021)は、Roychowdhury(2006)に倣い、実体的裁量行動について検証し、利益ベンチマーク達成を目的とした実体的裁量行動に関する証拠を提示している。

Shuto and Iwasaki(2015)と金・安田(2017)は、日本の上場企業と非上場企業の利益調整行動を比較検証している¹⁶。Shuto and Iwasaki(2015)は、日本企業の損失回避行動は会計利益と課税所得が密接に関係していることやメインバンク制の存在といった日本特有の制度的要因が影響していることを示唆している。高い限界税率の企業は節税のため利益を減少させる動機が働き、また上場企業に比べ資金調達を銀行に依存している非上場企業は銀行の経営介入を回避するため、わずかな黒字になるよう利益調整すると仮説をたて検証を行った。結果は仮説を支持し、

¹⁶ 非上場企業として Shuto and Iwasaki(2015)は会社法における大企業、金・安田(2017)は中小企業を対象としている。

上場企業に比べ非上場企業の方が損失回避の傾向がより顕著に表れていることを指摘した。また、減益回避行動については、税制や銀行取引を動機とするものではなく株式市場からのプレッシャーが利益調整の要因になることから上場企業の方が顕著に減益回避を行っていることを指摘している。金・安田(2017)は、中小企業の利益の質について、利益の持続性、利益ベンチマーク、会計発生高の観点から上場企業と比較し検証を行っている。その結果、中小企業の方が利益の持続性が低く、会計発生高の水準が高いことがわかり、利益ベンチマークについては利益水準の分布を視覚的に観察し、上場企業、非上場企業ともに損失回避の利益調整が行われていることを示唆した。

以上のように、Shuto and Iwasaki(2015)、金・安田(2017)はともに日本の上場企業と非上場企業が損失回避のための利益調整を行っていることを指摘しており、Shuto and Iwasaki(2015)は非上場企業の方がその程度が高い傾向にあることを示唆している。本章では金融機関を対象に検証を行うため、Shuto and Iwasaki(2015)で主張されたような銀行の経営介入を回避する動機で損失回避は行われたい。一方で、金融機関は損失を計上するなど業績が悪化した場合、上場・非上場に関わらず規制当局の介入が考えられるため、損失回避の動機をもつ。また、金融機関の減益回避行動については、Shuto and Iwasaki(2015)が例証した一般事業会社と同様に市場からのプレッシャーを動機とした利益調整が考えられることから、上場金融機関の利益調整行動が顕著に表れることが予想される。

3.2.2 銀行を対象にした利益ベンチマーク研究

銀行を対象とした利益ベンチマークの研究では、Beatty et al.(2002)、Schrand and Wong(2003)、Shen and Chih(2005)がある¹⁷。Beatty et al.(2002)は、1988年から1998年までをサンプル期間とし、利益分布アプローチを用いて上場銀行持株会社と非上場銀行持株会社の利益変化の分布および連続増益傾向を比較検証している。その結果、上場銀行持株会社、非上場銀行持株会社ともに利益変化の分布についてゼロ付近で不規則性が確認され、減益回避の利益調整を行っていることを示唆し、その傾向は上場銀行持株会社の方がより顕著であることを発見した。また、連続増益傾向に関して非上場銀行持株会社より上場銀行持株会社の方が平均して増益期間が長期であることを明らかにしている。Schrand and Wong(2003)は、アナリスト予想値をベンチマークとした利益調整行動を検証している。1993年の銀行を対

¹⁷ 銀行以外の金融機関を対象とした研究として損害保険会社をサンプルに用いた Beaver et al.(2003)がある。

象に検証し、利益調整前の利益がアナリスト予想を下回っている場合、繰延税金資産の評価性引当額を少なく設定し利益を増加させていることを発見した。Shen and Chih(2005)は、1993 年から 1999 年をサンプル期間として 48 カ国の銀行データを用いて利益分布アプローチによる分析を行い、約 3 分の 2 の国において銀行が平均的に損失回避または減益回避のため利益調整を行っていることを明らかにした。さらに、会計情報の開示の透明性が高いほど、利益調整が抑制されることを示している¹⁸。48 カ国うち、日本の検証結果に着目すると、利益水準を分布させたヒストグラムでは損失回避行動が行われていることが視覚的に示されているものの、Burgstahler and Dichev(1997)で用いられた標準化差異による分析では、損失回避行動は観察されず、減益回避行動が観察される結果を示している¹⁹。

日本の銀行を対象に利益ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動を検証した研究として、植田(2004)、辻川(2014)、高須・中野(2017)がある。植田(2004)は、1985 年から 2003 年における日本の都市銀行・地域銀行の当期純利益（個別財務諸表）を用いて損失回避行動および減益回避行動を検証している。最終サンプルは損失回避を検証するサンプルでは 2,092 観測値、減益回避を検証するサンプルでは 2,059 観測値であった。検証方法は Burgstahler and Dichev(1997)に倣い、ヒストグラムによる分布を視覚的に確認し、分布の歪みに対して標準化差異を用いた統計的検定を行っている。その結果、損失回避については、利益ゼロ地点に隣接する左側の区間の標準化差異は統計的に有意なマイナスであったため、損失回避を行っている可能性があることを示唆している。ただし、利益ゼロ地点に隣接する右側の区間の標準化差異もマイナスの値をとっており、わずかな黒字を達成するために利益調整を行ったとは判断できない。減益回避のヒストグラムについて大きな分布の歪みは観察されず、標準化差異を用いた検定についても統計的に有意にならなかった。したがって、減益回避行動は確認されなかったと結論付けている。

辻川(2014)では、1990 年代中盤から 2000 年代中盤にかけて 11 年間の銀行の個別財務諸表を使用し、1,142 観測値のサンプルについて損失回避行動と減益回避

¹⁸ 会計情報の開示の透明性について、La Porta et al.(1998)が作成した尺度を用いている。La Porta et al.(1998)は財務諸表項目の内 90 項目を選定し、選定された項目が各国企業の財務諸表に含まれているか否かで会計情報の開示の程度を測定し点数化している。

¹⁹ Shen and Chih(2005)の標準化差異による分析では、ゼロをわずかに上回る黒字および増益にのみ着目しており、わずかな損失および減益を計上する銀行の数が少なくなっているかどうかは検証していない。そのため、わずかな損失および減益に着目した場合、異なった結果の解釈になる可能性がある。

行動を分析している。はじめに利益水準の分布と利益変化の分布についてヒストグラムを作成し、分布の歪みを視覚的に確認している。その結果、利益水準の分布の歪みを視覚的に確認し、損失回避行動が行われていることを示唆しているが、利益変化の分布について大きな歪みは確認されず、減益回避行動を行っている証拠は得られていない²⁰。次に、貸倒引当金繰入額を用いた利益調整行動について分析している。Burgstahler and Dichev(1997)で用いられた方法を参考に、具体的な分析手順は以下のとおりである。(1) ベンチマークとなる利益（水準・変化）ゼロ地点を基準にサンプルを 100 毎に 1 つのポートフォリオを作成し、合計で 10 のポートフォリオを組む。ゼロより右側をプラス、ゼロより左側をマイナスで示し、P-1 はゼロより 1 つ左側のポートフォリオを指し、P2 であればゼロより 2 つ右側のポートフォリオを示す。(2) 各ポートフォリオの貸倒引当金変化額（貸倒引当金繰入額）の平均値と中央値をグラフ化し、ゼロ付近（P-1 から P1 の範囲）の異常な変動を確認する、という手順である。結果は、利益水準に対する引当金変化額はゼロ・ベンチマーク付近である P-1 から P1 にかけて大きく減少しており、貸倒引当金を減少させることで費用を抑制し利益を増加させる行動がみられたが、利益変化に対する引当金変化額では、P-1 から P1 にかけて大きな変化は観察されなかった。さらに、ゼロ・ベンチマーク付近の P-2 と P-1、P-1 と P1、P1 と P2 におけるポートフォリオ間の差異について、引当金変化額の平均値の差の検定（t 検定）および中央値の差の検定（Mann-Whitney の U 検定）を行っている。その結果、P-2 から P-1 にかけて、利益水準に対する引当金変化額は小さくなっており、有意な差があることが観察されたが、利益変化に対する引当金変化額では有意差はなかった。P-1 と P1 間では利益水準・変化に対する引当金変化額は減少傾向にありその差について概ね有意な差があり、P1 と P2 間ではほとんど有意差が観察されなかった。つまり、ゼロ・ベンチマーク付近である P-1 と P1 間では貸倒引当金を減少させ、利益増加型の調整を行っていることが示唆される。最後に Beaver et al.(2003)の回帰モデルを参考に、引当金変化額を被説明変数とし、説明変数にポートフォリオのダミー変数を用いて回帰分析を行っている。その結果、利益水準に関する分析では、ダミーP-1、ダミーP1 において有意に貸倒引当金の変化額が小さく計上されている結果が得られており、一方で利益変化に関しては有意な結果が得られていない。以上の結果から、利益水準と利益変化を比較するとゼロ・ベンチマーク付近における貸倒引当金計上行動は異なると結論付けている。

²⁰ ただし、Burgstahler and Dichev(1997)で行われた標準化差異を用いた統計的検定は行っていない。

高須・中野(2017)は、貸倒引当金の保守性と銀行の利益調整行動の関係性に着目し、事前に保守的に貸倒引当金を計上している銀行とそうではない銀行の間で貸倒引当金を通じた利益平準化行動およびベンチマーク達成を目的とした利益調整行動に差異がみられるか否かについて検証している。2001 年度から 2014 年度における都市銀行、地域銀行の個別財務諸表を対象に最終サンプル 1,158 観測値で分析を行っている。貸倒引当金繰入額を被説明変数とし、その決定要因（利益調整要因およびコントロール要因）に回帰している。利益調整要因の中でベンチマーク達成に注目した変数として、わずかな黒字であれば 1 をとるダミー変数、わずかな増益であれば 1 をとるダミー変数、経営者予想をわずかに達成していれば 1 をとるダミー変数を作成している。これら利益調整要因の各ダミー変数の係数および各ダミー変数と $t-1$ 期末異常貸倒引当金ダミーの交差項の係数の和に関する検証結果に注目すると、貸倒引当金の保守性が高い銀行では、貸倒引当金を利用して損失回避および経営者予想達成を目的とした利益調整が行われている可能性があり、一方で減益回避の利益調整行動を支持する結果は得られなかった。また保守性が低い銀行については利益調整行動が観察されていない²¹。

3.3 仮説

これまでの先行研究の議論をふまえ、次に金融機関における利益調整の実態・動機・手段について、それぞれ仮説を導出し、検証を行う。

3.3.1 利益調整の実態に関する仮説

本項では、まず利益調整の手段を限定せず Burgstahler and Dichev(1997)の利益分布アプローチを用いて、損失回避および減益回避を目的とした利益調整が金融機関で行われているか、実態を明らかにする。これまで日本の銀行を対象にした先行研究においては、損失回避を目的とした利益調整行動が観察されている（植田 2004; 辻川 2014; 高須・中野 2017）。本章では信用金庫、信用組合を含めサンプルサイズを拡大し、金融機関の損失回避行動の実態を明らかにするため、以下の仮説を検証する。

²¹ 異常貸倒引当金は、標準的な貸倒引当金の水準を推定する回帰モデルの残差であり、異常貸倒引当金ダミーは、異常貸倒引当金が 0 より大きい場合は 1、それ以外の場合は 0 をとるダミー変数で、1 をとる場合保守性が高く、0 をとる場合保守性が低いことを表す。詳しい定義については、高須・中野(2017)参照のこと。

仮説 1 日本の金融機関の経営者は損失を回避するために報告利益を調整する。

一方で日本の銀行を対象とした先行研究では減益回避行動は観察されていない（植田 2004; 辻川 2014; 高須・中野 2017）。これらの先行研究のサンプルサイズは約 2,000 観測値またはそれ以下であるのに対し、本章では非上場金融機関も含めた約 10,000 観測値の大規模サンプルを用いて検証を行う。これまで、米国の一般事業会社や銀行持株会社、各国の銀行、日本の一般事業会社を対象とした場合、減益回避行動が観察されており（Burgstahler and Dichev 1997; Beatty et al. 2002; Shen and Chih 2005; 首藤 2010）、日本の金融機関においてもサンプルサイズを拡大し、利益調整手段を限定せず検証を行えば、減益回避を目的とした利益調整が観察されると予想する。したがって、以下の仮説を検証する。

仮説 2 日本の金融機関の経営者は減益を回避するために報告利益を調整する。

3.3.2 利益調整の動機に関する仮説

次に、上場金融機関と非上場金融機関および信用金庫と信用組合の利益調整の動機の違いに着目し検証する。金融機関共通の損失回避の動機の 1 つとして、損失計上による規制当局の監督強化や経営への介入が考えられる。2000 年代初頭には、業績が悪化した銀行や自己資本比率の低下した銀行に対して、金融庁の特別検査の実施や業務改善命令が発令され、最終的に石川銀行、中部銀行、足利銀行が経営破綻した。また、同時期の 2000 年から 2003 年かけて信用金庫 18 行、信用組合 57 行が経営破綻している（内田 2016）。近年では、早期警戒制度により、2018 年 3 月期に損失を計上した福島銀行に対して、業務改善命令が発出され、経営者は引責辞任に追い込まれている。2019 年 12 月には、業績が低迷している 10 行程度に対して早期警戒制度が適用され、金融庁の重点監視先となっている。このように、損失を計上するなど業績が悪化した場合に、特別検査や業務改善命令など規制当局の監視や介入があるのは、規制産業である金融機関の特徴であり、一般事業会社と異なる点である。金融機関の経営者は、規制当局の監視の強化や介入を回避するためや、経営者の地位を維持するために損失回避の動機を強くもつことが予想される。

また、預金者は情報弱者といわれるが金融機関の財務内容に反応していることが指摘されており、ROA といった収益性の指標が低下した場合や倒産リスクが高まった場合、預金者は預金を引き出す行動をとることが明らかにされている（Park

1995; Park and Peristiani 1998; Soledad et al. 2001; Tsuru 2003; Imai 2006; Murata and Hori 2006; 前多 2009)。さらに、規模が大きい金融機関の場合、経営が悪化した場合でも政府により保護されることが期待されることから、小規模の金融機関より預金流出しにくいことが示唆されている (Tsuru 2003; Imai 2006)。したがって、比較的規模が小さく預金者からの資金調達の依存度が高い非上場金融機関の方が損失回避の動機を強くもつことが考えられる。

さらに、非上場金融機関の内、信用金庫と信用組合では、信用組合の預金者は原則組合員であるのに対し、信用金庫は会員に限られず預金者は分散している。信用組合のように利害関係者が原則組合員で構成され、組合員である預金者は組合の状況を会計情報といったハードな情報だけではなく、日々の取引や地域との関わりで得られるソフトな情報から把握できるため、単純な利益指標に依存しない可能性が考えられる。一方、信用金庫では、預金者が分散しているため単純な利益指標や新聞などのメディアで報道される「損失」といったワードに預金者の意思決定が影響を受けやすいことが想定され、信用組合に比べ損失回避の動機を強くもつことが予想される。よって以下の仮説を検証する。

仮説 3 非上場金融機関は上場金融機関より、顕著に損失回避行動をとる。

仮説 4 信用金庫は信用組合より、顕著に損失回避行動をとる。

Beatty et al.(2002)では、米国の銀行持株会社を対象に上場銀行持株会社と非上場銀行持株会社を比較検証した結果、非上場銀行持株会社より上場銀行持株会社の方が顕著に減益回避行動をとることを発見した。所有者が分散している場合、株主が単純な利益指標の影響を受けることや市場からのプレッシャーによって上場銀行持株会社は株価を高める動機をもち、減益回避の利益調整を行っている」と結論付けている。また、Shuto and Iwasaki(2015)では、日本の一般事業会社において上場企業の方が非上場企業より減益回避行動が顕著であったことを報告している。一方、非上場金融機関の内、信用金庫と信用組合では、資金調達は預金に依存しており、預金者の意思決定に与える影響が重要になる。上場金融機関と非上場金融機関の比較において所有者の分散により単純な利益指標に影響を受けることを鑑みれば、預金者が分散している信用金庫の預金者の方が組合員で構成される信用組合の預金者と比較し、単純な利益指標や「減益」といった報道の影響を受けやすいことが考えられる。したがって、以下の仮説を検証する。

仮説 5 上場金融機関は非上場金融機関より、顕著に減益回避行動をとる。

仮説 6 信用金庫は信用組合より、顕著に減益回避行動をとる。

3.3.3 利益調整の手段に関する仮説

最後に、利益調整の手段について検討する。日本の銀行を対象とした先行研究において、貸倒引当金を利用し、ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動が検出されている（辻川 2014; 高須・中野 2017）。したがって、信用金庫、信用組合を含め拡大した本章のサンプルにおいても貸倒引当金を利用した利益調整が行われていると予想する。また、マイナス金利の影響により貸出の利鞘が減少したことなどから、有価証券の売却等による益出しが積極的に行われていることが指摘されている（日本銀行 2016; 重本 2017）。したがって有価証券関係損益を利用した利益調整が行われていると考えられる。よって以下の仮説を検証する。

仮説 7 日本の金融機関は貸倒引当金を利用した損失回避・減益回避のための利益調整を行っている。

仮説 8 日本の金融機関は有価証券関係損益を利用した損失回避・減益回避のための利益調整を行っている。

3.4 サンプルと記述統計量

本節では、金融機関の単体決算データに基づく観測値を対象に仮説を検証する。単体決算を使用する理由は、貸出金償却額や有価証券関係損益等の一部の項目が単体決算でしか取得できないためである。上場、非上場の区分についても単独上場している場合を上場金融機関としている。したがって持株会社として上場している場合でも単独で非上場の場合は非上場金融機関として取り扱っている²²。また、対象となる銀行は都市銀行、地方銀行、第2地方銀行、信用金庫、信用組合である。都市銀行、地方銀行、第2地方銀行のデータは、日本経済新聞社が提供する「NEEDS-Financial QUEST」および全国銀行協会が公表している「各行別財務諸表」からデータを取得している。信用金庫のデータは、「NEEDS-Financial QUEST」から取得し、収録されていない2001年以前および不足しているデータは金融図書コンサルタント社が発行している「全国信用金庫財務諸表」から手作業で収集した。信用組合のデータは、金融図書コンサルタント社が発行している「全国信

²² 追加検証にて、上場金融持株会社の傘下銀行を上場金融機関とした検証を行ったが、概ね同様の結果が得られている。

用組合財務諸表」から手作業で収集した。サンプル期間は、データが収集可能な1999年から2018年までとする。サンプル期間を1999年からにした理由は、不良債権の定義がリスク管理債権として統一されたのが1998年3月期以降であり、統一された不良債権のデータが取得可能だったのが1999年3月期であった（1998年3月期は一部の金融機関が旧基準で開示している）ためである。データ収集期間は1999年から2018年であるが、一部の変数について2期前の財務データが必要となるため、実際の分析期間は2001年から2018年までとなっている。また、合併および会社分割が行われた年度と各変数作成に当たって必要なデータが取得できない年度は分析対象から除外している。最終サンプルサイズは9,715となった（図表3-1）。また、全金融機関、上場金融機関および非上場金融機関の基本統計量は、図表3-2から図表3-4に記載している。

図表 3-1 サンプル

データ総数	11,834
分析に必要なデータが入手できない（※）	-1,857
合併・分割があった	-262
最終サンプルサイズ	9,715

※ラグをとる変数作成により1999年、2000年のサンプル減少分を含む

図表 3-2 全金融機関における記述統計量

パネルA：全金融機関における当期純利益（NI）								
年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	673	-0.0025	0.0146	-0.2102	-0.0026	0.0012	0.0024	0.0306
2002	590	-0.0034	0.0194	-0.2794	-0.0040	0.0008	0.0018	0.0947
2003	541	-0.0012	0.0062	-0.0540	-0.0022	0.0009	0.0017	0.0103
2004	541	0.0003	0.0064	-0.0710	0.0008	0.0015	0.0025	0.0136
2005	552	0.0014	0.0043	-0.0334	0.0011	0.0018	0.0029	0.0139
2006	547	0.0015	0.0061	-0.0678	0.0012	0.0022	0.0034	0.0592
2007	547	0.0013	0.0060	-0.0529	0.0010	0.0022	0.0035	0.0213
2008	529	0.0004	0.0053	-0.0532	0.0006	0.0014	0.0026	0.0152
2009	530	-0.0028	0.0075	-0.0598	-0.0055	0.0005	0.0014	0.0141
2010	515	0.0010	0.0042	-0.0370	0.0010	0.0016	0.0024	0.0089
2011	520	0.0008	0.0043	-0.0420	0.0008	0.0015	0.0022	0.0091
2012	527	0.0000	0.0090	-0.1540	0.0007	0.0013	0.0021	0.0078
2013	524	0.0017	0.0028	-0.0188	0.0011	0.0017	0.0025	0.0317
2014	519	0.0024	0.0030	-0.0255	0.0015	0.0021	0.0030	0.0341
2015	524	0.0024	0.0028	-0.0216	0.0015	0.0022	0.0032	0.0226
2016	518	0.0023	0.0023	-0.0098	0.0013	0.0021	0.0030	0.0218
2017	515	0.0019	0.0018	-0.0134	0.0011	0.0018	0.0025	0.0128
2018	503	0.0017	0.0020	-0.0230	0.0011	0.0016	0.0023	0.0160
合計	9,715	0.0004	0.0080	-0.2794	0.0008	0.0016	0.0026	0.0947
パネルB：全金融機関における当期純利益の変化額（ ΔNI ）								
年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	673	-0.0016	0.0165	-0.2787	-0.0023	-0.0004	0.0005	0.1581
2002	590	-0.0027	0.0176	-0.1887	-0.0040	-0.0006	0.0003	0.0851
2003	541	0.0004	0.0116	-0.0876	-0.0018	-0.0001	0.0020	0.1438
2004	541	0.0010	0.0123	-0.2156	-0.0004	0.0005	0.0023	0.0395
2005	552	0.0010	0.0080	-0.0740	-0.0004	0.0004	0.0013	0.0817
2006	547	0.0002	0.0074	-0.0658	-0.0005	0.0003	0.0012	0.0958
2007	547	-0.0001	0.0063	-0.0563	-0.0009	0.0000	0.0009	0.0394
2008	529	-0.0012	0.0060	-0.0591	-0.0019	-0.0007	0.0001	0.0314
2009	530	-0.0032	0.0085	-0.0606	-0.0061	-0.0016	-0.0001	0.0553
2010	515	0.0038	0.0080	-0.0392	0.0002	0.0013	0.0065	0.0477
2011	520	-0.0002	0.0051	-0.0431	-0.0008	0.0000	0.0004	0.0355
2012	527	-0.0008	0.0094	-0.1564	-0.0007	-0.0001	0.0003	0.0425
2013	524	0.0017	0.0105	-0.0209	-0.0001	0.0003	0.0010	0.1917
2014	519	0.0009	0.0047	-0.0241	0.0000	0.0004	0.0009	0.0787
2015	524	0.0002	0.0045	-0.0197	-0.0004	0.0001	0.0006	0.0830
2016	518	-0.0001	0.0025	-0.0117	-0.0006	-0.0001	0.0003	0.0228
2017	515	-0.0003	0.0017	-0.0111	-0.0007	-0.0002	0.0001	0.0126
2018	503	-0.0001	0.0019	-0.0247	-0.0004	-0.0001	0.0002	0.0148
合計	9,715	-0.0001	0.0094	-0.2787	-0.0008	0.0000	0.0008	0.1917

注) NI = 当期純利益_{*t*}／総資産_{*t-1*}、 ΔNI = (当期純利益_{*t*} - 当期純利益_{*t-1*})／総資産_{*t-2*}。

図表 3-3 上場金融機関における記述統計量

パネルA：上場金融機関における当期純利益 (NI)

年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	88	-0.0009	0.0061	-0.0416	0.0002	0.0009	0.0015	0.0037
2002	78	-0.0029	0.0067	-0.0248	-0.0050	0.0005	0.0011	0.0045
2003	77	-0.0012	0.0044	-0.0177	-0.0018	0.0007	0.0011	0.0029
2004	82	0.0015	0.0024	-0.0129	0.0011	0.0020	0.0025	0.0049
2005	82	0.0017	0.0044	-0.0334	0.0016	0.0023	0.0032	0.0061
2006	84	0.0023	0.0039	-0.0273	0.0017	0.0027	0.0038	0.0116
2007	81	0.0026	0.0033	-0.0158	0.0021	0.0028	0.0037	0.0104
2008	83	0.0018	0.0032	-0.0211	0.0011	0.0019	0.0031	0.0080
2009	82	-0.0028	0.0052	-0.0285	-0.0051	-0.0013	0.0009	0.0034
2010	75	0.0016	0.0024	-0.0148	0.0012	0.0018	0.0025	0.0060
2011	77	0.0016	0.0021	-0.0085	0.0011	0.0018	0.0024	0.0075
2012	77	0.0020	0.0011	-0.0015	0.0013	0.0019	0.0027	0.0044
2013	76	0.0020	0.0014	-0.0047	0.0014	0.0020	0.0025	0.0061
2014	76	0.0027	0.0015	0.0010	0.0018	0.0024	0.0031	0.0110
2015	75	0.0028	0.0012	0.0009	0.0019	0.0026	0.0033	0.0079
2016	72	0.0028	0.0011	0.0014	0.0020	0.0025	0.0035	0.0084
2017	70	0.0023	0.0011	0.0012	0.0017	0.0021	0.0026	0.0095
2018	66	0.0020	0.0012	-0.0044	0.0015	0.0018	0.0025	0.0054
合計	1,401	0.0012	0.0039	-0.0416	0.0011	0.0019	0.0027	0.0116

パネルB：上場金融機関における当期純利益の変化額 (ΔNI)

年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	88	-0.0011	0.0074	-0.0352	-0.0013	-0.0004	0.0001	0.0337
2002	78	-0.0021	0.0093	-0.0250	-0.0054	-0.0006	0.0000	0.0458
2003	77	0.0012	0.0074	-0.0160	-0.0012	0.0002	0.0044	0.0258
2004	82	0.0027	0.0048	-0.0138	0.0005	0.0011	0.0031	0.0183
2005	82	0.0001	0.0050	-0.0342	-0.0001	0.0005	0.0011	0.0167
2006	84	0.0005	0.0052	-0.0244	-0.0002	0.0003	0.0009	0.0379
2007	81	0.0004	0.0031	-0.0171	-0.0004	0.0002	0.0006	0.0136
2008	83	-0.0008	0.0039	-0.0225	-0.0014	-0.0006	0.0000	0.0167
2009	82	-0.0046	0.0050	-0.0296	-0.0065	-0.0034	-0.0015	0.0068
2010	75	0.0042	0.0053	-0.0074	0.0008	0.0026	0.0059	0.0301
2011	77	0.0001	0.0030	-0.0089	-0.0003	0.0001	0.0005	0.0167
2012	77	0.0005	0.0021	-0.0050	-0.0003	0.0001	0.0007	0.0114
2013	76	0.0001	0.0013	-0.0083	-0.0001	0.0002	0.0005	0.0028
2014	76	0.0008	0.0015	-0.0024	0.0002	0.0004	0.0010	0.0088
2015	75	0.0001	0.0012	-0.0091	0.0000	0.0002	0.0006	0.0016
2016	72	0.0002	0.0008	-0.0022	-0.0001	0.0002	0.0006	0.0045
2017	70	-0.0004	0.0006	-0.0028	-0.0007	-0.0003	-0.0001	0.0014
2018	66	-0.0003	0.0015	-0.0083	-0.0003	-0.0001	0.0001	0.0042
合計	1,401	0.0001	0.0049	-0.0352	-0.0005	0.0001	0.0007	0.0458

注) NI = 当期純利益_t/総資産_{t-1}、 ΔNI = (当期純利益_t - 当期純利益_{t-1})/総資産_{t-2}。

図表 3-4 非上場金融機関における記述統計量

パネルA：非上場金融機関における当期純利益（ NI ）								
年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	585	-0.0027	0.0155	-0.2102	-0.0031	0.0013	0.0025	0.0306
2002	512	-0.0035	0.0207	-0.2794	-0.0037	0.0009	0.0019	0.0947
2003	464	-0.0012	0.0065	-0.0540	-0.0022	0.0009	0.0019	0.0103
2004	459	0.0001	0.0069	-0.0710	0.0006	0.0014	0.0025	0.0136
2005	470	0.0013	0.0042	-0.0308	0.0010	0.0018	0.0027	0.0139
2006	463	0.0013	0.0064	-0.0678	0.0010	0.0021	0.0033	0.0592
2007	466	0.0011	0.0063	-0.0529	0.0009	0.0020	0.0033	0.0213
2008	446	0.0001	0.0055	-0.0532	0.0004	0.0012	0.0024	0.0152
2009	448	-0.0028	0.0078	-0.0598	-0.0056	0.0006	0.0014	0.0141
2010	440	0.0009	0.0044	-0.0370	0.0010	0.0016	0.0023	0.0089
2011	443	0.0007	0.0045	-0.0420	0.0008	0.0014	0.0020	0.0091
2012	450	-0.0003	0.0097	-0.1540	0.0006	0.0012	0.0020	0.0078
2013	448	0.0016	0.0029	-0.0188	0.0010	0.0017	0.0025	0.0317
2014	443	0.0023	0.0032	-0.0255	0.0015	0.0021	0.0030	0.0341
2015	449	0.0023	0.0030	-0.0216	0.0014	0.0021	0.0032	0.0226
2016	446	0.0022	0.0024	-0.0098	0.0012	0.0019	0.0029	0.0218
2017	445	0.0018	0.0018	-0.0134	0.0010	0.0017	0.0025	0.0128
2018	437	0.0017	0.0021	-0.0230	0.0009	0.0015	0.0023	0.0160
合計	8,314	0.0003	0.0084	-0.2794	0.0007	0.0015	0.0026	0.0947
パネルB：非上場金融機関における当期純利益の変化額（ ΔNI ）								
年	観測値数	平均値	標準偏差	最小値	25%	50%	75%	最大値
2001	585	-0.0017	0.0175	-0.2787	-0.0025	-0.0004	0.0007	0.1581
2002	512	-0.0027	0.0185	-0.1887	-0.0040	-0.0007	0.0006	0.0851
2003	464	0.0003	0.0122	-0.0876	-0.0019	-0.0001	0.0017	0.1438
2004	459	0.0007	0.0132	-0.2156	-0.0005	0.0004	0.0022	0.0395
2005	470	0.0011	0.0084	-0.0740	-0.0005	0.0003	0.0013	0.0817
2006	463	0.0001	0.0077	-0.0658	-0.0006	0.0003	0.0012	0.0958
2007	466	-0.0002	0.0067	-0.0563	-0.0011	0.0000	0.0009	0.0394
2008	446	-0.0013	0.0063	-0.0591	-0.0023	-0.0007	0.0001	0.0314
2009	448	-0.0029	0.0090	-0.0606	-0.0056	-0.0013	0.0000	0.0553
2010	440	0.0037	0.0083	-0.0392	0.0001	0.0012	0.0068	0.0477
2011	443	-0.0003	0.0053	-0.0431	-0.0009	-0.0001	0.0004	0.0355
2012	450	-0.0011	0.0101	-0.1564	-0.0008	-0.0002	0.0003	0.0425
2013	448	0.0020	0.0114	-0.0209	0.0000	0.0003	0.0012	0.1917
2014	443	0.0010	0.0050	-0.0241	0.0000	0.0004	0.0009	0.0787
2015	449	0.0002	0.0049	-0.0197	-0.0004	0.0001	0.0005	0.0830
2016	446	-0.0001	0.0027	-0.0117	-0.0007	-0.0001	0.0003	0.0228
2017	445	-0.0003	0.0018	-0.0111	-0.0007	-0.0002	0.0002	0.0126
2018	437	-0.0001	0.0019	-0.0247	-0.0005	-0.0001	0.0003	0.0148
合計	8,314	-0.0001	0.0100	-0.2787	-0.0009	0.0000	0.0008	0.1917

注) NI = 当期純利益 _{t} ／総資産 _{$t-1$} 、 ΔNI = (当期純利益 _{t} - 当期純利益 _{$t-1$})／総資産 _{$t-2$} 。

3.5 分析デザイン

金融機関の利益調整の実態・動機・手段に関する仮説を検証するにあたり、それぞれ分析デザインを設定する。

3.5.1 利益調整の実態に関する分析デザイン

金融機関の利益調整の実態を明らかにするために、仮説 1 および仮説 2 について Burgstahler and Dichev(1997)や首藤(2010)の分析方法に従って検証する。利益は当期純利益を使用し、総資産で基準化した。すなわち、損失回避の検証では当期純利益 NI （当期純利益／前期末総資産）を利用し、減益回避の検証では当期純利益の変化額 ΔNI 〔(当期純利益－前期純利益)／前期首総資産〕を用いる。具体的な検証手順は、(1) 利益指標を総資産で基準化したものをヒストグラムで示し、(2) ヒストグラムのゼロ付近の不連続性に関する統計的検定を行うために標準化差異（standardized differences）を算定する。(1) では、ヒストグラムにより視覚的にゼロ付近の不規則性を検討する。分布の不規則性を確認するため「利益の分布は滑らか（smooth）である」とする帰無仮説を設定する。この帰無仮説を統計的に検証するために、(2) の標準化差異を算定する。標準化差異とは、ヒストグラムの各区間における期待値と実績値の差のことを意味し、以下の手順で検証される（首藤 2010）。

①ヒストグラムにおける特定区間の期待度数は、隣接する 2 区間の平均値であると仮定する。②特定区間の期待度数を求め、実際度数と期待度数の差異（実際度数－期待度数）を計算する。③この差異を推定標準偏差で割り、標準化差異を算定する。④帰無仮説によれば、標準化差異は近似的に平均 0、標準偏差 1 の標準正規分布に従うため、1.282（10%水準）、1.645（5%水準）、2.326（1%水準）を基準にしてその統計的有意性を判断する（片側検定）、という手順である。

この手順により、ゼロに隣接する左側と右側の区間で異常な分布が観察され、かつ帰無仮説が棄却されれば、損失および減益を回避する利益調整が確認されたことになる。

3.5.2 利益調整の動機に関する分析デザイン

次に、各金融機関の動機の違いに着目した仮説 3 から仮説 6 を検証するため、Beatty et al.(2002)に従い、プロビット回帰モデルによる分析を行う。具体的には、利益水準および利益変化額がゼロ付近にある（つまり、 NI および ΔNI の絶対値がヒストグラムの階級幅の 2 倍以下である）金融機関について、利益水準は(1)式、

利益変化額については（2）式のモデルで回帰分析をする。

$$\begin{aligned}
 NIPOS_{it} = & \alpha + \beta_1 PUBLIC_i (or SHINKIN_i) + \beta_2 \Delta ASSET_{it} + \beta_3 LASSET_{it} + \beta_4 \Delta ROI_{it} \\
 & + \beta_5 \Delta NPL_{it} + \beta_6 \Delta LOAN_{it} + \beta_7 CR_{it} + \beta_r REGION + \beta_t YEARDummy \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 \Delta NIPOS_{it} = & \alpha + \beta_1 PUBLIC_i (or SHINKIN_i) + \beta_2 \Delta ASSET_{it} + \beta_3 LASSET_{it} + \beta_4 \Delta ROI_{it} \\
 & + \beta_5 \Delta^2 NPL_{it} + \beta_6 \Delta LOAN_{it} + \beta_7 CR_{it} + \beta_r REGION + \beta_t YEARDummy \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

各変数の定義は図表 3-5 のとおりである。被説明変数の *NIPOS* および $\Delta NIPOS$ は、それぞれ *NI* および ΔNI の絶対値がヒストグラムの階級幅の 2 倍以下にあり、ゼロより大きい場合に 1 をとるダミー変数である。つまり 1 の値をとっている場合、それぞれわずかな黒字、増益を表す。説明変数に関して、金融機関の成長率と規模をコントロールするため、 $\Delta ASSET$ と *LASSET* を組み込む。規模が大きく成長性が高いほど、黒字、増益を計上すると考えられるため係数は正になると予測する。 ΔROI は、純利益に貸倒引当金繰入額を加算し、有価証券関係損益を減算した非裁

図表 3-5 変数の定義

変数	定義
<i>NIPOS</i>	<i>NI</i> が 0 より大きい場合は 1、そうでない場合は 0 のダミー変数
$\Delta NIPOS$	ΔNI が 0 より大きい場合は 1、そうでない場合は 0 のダミー変数
<i>PUBLIC</i>	上場している場合は 1、そうでない場合は 0 のダミー変数
<i>SHINKIN</i>	信用金庫の場合は 1、信用組合の場合は 0 のダミー変数
$\Delta ASSET$	(当期末総資産－前期末総資産) ÷ 前期末総資産
<i>LASSET</i>	当期末総資産の自然対数
ΔROI	(当期非裁量利益 ^a －前期非裁量利益) ÷ 前期末総資産
ΔNPL	(当期不良債権－前期不良債権) ÷ 期首期末の総貸出金の平均額
$\Delta^2 NPL$	(当期不良債権変化額－前期不良債権変化額) ÷ 期首期末の総貸出金の平均額
$\Delta LOAN$	(当期末総貸出金－前期末総貸出金) ÷ 前期末総貸出金
<i>CR</i>	自己資本比率
<i>REGION</i>	地域ダミー変数（地域区分は付録参照）
<i>YEARDummy</i>	2001 年から 2018 年のダミー変数

^a非裁量利益は、純利益＋貸倒引当金繰入額－（国債等債券売却損益＋株式等売却損益－国債等債券償却－株式等償却）と計算している。

量利益の変化額であり、収益力の変化をコントロールする。非裁量利益が正に変化するほど、黒字、増益を計上すると考えられるため係数は正になると予測する。 ΔNPL は、貸出金ポートフォリオの質の変化による影響をコントロールする。(2)式については被説明変数が利益の変化額であるため、不良債権の変化額の差($\Delta^2 NPL$)を用いる。不良債権の増加は収益を減少させるため、係数は負の値をとると予測する。 $\Delta LOAN$ は、貸出金総額の変化額であり、 CR は自己資本比率である。貸出金の変化額や自己資本比率が高いほど、黒字、増益を計上すると考えられるため、係数は正になると予測する。また地域および年度の影響を勘案するため地域ダミーと年度ダミーを組み込んでいる²³。

これらの銀行の特性をコントロールしたのち、 $PUBLIC$ の係数を観察し、上場金融機関と非上場金融機関で利益調整行動が異なるかどうかを確認する。正で有意な係数が観察されれば、上場金融機関の方が顕著に利益調整を行っていることを意味する。したがって、仮説3では、非上場金融機関の方が顕著に損失回避の利益調整を行っていると予想しているため、係数は負になり、仮説5では、上場金融機関の方が顕著に減益回避の利益調整を行っていると予想しているため、係数は正になると予測する。また、信用金庫と信用組合の比較では、 $PUBLIC$ のかわりに信用金庫であれば1をとるダミー変数の $SHINKIN$ を用いる。仮説4と仮説6のいずれも信用金庫の方が顕著に利益調整を行っていると予想しているため、係数は正になると予測する。

3.5.3 利益調整の手段に関する分析デザイン

最後に、利益調整の手段に関する仮説7、仮説8について、次の手順で検証する。当期純利益(NI)および当期純利益変化額(ΔNI)の大きさに基づき以下のようにサンプルを分割し、会計利益の構成要素の変動を観察する。(1)ゼロ以上の小さいほうから順番に300観測値ずつのポートフォリオを作成する(ポートフォリオ0がゼロ以上300観測値)、(2)ゼロ未満の観測値についても同様にゼロを起点として負の方向に300観測値ずつのポートフォリオを作成する、(3)それぞれのポートフォリオに関して会計利益の各構成要素の平均値および四分位点を表示し、ゼロ付近の異常な変動を観察する²⁴。さらに、ポートフォリオ0付近におけ

²³ 地域ダミーには、内閣府が公表している「地域経済動向」における12区分を参考に沖縄を九州地域に含めた11区分を用いている(付録参照)。

²⁴ 300観測値ごとのポートフォリオの他に、100観測値ごと、200観測値ごとでも検証を行ったが大きな傾向の違いはなかった。

るポートフォリオ間のデータの値に統計的に有意な差があるのか、平均値の差の検定である t 検定と中央値の差の検定である Mann-Whitney の U 検定を行い検証する。

分析する会計項目について、銀行の会計的裁量行動の検証で用いられる代表的な会計項目である貸倒引当金繰入額と実体的裁量行動を観察するため有価証券の売却や償却に関する有価証券関係損益に着目し分析を行う。また、貸倒引当金戻入額および貸出金償却の影響を考慮するため貸倒引当金の変化額の分布、国債と株式の売却行動を区別するため、国債等関係損益と株式等関係損益に分割した分布についても検証を行う²⁵。各構成要素は前期末総資産により基準化している。さらに、上場金融機関と非上場金融機関を分けたサンプルについても、同様にグラフを作成した。なお、上場金融機関はサンプルサイズが 1,401 と非上場金融機関と比較し少数であるため、100 観測値毎のポートフォリオとした。

3.6 分析結果

はじめに金融機関の利益調整の実態に関する分析結果を示し、次に利益調整の動機、最後に利益調整の手段に関する分析結果を提示する。

3.6.1 利益調整の実態に関する分析結果

最初に損失回避の利益調整の実態に関する分析結果を提示し、次に減益回避の利益調整の実態に関する分析結果を示す。

3.6.1.1 損失回避の利益調整の実態

全金融機関に加え、上場金融機関、非上場金融機関、銀行（都市銀行、地方銀行、第2地方銀行）、信用金庫、信用組合のサブ・サンプルを用いた計6種類のヒストグラムを作成している。各々のヒストグラムは図表3-6から図表3-11のとおりである。なお、ヒストグラムの作成にあたり、階級幅を設定する必要がある。DeGeorge et al. (1999)に倣い、以下の方法で階級幅（*binwidth*）を求め決定する²⁶。

$$binwidth = 2 \times IQR \times n^{-1/3} \quad (3)$$

²⁵ サンプル期間における信用金庫および信用組合において貸倒引当金戻入額のデータが取得できないため、貸倒引当金の変化額で代替する。

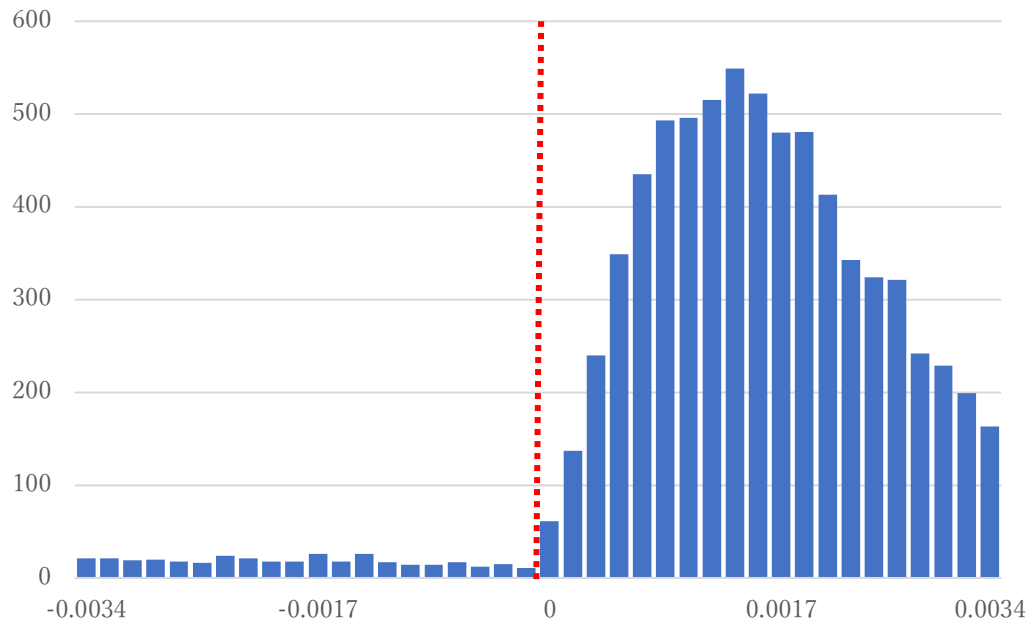
²⁶ この階級幅の計算方法は、フリードマン=ダイアコニス法則として知られる統計学的手法である（Freedman and Diaconis 1981）。

IQR : 四分位範囲

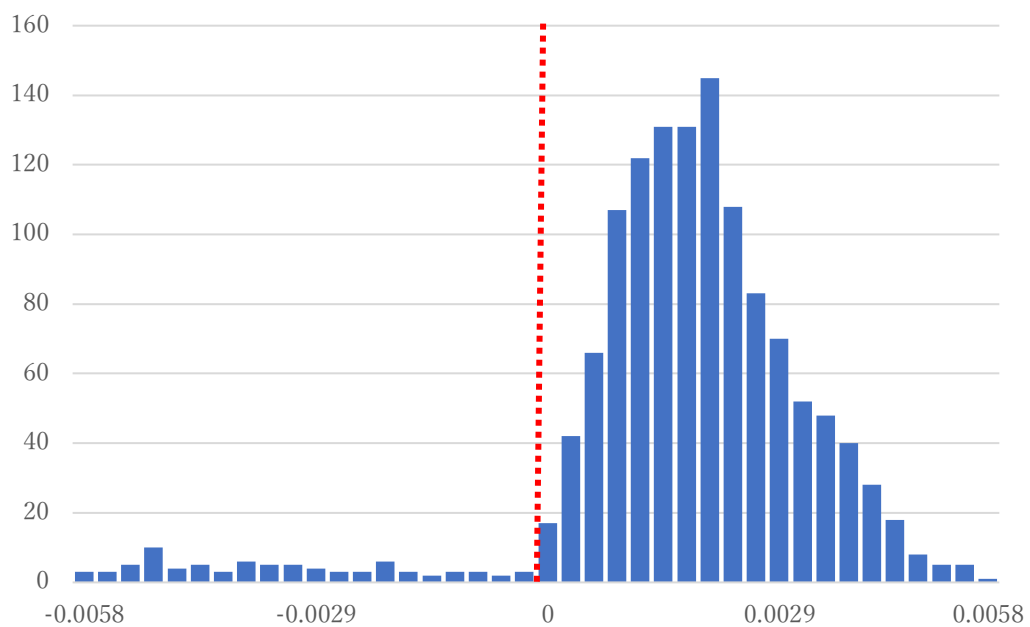
n : サンプルサイズ

まず仮説 1 について全金融機関のサンプルでは、ゼロより左側の観測値数が極端に少ないことがわかる。このことから金融機関が損失を回避する傾向にあることがわかる。図表 3-12 の標準化差異による分析結果においても、-4.943 と負の値をとり 1%水準で有意になっていることから、分布の不連続性があるといえる。他方、ゼロに隣接する右側のヒストグラムをみると、観測値が特に多いわけではない。ただし、分布をみる限りゼロより左側の観測値数は明らかに少なく、また標準化差異による分析結果もゼロをわずかに下回る金融機関が有意に小さいことから限定的ではあるが損失回避していると予想した仮説 1 を支持している。また、上場金融機関、非上場金融機関、銀行、信用金庫、信用組合のサブ・サンプルにおいても同様の結果が得られている。

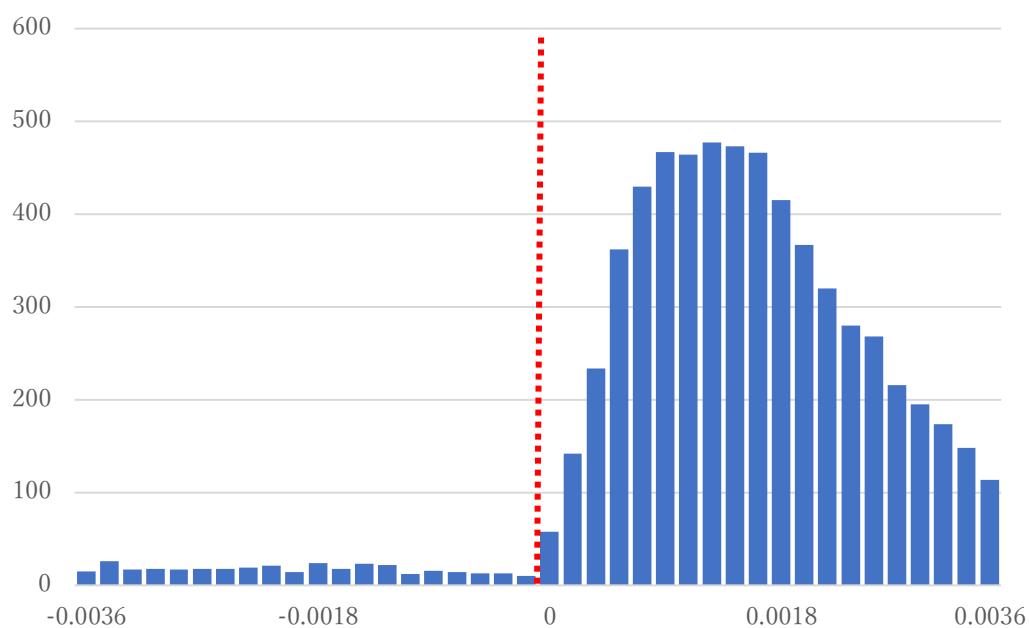
図表 3-6 全金融機関における NI のヒストグラム（階級幅：0.00017）



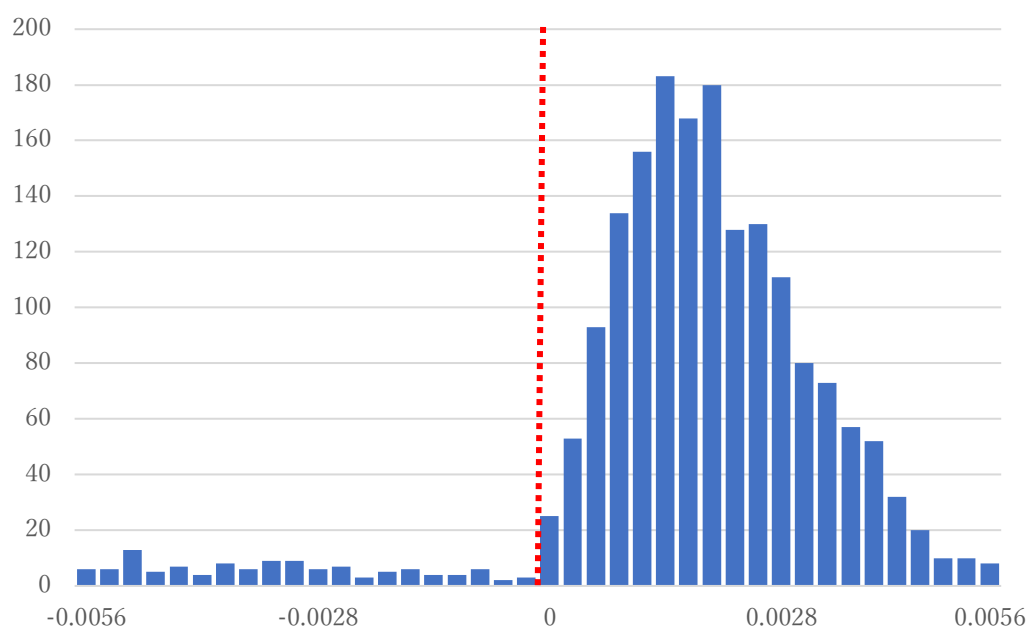
図表 3-7 上場金融機関における NI のヒストグラム（階級幅：0.00029）



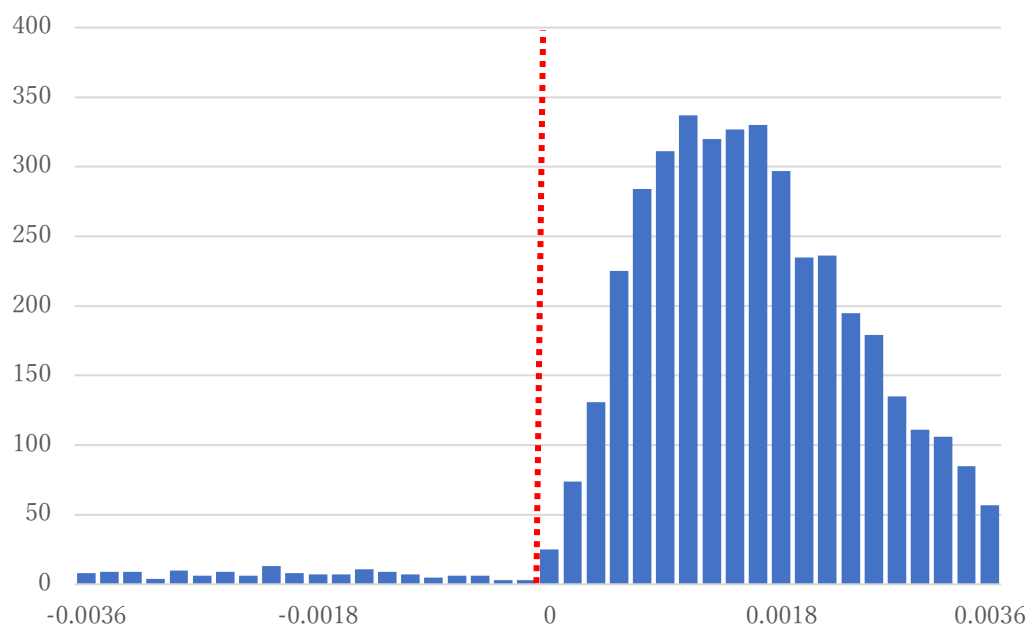
図表 3-8 非上場金融機関における NI のヒストグラム（階級幅：0.00018）



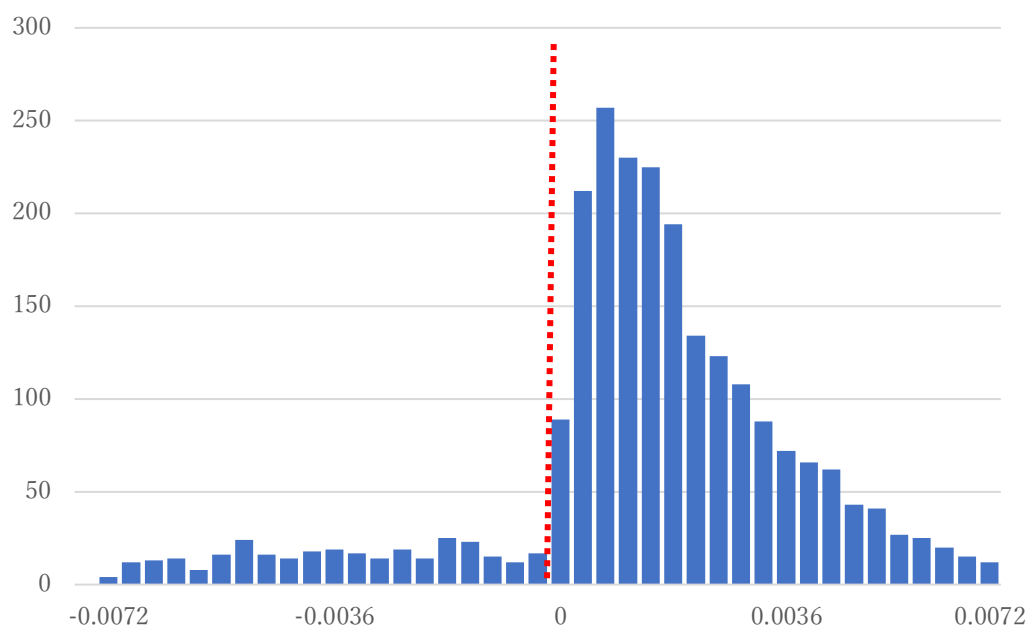
図表 3-9 銀行における NI のヒストグラム（階級幅：0.00028）



図表 3-10 信用金庫における NI のヒストグラム（階級幅：0.00018）



図表 3-11 信用組合における NI のヒストグラム（階級幅：0.00036）



図表 3-12 標準化差異の分析

		ゼロより左側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]	ゼロより右側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]
損失回避(<i>NI</i>)	図表3-6 全金融機関	-4.943 *** (11) [38]	-1.320 * (61) [74]
	図表3-7 上場金融機関	-2.346 *** (3) [10]	-1.045 (17) [23]
	図表3-8 非上場金融機関	-4.855 *** (10) [36]	-1.848 ** (58) [76]
	図表3-9 銀行	-3.379 *** (3) [14]	-0.485 (25) [28]
	図表3-10 信用金庫	-3.486 *** (3) [14]	-2.039 ** (25) [39]
	図表3-11 信用組合	-5.218 *** (17) [51]	-2.166 ** (89) [115]
	図表3-13 全金融機関	-2.558 *** (543) [615]	4.828 *** (721) [575]
	図表3-14 上場金融機関	-0.410 (137) [143]	3.426 *** (183) [133]
	図表3-15 非上場金融機関	-2.170 ** (483) [540]	4.128 *** (627) [510]
	図表3-16 銀行	-1.394 * (165) [186]	4.049 *** (236) [169]
減益回避(<i>ΔNI</i>)	図表3-17 信用金庫	-2.052 ** (324) [368]	3.803 *** (431) [343]
	図表3-18 信用組合	0.979 (280) [262]	4.455 *** (322) [235]

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意(片側検定)。

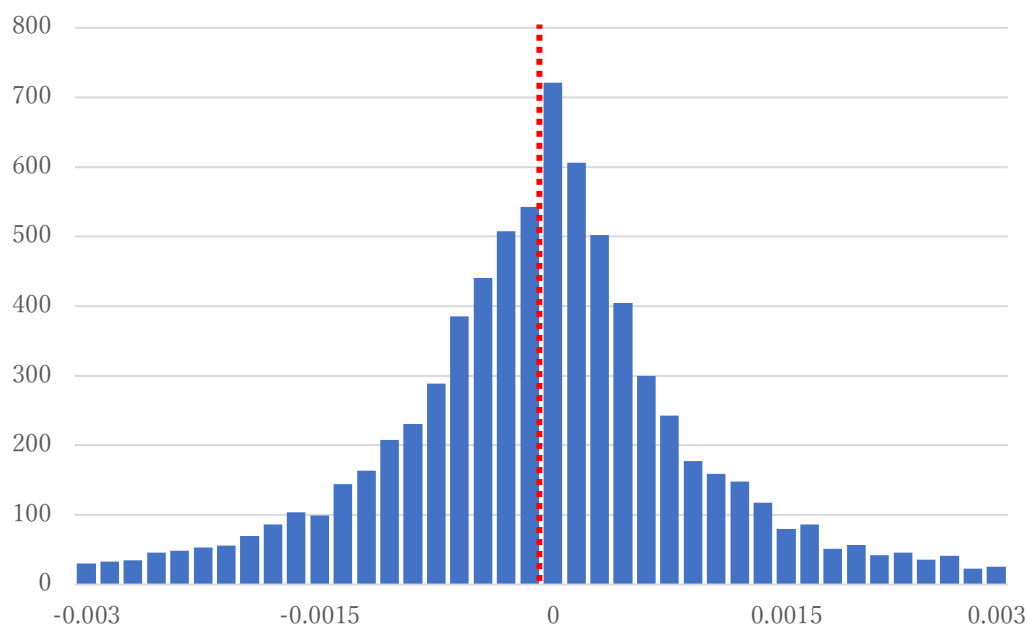
3.6.1.2 減益回避の利益調整の実態

前年度利益を基準とした利益変化額 (ΔNI) に関するヒストグラムは図表 3-13 から図表 3-18 のとおりである。

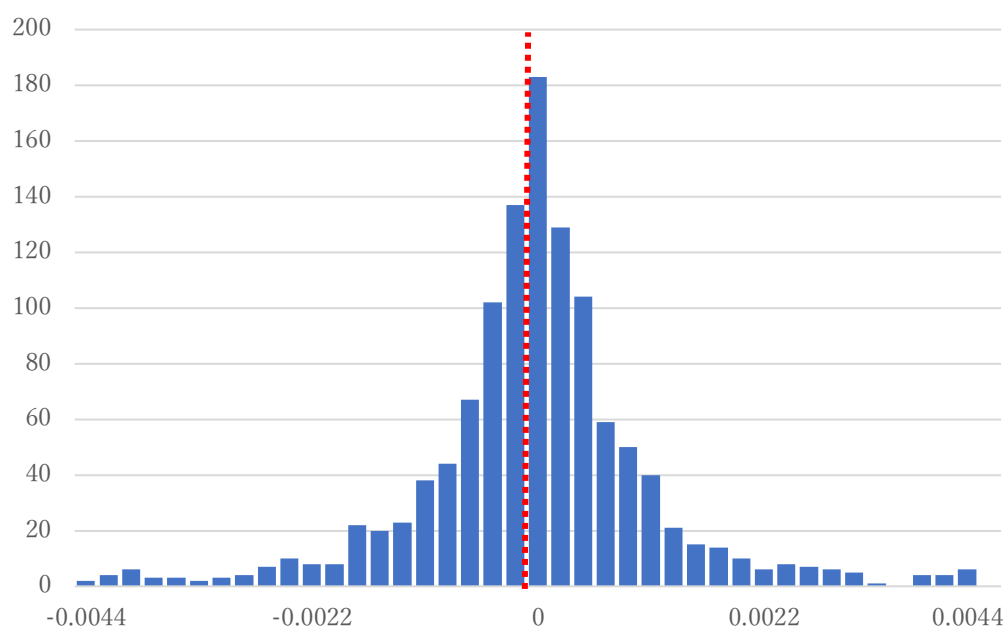
ゼロに隣接する右側について、いずれのヒストグラムもゼロ以上の最初の区間が分布の頂点であり、期待度数を適切に計算することができないため、ゼロより左側の区間の標準化差異に基づいて結果の解釈を行う（首藤 2010）。まず、全金融機関をサンプルとしたヒストグラムでは、ゼロに隣接する左側が小さく、ゼロに隣接する右側が頂点で観測値が最も大きいヒストグラムになっている。先ほどの図表 3-12 の標準化差異による分析結果をみると、ゼロより左側が有意にマイナスの値をとっている。したがって、全金融機関のサンプルでは、減益回避の利益調整を行っていることを示唆している。よって仮説 2 は支持される結果となった。

また、上場・非上場別および各金融機関別にみると、非上場金融機関、銀行、信用金庫において、有意な負の値をとり減益回避の利益調整を行っていることが示唆される。上場金融機関と信用組合に関しては、標準化差異の分析においてゼロより左側が有意な値をとらず、分布の不連続性があるとはいえない結果となった。Beatty et al.(2002)では、米国の上場銀行持株会社が非上場銀行持株会社より顕著に減益回避を行っていることを示しているが、日本の金融機関を対象とした場合、非上場金融機関が減益回避の利益調整を行っている一方で上場金融機関が減益回避の利益調整を行っておらず、米国の銀行を対象とした場合の検証結果とは逆の結果になった。

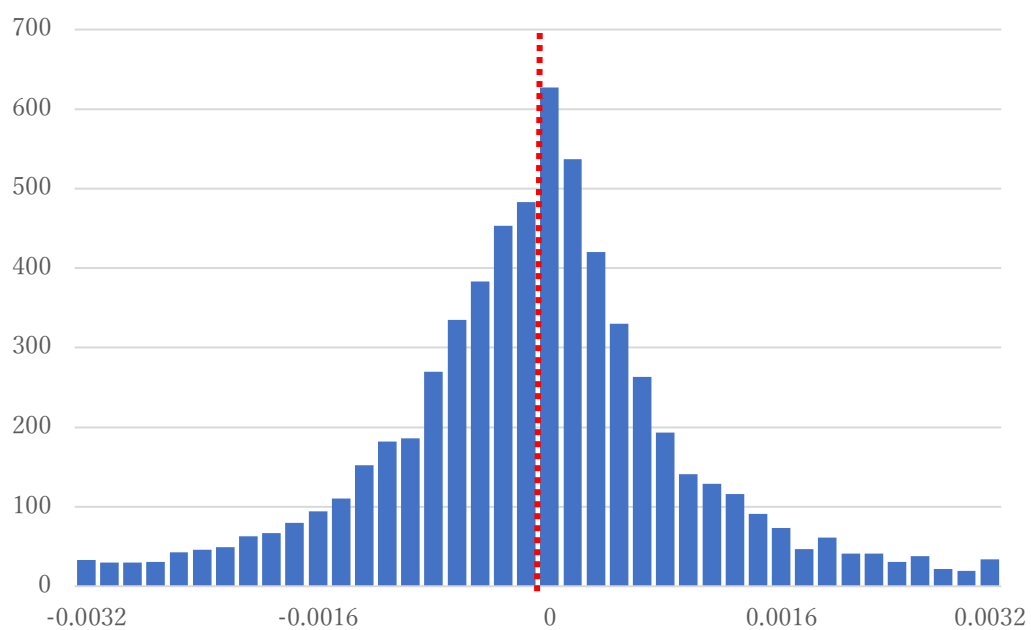
図表 3-13 全金融機関における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00015）



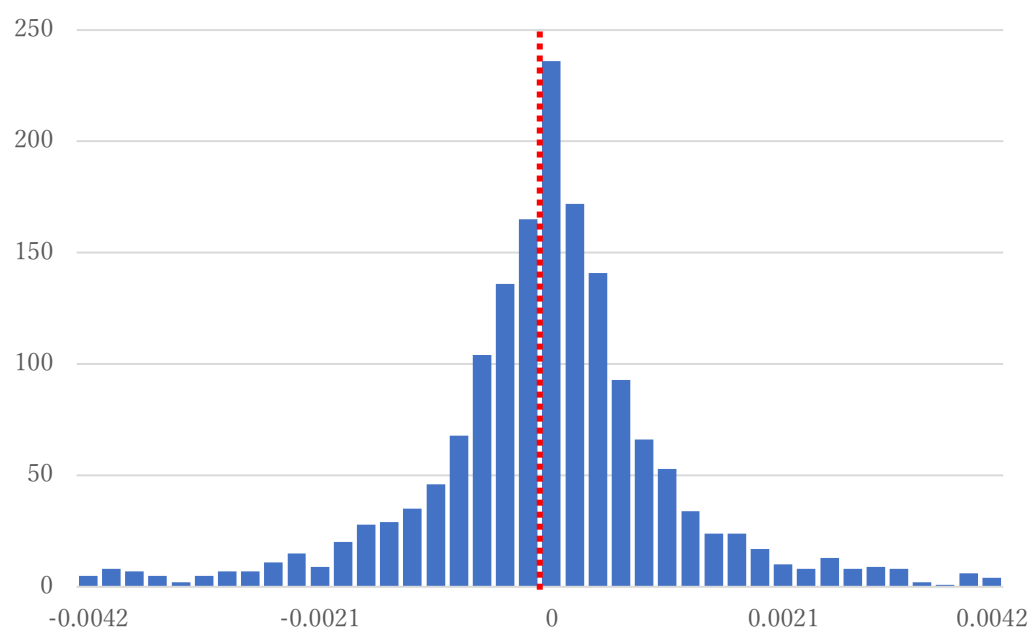
図表 3-14 上場金融機関における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00022）



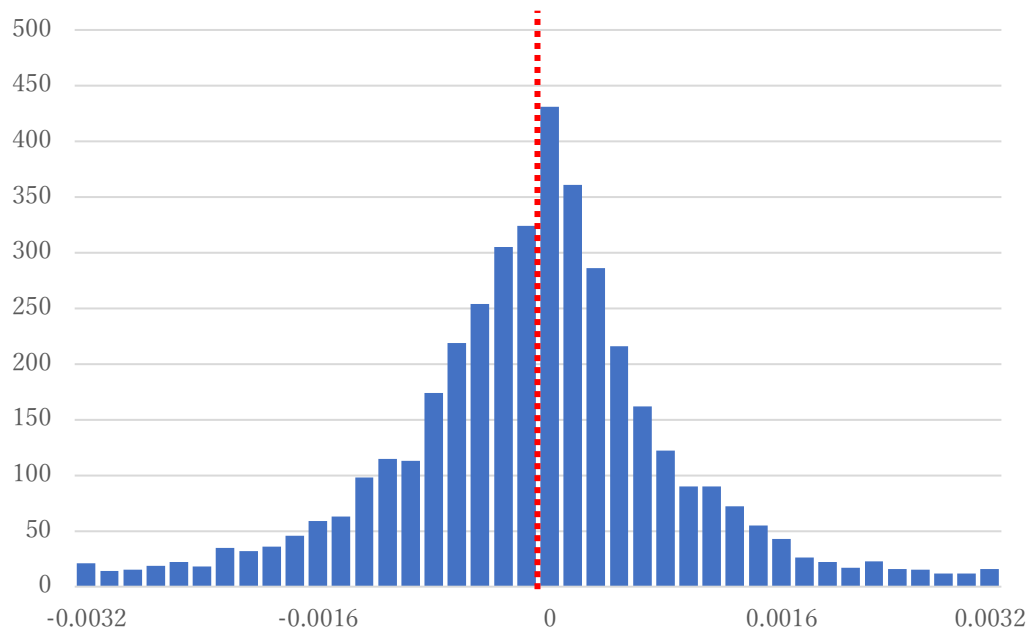
図表 3-15 非上場金融機関における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00016）



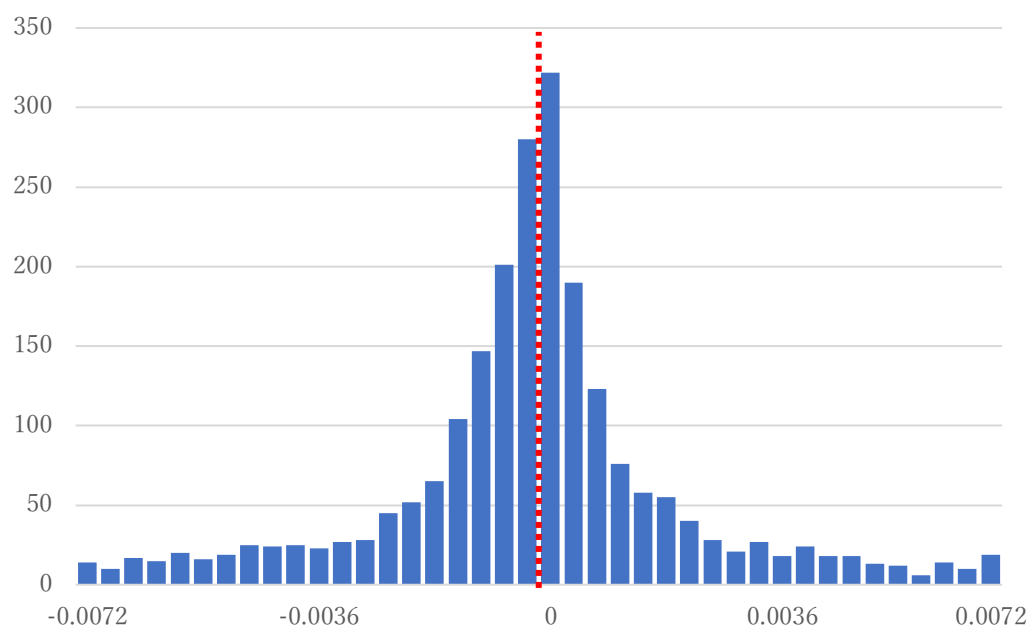
図表 3-16 銀行における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00021）



図表 3-17 信用金庫における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00016）



図表 3-18 信用組合における ΔNI のヒストグラム（階級幅：0.00036）



3.6.2 利益調整の動機に関する分析結果

利益調整の動機に関する仮説3から仮説6の検証結果を示す。さらにサンプルを分割した追加検証を行い、その結果を提示する。

3.6.2.1 プロビット回帰モデルによる検証結果

(1) 式による推定結果は図表 3-19 のパネル A、(2) 式による推定結果は図表 3-19 のパネル B のとおりである。

図表 3-19 プロビット回帰モデル(1)式・(2)式の推定結果

パネルA: (1)式の推定結果

VARIABLES	predict	上場・非上場		信金・信組	
		Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>PUBLIC</i>	—	-1.77 ***	-3.34		
<i>SHINKIN</i>	+			0.37	0.68
<i>ΔASSET</i>	+	1.92	0.72	9.67 *	1.79
<i>LASSET</i>	+	0.42 ***	2.74	0.23	1.25
<i>ΔROI</i>	+	-191.47 **	-2.28	-183.83 *	-1.85
<i>ΔNPL</i>	—	-30.94 ***	-2.87	-30.01 **	-2.51
<i>ΔLOAN</i>	+	11.83 *	1.75	15.86 **	2.48
<i>CR</i>	+	-0.07 *	-1.89	-0.10 ***	-2.84
<i>REGION</i>		yes		yes	
<i>YEARDummy</i>		yes		yes	
<i>N</i>		178		163	
擬似 R^2		0.38		0.43	

パネルB: (2)式の推定結果

VARIABLES	predict	上場・非上場		信金・信組	
		Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>PUBLIC</i>	+	-0.06	-0.69		
<i>SHINKIN</i>	+			-0.08	-1.08
<i>ΔASSET</i>	+	1.22	1.29	1.31	1.15
<i>LASSET</i>	+	0.03	1.45	0.06 *	1.88
<i>ΔROI</i>	+	65.51 **	2.31	68.37 ***	3.27
<i>Δ²NPL</i>	—	-3.23 **	-2.25	-3.15 **	-2.08
<i>ΔLOAN</i>	+	0.03	0.05	-0.49	-0.69
<i>CR</i>	+	0.00	-0.35	0.00	-0.31
<i>REGION</i>		yes		yes	
<i>YEARDummy</i>		yes		yes	
<i>N</i>		2,378		2,084	
擬似 R^2		0.028		0.038	

注) z統計量を算出するにあたって、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意であることを表す。

図表 3-19 パネル A の上場・非上場金融機関の違いを示す、*PUBLIC*の係数は負で統計的に有意な値をとったため、損失回避は非上場金融機関の方が顕著に行っていることがわかる。したがって、仮説 3 は支持される。一方で、その他については*PUBLIC*および*SHINKIN*いずれも有意な値をとらなかったため、利益調整に顕著な違いがあるとはいえない。したがって、仮説 4、仮説 5、仮説 6 は支持されなかった。コントロール変数については、図表 3-19 パネル A の上場・非上場金融機関の比較において、*LASSET*と $\Delta LOAN$ は予測符号と一致し、正で有意な値をとっている。したがって、規模が大きい場合や貸出金が増加傾向にある金融機関ほどわずかな黒字を計上していることがわかる。また、 ΔNPL は、予測符号と一致して負で有意な値をとっており、不良債権が増加している金融機関はわずかな赤字を計上する傾向にあるといえる。一方で ΔROI と*CR*については、予測符号とは反対で負に有意な値をとっており、非裁量利益が増加している場合や自己資本比率が高い場合、わずかな赤字を計上する傾向にあるといえる。同様に (1) 式の推定結果であるパネル A の信用金庫、信用組合の比較の場合も概ね同じ推定結果となっている。(2) 式の推定結果について、上場・非上場金融機関の比較および信用金庫、信用組合の比較におけるコントロール変数は概ね同様の結果となっており、 ΔROI と $\Delta^2 NPL$ は予測符号と一致し有意な値をとっている。非裁量利益が増加傾向にあるほど、また不良債権が減少するほど、わずかな増益を計上する傾向にあることがわかる。

3.6.2.2 サブ・サンプルによる追加検証

(サブ・サンプル 1) 上場金融持株会社の傘下行を上場金融機関としたサンプル
主分析では、単独上場している金融機関のみ上場金融機関として分析を行っており、都市銀行など持株会社として上場していても、銀行単独で非上場の場合は非上場金融機関のサンプルとして処理している。金融機関持株会社では、その傘下行が持株会社の業績および株価に大きな影響を与えていることが考えられる。そこで、持株会社として上場している場合、その傘下行を上場金融機関としたサンプルで追加分析を行った（なお、このサンプルをサブ・サンプル 1 とする）。標準化差異による分析結果は図表 3-20 のパネル A、プロビット回帰モデルによる分析結果は図表 3-21 のとおりである。

標準化差異による分析もプロビット回帰モデルによる分析も結果は主分析と概ね変わらない。したがって単独上場金融機関と上場金融持株会社の傘下行を上場金融機関としたサンプルにおいても、上場金融機関は損失回避を行う傾向はみられるものの減益回避の傾向はみられないことがわかる。プロビット回帰モデルの

分析結果では、非上場金融機関の方が顕著に損失回避の利益調整を行っており、一方で減益回避の利益調整行動には顕著な差はみられなかった。

（サブ・サンプル 2）上場金融持株会社の傘下行と信用組合を除くサンプル

次に、上場金融持株会社の傘下行と信用組合のサンプルを除くサブ・サンプルで分析を行う（なお、このサンプルをサブ・サンプル 2 とする）。金融機関単独で非上場であっても、持株会社として上場していれば、上場金融機関と同じ利益調整の動機をもつ可能性があることや、上場金融持株会社の傘下行を除外することで、プロビット分析による検証の際に、上場金融機関と非上場金融機関の規模や業務内容がより近いサンプルで比較可能になると考えられる²⁷。また信用組合に関して、員外貸出、員外預金が制限されるなど協同組織性が高く、不特定多数の預金者がいる他の金融機関と異なり利害関係者は限定的で、利益など単純な利益指標の情報に利害関係者が依存していない可能性がある。主分析でも信用組合に関しては減益回避が行われていないことが確認されている。また、小規模であり、除外することで追加分析するサンプル間の業態、規模が近いものになる。したがって、上場金融持株会社の傘下行および信用組合を除外したサブ・サンプル 2 を使用し、標準化差異による分析とプロビット回帰モデルによる上場金融機関と非上場金融機関の比較検証を行う。標準化差異による分析結果は図表 3-20 のパネル B、プロビット回帰モデルによる分析結果は図表 3-21 のとおりである。

標準化差異による分析について、上場金融機関は主分析と同じサンプルを使用しているため結果は変わらない。非上場金融機関は上場金融持株会社の傘下行および信用組合を除外しても、主分析と同様、損失回避と減益回避の利益調整行動をとっていることが観察された。また、(1) 式の推定結果である図表 3-21 パネル A および (2) 式の推定結果であるパネル B において、*PUBLIC*の係数は負で有意になっている。したがって、より規模、業態が近似したサンプルで比較した場合、非上場金融機関の方が顕著に損失回避および減益回避を目的とした利益調整を行っていることを示唆している。

²⁷ 上場金融持株会社の傘下行を除外することで都市銀行はサンプルから外れる。

図表 3-20 サブ・サンプルの標準化差異の分析

		ゼロより左側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]	ゼロより右側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]
パネルA: サブ・サンプル1			
損失回避(<i>NI</i>)	上場金融機関	-2.887 *** (3) [12]	-1.138 (20) [27]
	非上場金融機関	-4.782 *** (10) [35]	-1.813 ** (57) [75]
減益回避(<i>ΔNI</i>)			
上場金融機関	上場金融機関	-0.480 (160) [167]	3.222 *** (211) [160]
	非上場金融機関	-2.131 ** (496) [553]	4.141 *** (643) [525]
パネルB: サブ・サンプル2			
損失回避(<i>NI</i>)	上場金融機関	-2.346 *** (3) [10]	-1.045 (17) [23]
	非上場金融機関	-3.711 *** (3) [15]	-1.768 ** (27) [39]
減益回避(<i>ΔNI</i>)			
上場金融機関	上場金融機関	-0.410 (137) [143]	3.426 *** (183) [133]
	非上場金融機関	-2.296 ** (332) [382]	3.875 *** (448) [356]

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意(片側検定)。

図表 3-21 サブ・サンプルのプロビット回帰モデル(1)式・(2)式

パネルA: (1)式の推定結果

		サブ・サンプル1		サブ・サンプル2	
VARIABLES	predict	Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>PUBLIC</i>	—	-1.76 ***	-3.31	-4.00 *	-1.67
<i>ΔASSET</i>	+	1.92	0.72	-5.44	-0.14
<i>LASSET</i>	+	0.43 ***	2.86	0.82	1.02
<i>ΔROI</i>	+	-193.35 **	-2.28	-366.95 **	-2.03
<i>ΔNPL</i>	—	-31.00 ***	-2.90	-75.53	-1.41
<i>ΔLOAN</i>	+	11.71 *	1.73	4.34	0.20
<i>CR</i>	+	-0.07 *	-1.90	0.11	0.57
<i>REGION</i>		yes		yes	
<i>YEARDummy</i>		yes		yes	
<i>N</i>		178		38	
擬似 R^2		0.38		0.44	

パネルB: (2)式の推定結果

		サブ・サンプル1		サブ・サンプル2	
VARIABLES	predict	Coef.	z-value	Coef.	z-value
<i>PUBLIC</i>	+	-0.14	-1.43	-0.20 *	-1.71
<i>ΔASSET</i>	+	1.22	1.30	0.07	0.05
<i>LASSET</i>	+	0.05 *	1.68	0.08 **	1.96
<i>ΔROI</i>	+	65.20 **	2.31	63.61 **	2.20
<i>Δ²NPL</i>	—	-3.22 **	-2.24	-3.78 *	-1.90
<i>ΔLOAN</i>	+	0.10	0.17	1.92	1.64
<i>CR</i>	+	0.00	-0.36	0.00	0.02
<i>REGION</i>		yes		yes	
<i>YEARDummy</i>		yes		yes	
<i>N</i>		2,378		1,695	
擬似 R^2		0.029		0.037	

注) z統計量を算出するにあたって、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意であることを表す。

3.6.3 利益調整の手段に関する分析結果

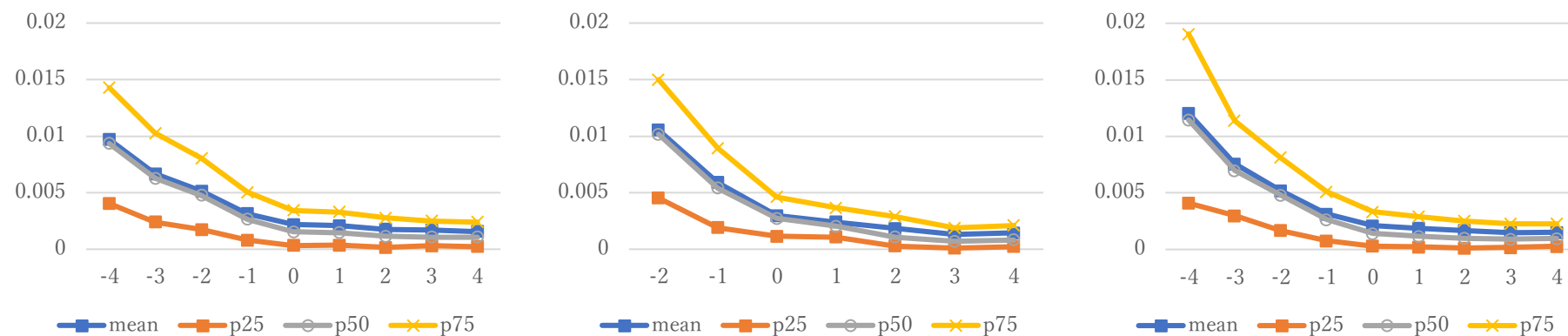
前節で示した分析デザインに従い、当期純利益（ NI ）および当期純利益変化額（ ΔNI ）の大きさに基づきサンプルを分割してポートフォリオを作成し、会計利益の構成要素の変動を示したのが図表 3-22 から図表 3-31 である。

図表 3-22 から図表 3-26 が当期純利益（ NI ）に対する各構成要素の変動であり、貸倒引当金繰入額、貸倒引当金変化額、有価証券関係損益、国債等関係損益、株式等関係損益の順で示している。貸倒引当金繰入額および貸倒引当金変化額では、全金融機関、上場金融機関、非上場金融機関に同様の傾向が観察され、ポートフォリオ 0 にかけて減少しており、その後、変化は緩やかとなっている。したがって費用となる貸倒引当金繰入額を減少させ損失回避を行っていることが推測される。また、有価証券関係損益に関して、ポートフォリオ 0 にかけて増加しており、その後変化は緩やかになっている。国債等関係損益と株式等関係損益に分割した場合、国債等関係損益では全金融機関、上場金融機関、非上場金融機関ともに平均値、中央値がポートフォリオ 0 付近で増加しているが、株式等関係損益について、上場金融機関では増加しているのに対し、全金融機関および非上場金融機関は中央値にあまり変化がみられない。したがって有価証券を売却することで利益を計上し、損失回避を行っている可能性があり、特に株式の売却による利益の計上は上場金融機関にみられることがわかる。

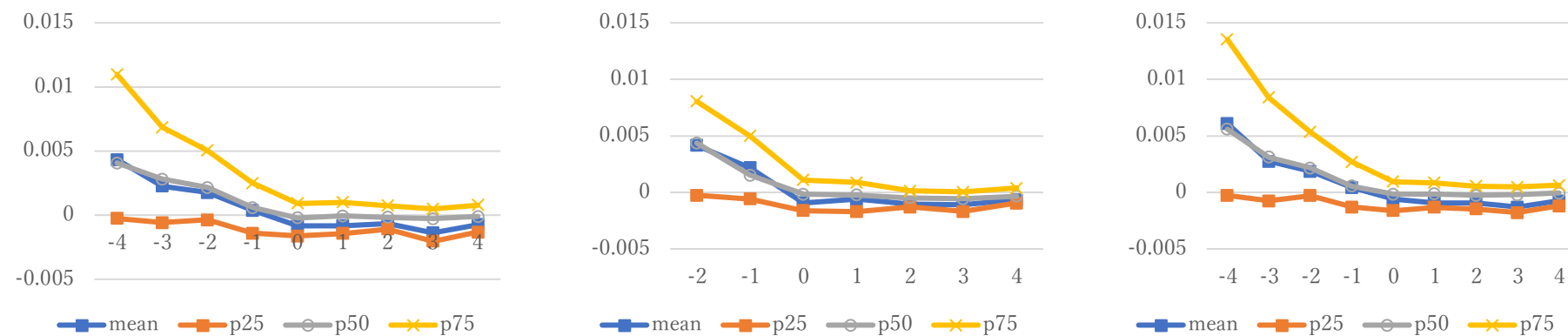
次に、図表 3-27 から図表 3-31 における当期純利益の変化額（ ΔNI ）に関して、図表 3-27 の貸倒引当金繰入額は上場金融機関でポートフォリオ 1 にかけて減少しているものの、全金融機関、非上場金融機関では大きな変化はみられない。図表 3-28 の貸倒引当金変化額はポートフォリオ 0 付近での減少がみられる。貸倒引当金を減少させ、減益回避の利益調整を行っている可能性がある。有価証券関係損益に関しては、全金融機関および非上場金融機関のグラフでポートフォリオ 0 にかけて中央値は増加しており、その傾向は国債等関係損益でより顕著にみられる。一方で、上場金融機関にはその傾向はみられない。非上場金融機関は減益回避のため、有価証券のうち特に国債を売却することで利益を計上していることが示唆される。

最後に、ポートフォリオ 0 付近におけるポートフォリオ間のデータの値に統計的に有意な差があるのか、平均値の差の検定である t 検定と中央値の差の検定である Mann-Whitney の U 検定を行った結果を図表 3-32 で示している。

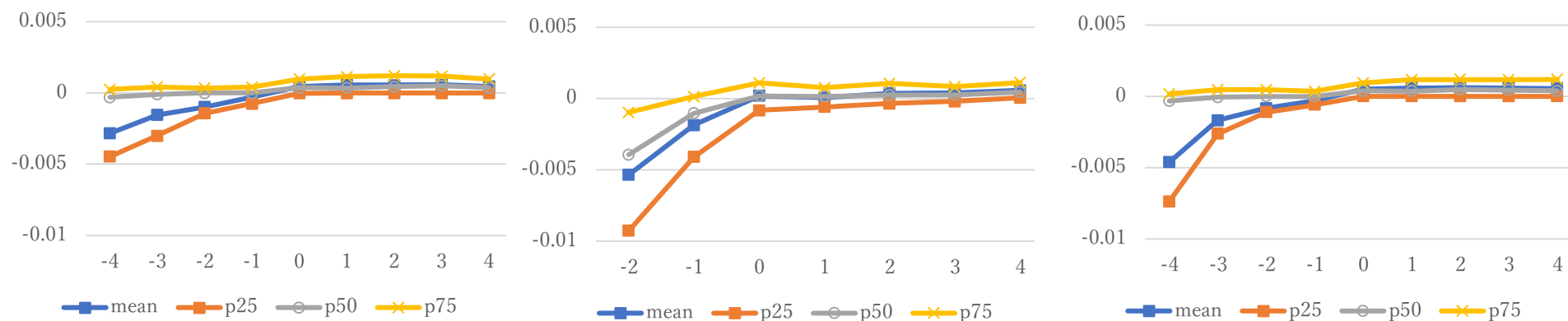
図表 3-22 NI に対する貸倒引当金繰入額の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



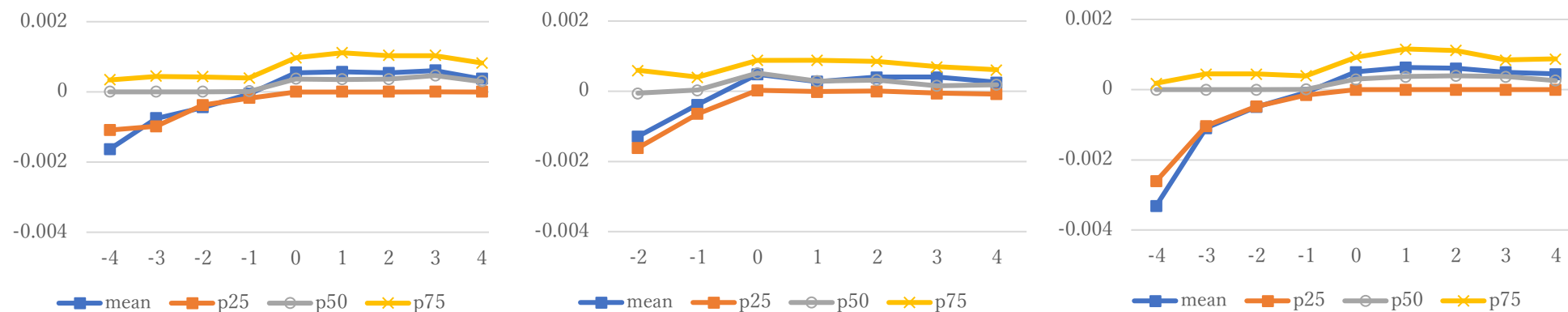
図表 3-23 NI に対する貸倒引当金変化額の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



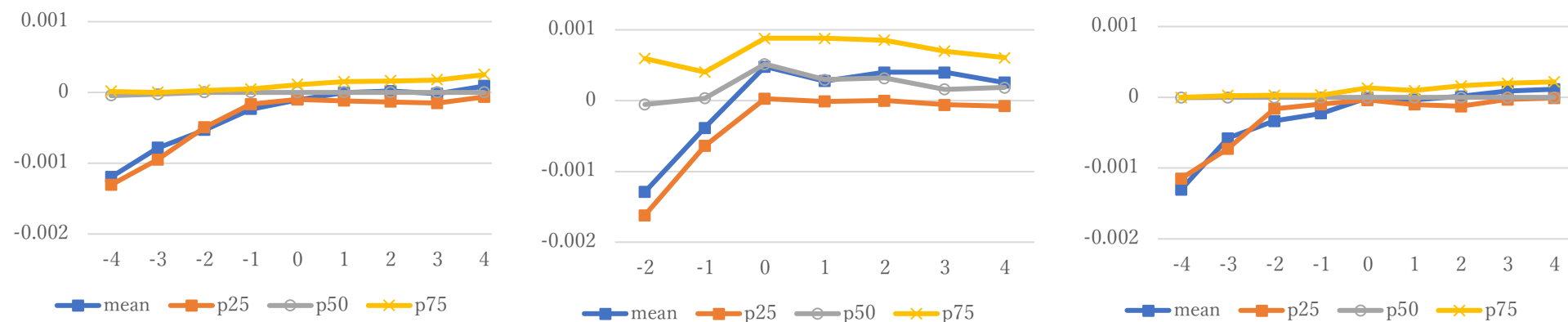
図表 3-24 NI に対する有価証券関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



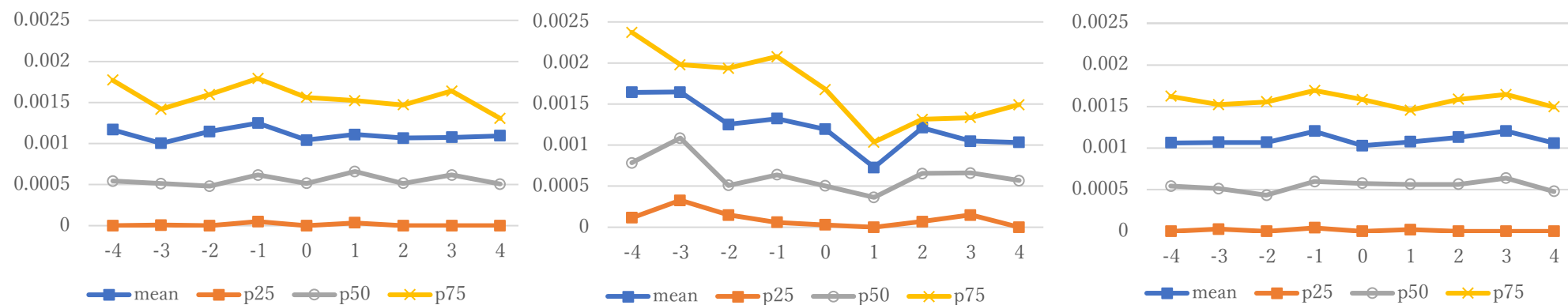
図表 3-25 NI に対する国債等関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



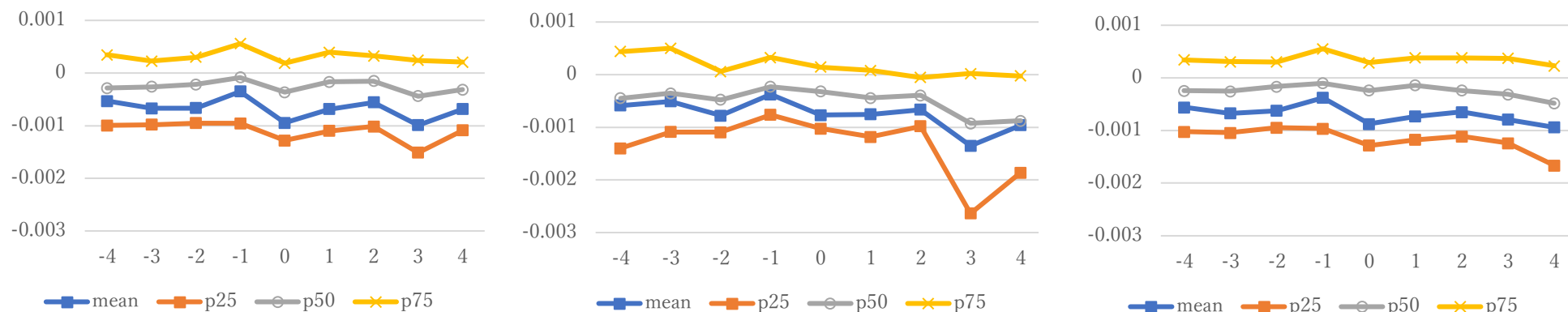
図表 3-26 NI に対する株式等関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



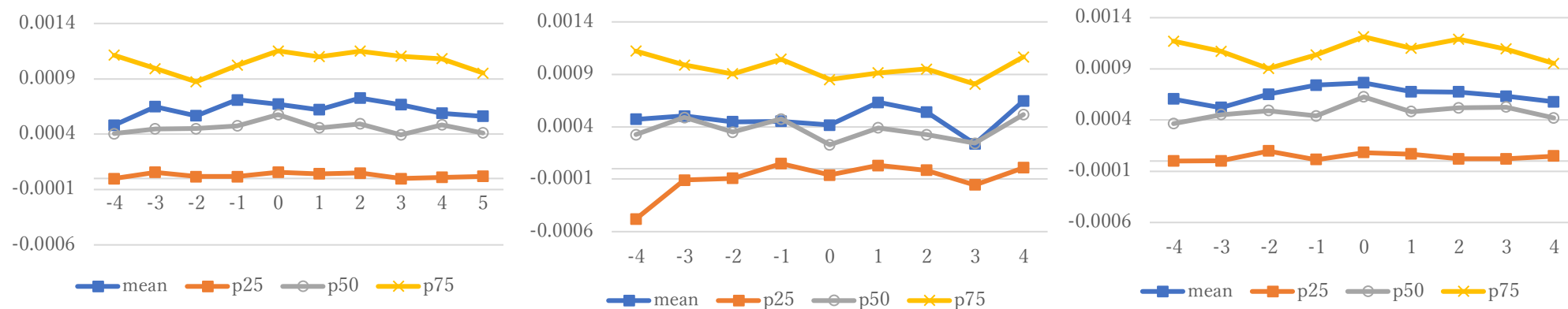
図表 3-27 ΔNI に対する貸倒引当金繰入額の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



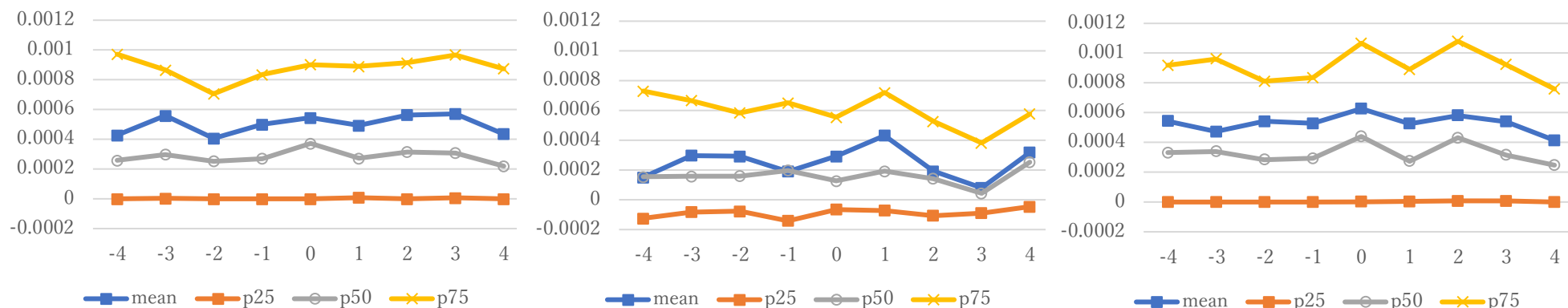
図表 3-28 ΔNI に対する貸倒引当金変化額の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



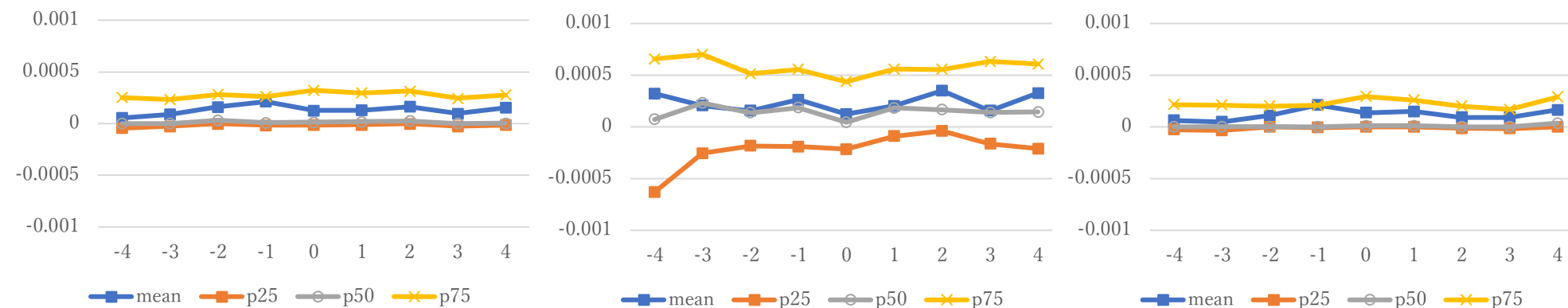
図表 3-29 ΔNI に対する有価証券関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



図表 3-30 ΔNI に対する国債等関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



図表 3-31 ΔNI に対する株式等関係損益の分布（左：全金融機関、中央：上場金融機関、右：非上場金融機関）



図表 3-32 t 検定と Mann-Whitney の U 検定

	当期純利益 (NI)			当期純利益変化額 (ΔNI)		
	ボートフォリオ-1 平均値 (中央値)	ボートフォリオ0 平均値 (中央値)	ボートフォリオ+1 平均値 (中央値)	ボートフォリオ-1 平均値 (中央値)	ボートフォリオ0 平均値 (中央値)	ボートフォリオ+1 平均値 (中央値)
	t値 (z値)	t値 (z値)		t値 (z値)	t値 (z値)	
全金融機関						
貸倒引当金繰入額	0.0031 (0.0027)	0.0022 (0.0015)	0.0021 (0.0015)	0.0012 (0.0006)	0.0010 (0.0005)	0.0011 (0.0007)
	-4.678*** (-3.939)***	-0.654 (-0.393)		-1.519 (-1.471)	0.590 (0.912)	
貸倒引当金変化額	0.0004 (0.0006)	-0.0008 (-0.0002)	-0.0008 (-0.0002)	-0.0004 (-0.0001)	-0.0009 (-0.0004)	-0.0007 (-0.0002)
	-1.549 (-4.249)***	0.001 (0.223)		-2.571** (-2.918)***	0.986 (2.052)**	
有価証券関係損益	-0.0003 (0.0000)	0.0004 (0.0004)	0.0006 (0.0004)	0.0007 (0.0005)	0.0007 (0.0006)	0.0006 (0.0005)
	5.121*** (5.667)***	1.028 (0.649)		-0.281 (1.360)	-0.464 (-0.733)	
国債等関係損益	-0.0001 (0.0000)	0.0005 (0.0004)	0.0006 (0.0004)	0.0005 (0.0003)	0.0005 (0.0004)	0.0005 (0.0003)
	5.303*** (6.043)***	0.214 (0.292)		0.515 (1.146)	-0.544 (-0.280)	
株式等関係損益	-0.0002 (0.0000)	-0.0001 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0002 (0.0000)	0.0001 (0.0000)	0.0001 (0.0000)
	1.452 (1.101)	1.187 (0.394)		-0.766 (0.640)	0.044 (0.017)	
上場金融機関						
貸倒引当金繰入額	0.0059 (0.0027)	0.0030 (0.0054)	0.0024 (0.0020)	0.0013 (0.0006)	0.0012 (0.0005)	0.0007 (0.0004)
	-5.924*** (-4.587)***	-1.96* (-1.649)*		-0.563 (-0.511)	-2.52** (-1.862)*	
貸倒引当金変化額	0.0022 (0.0015)	-0.0009 (-0.0002)	-0.0006 (-0.0002)	-0.0004 (-0.0002)	-0.0008 (-0.0003)	-0.0008 (-0.0004)
	-4.466*** (-4.730)***	0.509 (0.557)		-1.017 (-1.036)	0.045 (-1.085)	
有価証券関係損益	-0.0019 (-0.001)	0.0002 (0.0002)	0.0001 (0.0001)	0.0005 (0.0005)	0.0004 (0.0002)	0.0006 (0.0004)
	5.81*** (4.982)***	-0.483 (0.117)		-0.248 (-1.412)	1.352 (1.263)	
国債等関係損益	-0.0004 (0.0000)	0.0005 (0.0005)	0.0003 (0.0003)	0.0002 (0.0002)	0.0003 (0.0001)	0.0004 (0.0002)
	4.058*** (4.750)***	-1.228 (-1.334)		0.916 (-0.024)	1.242 (1.021)	
株式等関係損益	-0.0015 (-0.0009)	-0.0003 (-0.0003)	-0.0002 (-0.0002)	0.0003 (0.0002)	0.0001 (0.0000)	0.0002 (0.0002)
	3.891*** (3.281)***	0.477 (1.031)		-1.071 (-1.222)	0.521 (1.253)	
非上場金融機関						
貸倒引当金繰入額	0.0031 (0.0026)	0.0021 (0.0014)	0.0019 (0.0012)	0.0012 (0.0006)	0.0010 (0.0006)	0.0011 (0.0006)
	-5.103*** (-4.392)***	-1.304 (-1.043)		-1.292 (-1.010)	0.397 (0.348)	
貸倒引当金変化額	0.0004 (0.0006)	-0.0006 (-0.0002)	-0.0009 (-0.0001)	-0.0004 (-0.0001)	-0.0009 (-0.0002)	-0.0007 (-0.0001)
	-1.383 (-4.100)***	-1.03 (-0.270)		-2.134** (-2.007)**	0.540 (0.893)	
有価証券関係損益	-0.0003 (0.0000)	0.0005 (0.0004)	0.0006 (0.0004)	0.0007 (0.0004)	0.0008 (0.0006)	0.0007 (0.0005)
	5.745*** (6.380)***	0.836 (0.489)		0.168 (2.448)***	-0.804 (-1.490)	
国債等関係損益	-0.0001 (0.0000)	0.0005 (0.0003)	0.0006 (0.0004)	0.0005 (0.0003)	0.0006 (0.0004)	0.0005 (0.0003)
	5.057*** (5.654)***	1.155 (1.311)		1.108 (1.869)*	-1.018 (-1.110)	
株式等関係損益	-0.0002 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0000 (0.0000)	0.0002 (0.0000)	0.0001 (0.0000)	0.0001 (0.0000)
	2.752*** (2.193)**	-0.393 (-1.527)		-0.702 (1.021)	0.270 (0.107)	

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意(両側検定)。

損失回避については、ゼロより左側であるポートフォリオ-1 に対し、ポートフォリオ 0 の値は概ね有意に利益を増加させる値をとっている。したがって 3.6.1.1 で示した損失回避の結果と整合的であり、損失回避のために貸倒引当金および有価証券関係損益を利用していることがわかる。よって仮説 7、仮説 8 は支持される。減益回避に関しては、全金融機関では貸倒引当金変化額の平均値と中央値、非上場金融機関では貸倒引当金変化額の平均値と中央値、有価証券関係損益と国債等関係損益の中央値で有意な値をとっている。3.6.1.2 では全金融機関と非上場金融機関は減益回避の利益調整を行っている実態がわかり、その手段として貸倒引当金、さらに非上場金融機関では有価証券関係損益を利用していることが観察された。

3.7 結論と解釈

3.7.1 含意と貢献点

本章の目的は、銀行に加え信用金庫、信用組合を含めた日本の金融機関の利益調整行動について実態・動機・手段を明らかにすることであった。利益調整の実態に関する検証結果として、損失を計上している金融機関は極めて少なく、限定的ではあるが損失を回避しているとする仮説を支持した。前年度利益をベンチマークとした減益回避行動は観察され、上場金融機関と非上場金融機関を分けた場合、非上場金融機関のみ減益回避を行っている証拠を得た。また、信用金庫は減益回避を行っているが、信用組合は減益回避を行っていないことを明らかにした。次に利益調整の動機に関して、上場金融機関と非上場金融機関および信用金庫と信用組合では利益調整を行う動機が異なると仮定し、利益調整行動の比較検証を行った。その結果、損失回避については非上場金融機関の方が顕著に利益調整を行っているということがわかった。また、全金融機関を対象とした場合は減益回避の利益調整行動に違いがあるという証拠は得られなかったが、上場金融持株会社の傘下行と信用組合のサンプルを除外し、より業態・規模が近いサブ・サンプルで比較検証した場合、非上場金融機関の方が減益回避を目的とした利益調整を行っていることを明らかにした。一方で信用金庫と信用組合の違いは検出されなかった。最後に、損失回避および減益回避をする際の利益調整手段について日本の金融機関では、貸倒引当金と有価証券関係損益により利益調整を行っている傾向があることが観察された。

これまで金融機関は会計領域の実証研究では、サンプルから除外されることが多く、利益調整行動に関して十分な検討が行われてこなかったが、本章は金融機

関に焦点をあて、かつ信用金庫と信用組合を含めて新たな利益調整行動の証拠を提示し、研究の蓄積に貢献した。また、金融機関の経営状況の悪化に伴い、規制当局では金融機関の収益性や健全性を測定する利益指標の再検討が行われており、本章の証拠は金融機関を監督するための制度設計の一助になることが期待される。

3.7.2 結果の解釈と課題

損失回避について極端に損失を計上する金融機関が少ないことは、一般事業会社と異なり、規制当局によって利益項目が監督されていることが考えられる。当期純利益が赤字になるなど健全性に問題があるとされれば、業務改善命令といったペナルティーが科せられる。また利益項目が収益性を評価する指標となることは、監督指針により示されている一方で、収益性に問題があるとされる明確な基準がないため、損失を計上しないためのバッファールをある程度もたせている可能性がある。厳しいペナルティーと収益性に懸念をもたれないように、わずかな黒字ではなく、ある程度余裕のある利益になるように調整していることから、利益の分布が検証で示したヒストグラムの形状になっていると推測できる。

減益回避の利益調整について、今まで日本の銀行をサンプルとした検証では観察されていなかったが、本章の検証では、減益回避の利益調整を行っている可能性があることが示唆された。先行研究と異なる理由として、本章では非上場金融機関をサンプルに含め検証したことが考えられる。これまで日本の銀行を対象にした検証では、特に明記はないものの株式時価総額を用いている場合や、決算短信の項目を用いている場合など、上場銀行でしか得られない情報を使用し分析していることから、主に上場銀行を対象にしていると考えられる。本章においても、上場金融機関に関する減益回避の利益調整行動は観察されなかったことから、上場金融機関の検証結果については先行研究と整合的といえる。

一方で、Beatty et al.(2002)で示された上場銀行持株会社の方が非上場銀行持株会社より顕著に減益回避を行うという米国の結果とは逆の検証結果となった。この点に関して米国と日本の対比でみた場合、日本の特徴であるメインバンク制と株式の持合が関係している可能性がある。Bushee(1998)は、短期売買を主体とする株式保有者は利益追求を促すため、利益調整を助長することを指摘している。一方、日本の銀行株は金融機関や取引先企業との持合による安定した株主に保有されており、短期的な利益追求といった株主からのプレッシャーは、米国の銀行に比べ相対的に低いことが考えられる。さらに、Miyajima and Kuroki(2007)によれば、銀行借入の依存度が高くメインバンクとの間の関係を維持している一般事業会社は、銀行株の保有リスクが上昇した環境下でも、銀行株の売却率が低い傾向にあ

ることが示唆されている。ただし、近年の傾向として銀行自身の株式所有構造が変化し、安定株主であった他の金融機関や一般事業会社の持株比率が徐々に低下し、海外機関投資家の持株比率が上昇していることも指摘されている(宮島 2017)。この点に関して、北村・小島(2018)は、地域銀行の海外機関投資家による持株比率の上昇が銀行の収益力と株主還元策に与える影響について検証している。結果として、海外機関投資家の持株比率の上昇が銀行の収益力に影響を及ぼしているとはいえないが、株主還元策を積極的に促す方向に作用していることを示した。したがって、株主構造が変化している状況において、日本の銀行株は安定した配当を受け取れる投資先としての役割をもち、市場のプレッシャーに対し、収益面ではなく、株主還元策で対応していることが窺える。実際に当期純利益が減少していても安定配当を重視する金融機関が多いことが指摘されている(川本 2019)。また日本銀行(2019)によれば、欧米諸国に比べ、金融負債に占める預金の割合が極めて高く(約 95%)、社債をはじめとする市場性資金での調達が少ない。以上のように、減益回避行動をとる要因とされる株主の厳しいプレッシャーは、安定株主の存在や市場性資金の調達が少ないことなどを背景に欧米諸国より小さく、減益回避を目的とした利益調整の動機が小さいことから、上場金融機関の利益調整行動が観察されなかったと考えられる。

非上場金融機関で減益回避行動が観察された理由として、上場金融機関に比べ、ディスクロージャー規制や外部監査の要求水準が低く、機関投資家などからの規律付けも働かないため利益調整が抑制されにくいことが考えられる。また、激しい地域内での競争に打ち勝ち生存するために、収益をあげ地域内でのレピュテーションを高めなければならない。信用金庫に関する研究を行った滝川(2014)は、個人預金は裏に貸出がある企業預金に比べ流動的であり、金融機関間の競争において、いかに個人預金を取り込めるかが重要になると主張し、さらに個人預金は事業地区住民の信用金庫に対する納得と好意を反映していると述べている。上場金融機関と比較し、個人預金の割合が高く、規模が小さい信用金庫等にとって、減益といった負の情報が地域内のレピュテーション低下や信用不安につながる恐れがある。このように、一般事業会社と異なり、多数の預金者としての利害関係者が存在し、かつ上場金融機関より相対的に規模が小さく預金者からの資金調達に依存する非上場金融機関は、単純な利益情報や新聞等のメディア報道による「減益」といったワードが預金者の意思決定に影響を及ぼすことを鑑みれば、減益回避の利益調整を行うことが考えられる。一方で、信用組合において減益回避の利益調整が行われていないことに関しては、員外預金の制限があり外部の利害関係者が限定的で、かつ組合員は単純な利益情報に依存せず組合内部の情報を知りう

る立場にあり、わずかな減益を回避し増益にする動機がないことが推測される。この点に関しては、信用金庫と信用組合の比較において有意な差がみられなかったことから預金量の変化等を使ったより詳細な分析が必要である。

以上のように検証結果に対する解釈を行ったが、これらの解釈は推測の域をでない。損失を回避する金融機関がわずかな黒字ではなくバッファーをもたせた利益調整をしているのか、減益回避の利益調整を行っていない上場金融機関の持株比率やガバナンスはどういった特徴をもち利益調整を抑制しているのか、非上場金融機関が減益回避の利益調整を行う動機は地域の評判や預金者の意思決定が影響しているのか、預金者は会計情報を利用し、さらに減益といった単純なワードに反応するのかなど、今後の検証課題として挙げられる。また、株式所有構造が銀行の利益調整行動に影響を与えている場合、株式所有構造の変化に応じてサンプル期間を分割し検証することも考えられる。さらに、利益平準化による利益減少型の利益調整についても考慮していない。金融機関は安定した経営が求められるため、利益平準化を行っている可能性があり、ベンチマーク付近には利益を減少させた金融機関が含まれることも考えられる。最後に、本章では利益調整の手段として貸倒引当金および有価証券関係損益に着目したが、繰延税金資産等その他の会計項目による利益調整も考えられる。利益調整の手段をより多面的に検証することも今後の課題として残されている。

付録

地域区分

地域区分		都道府県名
北海道		北海道
東北		青森、岩手、宮城、秋田、山形、福島
関東	北関東	茨城、栃木、群馬
	南関東	埼玉、千葉、東京、神奈川
甲信越		新潟、山梨、長野
東海		静岡、岐阜、愛知、三重
北陸		富山、石川、福井
近畿		滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山
中国		鳥取、島根、岡山、広島、山口
四国		徳島、香川、愛媛、高知
九州・沖縄		福岡、佐賀、長崎、熊本、大分、宮崎、鹿児島、沖縄

第4章

銀行業における経営者の業績予想の特性と手数料収益による実体的裁量行動

4.1 はじめに

本章の目的は、銀行業における経営者の業績予想の特性を明らかにし、経営者の業績予想達成を目的とした実体的裁量行動について検証することである。特に実体的裁量行動の手段として、期末の押し込み販売による手数料収益の増加に焦点をあてる。

日本の開示制度の特徴として、ほとんどの上場企業で経営者の業績予想が開示されていることが挙げられる。そして、その特徴に注目して日本の一般事業会社を対象に経営者の業績予想を分析した実証研究は、数多く存在する（Ota 2006; Kato et al. 2009; Muramiya and Takada 2017; Kitagawa 2021; 須田・首藤 2004; 乙政・榎本 2008; 円谷 2008; 野間 2008; 阿部 2010ab; 鈴木 2013; 棚橋 2016; 浅野 2018; 山口 2021）²⁸。一方で、銀行は一般事業会社で公表されている売上高や営業利益といった項目がないなど財務諸表の特殊性を理由に分析対象から除外されており、銀行を対象に経営者の業績予想の特性を分析した研究は、筆者の知る限り存在しない。銀行はあらゆる業種と取引を行い、取引先企業の将来の業績や将来の返済能力をふまえて貸出や貸倒引当金の計上を行う。したがって、特定の業種だけではなく幅広い業種から日々の取引を通じて情報を取得していること、数多くの取引先の財務諸表など会計数値を入手し日々取引先の将来業績等の分析を行い、貸出や貸倒引当金の設定をしていることなどから、銀行は将来の景気動向

²⁸ 経営者の業績予想に関する先行研究については、太田(2006)、太田(2008)や内野(2015)で詳細にレビューされている。

や企業の将来を見通す能力が高く、銀行自身の業績予想に関しても正確度が高いことが予想される。また、銀行は日本の経済社会において重要な役割を果たしており、公共性の高さから安定的な経営が求められる。したがって保守的な業績予想をだすことも考えられる²⁹。いずれにしても、銀行の経営者の業績予想は一般事業会社と異なる項目が開示されており、また事業の独自性もあることから、銀行の業績予想の特性が一般事業会社と同様かは定かではない。したがって本章では、まず、銀行の経営者の業績予想の特性を明らかにする。近年銀行の業績悪化を背景に金融庁は2019年12月に早期警戒制度を発令するなど、将来の経営状況を懸念し、早め早めの経営改善を促すとともに、将来期間にわたり持続性のある安定的な利益を求めている。銀行が公表する将来の業績予想は、金融庁をはじめ投資家や債権者等の情報利用者にとって重要な情報価値があり、その特性を明らかにすることに意義がある。

また、経営者は業績予想達成に高いインセンティブをもつことが知られている。須田・花枝(2008)が行ったアンケート調査では、事業の目標値として経営者は業績予想を最も重視しているという結果が報告されている。さらに、先行研究では、経営者の業績予想をわずかにでも達成することで高いリターンを獲得できることが明らかにされている(浅野 2018)。したがって、経営者は業績予想をわずかに達成できないような状況に直面した場合、業績予想を達成するために利益を裁量的に調整することが考えられる。一般事業会社を対象とした研究では、利益を裁量的に調整し経営者の業績予想を達成している証拠が蓄積されており(須田・首藤 2004; 野間 2004; 阿部 2010ab; 浅野 2018; 山口 2021)、銀行を対象とした研究では、保守的な銀行が貸倒引当金を調整することで経営者の業績予想を達成していることが示唆されている(高須・中野 2017)³⁰。本章では、銀行が経営者の業績予想を達成するために利益調整を行っているのか実態を明らかにするとともに、その利益調整手段として手数料収益の増加による実体的裁量行動について検証する。

裁量的に利益を調整する方法として、会計的裁量行動と実体的裁量行動がある。

²⁹ 公共性の観点からは、電気・ガス・通信といった公益事業会社は保守的な業績予想をすることが知られている(Ota 2006; 乙政・榎本 2009)。これらの産業は価格規制があり、料金設定が「適正原価プラス適正利潤」によって決定されるため、好業績を示すと料金の抑制を迫られる可能性があることから、保守的な予想をすると指摘されている(奥村 1997; 竹内 2011)。先行研究では、銀行について分析されておらず、公益事業会社と同じような価格規制もないため、保守的な予想をするかどうかといった業績予想の特性は明らかではない。

³⁰ ここでいう保守的な銀行とは、事前に貸倒引当金を多く積み上げている銀行のことをいう。

会計的裁量行動とは、減価償却の方法の選択といった会計方針の選択や貸倒れの見積りの変更といった会計上の見積りの変更などを裁量的に行い、事実を動かさず会計数値だけを歪める行動を指す（岡部 2009）³¹。先の高須・中野(2017)の貸倒引当金による利益調整行動は、この会計的裁量行動にあたる。一方で、実体的裁量行動は、会計数値を歪める目的で、取引を通じて、事実そのものを動かすことを意味している（岡部 2009）。本章では、実体的裁量行動を取り上げる。

実体的裁量行動の方法について 3 つの代表的な例が提示されている（Roychowdhury 2006; 岡部 2008）。1 つ目は、「押し込み販売」「お願い販売」による売上の繰り上げであり、2 つ目は、過剰生産による売上原価の引き下げ、3 つ目は、裁量的支出の減額であり、研究開発費、広告宣伝費および一般管理費の支出を調整する方法である。本章では、1 つ目にあたる押し込み販売やお願い販売による収益の増加を目的とした手数料収益の実体的裁量行動を分析する。

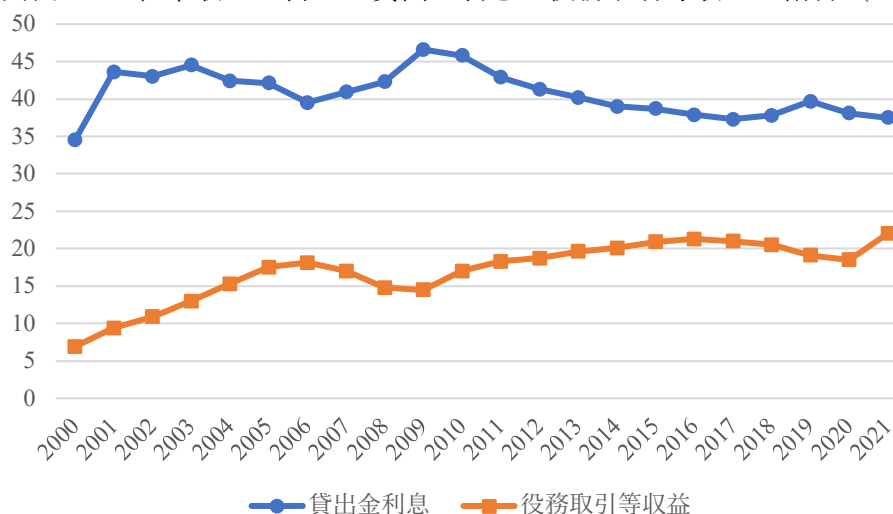
手数料収益に焦点をあてる理由として、以下のものがある。

第 1 に、銀行業のメインの収益源である貸出金利息が将来の長期間にわたって発現する収益であるのに対し、手数料収益は即時銀行の業績に反映される点である。期末に目標利益に届くか届かないかの状況の場合、貸出を行っても利息が得られるのは期末までの月割り分もしくは日割り分になるため、その効果は大きくない。1 会計期間でみた場合、貸出による利息収益の享受を最も受けるのは期首の貸出になる。一方で手数料収益はサービスを提供し、その対価を受取った時点で認識される。したがって、期末に投資信託や保険商品などを押し込み販売することによって手数料収益を獲得しベンチマークとなる利益を達成している可能性がある。押し込み販売などによる手数料収益の獲得は他の実体的裁量行動より即効性があり目標利益の達成率をみながら期末に調整することが可能である。

第 2 に、近年スルガ銀行や日本郵政グループ（かんぽ生命やゆうちょ銀行）が不正な商品販売を行っているといった事件が次々と発生し、その背景には厳しいノルマがあることが指摘されている（日本経済新聞 2019 年 9 月 10 日朝刊）。こうした事件を背景に、金融庁は銀行に対するノルマの監視を強めている。厳しいノルマは、期末における押し込み販売といった実体的裁量行動を誘発することが考えられ、過度な押し込み販売は不正につながり銀行の価値を著しく毀損する恐れもあることから、その実態を明らかにすることは、銀行を監督する金融庁をはじめ銀行の経営状態を評価する利害関係者にとって重要な関心事といえる。

³¹ 会計的裁量行動は一般に公正妥当なルール の範囲内での会計数値の操作であり、虚偽の会計数値を報告する粉飾とは異なる。

図表 4-1 経常収益に占める貸出金利息と役務取引等収益の割合（％）



第3に、マイナス金利政策によって貸出金利息による収益が減少している中、手数料収益は増加している。図表 4-1 は、全国銀行協会が公表している「全国銀行総合財務諸表（連結）」の数値をもとに作成した経常収益に占める貸出金利息と役務取引等収益の割合の推移である³²。貸出金利息の割合は、2009 年をピークに減少し、近年では 40%を下回っている³³。一方で、役務取引等収益の割合は、2000 年代初頭では 10%未満だったものの、概ね増加傾向にあり、近年では 20%を上回る年もある。低金利の時代背景もあり貸出金の利息収益を得るのが厳しい状況下で、業務の多様化により様々なサービスを提供し得られる手数料収益が銀行全体の利益にとって重要な役割を果たしている。このような状況を鑑みて、本章では銀行の手数料収益に焦点をあてる。

以上より、銀行の経営者の業績予想をベンチマークとした手数料収益による実体的裁量行動について明らかにする。また、期末に押し込み販売等が行われている可能性を明らかにするため、四半期のデータを用いて第4四半期における異常な手数料収益の実態を検証する。

主要な発見事項は以下のとおりである。業績予想の特性に関する発見事項とし

³² 銀行の手数料収益は、役務取引等収益に計上される。

³³ 図表 4-1 は、あくまで経常収益に占める各指標の割合を示したものであり、2009 年に貸出金利息の金額が最大になったわけではない点に注意されたい。2009 年はリーマンショックの影響で株式等売却益をはじめ他の収益項目が大幅に減少する中、貸出金利息の減少幅が小さかったため、経常収益に占める貸出金利息の割合が相対的に増加している。貸出金利息は、短期間で増加しにくい一方で、短期間で大幅に減少することも少ないといえる。

て、1 つ目は、銀行の業績予想の達成率が非常に高いことがわかった。年別でみると 90%以上の銀行が予想を達成している年もあり、一般事業会社と比較しても予想達成率は非常に高いことを発見した。2 つ目に、予想誤差の分布の分析で、銀行が業績予想を達成するために利益調整行動をとっている可能性があることを示した。3 つ目に、銀行の業績予想の正確度は高く、一般事業会社と比較して総資産に対する実績値と期初予想の乖離は、平均的に 10 分の 1 以下であり、銀行は非常に正確な業績予想をしていることを明らかにした。手数料収益による実体的裁量行動に関する発見事項として、業績予想を達成するために手数料収益を裁量的に増加させている傾向にあることを発見した。また、第 3 四半期の段階で業績予想の達成が際どい状況にある銀行で最終的に業績予想を達成した銀行では、第 4 四半期に裁量的に手数料収益を増加させる傾向にあることを発見した。

本章の貢献点として以下のものがある。第 1 に、銀行の経営者の業績予想の特性を明らかにしたことである。これまで、一般事業会社を対象に経営者の業績予想の特性については明らかにされていたが、銀行は事業の独自性や財務諸表の特殊性により分析対象から外され、その特性は十分に明らかにされていなかった。本章では銀行に焦点をあて、複数の分析視角から銀行の業績予想の特性を明らかにしている。銀行の業績予想の特性を正しく理解することは、投資家をはじめとする情報利用者にとっても有意義であり、また銀行を分析対象とする研究の一助となることが期待される。

第 2 に、手数料収益による実体的裁量行動を明らかにしたことである。これまで、実体的裁量行動の研究では、研究開発費や広告宣伝費などの裁量的支出の調整や過剰生産による売上原価の調整、売上の繰り上げに関しても値引き販売や信用緩和を捉えた分析が行われているが、手数料収益に関する実体的裁量行動の分析はほとんど行われていない。また銀行を対象とした研究では、貸出金の償却や引当に焦点をあてた研究が大多数を占めていたが、日本では近年のマイナス金利政策による貸出金利息の収入減を背景に手数料収益の重要性が高まっている。さらに、ゆうちょ銀行による投資信託の不適切な販売が問題視されるなど、ノルマ達成の手段として手数料収益に対する関心も高い。こうした状況下で本章では、経営者の業績予想をベンチマークとした手数料収益による実体的裁量行動を明らかにし、また四半期決算のデータを用いて期末の押し込み販売が疑われる状況で手数料収益による実体的裁量行動がとられていることを明らかにした。これらの証拠は、銀行を監督する規制当局や利害関係者にとって有益な情報であり、それに加え実体的裁量行動の研究に対しても新たな裁量的項目として手数料収益を提示し学術的に貢献している。

本章の構成は以下のとおりである。第2節で、銀行の業績予想の特性について業績予想の開示率、予想誤差や予想の正確度について分析を行う。第3節で手数料収益による実体的裁量行動について、先行研究の整理、仮説の導出、分析デザイン、サンプルと記述統計量や分析結果を示す。第4節で結論と課題を提示する。

4.2 銀行の経営者の業績予想の特性

銀行の経営者の業績予想の特性を分析するにあたり、はじめに日本の銀行の業績予想の開示率を示す。次に実績利益と事前に公表した業績予想の差によって測定される予想誤差（*MFE*: Management Forecast Error）とその予想誤差の絶対値（*absMFE*: the absolute value of Management Forecast Error）で測定される予想の正確度に着目する。単独上場している地域銀行（地方銀行と第2地方銀行）の連結決算の財務データを使用し分析を行う³⁴。データの収集期間は連結決算の財務データが取得できる1999年から2021年とする³⁵。ただし、基準化に1期前の総資産を用いているため、実際の分析対象期間は2000年から2021年となる。より具体的には、1999年5月（銀行の決算月は全て3月であり、期初予想の公表月は5月となる）に公表された2000年3月期の業績予想から2020年5月に公表された2021年3月期の業績予想までを用いている。また、合併があったサンプルについては除外している。分析に使用するデータは日本経済新聞社『NEEDS-Financial QUEST』より入手している。

4.2.1 銀行の業績予想の開示率

はじめに銀行の経営者の業績予想の開示率について検証する。単独上場している地域銀行で経常利益の期初予想と当期純利益の期初予想が公表されているか調査している。その結果は、図表4-2のとおりである。なお、2000年の開示率は1999年5月に公表された2000年3月期に対する期初予想の開示率を示しており、他

³⁴ 単独上場銀行を対象としているため、持株会社の傘下行はサンプルから除外される。2000年代初頭に多くの都市銀行が持株会社化したため、単独上場している都市銀行の観測値数がかなり制限されることから都市銀行のサンプルは除外している。梅澤(2016)においても同様の理由で単独上場の地域銀行を対象としている。

³⁵ 2000年の新連結会計制度の影響により個別財務諸表中心のディスクロージャーから連結財務諸表中心のディスクロージャーに切り替わった。銀行では1998年3月期までは、個別財務諸表の値のみ取得可能なケースがほとんどであったが、1999年3月期から連結財務諸表が取得可能になったため、1999年3月期のデータから収集している。ただし、連結財務諸表を開示していない銀行については個別財務諸表のデータを使用する。

図表 4-2 上場地域銀行の業績予想開示率

年	単独上場銀行 総観測値数	期初予想			
		経常利益	開示率	当期純利益	開示率
2000	94	94	100%	94	100%
2001	90	90	100%	90	100%
2002	81	81	100%	81	100%
2003	79	79	100%	79	100%
2004	83	83	100%	83	100%
2005	82	82	100%	82	100%
2006	82	82	100%	82	100%
2007	82	82	100%	82	100%
2008	81	81	100%	81	100%
2009	81	81	100%	81	100%
2010	76	76	100%	76	100%
2011	76	76	100%	76	100%
2012	76	76	100%	76	100%
2013	75	75	100%	75	100%
2014	76	76	100%	76	100%
2015	75	75	100%	75	100%
2016	74	74	100%	74	100%
2017	70	70	100%	70	100%
2018	70	70	100%	70	100%
2019	64	64	100%	64	100%
2020	63	63	100%	63	100%
2021	62	62	100%	62	100%
合計	1,692	1,692	100%	1,692	100%

の年も同様の対応期間で示している。

図表 4-2 で示しているように、単独上場している全ての地域銀行が経常利益、当期純利益ともに開示していることがわかる。東京証券取引所(2021)によれば、東京証券取引所に上場する 3 月期決算企業の 2021 年 3 月期決算公表時に開示された業績予想の開示率は 91.6%となっている。日本の上場企業の業績予想の開示率も高いが、銀行の業績予想の開示率は 100%を維持している。米国や諸外国は業績予想の開示が自発的開示項目であり (Anilowski et al. 2007; 太田 2007)、業績予想の情報には、いい情報であれば開示する、悪い情報は開示しないといったバイアスが生じる可能性がある (Kato et al. 2009)。日本の銀行の場合、開示率からもわかるように自発的開示によるバイアスがないため、業績予想の特性を分析するのによいセッティングであるといえる。

4.2.2 予想誤差

予想誤差 (MFE: Management Forecast Error) は、[t 期の実績利益 - t 期の期初予想利益] によって算定される (Ota 2006; Kato et al. 2009; 乙政・榎本 2009; 浅野

2018; 内田・野間 2019)。このとき、正の値（予想値達成）は、予想が悲観的もしくは保守的であること、一方で負の値（予想値未達成）は、予想が楽観的であることを意味する。利益指標には経常利益と当期純利益を使用し、t-1 期の総資産で基準化した値を用いる。定義は以下のとおりである。

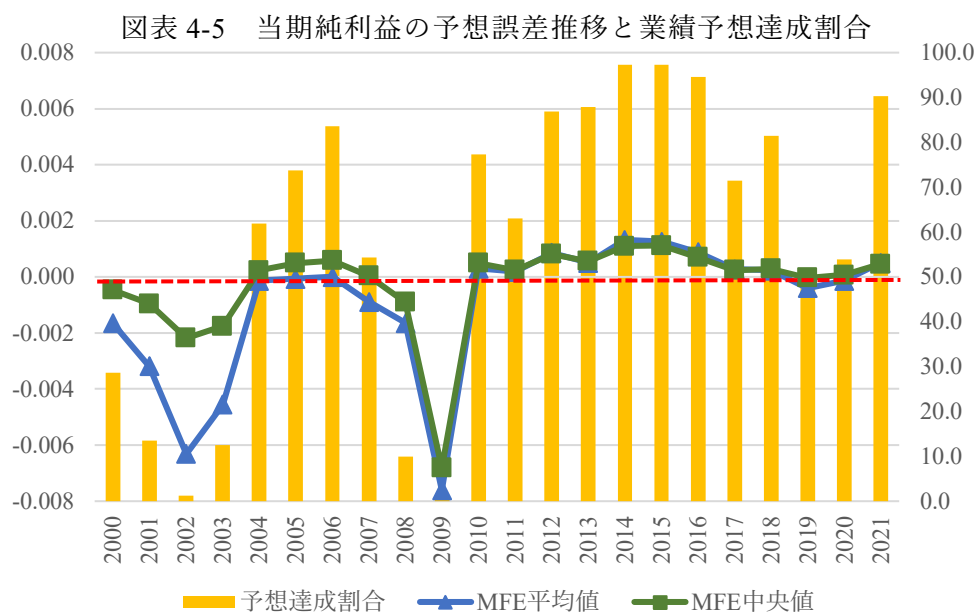
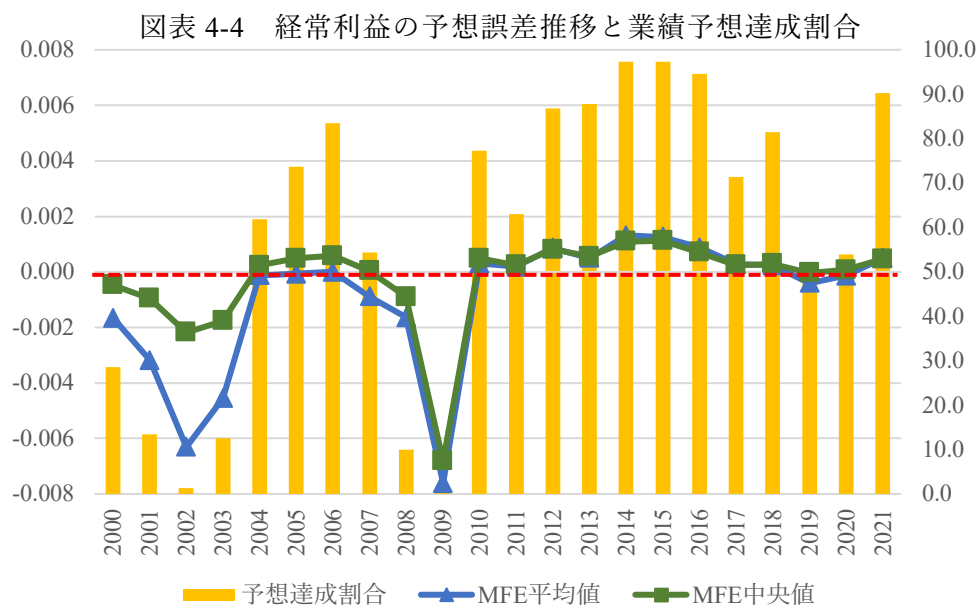
$$\text{予想誤差}(MFE) = (t \text{ 期実績値} - t \text{ 期期初予想値}) \div t-1 \text{ 期末総資産} \quad (1)$$

図表 4-3 は各年の予想誤差の平均値と中央値および全体の観測値数と予想を達成した観測値数、予想を達成した観測値数の割合を示している³⁶。平均値、中央値が正の値をとっている、つまり保守的な予想をしている年と業績予想の達成割合が 50%以上の年に色づけしている。また、図表 4-3 の MFE の平均値と中央値および業績予想達成の割合に基づいて作成した時系列のグラフが図表 4-4 と図表 4-5 である。これらの図表をみると、2000 年代初頭や 2008 年、2009 年は大き

図表 4-3 各利益指標の予想誤差

年	経常利益					当期純利益				
	平均値	中央値	観測値	予想達成	達成割合	平均値	中央値	観測値	予想達成	達成割合
2000	-0.00166	-0.00047	84	24	28.6	-0.00151	-0.00036	84	24	28.6
2001	-0.00318	-0.00096	89	12	13.5	-0.00212	-0.00046	89	16	18.0
2002	-0.00631	-0.00218	79	1	1.3	-0.00472	-0.00131	79	6	7.6
2003	-0.00455	-0.00176	72	9	12.5	-0.00336	-0.00094	72	8	11.1
2004	-0.00013	0.00023	76	47	61.8	-0.00018	0.00026	76	50	65.8
2005	-0.00007	0.00049	80	59	73.8	-0.00024	0.00035	80	58	72.5
2006	0.00000	0.00058	79	66	83.5	-0.00017	0.00029	79	63	79.7
2007	-0.00089	0.00004	81	44	54.3	-0.00088	0.00010	81	50	61.7
2008	-0.00164	-0.00090	80	8	10.0	-0.00125	-0.00072	80	12	15.0
2009	-0.00761	-0.00682	81	1	1.2	-0.00553	-0.00450	81	1	1.2
2010	0.00030	0.00049	75	58	77.3	0.00010	0.00040	75	60	80.0
2011	0.00018	0.00024	73	46	63.0	-0.00026	0.00007	73	39	53.4
2012	0.00086	0.00081	76	66	86.8	0.00016	0.00017	76	49	64.5
2013	0.00050	0.00056	74	65	87.8	0.00025	0.00026	74	65	87.8
2014	0.00132	0.00110	75	73	97.3	0.00088	0.00069	75	73	97.3
2015	0.00126	0.00112	74	72	97.3	0.00077	0.00061	74	71	95.9
2016	0.00088	0.00070	73	69	94.5	0.00055	0.00035	73	66	90.4
2017	0.00028	0.00024	70	50	71.4	0.00025	0.00021	70	58	82.9
2018	0.00023	0.00029	70	57	81.4	0.00011	0.00019	70	58	82.9
2019	-0.00040	-0.00003	64	31	48.4	-0.00043	0.00003	64	36	56.3
2020	-0.00014	0.00007	63	34	54.0	-0.00022	-0.00004	63	31	49.2
2021	0.00050	0.00046	62	56	90.3	0.00037	0.00023	62	54	87.1
合計	-0.00100	0.00017	1,650	948	57.5	-0.00085	0.00008	1,650	948	57.5

³⁶ 図表 4-2 と比較し観測値数が減少しているのは、開示率の計算にはラグ変数を使用していないが、予想誤差の計算には 1 期前の期末総資産のデータを使用しているためである。前年に合併があった場合や新規上場した場合など、前年の総資産の値が使用できない観測値数は予想誤差の計算ができないため、その分の観測値数が減少している。



なマイナスの予想誤差が発生しているものの、それ以降は概ね安定的にプラスの予想誤差で推移している。1990年代から2000年代初頭にかけて、バブル経済崩壊による地価の下落や景気が低迷したことで、返済が滞る債権の増加や担保の資産価値が下落するなど不良債権問題が深刻化し、銀行危機とよばれている（内田2016）。この時期は、銀行が期初に出した予想よりも実績値が下回る傾向にある。特に2002年3月期は、IT不況による世界経済の同時減速に加え、厳しい雇用・所得環境などを背景とした景気の低迷や2001年9月に起きた米国の同時多発テ

ロによる世界経済の先行き不透明感などから、戦後最大の GDP マイナス成長を記録し、日経平均株価もバブル経済崩壊後の最安値を記録しており、銀行の決算においても株式等関係損益が大幅な損失を計上している（全国銀行協会 2002）。また、適正な債務者区分および償却・引当の確保を図る目的で 2001 年秋から 2002 年春に実施された特別検査では、多くの債務者の格付が引き下げられ、その結果、貸倒引当金繰入額が大幅に増加した。こうした株価の下落や引当・償却の厳格化による貸倒引当金繰入額の大幅な増加もあり、2002 年 3 月期は期初の予想より大幅な予想誤差のマイナスが発生したと考えられる³⁷。2008 年から 2009 年にかけてはサブプライム住宅ローン問題に端を発したリーマンショックの影響により市場の環境が悪化し、投資信託の販売手数料の低下、株式等償却の増加、企業の業績悪化に伴う貸倒引当金繰入額の増加などにより大幅なマイナスの予想誤差が発生している。こうした日本における銀行危機や世界的な金融危機が起きた際に大幅なマイナスの予想誤差が発生するものの、その他の期間は概ねプラスの予想誤差が発生しており、予想を達成する銀行の割合も平均的に 50%を超えている。言い換えれば保守的な予想をしていることになる。また、経常利益と当期純利益ともに概ね同様の傾向が観察される。

次に、一般事業会社の予想誤差の傾向と比較する。Kato et al.(2009)は、1997 年から 2007 年までの 38,068 観測値について *MFE* の値を（1）式と同様の定義で、総資産で基準化した値を示している。その結果は当期純利益の *MFE* について平均値 -0.024 、中央値 -0.016 と平均値、中央値をみても予想未達の傾向にあることが窺える。また、比較的同期間の分析期間で同様の定義の *MFE* を示している内田・野間(2019)では、1998 年から 2016 年の 3 月決算の上場企業 33,682 観測値の連結財務諸表を用いて算出された値（当期純利益ベース）は、平均値 -0.009 、中央値 -0.002 となっており、こちらも平均的に予想未達の傾向にあることがわかる。銀行では、図表 4-3 の当期純利益ベースの *MFE* の平均値は -0.001 と負の値をとっているものの、中央値は 0.00017 と正の値をとっている。2000 年代初頭に政府主導で不良債権処理を行った際に多額の貸倒引当金を計上したことや、リーマンショック等の影響で大幅な業績予想の未達が発生し、平均値を引き下げているものの、マイナスの値の大きさが小さいことや中央値が正の値をとっていることから、一般事業会社と比較し、業績予想達成の傾向は高いことが示唆される。また、乙政・榎本(2009)では、1998 年から 2007 年の連結ベースの経常利益、当期

³⁷ 2002 年 3 月期に、石川銀行と中部銀行といった地域銀行が 2 行破綻していることから銀行の経営状況の厳しさが窺える。

純利益に基づいて業績予想達成の企業数の割合（ $MFE \geq 0$ の割合）を算出している。経常利益ベースでは 12,627 観測値の内、5,975 観測値、割合として 47.3% が期初予想を達成しており、当期純利益ベースでは 12,652 観測値の内、5,158 観測値、40.8% の企業が業績予想を達成していることを示している³⁸。一般事業会社の業績予想達成割合が 50% 未満であるのに対し、銀行では図表 4-3 にあるとおり、経常利益で 57.5%、当期純利益で 57.5% と半数以上の銀行が業績予想を達成していることがわかる。また、近年では 90% を超える達成割合を示す年もあり、業績予想達成の割合はかなり高いことが図表 4-3 の結果から確認できる。

4.2.2.1 予想誤差の分布

(1) 式で算定した予想誤差（ MFE ）について、Burgstahler and Dichev(1997)の利益分布アプローチを用いて、予想をわずかに達成するように利益を調整しているのか実態を明らかにする。具体的には、算定した予想誤差についてヒストグラムを作成し、視覚的にゼロ付近の不連続性を確認するとともに、その不連続性について標準化差異（standardized differences）を用いた統計的検定を行う。標準化差異とは、ヒストグラムの各区間における期待値と実績値の差のことを意味し、以下の手順で算定される（Burgstahler and Dichev 1997; 首藤 2010）。①ヒストグラムにおける特定区間の期待度数は、隣接する 2 区間の平均値であると仮定する。②特定区間の期待度数を求め、実際度数と期待度数の差異（実際度数－期待度数）を計算する。③この差異を推定標準偏差で割り、標準化差異を算定する。算定した標準化差異を使用し、分布の不連続性を検定するために「利益の分布は滑らか（smooth）である」とする帰無仮説を設定する。帰無仮説によれば、標準化差異は近似的に平均 0、標準偏差 1 の標準正規分布に従うため、1.282（10%水準）、1.645（5%水準）、2.326（1%水準）を基準にしてその統計的有意性を判断する（片側検定）。この手順により、ゼロに隣接する左側と右側の区間で異常な分布が観察され、かつ帰無仮説が棄却されれば、業績予想達成のための利益調整が確認されたことになる。

なお、ヒストグラムの作成にあたり、階級幅を設定する必要がある。Degeorge et al. (1999)に倣い、以下の方法で階級幅（*binwidth*）を求め決定する³⁹。

³⁸ Kato et al.(2009)、内田・野間(2019)、乙政・榎本(2009)のいずれも、銀行はサンプルから除外されている。

³⁹ この階級幅の計算方法は、フリードマン=ダイアコニスの法則として知られる統計学的手法である（Freedman and Diaconis 1981）。

$$binwidth = 2 \times IQR \times n^{-1/3} \quad (2)$$

IQR : 四分位範囲

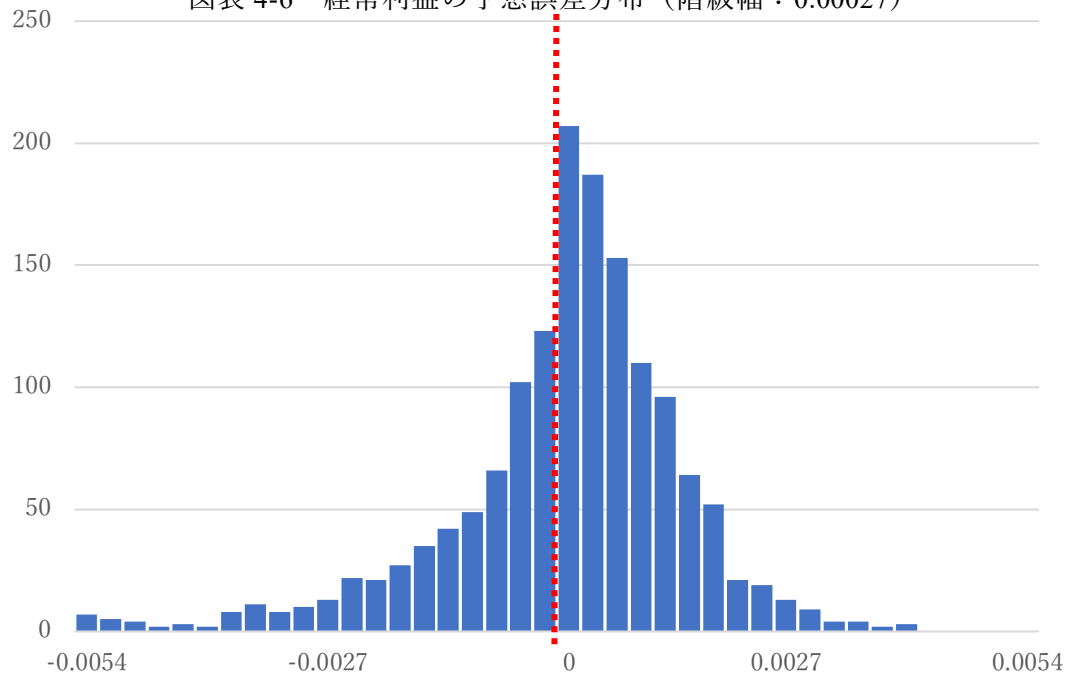
n : サンプルサイズ

この方法により算定された階級幅は、経常利益の予想誤差では 0.00027、当期純利益の予想誤差では 0.00017 である。この階級幅に従い作成したヒストグラムが図表 4-6、図表 4-7 である。

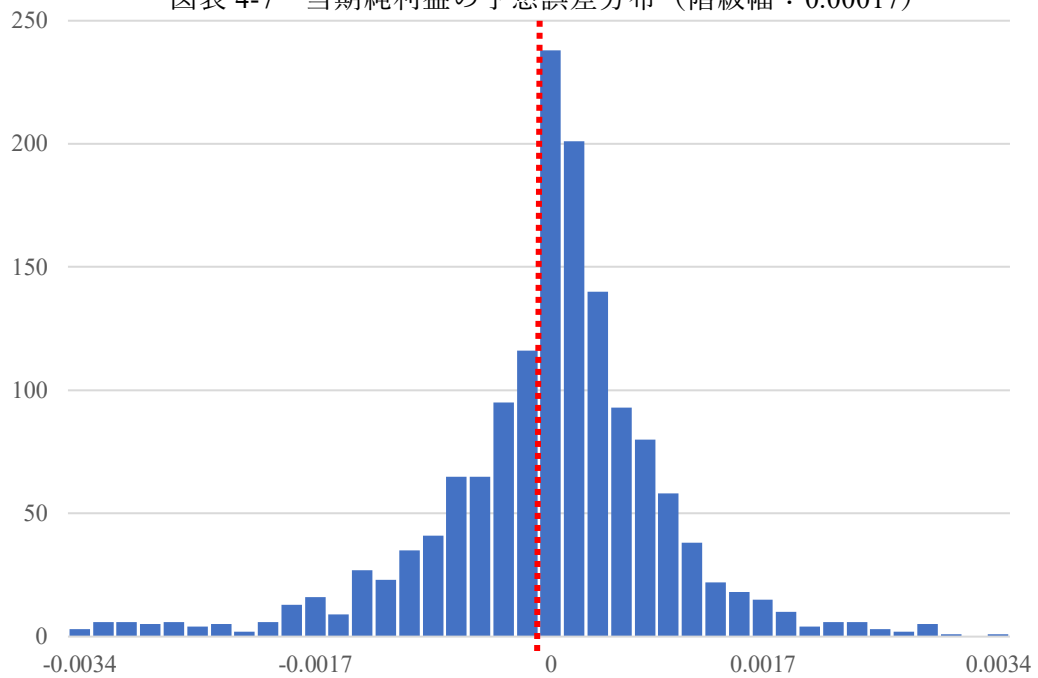
ゼロと隣接する左側の bin の観測値数（わずかに予想未達）が少なく、ゼロと隣接する右側の bin（わずかに予想達成）がヒストグラムの頂点であり観測値数が多いことが視覚的に確認できる。つまり、わずかに予想未達になりそうな銀行が業績予想を達成するために利益調整行動をとったことが示唆される。このヒストグラムの歪みが統計的に有意なものか標準化差異を用いて検定した結果が図表 4-8 である。

ゼロに隣接する右側の bin が頂点の場合、検定のための期待度数が適切に計算できないため、このような場合にはゼロに隣接する左側の bin に関する標準化差異に基づいて結果を解釈する（首藤 2010）。統計的検定の結果をみると、経常利益の予想誤差の分布および当期純利益の予想誤差の分布ともに分布は滑らかであるという帰無仮説が棄却され、ヒストグラムの歪みは有意であり、ゼロと隣接する左側の観測値数が少ないことから経営者が業績予想を達成するために利益調整を行っていることが示唆される。

図表 4-6 経常利益の予想誤差分布（階級幅：0.00027）



図表 4-7 当期純利益の予想誤差分布（階級幅：0.00017）



図表 4-8 標準化差異による統計的検定

	ゼロより左側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]	ゼロより右側 標準化差異 (実際度数) [期待度数]
予想誤差(MFE) 図表4-6 経常利益	-2.370 *** (123) [155]	3.329 *** (207) [155]
図表4-7 当期純利益	-3.825 *** (116) [167]	4.859 *** (238) [159]

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意(片側検定)。

4.2.3 予想の正確度

予想の正確度 (absMFE: the absolute value of Management Forecast Error) は、予想誤差の絶対値で測定される (Ota 2011; Muramiya and Takada 2017; Ishida et al. 2021; Kitagawa 2021; 太田 2005; 村宮 2005; 乙政・榎本 2009; 石田 2020)。つまり、

$$\text{予想の正確度(absMFE)} = |t \text{ 期実績値} - t \text{ 期期初予想値}| \div t-1 \text{ 期末総資産} \quad (3)$$

と定義される。値が小さいほど、予想の正確度が高いことが示される。(3) 式により算出した予想の正確度に関する統計量を図表 4-9 に、また時系列の推移を図表 4-10 および図表 4-11 に示している。予想誤差の分析と同様 2000 年代初頭やリーマンショックの影響がある 2009 年には、予想の正確度が大幅に低下しているものの、近年は 0.001 を下回る数値で推移している。つまり、総資産に対して 0.1% を下回る誤差で業績予想を期初に公表していることがわかる。

上記 (3) 式と同様の定義で比較的分析期間に近い Kitagawa(2021)で示された一般事業会社の予想の正確度と比較する⁴⁰。Kitagawa(2021)では、2003 年から 2019 年の金融機関を除く日本の上場企業 53,681 観測値を対象に当期純利益の予想の正確度を算出している。そこで示されている予想の正確度は、平均値 0.023、中央値 0.009 となっている。銀行の業績予想の正確度は、図表 4-9 に示したとおり、

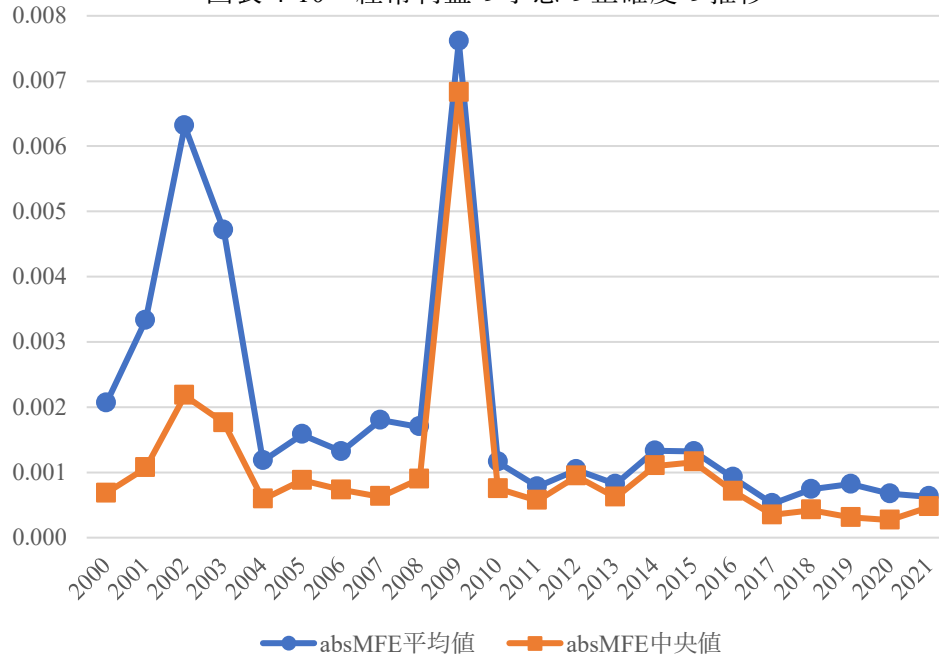
⁴⁰ 予想の正確度の算出にあたり、総資産で基準化するものの他に、株式時価総額や一株当たりの値に換算したのち株価で基準化するものもある。どちらで基準化した場合でも大きな傾向の違いはないことが確認されている (乙政・榎本 2009)。

平均値 0.00149、中央値 0.00047 となっている。したがって一般事業会社では、前期末総資産に対して実績値と期初予想値の乖離が平均的に 2.3%あるのに対して、銀行では平均的に 0.15%程度しか乖離しておらず、また最も予想の正確度が低下した 2009 年でも実績値と期初予想の乖離は 0.55%であり、予想の正確性がかなり高いことがわかる。

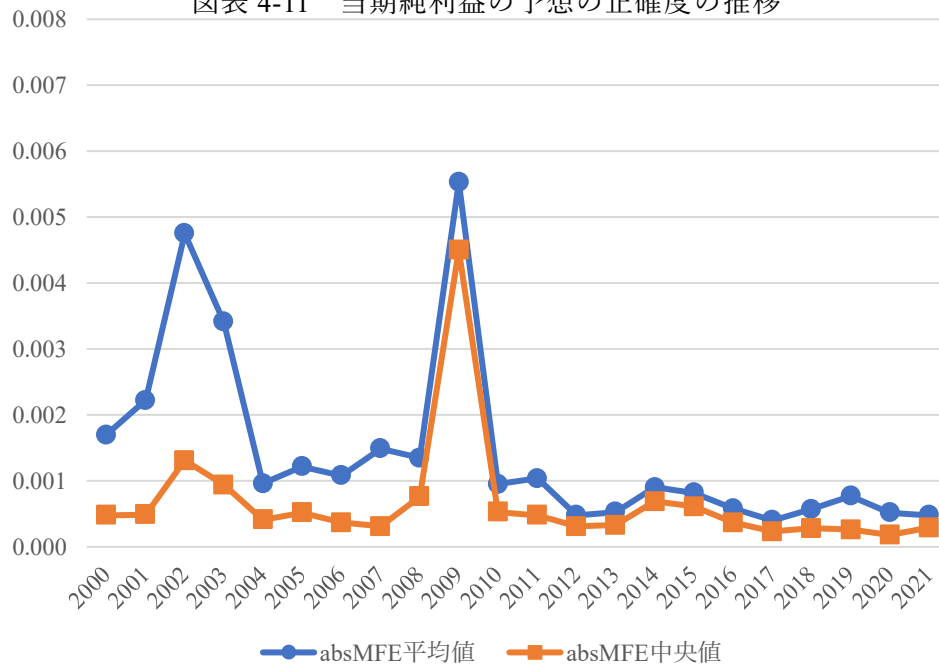
図表 4-9 各利益指標の予想の正確度

パネルA： 経常利益								
年	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
2000	84	0.00206	0.00462	0.00001	0.00033	0.00068	0.00156	0.02729
2001	89	0.00333	0.00545	0.00005	0.00046	0.00107	0.00310	0.02537
2002	79	0.00631	0.00744	0.00006	0.00120	0.00218	0.01106	0.02838
2003	72	0.00471	0.00585	0.00004	0.00076	0.00176	0.00652	0.01990
2004	76	0.00118	0.00211	0.00003	0.00032	0.00059	0.00136	0.01563
2005	80	0.00158	0.00343	0.00003	0.00039	0.00088	0.00155	0.02864
2006	79	0.00132	0.00255	0.00003	0.00029	0.00073	0.00125	0.01754
2007	81	0.00180	0.00583	0.00000	0.00028	0.00063	0.00133	0.04935
2008	80	0.00170	0.00332	0.00001	0.00038	0.00090	0.00193	0.02857
2009	81	0.00761	0.00575	0.00011	0.00327	0.00682	0.00958	0.03704
2010	75	0.00116	0.00188	0.00000	0.00027	0.00075	0.00130	0.01426
2011	73	0.00078	0.00086	0.00000	0.00026	0.00057	0.00108	0.00637
2012	76	0.00104	0.00077	0.00006	0.00046	0.00094	0.00142	0.00356
2013	74	0.00082	0.00096	0.00004	0.00030	0.00062	0.00108	0.00749
2014	75	0.00133	0.00123	0.00004	0.00065	0.00110	0.00171	0.00969
2015	74	0.00132	0.00080	0.00005	0.00072	0.00116	0.00180	0.00384
2016	73	0.00092	0.00089	0.00000	0.00039	0.00071	0.00118	0.00638
2017	70	0.00052	0.00049	0.00001	0.00018	0.00035	0.00072	0.00233
2018	70	0.00074	0.00149	0.00001	0.00012	0.00042	0.00075	0.01140
2019	64	0.00082	0.00308	0.00002	0.00012	0.00031	0.00063	0.02484
2020	63	0.00067	0.00130	0.00001	0.00014	0.00027	0.00057	0.00751
2021	62	0.00063	0.00063	0.00001	0.00025	0.00047	0.00086	0.00434
Total	1,650	0.00200	0.00401	0.00000	0.00034	0.00078	0.00161	0.04935
パネルB： 当期純利益								
年	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
2000	84	0.00170	0.00427	0.00000	0.00016	0.00048	0.00103	0.02880
2001	89	0.00222	0.00433	0.00001	0.00020	0.00049	0.00124	0.02320
2002	79	0.00475	0.00645	0.00001	0.00061	0.00131	0.00658	0.02678
2003	72	0.00341	0.00485	0.00000	0.00047	0.00094	0.00513	0.01841
2004	76	0.00096	0.00204	0.00001	0.00019	0.00041	0.00086	0.01406
2005	80	0.00122	0.00390	0.00001	0.00020	0.00052	0.00103	0.03441
2006	79	0.00108	0.00291	0.00000	0.00021	0.00037	0.00068	0.02368
2007	81	0.00149	0.00562	0.00001	0.00014	0.00031	0.00073	0.04569
2008	80	0.00135	0.00282	0.00002	0.00029	0.00076	0.00144	0.02350
2009	81	0.00553	0.00498	0.00001	0.00181	0.00450	0.00786	0.03012
2010	75	0.00095	0.00196	0.00000	0.00028	0.00053	0.00094	0.01579
2011	73	0.00104	0.00179	0.00002	0.00020	0.00048	0.00083	0.01063
2012	76	0.00048	0.00051	0.00000	0.00016	0.00031	0.00060	0.00243
2013	74	0.00053	0.00073	0.00001	0.00015	0.00033	0.00064	0.00523
2014	75	0.00090	0.00113	0.00004	0.00035	0.00069	0.00116	0.00883
2015	74	0.00082	0.00067	0.00002	0.00038	0.00061	0.00103	0.00332
2016	73	0.00058	0.00072	0.00000	0.00019	0.00037	0.00080	0.00557
2017	70	0.00040	0.00049	0.00001	0.00010	0.00023	0.00050	0.00272
2018	70	0.00057	0.00120	0.00003	0.00014	0.00028	0.00045	0.00805
2019	64	0.00077	0.00340	0.00001	0.00009	0.00026	0.00050	0.02738
2020	63	0.00052	0.00108	0.00001	0.00009	0.00018	0.00044	0.00622
2021	62	0.00048	0.00064	0.00002	0.00016	0.00029	0.00061	0.00443
Total	1,650	0.00149	0.00350	0.00000	0.00020	0.00047	0.00102	0.04569

図表 4-10 経常利益の予想の正確度の推移



図表 4-11 当期純利益の予想の正確度の推移



4.3 業績予想の達成を目的とした手数料収益による実体的裁量行動

前節では、銀行は業績予想の達成率や正確度が高いことが確認された。また、予想誤差に関する利益分布アプローチでは、業績予想達成のために利益調整している可能性があることが示唆された。業績予想は事業目標や計画を数値化したものと指摘されており（黒川ほか 2009）、また柳(2011)は、対外的な業績予想の開示が社内的な予算管理制度と表裏一体の関係にあるとしている。経営者に対するアンケート調査でも目標値として自社が公表した業績予想を最も重視しているという結果が出ている（須田・花枝 2008）。銀行は業績予想の能力が高く、予想の正確性が高いことがわかったが、なかには従業員が業績予想を目標として投資信託などの商品やその他のサービスを押し込み販売する実体的裁量行動によって達成された可能性も考えられる。そこで本章では、経営者の業績予想達成を目的とした手数料収益による実体的裁量行動の分析を行う⁴¹。

4.3.1 先行研究

4.3.1.1 銀行の経営者の業績予想達成を目的とした利益調整行動

銀行の経営者の業績予想達成を目的とした利益調整行動を示唆した研究として高須・中野(2017)がある。高須・中野(2017)は、金融庁による貸倒引当金の監督が厳しい中、引当金の「不足」は「過剰」よりも厳しく監視されると考えられることから、事前に保守的に貸倒引当金を計上することで、利益調整のキャパシティを有するようになっていると予想し分析している。その結果、貸倒引当金の保守性が高い銀行（事前に貸倒引当金を過剰に計上している銀行）ほど、経営者の業績予想達成のために貸倒引当金を調整し利益増加型の裁量行動をとっていることを明らかにした。

4.3.1.2 手数料収益を用いた実体的裁量行動

手数料収益を用いた実体的裁量行動を検証している研究として、Ozili(2017)と

⁴¹ 手数料収益として銀行の財務諸表の勘定科目「役務取引等収益」を用いる。役務取引等収益には、投資信託や保険商品の販売手数料の他に、受入為替手数料やシンジケートローンの組成に係る手数料、私募債発行手数料なども含まれ、データの制約上、手数料収益を個別に分析することはできない。ただし、銀行都合で翌期に予定していたシンジケートローンの組成の時期を早めたり、期末に通常の貸出ではなく私募債の発行という手段をとることも考えられるため、そのような影響も「役務取引等収益」で包括的に捉えることができる。

Ozili and Outa(2019)がある。Ozili(2017)は、欧州の銀行持株会社を対象に手数料収益（CF: Commission and Fee income）を使って、利益平準化または利益を増加させるような調整行動をとっているか検証している。CF を被説明変数、税金・手数料収益計上前利益（EBCF: Earnings Before tax and Commission and Fee income）を説明変数に加え、その他手数料収益の大きさに影響を与える要因をコントロールして回帰分析を行い、CF と EBCF の関係を考察している。その結果、EBCF の係数は有意に負の値をとることが観察された。つまり EBCF が低い時に高い CF を計上し、EBCF が高い時に低い CF を計上する利益平準化の行動をとることが示唆されている。Ozili and Outa(2019)は、収益認識基準が確立されていない発展途上国であるアフリカ諸国の銀行を対象に、手数料収益を使った実体的裁量行動を検証している。検証方法は先の Ozili(2017)と同様で、CF と EBCF の関係を回帰分析により検証している。また追加分析で、少数株主の権利を示す変数と EBCF の交差項および法の執行力を示す変数と EBCF の交差項を説明変数に含めて検証している。その結果、アフリカ諸国においても手数料収益を使った利益平準化が行われていることが明らかになり、また、追加した交差項の変数の係数についても有意に負の値をとったことから、投資家保護が強い環境ではより顕著に手数料収益による利益平準化が行われることを示唆している。

4.3.2 仮説の導出

先行研究では、経営者の業績予想をベンチマークとして貸倒引当金による利益調整行動をとることがわかった（高須・中野 2017）。本章では、貸倒引当金ではなく、新たな利益調整手段として手数料収益に焦点をあて検証を行う。手数料収益は、貸出金利息による収入減や厳しいノルマによる投資信託の押し込み販売等を背景に注目されている。手数料収益は経常収益の項目の中でも占める割合が高く、増加傾向にあり、利益に対するインパクトも大きい。したがって業績予想達成の手段として手数料収益による実体的裁量行動をとると予想する。

また、手数料収益は貸出金による利息と異なり、長期的に収益が得られるものではなくサービスを提供しその対価が支払われたときに即時に認識される。したがって、期末の段階で業績予想利益にあと少しで届きそうな場合、期末の押し込み販売による手数料収益の調整で目標利益達成を目指す可能性がある。そこで四半期の決算報告を用いた分析を行う。具体的には、第3四半期の段階で業績予想の値にわずかに届かないと見込まれる銀行は、第4四半期の間に異常手数料収益を多く計上すると予想する。以下の仮説を検証する。

仮説 1 銀行は経営者の業績予想を達成するために、手数料収益による利益増加型の実体的裁量行動をとる。

仮説 2 銀行は経営者の業績予想を達成するために、第 4 四半期に手数料収益による利益増加型の実体的裁量行動をとる。

4.3.3 分析デザイン

4.3.3.1 仮説 1 に関する分析デザイン

銀行を対象とした裁量的行動の研究では、裁量的調整に用いられる特定の変数を被説明変数とし、説明変数に調整前利益の変数およびコントロール変数を含めて回帰分析する手法が一般的に採用されている（Ahmed et al. 1999; Shrieves and Dahl 2003; Agarwal et al. 2007; Fonseca and González 2008; Barth et al. 2017; Ozili 2017; Ozili and Outa 2019; 矢瀬 2008; 梅澤 2016; 高須・中野 2017）。また、実体的裁量行動を分析した Roychowdhury(2006)は、被説明変数に裁量行動に使用される項目の実績値から期待値を差し引いた異常部分を用いている。そこで本章では、仮説 1 を検証するにあたり手数料収益の実績値から推定した手数料の期待値（後述）を差し引いた異常手数料収益（*abCF* : abnormal Commission and Fee income）を被説明変数とし、税金・手数料収益計上前利益を説明変数に含めた以下のモデルを推定する。

$$abCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 POSMF_{it} + \beta_2 EBTCF_{it} + \beta_3 CR_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it-1} + \beta_5 BTM_{it-1} + YEARDummy + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

i : 銀行

t : 年

abCF_{it} : *t* 期手数料収益（役務取引等収益）から期待手数料収益を差し引いた値を *t*-1 期末総資産で基準化し、 10^3 を乗じた値⁴²

POSMF_{it} : 微少業績予想達成（（*t* 期実績値－*t* 期期初予想値）÷*t*-1 期末総資産）が 0 以上、 $2 \times binwidth$ より小さい場合には 1、それ以外は 0 をとるダミー変数（*binwidth* は（2）式で算定した値）

⁴² 異常手数料収益を総資産で基準化した場合、値がかなり小さくなり小数点以下の桁数が増加することから 10^3 を乗ずる処理をしている。

$EBTCF_{it}$	: 税金・手数料収益計上前利益（税金等調整前利益－手数料収益）
CR_{it-1}	: t-1 期末自己資本比率から自己資本比率規制値（国際統一基準行 8%、国内基準行 4%）を差し引いた値
$SIZE_{it-1}$	: t-1 期末総資産の自然対数
BTM_{it-1}	: t-1 期末簿価時価比率
$YEARDummy$	: 年度ダミー

この分析で注目する変数は業績予想の微少達成を示す $POSMF$ である。業績予想の微少達成に対する判定について、(2) 式で求めた階級幅 ($binwidth$) を用いて、業績予想の達成度（(t 期実績値－t 期期初予想値) ÷ t-1 期末総資産）が 0 以上、 $2 \times binwidth$ より小さくなる観測値を業績予想の微少達成と定義する⁴³。手数料収益を増加させることによって利益調整を行い、業績予想を微少達成しているのであれば、 $POSMF$ の係数 β_1 は正の符号となることが期待される。 $EBTCF_{it}$ は利益平準化を捉える変数であり、税金・手数料収益計上前利益が大きければ手数料収益を減少させ、税金・手数料収益計上前利益が小さければ手数料収益を増加させることが考えられる。したがって利益平準化を行っているのであれば $EBTCF_{it}$ の係数 β_2 は負の符号となる。 CR_{it-1} は、自己資本比率から自己資本比率規制値（国際統一基準行であれば 8%、国内基準行であれば 4%）を減算した資本バッファを表している。資本バッファが小さい銀行ほど、利益を増加させ規制抵触回避をとる可能性があると考えられることから、係数 β_3 は負の符号をとることが予想される。また、Roychowdhury(2006)に倣い、規模をコントロールする $SIZE_{it-1}$ と成長性をコントロールする BTM_{it-1} を含めている⁴⁴。また、年度による影響をコントロールする $YEARDummy$ も含めて分析を行う。

また $abCF$ を算定するにあたり期待手数料収益を以下の 3 つの方法で推定している。

$$E(CF_{it}) = CF_{it-1} \quad (5)$$

⁴³ Beatty et al. (2002)、Dichev and Skinner(2002)、Shuto and Iwasaki(2015)に倣い、階級幅の 2 倍と設定している。

⁴⁴ Roychowdhury(2006)は、この他にも企業業績をコントロールするため期首総資産で基準化した当期純利益を説明変数に含めて分析しているが、本章のモデルでは $EBTCF$ と強い相関がみられ多重共線性の疑いをもつことが考えられるため、変数から除いた。なお、この変数を説明変数に含めた場合も主要な結果に変化はなかった。

$$E(CF_{it}) = CF_{it-1} + d_{it} \quad (6)$$

$$E(CF_{it}) = (CF_{it-1} + CF_{it-2} + CF_{it-3}) / 3 \quad (7)$$

i : 銀行

t : 年

1つ目の(5)式は、DeAngelo(1986)に倣いランダム・ウォーク・モデルによる前年の手数料収益を期待手数料収益とする方法である。前年度との差額を裁量的要素とする方法は、Baber et al.(1991)、Dechow and Sloan(1991)や岡部(1994)等が実体的裁量行動の研究で用いている。

2つ目の(6)式は、先の(5)式にドリフト項である d を含めたドリフト項付きランダム・ウォーク・モデルである。ドリフト項は過去3年の手数料収益の平均変化額で求めている。

3つ目の(7)式は、平均回帰モデルによる過去3年の手数料収益の平均値を期待手数料収益とするモデルである。

これらの方法で推定された期待手数料収益を実績値から差し引き $abCF$ を算出する。また、1つ目の方法から3つ目の方法までを用いて算定した $abCF$ をそれぞれ $abCF_1$ 、 $abCF_2$ 、 $abCF_3$ とする。

4.3.3.2 仮説2に関する分析デザイン

次に仮説2を検証するにあたって、当期第3四半期の段階で裁量的に手数料収益を増加させれば経営者の業績予想を達成できるグループ(SD: Small Decrease)、裁量的に手数料収益を増加させなくても業績予想の達成が見込めるグループ(IN: Increase)、業績予想に対する利益の進捗が大幅に未達で業績予想の達成が見込めないグループ(LD: Large Decrease)の3グループに分ける。このグループ間で第4四半期における異常手数料収益の差を検定する。SDグループは手数料収益を増加させることによって業績予想を達成するインセンティブをもち、INグループとLDグループは業績予想を達成するため手数料収益を裁量的に増加させるインセンティブをもたないと考えられるため、SDグループが有意に大きな異常手数料収益を計上することが期待される。それぞれのグループへの割当方法については以下の4つの基準による。

1つ目の割当方法(割当①)は、前年の第4四半期を基準にする方法で、SDグループは前年の第4四半期と同額の利益ではわずかに業績予想を達成できないグループとし、INグループは前年の第4四半期利益と同水準で業績予想を達成でき

るグループ、LD グループは大幅に未達のグループにわけらる。わずかに業績予想を達成できないという判定は、以下で算定した数値を用いて行う。

$$\frac{(\text{t 期期初予想} - (\text{t 期第 3 四半期までの累計利益} + \text{t-1 期第 4 四半期利益}))}{\div \text{t-1 期末総資産}} \quad (8)$$

(8) 式で算定した値について、(2) 式と同様の方法で階級幅 (*binwidth*) を求め、 $-2 \times \text{binwidth}$ 以上 0 未満の観測値を SD グループとし、0 以上の観測値を IN グループ、 $-2 \times \text{binwidth}$ 未満の観測値を LD グループとする。

2 つ目の割当方法 (割当②) は、割当①と同様の分け方に、SD グループと IN グループに割当てられる観測値について「業績予想を達成している観測値に限定する」という条件をつけ、グループ分けを行う。つまり、業績予想を達成した観測値の内、割当①で計算した *binwidth* が $-2 \times \text{binwidth}$ 以上 0 未満の観測値を SD グループとし、0 以上の観測値を IN グループ、業績予想を達成していない観測値および $-2 \times \text{binwidth}$ 未満の観測値を LD グループとする。割当①では、SD グループの中に裁量的に手数料収益を増加させ業績予想を達成している銀行と通常どおり第 4 四半期の営業活動を行い業績予想未達になっている銀行が含まれている。そこで、SD グループについて業績予想を達成している銀行に限定することで、裁量的に手数料収益を増加させている可能性がある銀行を抽出している。

3 つ目 (割当③) は、進捗率 75% を基準にする方法で、第 3 四半期の段階で経営者の業績予想に対する利益累計額の割合 (第 3 四半期利益累計額 $\div$ t 期期初予想 $\times 100$) で示す進捗率が、65% 以上 75% 未満を SD グループ、75% 以上を IN グループ、65% 未満を LD グループとする方法である⁴⁵。

4 つ目 (割当④) は、各銀行の平均進捗率を基準にする方法で、それぞれの銀行ごとに業績予想達成年度の第 3 四半期までの進捗率を算定し、その平均値を基準に平均進捗率 -10% 以上 $\cdot$ 平均進捗率未満を SD グループ、平均進捗率以上であるサンプルを IN グループ、平均進捗率 -10% 未満を LD グループとする方法である⁴⁶。なお、第 3 四半期時点で基準となる平均進捗率が 100% を超える銀行につ

⁴⁵ SD グループを進捗率 60% 以上 75% 未満とする場合や 70% 以上 75% 未満とする場合でも結果に相違はなかった。

⁴⁶ SD グループを平均進捗率 -15% 以上 $\cdot$ 平均進捗率未満や平均進捗率 -5% 以上 $\cdot$ 平均進捗率未満とした場合でも結果に相違はなかった。

いては、100%を基準としている（つまり、 $90\% \leq SD < 100\%$ ）⁴⁷。

これら4つの基準に従い、グループ分けを行って、各グループ間（SD vs IN、SD vs LD）で異常手数料収益について統計的に有意な差があるのか、平均の差の検定である t 検定と中央値の差の検定である Mann-Whitney の U 検定により検証する。

異常手数料収益の算定方法は（5）式から（7）式に従う。ただし、四半期ごとのデータを使用するため、例えば（5）式の t を四半期とした場合、期待手数料収益は $t-4$ 四半期の値となる。

4.3.4 サンプルと基本統計量

サンプルは業績予想の特性で用いたサンプルと基本的には同じである。したがって、単独上場している地域銀行の連結決算のデータを対象としている。サンプル収集期間も同様に1999年から2021年までのデータを収集している。ただし、本節では、期待手数料収益等の計算方法によって1期前から4期前のデータを使用するため、実際の分析対象期間は使用する期待手数料収益の計算方法に依存する。具体的には仮説1を検証するにあたり、（5）式による期待手数料収益を用いて算出した異常手数料収益 $abCF_1$ を被説明変数とする分析では、分析対象期間は2001年から2021年、（6）式による $abCF_2$ を被説明変数とする分析では2003年から2021年、（7）式による $abCF_3$ を被説明変数とする分析では2002年から2021年となる。また、簿価時価比率を計算するにあたり、株価等のデータを金融データソリューションズ『日本上場株式月次リターンデータ』から取得した。その他、合併があった年のサンプル、欠損値により変数が作成できないサンプルを除外している。また、異常値の影響を考慮し、各連続変数の上下1%を置換している⁴⁸。基本統計量および相関係数表は、図表4-12、図表4-13のとおりである。

また、仮説2を検証するにあたり四半期の財務データを使用する。四半期の財務データが取得できるのは、2005年から2021年であり、この期間を仮説2の分析をする際のサンプル収集期間とした。基本統計量は図表4-14のとおりである。なお $4Q_abCF$ は、第4四半期のみの異常手数料収益を示している。

⁴⁷ 各銀行の平均進捗率ではなく、年度毎のクロスセクションによる平均進捗率の計算を行ったものを基準にした場合でも概ね同様の結果が得られている。

⁴⁸ 異常値の置換ではなく、取り除く方法によっても分析を行ったが主要な結果に違いはみられなかった。

図表 4-12 基本統計量

パネルA	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>abCF 1</i>	1,524	0.0643	0.2231	-0.6481	-0.0450	0.0704	0.1833	0.7043
<i>POSMFoi</i>	1,524	0.2428	0.4289	0	0	0	0	1
<i>POSMFni</i>	1,524	0.2664	0.4422	0	0	0	1	1
<i>EBTCF</i>	1,524	-0.0006	0.0043	-0.0222	-0.0010	0.0002	0.0015	0.0055
<i>CR</i>	1,524	6.0807	1.8408	1.88	4.78	5.94	7.19	11.82
<i>SIZE</i>	1,524	14.661	0.8084	12.861	14.116	14.717	15.230	16.299
<i>BTM</i>	1,524	1.9331	1.0896	0.5062	1.1582	1.6469	2.4236	6.1554
パネルB	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>abCF 2</i>	1,299	-0.0086	0.2620	-1.0110	-0.1150	0.0315	0.1399	0.6429
<i>POSMFoi</i>	1,299	0.2340	0.4236	0	0	0	0	1
<i>POSMFni</i>	1,299	0.2548	0.4359	0	0	0	1	1
<i>EBTCF</i>	1,299	-0.0001	0.0033	-0.0165	-0.0008	0.0004	0.0016	0.0056
<i>CR</i>	1,299	6.2669	1.8315	2.15	5.01	6.14	7.39	12.08
<i>SIZE</i>	1,299	14.683	0.8163	12.880	14.167	14.734	15.249	16.303
<i>BTM</i>	1,299	2.0384	1.1349	0.5366	1.2231	1.7640	2.5427	6.464
パネルC	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>abCF 3</i>	1,405	0.1220	0.3313	-0.8297	-0.0591	0.1195	0.3055	1.0457
<i>POSMFoi</i>	1,405	0.2427	0.4289	0	0	0	0	1
<i>POSMFni</i>	1,405	0.2569	0.4371	0	0	0	1	1
<i>EBTCF</i>	1,405	-0.0004	0.0039	-0.0193	-0.0009	0.0003	0.0015	0.0055
<i>CR</i>	1,405	6.1769	1.8306	2.05	4.91	6.05	7.28	11.92
<i>SIZE</i>	1,405	14.672	0.8128	12.880	14.146	14.726	15.239	16.300
<i>BTM</i>	1,405	1.9870	1.1076	0.5351	1.1967	1.7092	2.4965	6.2197

注) *POSMFoi* は経常利益の微少業績予想達成、*POSMFni* は当期純利益の微少業績予想達成を示す。
POSMFoi と *POSMFni* を除く変数について上下1%を置換処理している。

図表 4-13 相関係数表

パネルA	<i>abCF 1</i>	<i>POSMFoi</i>	<i>POSMFni</i>	<i>EBTCF</i>	<i>CR</i>	<i>SIZE</i>	<i>BTM</i>
<i>abCF 1</i>	1						
<i>POSMFoi</i>	0.098	1					
<i>POSMFni</i>	0.099	0.469	1				
<i>EBTCF</i>	0.146	0.132	0.169	1			
<i>CR</i>	-0.135	0.060	0.108	0.231	1		
<i>SIZE</i>	0.053	0.081	0.107	0.195	0.301	1	
<i>BTM</i>	-0.089	0.202	0.168	0.085	0.123	-0.074	1
パネルB	<i>abCF 2</i>	<i>POSMFoi</i>	<i>POSMFni</i>	<i>EBTCF</i>	<i>CR</i>	<i>SIZE</i>	<i>BTM</i>
<i>abCF 2</i>	1						
<i>POSMFoi</i>	0.103	1					
<i>POSMFni</i>	0.084	0.432	1				
<i>EBTCF</i>	0.224	0.079	0.126	1			
<i>CR</i>	-0.015	0.009	0.094	0.201	1		
<i>SIZE</i>	-0.005	0.073	0.119	0.245	0.314	1	
<i>BTM</i>	0.105	0.146	0.154	0.013	0.055	-0.103	1
パネルC	<i>abCF 3</i>	<i>POSMFoi</i>	<i>POSMFni</i>	<i>EBTCF</i>	<i>CR</i>	<i>SIZE</i>	<i>BTM</i>
<i>abCF 3</i>	1						
<i>POSMFoi</i>	0.050	1					
<i>POSMFni</i>	0.073	0.450	1				
<i>EBTCF</i>	0.169	0.112	0.149	1			
<i>CR</i>	-0.152	0.038	0.091	0.226	1		
<i>SIZE</i>	0.074	0.083	0.113	0.219	0.305	1	
<i>BTM</i>	-0.157	0.171	0.152	0.061	0.088	-0.086	1

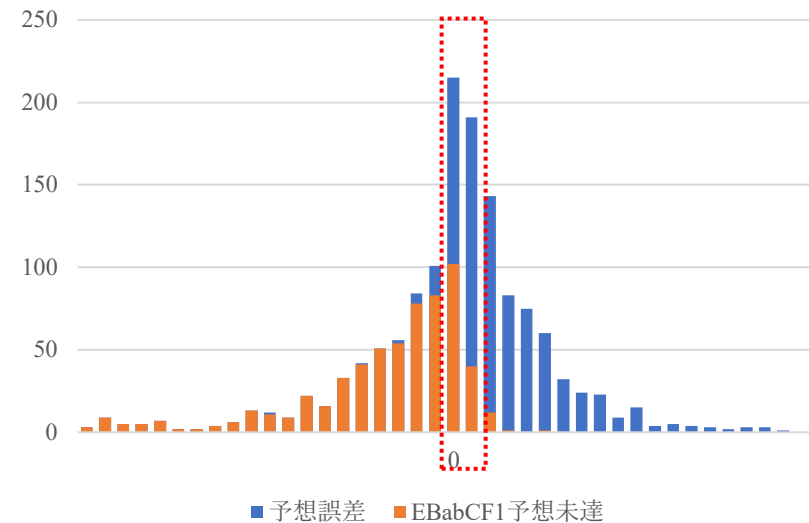
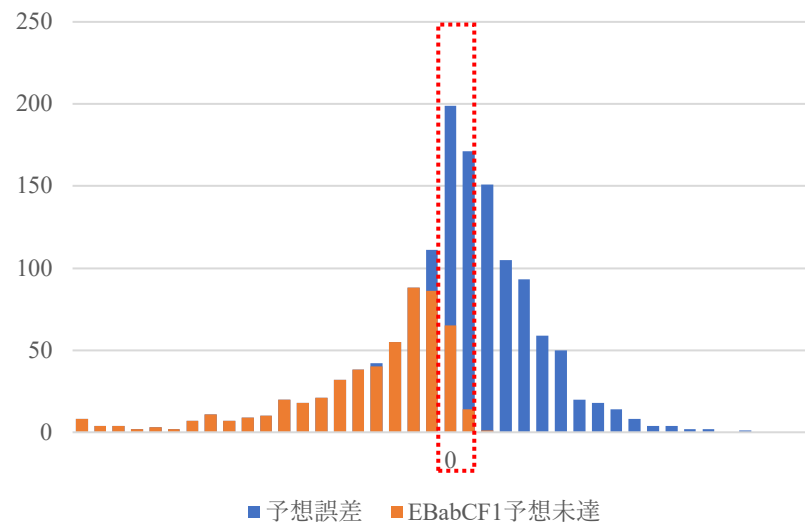
図表 4-14 第4四半期異常手数料収益の基本統計量

	観測値	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>4Q_abCF 1</i>	1,165	0.0106	0.0812	-0.2623	-0.0293	0.0139	0.0576	0.2594
<i>4Q_abCF 2</i>	894	0.0112	0.0787	-0.2257	-0.0276	0.0129	0.0556	0.2586
<i>4Q_abCF 3</i>	982	0.0068	0.0896	-0.3087	-0.0360	0.0124	0.0574	0.2257

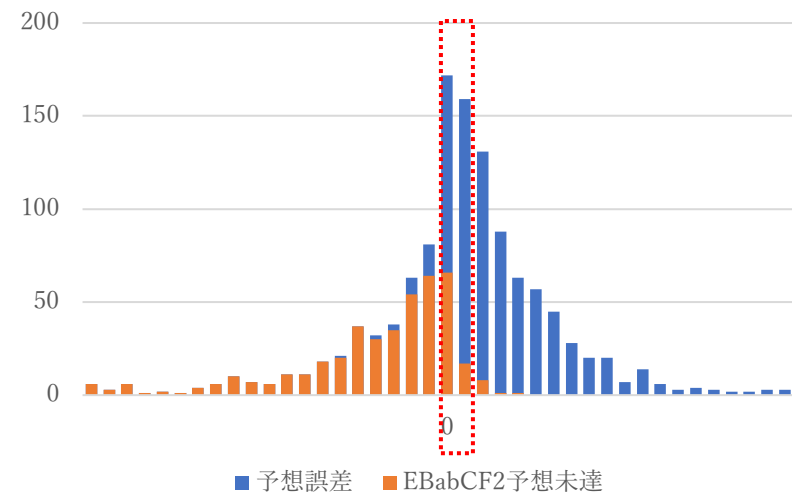
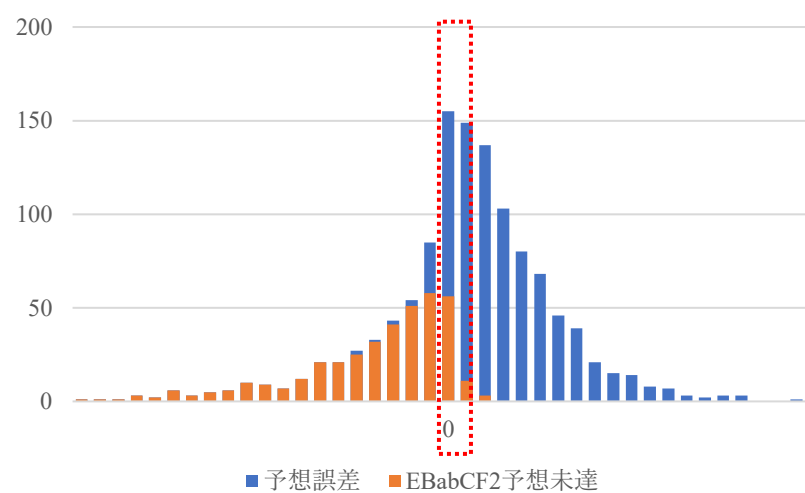
さらに、異常手数料収益を含める前の利益（異常手数料収益計上前利益 $EBabCF$ ：経常利益 or 当期純利益－異常手数料収益 $abCF$ ）では予想未達だった銀行が、異常手数料収益を含めたとき予想達成している場合、予想誤差の分布のどのあたりに位置しているか確認する。全銀行の予想誤差の分布と異常手数料収益計上前利益（ $EBabCF$ ）では予想未達だった銀行（ $EBabCF$ 予想未達）に限定した予想誤差の分布について、ヒストグラムで表したのが、図表 4-15 から図表 4-17 である。異常手数料収益計上前利益で予想未達だった銀行に限定し、異常手数料収益を含めた場合の分布の位置を確認することで、異常手数料収益によって大幅に予想を達成する銀行が多いのか、それともわずかに予想を達成するために異常手数料収益を利用している可能性が高いのかを識別する。

図表 4-15 から図表 4-17 のヒストグラムからもわかるように、異常手数料収益によって予想を達成していると考えられるほぼ全ての銀行が予想誤差の階級幅の 2 倍以下に属している。したがって、階級幅の 2 倍以下に含まれる、予想をわずかに達成している銀行は異常手数料収益を用いた実体的裁量行動をとっている可能性がある。

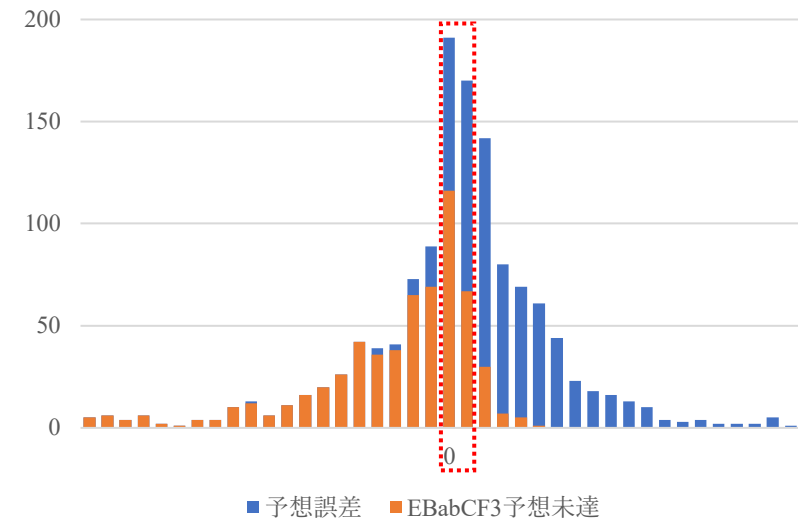
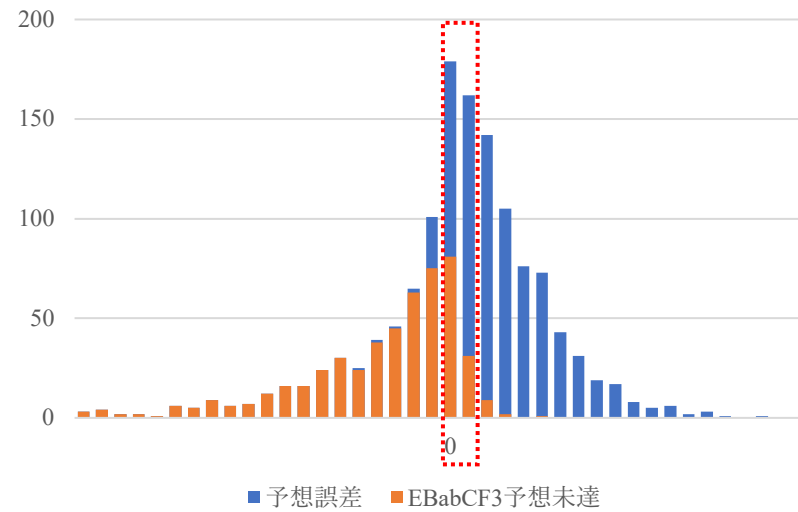
図表 4-15 予想誤差（左：経常利益、右：当期純利益）と $EBabCF_1$ 予想未達の分布



図表 4-16 予想誤差（左：経常利益、右：当期純利益）と $EBabCF_2$ 予想未達の分布



図表 4-17 予想誤差（左：経常利益、右：当期純利益）と $EBabCF_3$ 予想未達の分布



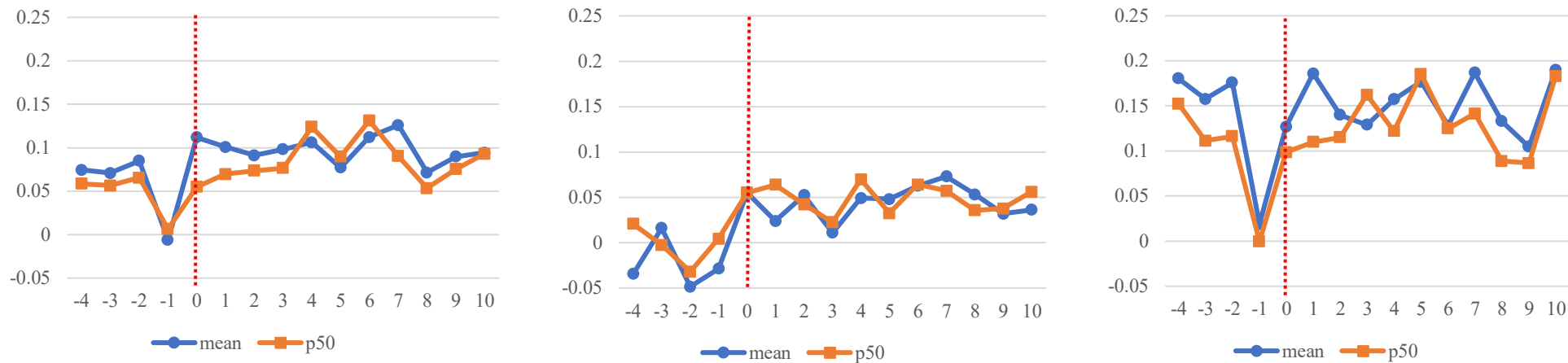
4.3.5 分析結果

仮説 1 に対する (4) 式の推定に先立ち、予備的検証を行う。図表 4-18、図表 4-19 は、予想誤差の大きさに従いサンプルを分割し、異常手数料収益の平均値と中央値の推移を示したものである。より具体的には、予想誤差ゼロを起点として、50 観測値ずつのポートフォリオを作成している⁴⁹。図中の横軸 0 は、ゼロを起点として予想誤差を小さい方から順番に並べ、50 番目までの観測値をとったポートフォリオを示している。同じく、横軸 1 は予想誤差を小さい方から順番に並べ、51 番目以上 100 番目以下の観測値、横軸 -1 はゼロを起点に負の方向に 50 観測値をとったポートフォリオとなる。このポートフォリオをグラフ化することで、ゼロ付近の異常な変動を観察する。利益調整の手段となっている項目を特定する方法として、Burgstahler and Dichev(1997)や首藤(2010)でも用いられている。図表 4-18 が経常利益の予想誤差に対する異常手数料収益の推移であり、図表 4-19 が当期純利益の予想誤差に対する異常手数料収益の推移である。

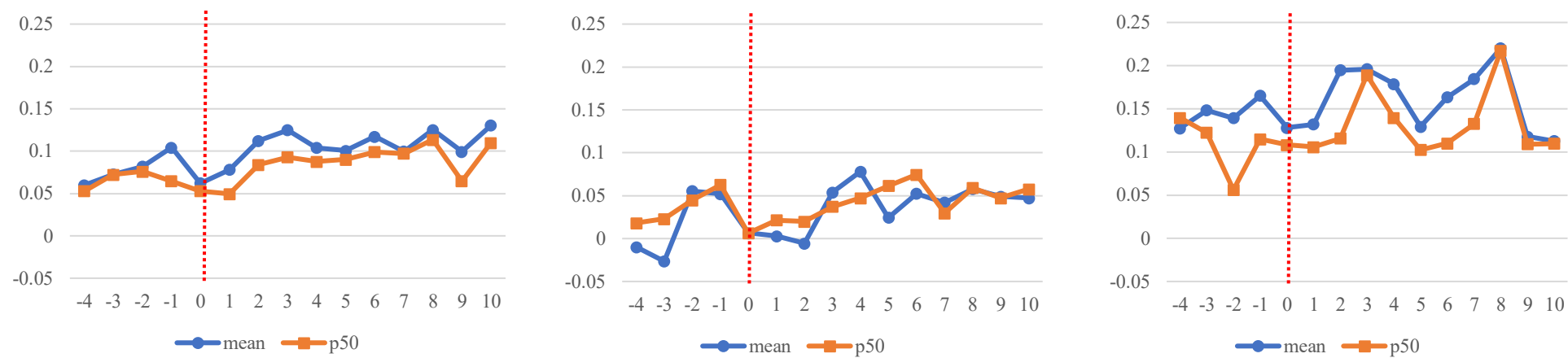
ゼロ付近の変動をみると、当期純利益の予想誤差に対しては特徴的な変動はないものの、経常利益の予想誤差では、ポートフォリオ -1 からポートフォリオ 0 にかけて異常手数料収益の平均値および中央値が大きく上昇しているのがわかる。このことから業績予想を達成するために異常手数料収益を増加させていることが示唆される。

⁴⁹ 50 観測値ずつに加え、100 観測値ずつ、150 観測値ずつについても検証を行ったがゼロ付近の変動に大きな傾向の違いはみられなかった。

図表 4-18 経常利益の予想誤差に対する異常手数料収益の分布（左： $abCF_1$ 、中央： $abCF_2$ 、右： $abCF_3$ ）



図表 4-19 当期純利益の予想誤差に対する異常手数料収益の分布（左： $abCF_1$ 、中央： $abCF_2$ 、右： $abCF_3$ ）



次に多変量回帰分析である（４）式の推定結果を確認する。結果は図表 4-20 のとおりである。

$POSMF$ の係数 β_1 は、概ね正で有意な値をとり業績予想達成のために手数料収益を使用していることがわかる。ただし、 $abCF_2$ を被説明変数とする分析では、係数 β_1 は、正の値をとっているものの有意な値をとらなかった。したがって、異常手数料収益の計算方法によって有意な値をとらない場合もあることから、限定的ではあるものの、一部の推定結果からは仮説 1 を支持する結果を得られた。また CR の係数 β_3 は負で有意な値をとっており、自己資本比率規制に抵触しそうな銀行ほど、手数料収益を多く獲得する傾向にあることがわかった⁵⁰。

図表 4-20 (4)式の分析結果

VARIABLES	$abCF_1$		$abCF_2$		$abCF_3$	
$POSMF_{oi}$	0.0324** (2.374)		0.0230 (1.468)		0.0350** (1.995)	
$POSMF_{ni}$		0.0249*** (2.635)		0.0160 (1.298)		0.0244* (1.770)
$EBTCF$	0.5044 (0.415)	0.4261 (0.349)	2.3111 (1.179)	2.2584 (1.175)	1.8414 (0.578)	1.7531 (0.546)
CR	-0.0077** (-2.447)	-0.0079** (-2.467)	-0.0033 (-1.012)	-0.0035 (-1.046)	-0.0131** (-2.281)	-0.0133** (-2.300)
$SIZE$	0.0201*** (3.215)	0.0201*** (3.143)	-0.0033 (-0.468)	-0.0033 (-0.462)	0.0416*** (4.035)	0.0416*** (3.967)
BTM	-0.0057 (-0.895)	-0.0055 (-0.849)	0.0108* (1.930)	0.0108** (2.063)	-0.0145 (-1.118)	-0.0145 (-1.103)
$YEARDummy$	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	-0.1709* (-1.799)	-0.1709* (-1.756)	0.0864 (0.813)	0.0872 (0.814)	-0.2789* (-1.773)	-0.2797* (-1.746)
Observations	1,524	1,524	1,299	1,299	1,405	1,405
Adjusted R-squared	0.4652	0.4640	0.4708	0.4702	0.5394	0.5385

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

⁵⁰ 微少業績予想達成ダミーである $POSMF$ が 1 をとる条件を階級幅の 1 倍以下または 3 倍以下にした場合についても検証を行い、いくつかのパターンで有意になる結果が得られた。具体的には、階級幅 1 倍以下の検証結果では、 $abCF_1$ および $abCF_3$ を被説明変数とした場合、 $POSMF_{oi}$ の係数 β_1 は正で有意な値をとる。階級幅 3 倍以下の検証結果では、 $abCF_1$ を被説明変数とした場合の $POSMF_{ni}$ の係数 β_1 および $abCF_2$ を被説明変数とした場合の $POSMF_{oi}$ の係数 β_1 が正で有意な値をとる。

つづいて、仮説 2 に対する分析結果は図表 4-21 のとおりである。

LD グループに比べて、SD グループは平均値、中央値ともに有意に異常手数料収益が高い。したがって業績予想の達成が見込めない LD グループより業績予想の達成の可能性が残されている SD グループの方が手数料収益を増加させる傾向にあることがわかる。一方で、割当①、割当③、割当④をみると、IN グループと比較して SD グループの異常手数料収益は低い傾向にある。この結果からは、第 3 四半期の段階で業績予想達成が十分に見込める IN グループの方が、異常手数料収益が高いことがわかる。ただし、SD グループを業績予想を達成した観測値に限定した割当②の場合、IN グループに対して SD グループの異常手数料収益が概ね高いことが示されている。割当①、割当③、割当④の SD グループには、最終的に業績予想未達の銀行も含まれている。業績予想未達の銀行は裁量的に異常手数料収益を増加させず通常どおり営業し、その結果、業績予想値に実績値が届かなかった可能性がある。したがって、業績予想を達成した銀行の内、第 3 四半期の段階では業績予想達成にわずかに実績値が足りず業績予想の達成が危ぶまれる状況にある銀行は、第 4 四半期に異常手数料収益を増加させることが示唆される。したがって、仮説 2 もグループの分け方によって推定結果は異なるものの、一部の分析で支持する結果が得られた。

図表 4-21 t 検定と Mann-Whitney の U 検定

	割当①			割当②		
	LD 平均値 (中央値)	SD 平均値 (中央値) t値 (Z値)	IN 平均値 (中央値) t値 (Z値)	LD 平均値 (中央値)	SD 平均値 (中央値) t値 (Z値)	IN 平均値 (中央値) t値 (Z値)
経常利益						
4Q_abCF1	-0.020 (-0.008)	0.009 (0.015) 3.252 *** (3.172) ***	0.022 (0.021) -1.916 * (-1.416)	-0.017 (-0.006)	0.035 (0.033) 5.776 *** (5.358) ***	0.026 (0.022) 1.079 (1.902) *
4Q_abCF2	0.004 (0.004)	0.019 (0.024) 1.444 (1.599)	0.012 (0.012) 1.030 (1.865) *	0.005 (0.007)	0.030 (0.042) 2.497 ** (2.921) ***	0.012 (0.012) 1.984 ** (2.926) ***
4Q_abCF3	-0.061 (-0.058)	0.007 (0.003) 6.454 *** (6.232) ***	0.030 (0.027) -3.057 *** (-3.425) ***	-0.038 (-0.03)	0.026 (0.018) 5.670 *** (5.180) ***	0.035 (0.031) -0.891 (-0.939)
当期純利益						
4Q_abCF1	-0.021 (-0.014)	0.018 (0.024) 4.864 *** (4.96) ***	0.021 (0.02) -0.542 (0.132)	-0.014 (-0.005)	0.038 (0.034) 7.043 *** (6.333) ***	0.025 (0.021) 2.011 ** (2.452) **
4Q_abCF2	0.004 (0.005)	0.020 (0.024) 1.696 * (1.789) *	0.012 (0.009) 1.314 (2.008) **	0.008 (0.013)	0.028 (0.032) 2.452 ** (2.27) **	0.010 (0.008) 2.607 *** (2.826) ***
4Q_abCF3	-0.054 (-0.047)	0.015 (0.013) 7.560 *** (7.005) ***	0.029 (0.026) -2.082 ** (-2.294) **	-0.035 (-0.02)	0.029 (0.026) 7.205 *** (6.081) ***	0.035 (0.03) -0.696 (-0.653)

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意(両側検定)。

図表 4-21 t 検定と Mann-Whitney の U 検定 (つづき)

	割当③			割当④		
	LD 平均値 (中央値)	SD 平均値 (中央値) t値 (Z値)	IN 平均値 (中央値) t値 (Z値)	LD 平均値 (中央値)	SD 平均値 (中央値) t値 (Z値)	IN 平均値 (中央値) t値 (Z値)
経常利益						
4Q_abCF1	-0.035 (-0.034)	0.003 (0.011) 3.283 *** (3.619) ***	0.023 (0.021) -2.049 ** (-1.929) *	-0.008 (0.002)	0.017 (0.021) 3.770 *** (3.793) ***	0.026 (0.022) -1.624 (-0.924)
4Q_abCF2	-0.018 (-0.018)	0.020 (0.023) 2.875 *** (2.625) ***	0.017 (0.015) 0.367 (0.212)	0.001 (0.007)	0.008 (0.013) 0.918 (0.899)	0.021 (0.017) -2.022 ** (-1.477)
4Q_abCF3	-0.073 (-0.075)	0.001 (-0.001) 6.199 *** (5.581) ***	0.027 (0.024) -2.889 *** (-3.248) ***	-0.028 (-0.014)	0.025 (0.025) 7.173 *** (6.416) ***	0.031 (0.027) -0.955 (-0.784)
当期純利益						
4Q_abCF1	-0.033 (-0.027)	0.008 (0.019) 3.591 *** (3.898) ***	0.023 (0.021) -1.597 (-1.259)	-0.009 (0.000)	0.025 (0.026) 5.100 *** (4.879) ***	0.024 (0.021) 0.226 (0.618)
4Q_abCF2	-0.011 (-0.014)	0.017 (0.016) 2.273 ** (2.369) **	0.016 (0.015) 0.094 (0.315)	0.001 (0.008)	0.021 (0.023) 2.800 *** (2.426) **	0.016 (0.013) 0.734 (0.823)
4Q_abCF3	-0.064 (-0.061)	0.006 (0.011) 5.351 *** (4.928) ***	0.027 (0.024) -1.933 * (-2.139) **	-0.026 (-0.012)	0.033 (0.027) 8.111 *** (6.905) ***	0.029 (0.027) 0.712 (0.69)

注)***1%水準で有意、**5%水準で有意、*10%水準で有意(両側検定)。

4.4 結論と課題

本章では、銀行の業績予想の特性を明らかにするとともに、業績予想をベンチマークとした手数料収益による実体的裁量行動を検証した。

主要な発見事項は以下のとおりである。第1に、銀行の予想誤差は正の値をとる傾向にあり、予想の達成率も高いことがわかった。つまり保守的な予想をする傾向にあることが示された。予想誤差が正の値をとる傾向は一般事業会社と比較しても高い。また、予想の達成率に関して、90%以上の銀行が予想を達成している年もあり、予想達成率は非常に高い。第2に、利益分布アプローチを用いた予想誤差の分布に関する分析で、銀行が業績予想を達成するために利益調整行動をとっている可能性があることを統計的に示した。第3に、銀行の業績予想の正確度は高く、一般事業会社と比較して総資産に対する実績値と期初予想の乖離率も非常に小さく、銀行は正確な業績予想をしていることを明らかにした。以上が銀行の業績予想の特性に関する発見事項である。

次に、手数料収益による実体的裁量行動について、異常手数料収益を3つの方法で推定し検証を行い、内2つの異常手数料収益を被説明変数とする分析結果では、業績予想を達成するために異常手数料収益を裁量的に増加させている傾向にあることを発見した。また、第3四半期の段階で業績予想の達成が際どい状況にある銀行のうち、最終的に業績予想を達成した銀行に限定した場合、第4四半期に裁量的に手数料収益を増加させる傾向にあることを発見した。

貢献点として以下のものがある。第1に、銀行の経営者の業績予想の特性を明らかにしたことである。これまで、銀行は事業の独自性や財務諸表の特殊性から業績予想の特性の分析は行われていなかった。近年、銀行の業績悪化を背景に、金融庁は、銀行の将来業績を注視しており、銀行の業績予想の特性を理解することは、銀行の将来業績に対する監視にも役立つと考えられる。また、銀行の業績予想の特性を正しく理解することは、投資家をはじめとする情報利用者にとっても有意義であり、さらに銀行を分析対象とする研究の一助となることが期待される。

第2に、経営者の業績予想をベンチマークとした手数料収益の増加による実体的裁量行動を明らかにしたことである。実体的裁量行動の研究では、研究開発費や広告宣伝費などの裁量的支出の調整や過剰生産による売上原価の調整、売上の繰り上げに関して値引き販売や信用緩和を捉えた分析が行われているが、手数料収益に関する実体的裁量行動の分析はほとんど行われていない。銀行業務の多様化による手数料収益の増加やマイナス金利政策を背景とした貸出金利息の減少などから手数料収益の重要性が高まっている。これまで、経営者の業績予想達成のために手数料収益が用いられていることを示した研究はなく、実体的裁量行動の研究に対し新たな裁量的項目として、重要性の高い手数料収益に関する証拠を提示し学術的に貢献した。また、四半期決算のデータを用いて期末の押し込み販売が疑われる状況で、手数料収益による実体的裁量行動について明らかにしている。厳しいノルマを背景に投資信託の販売手数料を獲得するため、押し込み販売が行われている可能性が度々問題視されている中、その実態を明らかにしたことは銀行を監督する規制当局に対して有益な証拠を提示していると考えられる。

今後の課題について、以下のようなものが挙げられる。第1に、異常手数料収益の算定方法の精緻化である。研究開発費の裁量的支出に関する実体的裁量行動の研究など、他の実体的裁量行動に関する研究では裁量部分の推定モデルが複数存在するが、手数料収益に関しては研究がなく、本章では伝統的な方法に依拠している。異常手数料収益を推定するにあたり複数のモデルで検証を行ったが、一部異なる検証結果が得られたことから、裁量部分の推定の精緻化は必要である。

第2に、第4四半期の手数料収益に関する分析の精緻化も課題として挙げられる。本章の分析は単変量の分析のみであり、他の要因をコントロールすることや第4四半期に手数料収益を押し込んだ場合、翌期はその反動がでるのかといった検証課題が考えられる。第3に、他の裁量的項目との関係性の検討が必要である。貸倒引当金の見積りの変更といった会計的裁量行動と代替関係にあるのか、補完関係にあるのか検証を行っていない。第4に、期待マネジメントに関する検証が挙げられる。業績予想の達成には利益調整以外に業績予想そのものを修正することも考えられる。本章では期初予想のみ分析しているため、期中の業績予想の修正を考慮した分析も必要である。最後に、銀行をとりまく環境の変化に応じた分析を行う必要がある。分析対象期間として設定した2000年から2021年の間には、2000年代初頭の不良債権問題による銀行危機や2009年のリーマンショックの影響による世界的な金融危機、またこうした金融危機などを背景に銀行の自己資本比率等に関する国際統一基準であるバーゼル規制も銀行の状況に応じて変化しており、1988年に制定されたバーゼルⅠから2004年にバーゼルⅡ、2010年にバーゼルⅢが制定されている。このような銀行をとりまく環境の変化や規制の変遷を考慮した検証についても今後の課題である。

第5章

銀行業における連続増益達成の株価効果の分析

5.1 はじめに

本章の目的は、連続して増益を計上している銀行は、高い株価を維持し、連続増益が途切れるタイミングで大幅な株価の下落を経験するのかを明らかにすることである。一般事業会社を対象とした先行研究では、連続して増益を計上したのち、減益を最初に計上した期間において大幅な株価の下落を経験することが示されている（DeAngelo et al. 1996; Barth et al. 1999; Myers et al. 2007; 首藤 2010）。一方で、銀行を対象に連続増益達成の株価効果を検証した研究は、筆者の知る限り存在しない。また、一般事業会社や米国の銀行を対象とした減益回避の利益調整行動を分析した研究では、株価の下落を回避する目的で企業および銀行は減益回避の利益調整行動をとると想定し分析を行い、その結果、減益回避の利益調整行動を検出している（Burgstahler and Dichev 1997; Degeorge et al. 1999; Beatty et al. 2002; Brown and Caylor 2005; Coppers and Peek 2005; 首藤 2010）。これまで、日本の銀行を対象とした減益回避の利益調整行動の分析では、日本の銀行が減益回避のために利益調整行動をとる証拠は得られていなかったが（植田 2004; 辻川 2014; 高須・中野 2017）、第3章で行った金融機関の利益調整行動の実態に関する検証では、サンプルサイズを拡大し分析した結果、全金融機関を対象とした分析では減益回避の利益調整行動を検出した。ただし、上場金融機関にサンプルを限定した場合、減益回避の利益調整行動が観察されなかった。したがって、上場金融機関では、一般事業会社で観察されるような連続増益後の減益に対する大幅な株価の下落や連続増益による高い株価プレミアムの獲得が観察されず、そもそも減益を回避する動機をもたないのか、明らかではない。これまで、減益に対して株価が大きく下落することを所与として分析が行われてきたが、日本の銀行

における利益公表に対する株価効果は十分に明らかにされていないため、本章では日本の銀行を対象に株価効果の分析を行う。

特に減益と株価の関連性は、連続増益達成後に減益を経験した場合に大きくなることが一般事業会社を対象とした研究で明らかにされているため、単年の減益ではなく連続増益とその後の減益に対する株価効果に焦点をあて分析を行う。銀行業は公共性の高さから、安定的で持続性のある利益が求められている。したがって、単年の増益および減益の分析と比較し、連続増益に対する株価効果および連続増益が途切れるタイミングでの減益に対する株価効果がより顕著に観察されることが期待される。

本章の主要な発見事項として、銀行は連続増益によって高い株価プレミアムを得られること、および連続増益期間が長いほど減益を計上した時の株価の下落幅が大きいことが一部の分析結果から明らかになった。

本章の貢献点として、第1に銀行の連続増益達成に対する株価効果および連続増益後の減益に対する株価効果を明らかにしたことである。一般事業会社を対象とした研究では、連続増益に対する株価プレミアムや、その後の減益に対するペナルティーが明らかにされていたが、一般事業会社とは事業の内容や財務諸表の構造が大きく異なる銀行について、一般事業会社と同様の株価効果が得られるかは定かではなかった。その点に着目し、銀行の増益、減益に対する株価効果を明らかにし、結果として連続増益に対する株価プレミアムは存在し、減益を計上するまでの連続増益期間が長いほど、減益計上時の株価の下落幅が大きいことを明らかにした。ただし、3年連続増益後の減益について大幅な株価の下落を示す証拠は得られなかった。したがって、連続増益している銀行ほど減益を回避する動機を一定程度もつことが示唆されるが、一般事業会社とは異なり連続増益後の大幅な株価の下落が観察されなかったことから、減益回避に対する動機は一般事業会社ほど強くはないことがわかった。これまで、株価下落を回避する動機を所与として減益回避の利益調整行動の分析が行われてきたが、本章の発見事項は銀行の利益調整行動や株価効果の研究の一助となることが期待される。

本章の構成は以下のとおりである。第2節では、先行研究と仮説について記述し、第3節で分析デザインを示す。第4節でサンプルと基本統計量について概観し、第5節で分析結果を示し考察する。第6節で追加分析を行い、第7節で結論と課題を議論する。

5.2 先行研究と仮説

5.2.1 一般事業会社の連続増益達成と株価効果に関する先行研究

連続で増益を達成している企業は、高い株価を維持することや連続増益が途切れるタイミングで大幅な株価の下落を経験することが明らかにされている。DeAngelo et al.(1996)は、9 期以上連続増益後、減益を経験した米国企業を対象に配当政策を検証している。この検証の中で、9 期以上連続増益後、減益を計上した場合の異常投資収益率についても分析しており、結果として減益計上により平均して 14%の負の異常投資収益率を観測している。Barth et al.(1999)は、米国の企業を対象として 5 年以上増益を計上している企業がその他の企業に比べ、成長性やリスクをコントロールした後も高い株価利益倍率（price-earnings multiples）を獲得し、またその後の減益で大きく株価利益倍率を低下させることを明らかにしている。Myers et al.(2007)は、20 四半期以上連続して増益している米国の企業を対象に、連続増益による異常投資収益率を調査している。また連続増益の期間の長さが減益計上時の異常投資収益率に与える影響を検証している。その結果、連続増益を達成することで高い異常投資収益率を獲得しており、また年間単位で連続増益を達成した場合より四半期単位で連続増益を達成している場合（たとえば、5 年連続で増益した場合より 20 四半期連続で増益した場合）の方が異常投資収益率がより大きいことを明らかにした。さらに、連続増益の期間が長いほど、その後、減益を計上した時の異常投資収益率の下落幅が大きいことが示されている。日本の企業を対象とした分析として、首藤(2010)は、5 年以上連続で増益している企業の異常投資収益率を検証している。その結果、5 年以上増益している企業はその他のコントロール企業と比較し、有意に高い異常投資収益率を獲得し、その後の減益で大きな株価の下落を経験している。このように一般事業会社を対象とした分析では、一貫して連続増益達成に対しては高い株価のプレミアムを獲得し、その後の減益で大きな株価の下落を経験することが示されている。

5.2.2 銀行の連続増益と銀行の利益指標に関する先行研究

銀行の連続増益達成と株価効果を検証した論文は筆者の知る限り存在しない。したがって本節では、銀行の連続増益の傾向に関して検証している研究を概観する。

Beatty et al.(2002)は、米国の銀行持株会社を対象に減益回避の利益調整行動および連続増益傾向について上場銀行持株会社と非上場銀行持株会社を比較し検証している。その結果、上場銀行持株会社の方が非上場銀行持株会社と比較し、顕

著に減益回避の利益調整行動をとっていることを明らかにし、連続増益傾向については上場銀行持株会社の方が平均して 1.7 年程度連続増益期間が長いことを示している。上場銀行持株会社は株主が分散しており単純な利益指標の影響を受けるため、株式市場への影響を回避する目的で利益調整をすると結論付けている。

また日本の銀行を対象として減益回避の利益調整行動を検証した研究として、植田(2004)、辻川(2014)、高須・中野(2017)があり、また、本論文の第 3 章で検証している。植田(2004)は、1985 年から 2003 年における都市銀行、地方銀行を対象に減益回避について Burgstahler and Dichev (1997)で用いられた利益分布アプローチで検証した結果、ヒストグラムで示された利益分布に歪みが観察されず減益回避の利益調整行動が行われている証拠を得られなかった。辻川(2014)についても同様に、ヒストグラムによって利益変化額の分布を確認したが、分布の歪みは観察されなかった。高須・中野(2017)は、貸倒引当金の保守性と銀行の利益調整行動の関係性に着目し、事前に保守的に貸倒引当金を計上している銀行とそうではない銀行の間で貸倒引当金を通じた減益回避の利益調整行動に差異がみられるか否かについて検証している。その結果、保守性の高低に関わらず減益回避の利益調整行動は観察されていない。これらの先行研究のサンプルサイズが約 2,000 観測値またはそれ以下であるのに対し、第 3 章の検証では約 10,000 観測値までサンプルサイズを拡大し、減益回避の利益調整行動を検証した結果、減益回避の利益調整行動を検出した。ただし、日本では、上場金融機関よりも非上場金融機関の方が減益回避の利益調整をする傾向にあることも示している。そこで、一般事業会社と同様、株価維持のために減益回避の利益調整行動をとる動機をもつのか、十分に明らかではないため検証する。

5.2.3 仮説の導出

一般事業会社では、連続増益を達成している企業は高い株価を維持し、減益に転じた年度で大幅に下落することが明らかにされている (DeAngelo et al. 1996; Barth et al. 1999; Myers et al. 2007; 首藤 2010)。また、Beatty et al.(2002)では、上場銀行持株会社と非上場銀行持株会社を比較し、上場銀行持株会社の方が減益回避を行う傾向にあり、連続増益傾向が長いことが示唆されている。したがって、日本の銀行業においても連続増益に対して、高い株価プレミアムを獲得し、連続増益後の減益に対して大幅な株価の下落が発生すると仮定し、以下の仮説を検証する。

仮説 1 連続で増益を達成している銀行は、相対的に高い異常投資収益率を獲得する。

仮説 2 連続で増益を達成している銀行は、連続増益が途切れた年度において、異常投資収益率の大きなマイナスを経験する。

5.3 分析デザイン

仮説に対して 3 つの分析アプローチを用いて分析する。1 つ目は、バイ・アンド・ホールド戦略をとった場合の異常投資収益率 (*BHAR*: Buy and Hold Abnormal Return) を計算し、その時系列動向を観察する方法である。この分析では、連続増益期間に高い株価プレミアムを獲得し、減益を計上した年度で大幅な株価の下落が起こるか視覚的に確認する。2 つ目の方法は、Barth et al.(1999)で使用されたモデルを参考に、リターンの変数を被説明変数とし、説明変数に 3 年以上増益ダミーと 3 年以上増益後減益ダミーを用いた多変量回帰分析である。この分析では、1 つ目の方法で視覚的に確認した連続増益による高い株価プレミアムおよび連続増益後の減益に対する大幅な株価の下落について統計的に確認する。最後に 3 つ目として、Myers et al.(2007)に倣い、減益計上までの連続増益期間を説明変数に加えた多変量回帰分析を行う。この分析によって、減益を計上するまでの連続増益期間の長さの違いによって株価の反応が異なるか明らかにする。この 3 つの方法について以下で詳述する。

1 つ目の分析は、首藤(2010)に倣い、連続増益期間後最初に減益を公表した月を月次ゼロとして、48 か月前を起点に月次の *BHAR* を計算し、その時系列動向を観察する⁵¹。*BHAR* の計算方法は以下のとおりである (Barber and Lyon 1997; 山崎 2008)。

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + E(R_{it})] \quad (1)$$

(1) 式における R_{it} は、 i 企業の t 月における投資収益率である。 $E(R_{it})$ は、 i 企業の t 月における期待投資収益率である。期待投資収益率の代理変数には、TOPIX から計算したリターンを用いる。減益決算発表月を月次 0 と定義し、1 か月単位

⁵¹ *BHAR* の他に累積異常リターン (*CAR*: Cumulative Abnormal Return) を計算し、時系列動向を確認したが *BHAR* の場合と大きな傾向の違いはみられなかった。

で $BHAR$ の動向を確認する。本章では、連続増益期間が3年以上のあと減益となった銀行を対象とし、減益年度の12か月に連続増益期間である36か月を加算した48か月前（月次0を起点とした場合、月次-47）から、将来期間の6か月をプラスした計54か月の $BHAR$ を計算する。同様に連続増益期間が3年未満の銀行についても比較対象のコントロールサンプルとして $BHAR$ を計算し動向を観察する。連続増益かどうかの判定に用いる利益指標は、当期純利益、経常利益である。

次に、Barth et al.(1999)を参考に、連続増益を達成することで高い株価プレミアムが獲得できるか、および連続増益後減益を計上したタイミングで大幅な株価の下落を経験するかを検証するため、以下のモデルを推定する。

$$\begin{aligned} Return_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta E_{it} + \beta_2 \Delta E_{it} * D_{up} + \beta_3 \Delta E_{it} * D_{dn} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DEBT_{it} \\ & + \beta_6 RISK_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \beta_8 VAR_{it} + \beta_9 \Delta E_{it} * SIZE_{it} + \beta_{10} \Delta E_{it} \\ & * DEBT_{it} + \beta_{11} \Delta E_{it} * RISK_{it} + \beta_{12} \Delta E_{it} * GROWTH_{it} + \beta_{13} \Delta E_{it} * VAR_{it} \\ & + YEARDummy + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

- $Return1$: t期の決算短信公表月までの12か月間のCAR
- $Return2$: t期の決算短信公表月までの12か月間のBHAR
- $Return3$: 決算短信公表日前後3日間（公表日をd=0とすれば、d=-1～+1）のCAR
- ΔE : 利益の変化額をt-1期末の株式時価総額で基準化した値
- D_{up} : t期において3年以上連続で増益している場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数
- D_{dn} : t期において3年以上連続増益後、はじめて減益を計上している場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数
- $SIZE$: t期末の株式時価総額の自然対数値
- $DEBT$: t期末の負債をt期末の総資産で除した負債比率
- $RISK$: t期決算月を最終月として過去60か月間について市場モデルを用いて算出したベータ値
- $GROWTH$: t期末の純資産簿価をt期末の株式時価総額で除した簿価時価比率
- VAR : 過去5年間における総資産利益率の標準偏差
- $YEARDummy$: 年度ダミー

株式リターンについては、3種類の尺度を用いている。*Return1* は、累積異常リターン (*CAR: Cumulative Abnormal Return*) で、前期決算短信公表月の翌月から当期決算短信公表月の12か月間を累積した異常リターンである。異常リターンには、個別銀行の株式リターンから市場リターンを差し引くことで求められる市場リターン控除法で計算している (桜井 1991)。なお、市場リターンの計算には *TOPIX* を用いている。*Return2* は、(1) 式で示した計算式で、期間を前期決算短信公表月の翌月から当期決算短信公表月の12か月間にし、算出した *BHAR* である。*Return3* は、短期の株価反応を検証するため、決算短信公表日前後1日を含む3日間の *CAR* である。利益の変数 ΔE については、利益の変化額を株式時価総額で基準化した値であり、利益の変化額が正に大きければリターンも正に大きくなることが期待されるため、係数 β_1 は正の符号が期待される。また ΔE は当期純利益 (*net income*)、経常利益 (*ordinary income*) を用いて算出しており、 ΔE_{ni} を当期純利益、 ΔE_{oi} を経常利益から計算した変数とする。 D_{up} は3期以上連続で増益している場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数で、連続増益による高い異常投資収益率を獲得する場合、 D_{up} と ΔE の交差項の係数 β_2 は正の符号をとる。 D_{dn} は3期以上連続で増益後、減益を計上した場合に1、そうでない場合は0をとるダミー変数で、連続増益が途切れたタイミングでの減益に対する異常投資収益率を捉える変数である。連続増益が途切れたタイミングで大幅な株価の下落を経験する場合、 D_{dn} と ΔE の交差項の係数 β_3 は正の符号をとる。

これらの株式リターンと利益の関係については、連続増益以外に影響を与える要因をコントロールし検証する必要がある。企業規模が大きいほど、決算公表前に生じる株価変化は大きく、長期の分析において利益反応係数が大きくなることが知られている (Warfield et al. 1995; 音川 1999)。また短期分析の場合には事前に情報が出回っている大企業の方が決算公表日周辺での株価の反応が小さいことが示されている (Atiase 1985)。したがって規模の要因をコントロールするため株式時価総額の自然対数である *SIZE* の変数を追加し、長期分析の場合は *SIZE* と ΔE の交差項の係数 β_9 は正、短期分析の場合の係数 β_9 は負の符号を予想する。*DEBT* は負債比率、*RISK* は市場モデルのベータの値で、リスクの代理変数である。リスクが高くなるほど期待投資収益率も高くなるため、利益反応係数はマイナスになることが示されており (Collins and Kothari 1989)、*DEBT* または *RISK* と ΔE の交差項の係数 β_{10} または β_{11} の符号は負になると予想する。*GROWTH* は成長性を示す代理変数で、高成長であるほど利益反応係数は大きくなるので、 ΔE との交差項の係数 β_{12} は正の符号が期待される (Collins and Kothari 1989; Warfield et al. 1995)。*VAR* は利益の変動性を示しており、期待外利益を考慮した場合、変動性が高い企

業ほど利益反応係数は小さくなるため (Warfield et al. 1995)、 ΔE との交差項の係数 β_{13} は負になると期待される。これらの要因をコントロールした上で、連続増益による株価プレミアムおよび減益に対する大きな株価の下落があるのか検証する。なお推定に当たっては年クラスター、銀行クラスターについて補正を施した標準誤差を用いて係数の有意性を検証している。

最後に、Myers et al.(2007)に倣い、連続増益期間の長さの違いによって、連続増益後最初に減益を計上した場合の株価の反応が異なるのかを検証する。(2) 式のモデルでは、3 年以上連続増益か否かによる分析および 3 年以上増益後減益となった場合の分析を行ったが、次のモデルでは減益を計上した銀行のみを対象として、減益を計上するまでの連続増益期間の長さによって減益を計上した時にどれほど株価の反応に違いがでるのかを検証する。以下のモデルで推定する。

$$\begin{aligned} \text{Return}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta E_{it} + \beta_2 \text{StringLength}_{it} + \beta_3 \Delta E_{it} * \text{StringLength}_{it} + \beta_4 \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_5 \text{DEBT}_{it} + \beta_6 \text{RISK}_{it} + \beta_7 \text{GROWTH}_{it} + \beta_8 \text{VAR}_{it} + \beta_9 \Delta E_{it} * \text{SIZE}_{it} \\ & + \beta_{10} \Delta E_{it} * \text{DEBT}_{it} + \beta_{11} \Delta E_{it} * \text{RISK}_{it} + \beta_{12} \Delta E_{it} * \text{GROWTH}_{it} + \beta_{13} \Delta E_{it} \\ & * \text{VAR}_{it} + \text{YEARDummy} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

- Return1* : t 期の決算短信公表月までの 12 か月間の *CAR*
- Return2* : t 期の決算短信公表月までの 12 か月間の *BHAR*
- Return3* : 決算短信公表日前後 3 日間 (公表日を $d=0$ とすれば、 $d=-1 \sim +1$) の *CAR*
- ΔE : 利益の変化額を t-1 期末の株式時価総額で基準化した値
- StringLength* : 連続増益の年数
- SIZE* : t 期末の株式時価総額の自然対数値
- DEBT* : t 期末の負債を t 期末の総資産で除した負債比率
- RISK* : t 期決算月を最終月として過去 60 か月間について市場モデルを用いて算出したベータ値
- GROWTH* : t 期末の純資産簿価を t 期末の株式時価総額で除した簿価時価比率
- VAR* : 過去 5 年間ににおける総資産利益率の標準偏差
- YEARDummy* : 年度ダミー

ΔE と *StringLength* の交差項を含めたものと含めないものの 2 パターンを検証する。 ΔE は、利益の変化額を株式時価総額で基準化した値で、利益指標として

は当期純利益、経常利益を用いる。*StringLength* は減益を計上するまでの連続増益期間の年数である。 ΔE と *StringLength* の交差項を含めるモデルでは、この交差項の係数 β_3 に注目し、正の符号で有意な値をとれば連続増益期間が長いほど減益を計上したときの株価の下落幅が大きいことがわかる。 ΔE と *StringLength* の交差項を含めないモデルでは、*StringLength* の係数 β_2 に注目し、負の符号で有意な値をとれば連続増益期間が長いほどそれが途切れたときに生じるマイナスのリターンが大きいことを示すことになる。その他のコントロール変数については (2) 式で用いたものと同様である。また、(2) 式と同様に年クラスター、銀行クラスターについて補正を施した標準誤差を用いて係数の有意性を検証している。

5.4 サンプルと基本統計量

5.4.1 サンプル

本章では、国内で上場している地域銀行の 2002 年 3 月期から 2020 年 3 月期までの連結決算の財務データを優先的に用いる。財務データに関しては、日本経済新聞社『NEEDS-Financial QUEST』より入手し、株価等に関しては、金融データソリューションズ『日本上場株式日次（月次）リターンデータ』より取得した。

分析期間における上場地域銀行のうち、分析に必要な財務データおよび株式リターンのデータが取得できたのは、1,452 銀行・年である。また、分析期間中合併した 70 銀行・年を除外し、最終サンプルサイズは 1,382 銀行・年となった。このうち、当期純利益について減益を計上したのが 640 銀行・年、増益を計上したのが 742 銀行・年であり、経常利益に関しても図表 5-1 に示している。図表 5-1 が単年の増益と減益を表しているのに対し、図表 5-2 は連続増益した銀行の各連続増益期間の観測値数を表している。

図表 5-1 について、本章では単独で上場している地域銀行を対象としているため、持株会社化やフィナンシャルグループ化し、単独上場ではなくなった地域銀行はサンプルから除外している。また、合併の影響（連続増益の判断が困難である等）を考慮するため合併後存続している銀行についてもサンプルから除外している。そのため、銀行数が徐々に減少している。当期純利益、経常利益ともに、半数以上の観測値が増益を計上している⁵²。図表 5-2 をみると、3 期以上連続

⁵² 前年度利益に対する増益、減益に対し、利益ゼロを基準とした黒字または赤字については、赤字を計上する銀行が同じ 2002 年から 2020 年までの期間で 1 割程度とかなり限定的であり、ほとんどの銀行が黒字を計上している。したがって、本章では連続黒字ではなく、増益と減益が一定数存在する連続増益を対象とした分析を行う。

増益している観測値について当期純利益は 103 銀行・年、経常利益は 115 銀行・年と増益している観測値の内、約 3 割程度あることがわかる。また、当期純利益について 5 年以上連続増益になると、35 銀行・年まで減少する。

図表 5-1 増益・減益の観測値数

当期純利益	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合計
減益	62	37	9	21	23	32	60	73	3	34	26	22	14	20	25	52	36	46	45	640
増益	25	49	74	59	55	45	17	5	69	37	46	49	57	49	40	13	26	13	14	742
銀行数	87	86	83	80	78	77	77	78	72	71	72	71	71	69	65	65	62	59	59	1,382
経常利益	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	合計
減益	71	34	12	16	17	34	55	76	3	24	20	34	8	15	30	60	32	46	43	630
増益	16	52	71	64	61	43	22	2	69	47	52	37	63	54	35	5	30	13	16	752
銀行数	87	86	83	80	78	77	77	78	72	71	72	71	71	69	65	65	62	59	59	1,382

図表 5-2 連続増益期間の観測値数

	当期純利益		経常利益	
連続増益期間	観測値数	割合	観測値数	割合
1期増益	190	52.1%	157	45.9%
2期連続増益	72	19.7%	70	20.5%
3期連続増益	46	12.6%	57	16.7%
4期連続増益	22	6.0%	24	7.0%
5期連続増益	23	6.3%	19	5.6%
6期連続増益	10	2.7%	11	3.2%
7期連続増益	2	0.5%	4	1.2%
合計	365	100.0%	342	100.0%
3期以上連続増益	103	28.2%	115	33.6%

5.4.2 基本統計量

図表 5-3 は分析に用いる変数の基本統計量を示している。なお、異常値が分析結果に影響を及ぼす可能性を考慮し、ダミー変数や連続増益期間を示す *StringLength* を除くその他の各連続変数について上下 1%を置換しており、図表 5-3 は異常値処理後の数値を記載している⁵³。各変数の定義は第 5.3 節の分析デザインで示したとおりであるが、 ΔE と *VAR* に関しては算出に用いた利益指標には当期純利益と経常利益の 2 種類があり、当期純利益を用いて算出した変数には添え字で *ni* (*net income*)、経常利益を用いて計算した変数には添え字で *oi* (*ordinary income*) としてある。基本統計量をみると、各異常リターンは平均値および中央値がマイナスとなっている。利益の変化額は平均値および中央値ともにプラスとなっている。

図表 5-4 は各変数の相関関係を示している。*SIZE* と *DEBT*、*GROWTH* といった変数が比較的高い相関を示している。また、分析には交差項を用いるため説明変数間の相関が上昇する。VIF を算定したところ *SIZE* と ΔE の交差項および *DEBT* と ΔE の交差項が高い数値を示したため、これらの説明変数を除いた分析および連続変数について十分位値に変換した分析を行っている。その結果については第 5.6 節の追加分析で提示する。

図表 5-3 基本統計量

	mean	sd	min	p25	p50	p75	max	<i>N</i>
<i>Return1</i>	-0.030	0.202	-0.512	-0.161	-0.035	0.106	0.488	1,382
<i>Return2</i>	-0.046	0.202	-0.498	-0.180	-0.047	0.088	0.486	1,382
<i>Return3</i>	-0.006	0.031	-0.092	-0.024	-0.005	0.013	0.072	1,382
ΔE_{ni}	0.007	0.128	-0.463	-0.017	0.002	0.021	0.613	1,382
ΔE_{oi}	0.008	0.150	-0.518	-0.029	0.004	0.034	0.651	1,382
<i>SIZE</i>	11.149	1.068	8.720	10.427	11.205	11.850	13.514	1,382
<i>DEBT</i>	0.947	0.013	0.914	0.939	0.948	0.956	0.975	1,382
<i>RISK</i>	0.564	0.355	-0.030	0.263	0.546	0.817	1.448	1,382
<i>GROWTH</i>	1.962	1.090	0.537	1.180	1.682	2.483	6.156	1,382
<i>VAR_{ni}</i>	0.002	0.003	0.000	0.001	0.001	0.003	0.015	1,382
<i>VAR_{oi}</i>	0.003	0.003	0.000	0.001	0.002	0.004	0.016	1,382

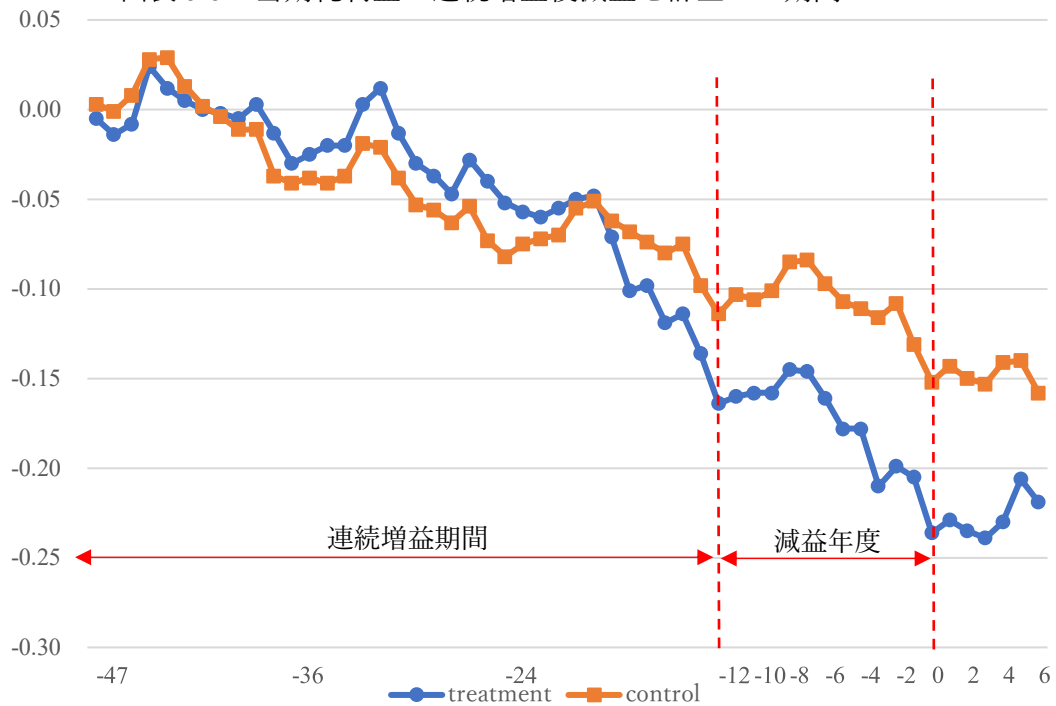
⁵³ 異常値処理をせずに分析を行った場合も主要な分析結果に相違はなかった。

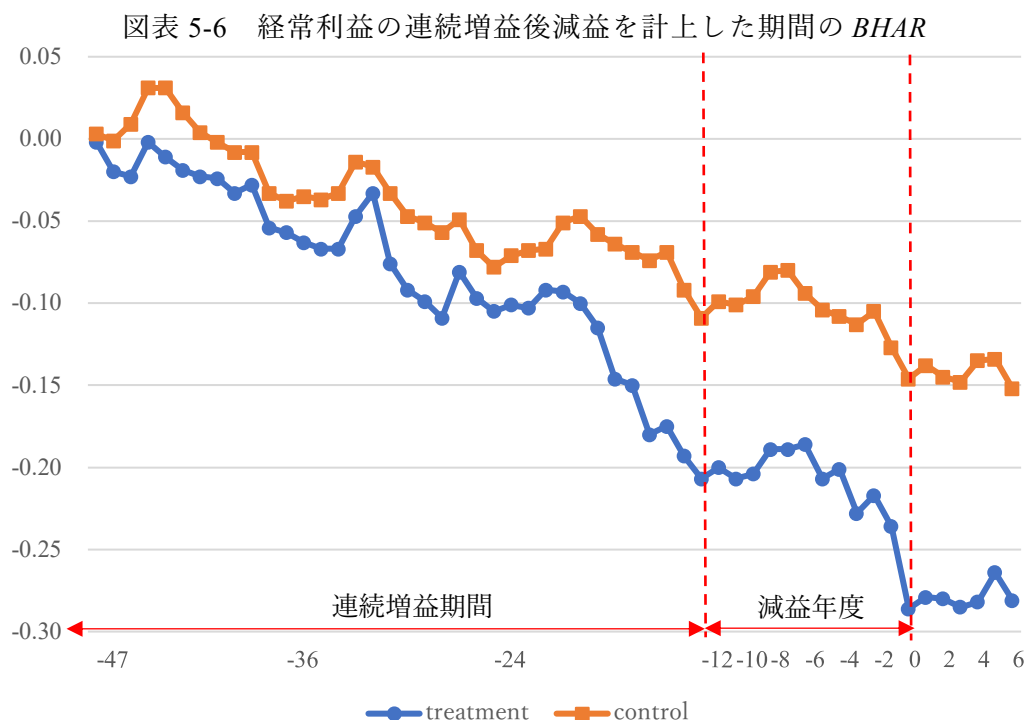
図表 5-4 相関マトリックス

	<i>Return1</i>	<i>Return2</i>	<i>Return3</i>	ΔE_{ni}	ΔE_{oi}	<i>SIZE</i>	<i>DEBT</i>	<i>RISK</i>	<i>GROWTH</i>	VAR_{ni}	VAR_{oi}
<i>Return1</i>	1										
<i>Return2</i>	0.980	1									
<i>Return3</i>	0.148	0.151	1								
ΔE_{ni}	0.011	0.007	-0.014	1							
ΔE_{oi}	-0.029	-0.033	-0.019	0.923	1						
<i>SIZE</i>	0.149	0.137	0.046	-0.011	-0.004	1					
<i>DEBT</i>	0.071	0.056	0.149	-0.007	-0.015	-0.449	1				
<i>RISK</i>	-0.144	-0.111	-0.154	-0.063	-0.074	0.154	-0.250	1			
<i>GROWTH</i>	-0.246	-0.209	-0.211	-0.009	-0.008	-0.505	-0.142	0.396	1		
VAR_{ni}	0.040	0.019	0.088	0.099	0.097	-0.149	0.425	-0.262	-0.218	1	
VAR_{oi}	0.069	0.041	0.120	0.072	0.082	-0.064	0.397	-0.336	-0.295	0.941	1

5.5 分析結果

連続増益をしている銀行が最初に減益を計上した月を起点とした *BHAR* の時系列推移をみていく。図表 5-5、図表 5-6 はそれぞれ当期純利益、経常利益に関する連続増益期間とその後の減益期間における *BHAR* の推移である。3 期以上の連続増益後に減益を計上した銀行をトリートメントサンプルとし、それ以外のサンプル全てをコントロールサンプルとしている。また、*BHAR* についても異常値による影響を除くため、上下 1%を置換する処理を行っている。

図表 5-5 当期純利益の連続増益後減益を計上した期間の *BHAR*



横軸のゼロが減益の決算を公表した月であり、点線で囲われているところが減益年度である。連続増益期間について当期純利益、経常利益ともに異常投資収益率は低下傾向にあり、TOPIX で代理している期待リターンを上回るようなリターンが得られておらず、コントロールサンプルと比較しても相違がみられない。減益年度に関しては、コントロールサンプルに比べ、ややトリートメントサンプルの株価の下落傾向がみられ、減益を公表した月では経常利益に関するグラフでは株価の大幅な下落はあるものの、当期純利益に関してはコントロールサンプルと比較して大きな違いはみられない。ただし、この分析ではリターンに影響を与えるその他の要因はコントロールしていない。

そこで、次に (2) 式による回帰分析の結果をみていく。推定結果は、図表 5-7 のとおりである。

注目すべき説明変数は、 ΔE と D_{up} の交差項および ΔE と D_{dn} の交差項である。 ΔE と D_{up} の交差項の係数 β_2 は、当期純利益、経常利益の長期リターンに対して正の符号で有意な値をとっている。したがって 3 期以上連続で増益することに対して、より高い異常収益率が得られることがわかった。また、 ΔE と D_{dn} の交差

図表 5-7 (2)式推定結果

VARIABLES	predict	当期純利益			経常利益		
		Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3
<i>ΔE</i>	+	3.409 (0.469)	3.869 (0.580)	0.152 (0.137)	0.915 (0.175)	1.237 (0.252)	-0.195 (-0.206)
<i>ΔE</i> × <i>D_{up}</i>	+	1.778** (2.179)	1.908** (2.192)	-0.039 (-0.444)	0.935* (1.903)	0.975* (1.923)	-0.066 (-0.810)
<i>ΔE</i> × <i>D_{dn}</i>	+	0.305 (1.166)	0.185 (0.910)	0.081 (0.988)	0.091 (0.827)	0.039 (0.376)	-0.000 (-0.009)
<i>SIZE</i>		0.008 (0.671)	0.007 (0.695)	0.001 (0.961)	0.009 (0.793)	0.008 (0.817)	0.001 (1.029)
<i>DEBT</i>		-0.654* (-1.951)	-0.840** (-2.216)	0.314*** (2.970)	-0.595 (-1.563)	-0.750* (-1.845)	0.291*** (2.687)
<i>GROWTH</i>		-0.028*** (-2.681)	-0.026*** (-2.618)	0.001 (0.484)	-0.029*** (-2.740)	-0.028*** (-2.662)	0.001 (0.541)
<i>RISK</i>		0.026 (0.521)	0.028 (0.599)	0.001 (0.280)	0.027 (0.538)	0.030 (0.628)	0.001 (0.150)
<i>VAR</i>		-4.971* (-1.917)	-4.749* (-1.696)	-0.409 (-1.152)	-4.633** (-2.501)	-4.695** (-2.406)	-0.181 (-0.552)
<i>ΔE</i> × <i>SIZE</i>	+/-	-0.049 (-0.460)	-0.033 (-0.346)	0.006 (0.411)	-0.042 (-0.479)	-0.027 (-0.332)	0.006 (0.484)
<i>ΔE</i> × <i>DEBT</i>	-	-3.091 (-0.483)	-3.715 (-0.624)	-0.209 (-0.209)	-0.527 (-0.122)	-1.017 (-0.245)	0.153 (0.176)
<i>ΔE</i> × <i>GROWTH</i>	+	0.011 (0.114)	0.000 (0.001)	-0.012 (-0.923)	-0.004 (-0.047)	-0.012 (-0.152)	-0.012 (-0.932)
<i>ΔE</i> × <i>RISK</i>	-	0.452** (2.518)	0.423** (2.525)	0.024 (1.127)	0.497*** (2.955)	0.457*** (2.710)	0.019 (0.830)
<i>ΔE</i> × <i>VAR</i>	-	0.897 (0.062)	1.285 (0.093)	-0.772 (-0.429)	-5.021 (-0.360)	-3.731 (-0.300)	-1.243 (-0.863)
<i>YEARDummy</i>		yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant		0.683* (1.861)	0.853** (2.159)	-0.304*** (-2.744)	0.623 (1.527)	0.766* (1.804)	-0.283** (-2.498)
Observations		1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382
Adjusted R-squared		0.453	0.474	0.152	0.449	0.468	0.152

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

項の係数 β_3 に関しては、当期純利益、経常利益の長期リターンを被説明変数とする分析で正の符号をとっているものの有意な値をとらなかった。したがって、3期以上連続で増益後、減益を計上したタイミングで大きな株価の下落を経験するとはいえない。一方で、短期の分析に関しては有意な値をとらなかった。このことから、銀行では3期以上連続増益を達成することによって、高い株価プレミアムを獲得するが、その後の減益で大幅な株価の下落を経験するとはいえないことがわかった。したがって、連続で増益を計上している銀行は、連続増益し株価プレ

ミアムを獲得するために、一定程度減益を回避する動機をもつといえる。ただし、連続増益後の減益に対する大幅な株価の下落がないことは、一般事業会社と比較し、相対的に減益回避の動機が小さいと考えられる。

つづいて、減益計上前の連続増益期間の長さの違いによる株価反応の違いを検証した(3)式の推定結果について、図表 5-8 に示している。

この分析で注目する説明変数は ΔE と *StringLength* の交差項および *StringLength* の単独項の係数である。 ΔE と *StringLength* の交差項を含めるモデルに関して、当期純利益については、長期分析の *Return1* および *Return2* に対して ΔE と *StringLength* の交差項の係数 β_3 は有意な正の値をとっており、経常利益については、*Return1* を被説明変数とする場合、 ΔE と *StringLength* の交差項の係数 β_3 は有意な正の値をとる。したがって、連続増益後の減益に対して、減益を計上するまでの連続増益期間が長いほど、有意に大きなマイナスのリターンが生じることを意味している。一方で、交差項を含めないモデルでは、*StringLength* の係数 β_2 は有意な値をとっていない。*Return3* を被説明変数とする短期の分析について、 ΔE と *StringLength* の交差項を含めるモデルでは、 ΔE と *StringLength* の交差項の係数 β_3 は有意な値をとっていない。交差項を含めないモデルでは、*StringLength* の係数 β_2 が有意な負の値をとっており、連続増益期間が長い方が、その後減益を計上したときの決算短信公表日付近での株価の下落が大きいことを示している。

図表 5-8 (3)式の推定結果

VARIABLES	当期純利益						経常利益					
	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3
<i>AE</i>	12.049 (1.339)	11.926 (1.509)	11.201 (1.320)	11.122 (1.424)	-0.074 (-0.048)	-0.065 (-0.041)	5.908 (0.808)	6.025 (0.837)	6.282 (0.863)	6.359 (0.883)	-0.652 (-0.491)	-0.687 (-0.512)
<i>StringLength</i>	0.006*** (2.858)	0.002 (0.789)	0.005* (1.960)	0.002 (0.997)	-0.002* (-1.895)	-0.002* (-1.699)	0.003 (0.804)	-0.001 (-0.140)	0.003 (0.824)	0.000 (0.133)	-0.003*** (-2.979)	-0.002** (-2.515)
<i>AE×StringLength</i>	0.104*** (2.689)		0.068** (2.163)		-0.007 (-0.795)		0.060** (1.983)		0.040 (1.287)		-0.019 (-1.341)	
<i>SIZE</i>	-0.011 (-0.624)	-0.011 (-0.615)	-0.009 (-0.643)	-0.009 (-0.636)	0.001 (0.227)	0.001 (0.224)	0.000 (0.026)	0.001 (0.099)	-0.001 (-0.074)	-0.000 (-0.016)	0.001 (0.507)	0.001 (0.399)
<i>DEBT</i>	-1.274*** (-2.861)	-1.334*** (-2.922)	-1.285*** (-2.611)	-1.324*** (-2.655)	0.328** (2.347)	0.332** (2.360)	-0.969 (-1.483)	-0.984 (-1.506)	-1.183* (-1.823)	-1.193* (-1.841)	0.309** (2.334)	0.314** (2.404)
<i>GROWTH</i>	-0.045*** (-3.146)	-0.046*** (-3.342)	-0.041*** (-2.914)	-0.042*** (-3.039)	0.002 (0.664)	0.002 (0.691)	-0.040*** (-3.136)	-0.041*** (-3.193)	-0.037*** (-2.776)	-0.037*** (-2.819)	0.002 (0.672)	0.002 (0.716)
<i>RISK</i>	-0.011 (-0.155)	-0.008 (-0.124)	-0.007 (-0.119)	-0.006 (-0.097)	0.000 (0.025)	-0.000 (-0.002)	-0.009 (-0.139)	-0.008 (-0.129)	-0.005 (-0.095)	-0.005 (-0.088)	0.001 (0.101)	0.001 (0.075)
<i>VAR</i>	-2.140 (-0.589)	-2.435 (-0.680)	-2.312 (-0.590)	-2.504 (-0.641)	-1.155** (-1.980)	-1.134* (-1.949)	-3.933 (-0.865)	-3.717 (-0.817)	-3.404 (-0.789)	-3.260 (-0.755)	-0.263 (-0.393)	-0.330 (-0.501)
<i>AE×SIZE</i>	-0.208* (-1.675)	-0.200 (-1.590)	-0.135 (-1.140)	-0.130 (-1.084)	0.012 (0.595)	0.011 (0.575)	-0.182 (-1.509)	-0.167 (-1.311)	-0.128 (-1.046)	-0.118 (-0.922)	0.019 (1.291)	0.014 (1.026)
<i>AE×DEBT</i>	-10.220 (-1.179)	-10.099 (-1.349)	-10.067 (-1.245)	-9.988 (-1.357)	0.018 (0.013)	0.010 (0.007)	-4.130 (-0.609)	-4.399 (-0.667)	-5.117 (-0.765)	-5.295 (-0.808)	0.501 (0.402)	0.584 (0.461)
<i>AE×GROWTH</i>	-0.141* (-1.684)	-0.154* (-1.829)	-0.138 (-1.588)	-0.147* (-1.680)	-0.020 (-0.776)	-0.019 (-0.725)	-0.132 (-1.350)	-0.125 (-1.242)	-0.124 (-1.290)	-0.119 (-1.208)	-0.010 (-0.466)	-0.012 (-0.541)
<i>AE×RISK</i>	0.454*** (2.921)	0.504*** (3.111)	0.398** (2.489)	0.431*** (2.675)	0.014 (0.403)	0.010 (0.302)	0.506*** (3.222)	0.513*** (3.287)	0.446*** (2.825)	0.451*** (2.895)	-0.003 (-0.098)	-0.005 (-0.149)
<i>AE×VAR</i>	25.612 (1.363)	22.388 (1.322)	22.385 (1.199)	20.294 (1.189)	-5.779* (-1.849)	-5.555* (-1.699)	8.089 (0.511)	9.886 (0.617)	12.058 (0.794)	13.255 (0.871)	-1.202 (-0.318)	-1.757 (-0.467)
<i>YEARDummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	1.518*** (2.933)	1.581*** (2.953)	1.504*** (2.840)	1.545*** (2.867)	-0.305* (-1.955)	-0.309** (-1.967)	1.096* (1.777)	1.102* (1.774)	1.302** (2.121)	1.305** (2.119)	-0.300** (-2.094)	-0.302** (-2.136)
Observations	640	640	640	640	640	640	630	630	630	630	630	630
Adjusted R-squared	0.517	0.514	0.537	0.537	0.202	0.202	0.534	0.533	0.564	0.564	0.216	0.211

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

5.6 追加分析

5.6.1 2期連続増益および4期連続増益の分析

(2) 式のモデルでは3期以上増益した場合を1とするダミー変数 (D_{up}) および3期以上増益後減益を計上した場合に1をとるダミー変数 (D_{dn}) を用いて分析を行っている。連続増益をしている銀行数がある程度確保するため3期以上と定め分析を行ったが、連続増益期間の設定に関しては特にコンセンサスがあるわけではなく任意に定められている。そこで、本節ではある程度連続増益のサンプルサイズを確保できる3年の前後1年、つまり2期以上連続で増益している場合と4期以上連続で増益している場合について追加分析を行う。2期以上増益した場合を1とするダミー変数 ($D_{up,2}$) および2期以上連続増益後、減益を計上した場合に1をとるダミー変数 ($D_{dn,2}$)、4期以上に関してもそれぞれ $D_{up,4}$ および $D_{dn,4}$ を用いて分析している。

検証した結果は、図表 5-9 のとおりである。当期純利益と経常利益の ΔE と $D_{up,2}$ の交差項の係数は長期のリターンに対して有意に正の値をとり、2期以上連続で増益した場合、株価プレミアムが獲得できることを示している。短期のリターンについては有意な値をとっていない。2期以上連続の場合は、当期純利益および経常利益に関して、3期以上連続増益の分析と同様、連続増益に対して高い株価プレミアムの獲得が示唆される一方で、減益に対する株価の大幅な下落は観察されなかった。つづいて、4期以上連続増益に関する分析について、当期純利益と経常利益ともに、長期リターンに対して ΔE と $D_{up,4}$ の交差項の係数は有意な値をとらず、一方で ΔE と $D_{dn,4}$ の交差項の係数は、有意な正の値をとっている。したがって、4期以上連続増益に対しては、高い株価のプレミアムは得られないものの、減益を計上したときのペナルティーが大きく、大幅な株価の下落を経験することがわかった。

図表 5-9 2 期連続増益または 4 期連続増益に基づく (2) 式の推定結果

VARIABLES	predict	当期純利益						経常利益					
		Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3
<i>AE</i>	+	4.101 (0.571)	4.594 (0.688)	0.135 (0.125)	4.369 (0.604)	4.771 (0.718)	0.174 (0.163)	1.230 (0.238)	1.439 (0.295)	-0.234 (-0.254)	1.344 (0.259)	1.639 (0.338)	-0.203 (-0.223)
<i>AE</i> × <i>D_{up,2}</i>	+	0.679*** (4.670)	0.656*** (4.130)	-0.014 (-0.483)				0.587*** (4.712)	0.573*** (3.918)	-0.015 (-0.403)			
<i>AE</i> × <i>D_{dn,2}</i>	+	0.152 (0.858)	0.077 (0.484)	0.033 (0.959)				0.015 (0.123)	-0.019 (-0.178)	-0.006 (-0.314)			
<i>AE</i> × <i>D_{up,4}</i>	+				0.185 (0.270)	0.361 (0.496)	-0.191* (-1.841)				0.454 (0.873)	0.469 (0.834)	-0.149 (-1.295)
<i>AE</i> × <i>D_{dn,4}</i>	+				0.551*** (2.586)	0.373** (2.201)	0.042 (0.517)				0.403** (2.389)	0.320** (2.194)	-0.027 (-0.282)
<i>SIZE</i>		0.008 (0.738)	0.008 (0.765)	0.001 (0.960)	0.008 (0.695)	0.007 (0.711)	0.001 (0.993)	0.009 (0.872)	0.009 (0.888)	0.001 (1.020)	0.009 (0.792)	0.008 (0.818)	0.001 (0.998)
<i>DEBT</i>		-0.651* (-1.858)	-0.828** (-2.162)	0.313*** (2.902)	-0.530 (-1.564)	-0.722* (-1.910)	0.317*** (2.928)	-0.657* (-1.839)	-0.818** (-2.088)	0.290*** (2.728)	-0.563 (-1.476)	-0.723* (-1.784)	0.291*** (2.750)
<i>GROWTH</i>		-0.027*** (-2.648)	-0.026*** (-2.587)	0.001 (0.489)	-0.027** (-2.575)	-0.026** (-2.505)	0.001 (0.449)	-0.028*** (-2.725)	-0.027*** (-2.622)	0.001 (0.476)	-0.028*** (-2.659)	-0.026** (-2.557)	0.001 (0.477)
<i>RISK</i>		0.030 (0.624)	0.034 (0.715)	0.001 (0.183)	0.033 (0.666)	0.036 (0.744)	0.001 (0.237)	0.030 (0.608)	0.033 (0.705)	0.000 (0.098)	0.030 (0.594)	0.033 (0.682)	0.001 (0.184)
<i>VAR</i>		-5.665** (-2.466)	-5.506** (-2.148)	-0.364 (-1.023)	-5.002** (-1.968)	-4.818* (-1.755)	-0.407 (-1.141)	-5.220*** (-3.034)	-5.318*** (-2.893)	-0.179 (-0.528)	-4.808*** (-2.643)	-4.823** (-2.538)	-0.173 (-0.554)
<i>AE</i> × <i>SIZE</i>	+/-	-0.022 (-0.201)	-0.006 (-0.063)	0.005 (0.356)	-0.051 (-0.491)	-0.035 (-0.375)	0.006 (0.423)	-0.012 (-0.129)	0.005 (0.058)	0.006 (0.420)	-0.038 (-0.430)	-0.023 (-0.281)	0.006 (0.444)
<i>AE</i> × <i>DEBT</i>	-	-4.115 (-0.648)	-4.766 (-0.793)	-0.182 (-0.189)	-4.033 (-0.629)	-4.600 (-0.769)	-0.231 (-0.241)	-1.241 (-0.290)	-1.628 (-0.393)	0.201 (0.243)	-1.017 (-0.237)	-1.477 (-0.361)	0.168 (0.204)
<i>AE</i> × <i>GROWTH</i>	+	0.010 (0.097)	-0.001 (-0.014)	-0.013 (-0.976)	0.006 (0.060)	-0.006 (-0.071)	-0.013 (-0.961)	0.013 (0.152)	0.007 (0.087)	-0.013 (-0.959)	0.011 (0.128)	0.003 (0.033)	-0.013 (-1.046)
<i>AE</i> × <i>RISK</i>	-	0.522*** (2.803)	0.490*** (2.717)	0.027 (1.130)	0.466*** (2.620)	0.442** (2.576)	0.027 (1.220)	0.509*** (2.930)	0.467*** (2.674)	0.019 (0.813)	0.467*** (2.712)	0.430** (2.487)	0.022 (1.025)
<i>AE</i> × <i>VAR</i>	-	-4.930 (-0.322)	-4.435 (-0.298)	-0.821 (-0.490)	-2.206 (-0.162)	-1.765 (-0.136)	-0.987 (-0.554)	-5.281 (-0.375)	-4.023 (-0.316)	-1.106 (-0.732)	-6.134 (-0.468)	-5.178 (-0.451)	-1.217 (-0.990)
<i>YEARDummy</i>		yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant		0.680* (1.809)	0.843** (2.124)	-0.302*** (-2.671)	0.562 (1.519)	0.741* (1.866)	-0.307*** (-2.724)	0.677* (1.790)	0.827** (2.044)	-0.283** (-2.524)	0.593 (1.421)	0.741* (1.721)	-0.284** (-2.552)
Observations		1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382
Adjusted R-squared		0.452	0.471	0.151	0.446	0.464	0.153	0.452	0.470	0.151	0.445	0.463	0.152

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

5.6.2 業績予想の影響を加味した短期分析

決算短信公表日前後3日間の CAR ($Return3$) を被説明変数とする短期の分析を行ったが、決算短信公表日には利益の実績値と同時に次期の経営者の業績予想が公表されており、その値が株価に強い影響を与えていることが知られている (Darrough and Harris 1992; Conroy et al. 1998; 後藤・桜井 1993)。そこで、短期の分析において業績予想の変数 (MF : Management Forecasts) を説明変数に追加し、コントロールした分析を行う。 MF の定義は以下のとおりである。

$$MF: (t+1 \text{ 期期初予想値} - t \text{ 期実績値}) \div t \text{ 期末株式時価総額}$$

t 期の利益の実績値と同時に公表されるのは、 $t+1$ 期の利益に対する予想値である。上記の定義で MF が正の値をとる場合、実績値に対してより高い業績予想を公表していることから、経営者は増益の見込みを示していることになる。 MF をコントロール変数に加え、その係数が正の値をとる場合、市場は増益予想に対して好感を示していることを意味する。(2) 式、(3) 式にそれぞれ MF の変数を加え、分析した結果が図表 5-10、図表 5-11 である。

図表 5-10 の (2) 式の推定結果について、主分析の図表 5-7 の結果と同様、説明変数の ΔE と D_{up} の交差項の係数および ΔE と D_{dn} の交差項の係数は有意な値をとらなかった。また、新たに追加した MF の係数についても有意な値をとっていない。

図表 5-11 の (3) 式の推定結果について、 MF の係数については正の値となっているものの有意ではない。また、当期純利益と経常利益ともに ΔE と $StringLength$ の交差項の係数は有意な値をとっておらず、主分析と同様の結果となっている。交差項を含めないモデルでは、当期純利益の $StringLength$ の係数は有意ではないが、経常利益の $StringLength$ の係数は有意な負の値をとっており、経常利益に関しては MF の変数をコントロールした上でも連続増益期間が長い方が、その後減益を計上したときの決算短信公表日付近での株価の下落が大きいことを示している。

図表 5-10 業績予想を含めた (2) 式の推定結果

VARIABLES	当期純利益	経常利益
	Return3	Return3
ΔE	0.154 (0.155)	-0.218 (-0.239)
$\Delta E \times D_{up}$	-0.018 (-0.207)	-0.059 (-0.709)
$\Delta E \times D_{dn}$	0.084 (1.075)	0.001 (0.018)
MF	0.019 (1.350)	0.021 (1.610)
<i>Other Controls</i>	yes	yes
<i>YEARDummy</i>	yes	yes
Constant	-0.269** (-2.482)	-0.248** (-2.233)
Observations	1,348	1,348
Adjusted R-squared	0.154	0.154

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

図表 5-11 業績予想を含めた (3) 式の推定結果

VARIABLES	当期純利益		経常利益	
	Return3		Return3	
ΔE	-0.568 (-0.346)	-0.512 (-0.305)	-1.125 (-0.824)	-1.002 (-0.717)
<i>StringLength</i>	-0.002* (-1.761)	-0.002 (-1.522)	-0.003*** (-3.006)	-0.002** (-2.372)
$\Delta E \times StringLength$	-0.009 (-0.957)		-0.023 (-1.602)	
MF	0.025 (0.992)	0.024 (0.946)	0.021 (1.004)	0.012 (0.686)
<i>Other Controls</i>	yes	yes	yes	yes
<i>YEARDummy</i>	yes	yes	yes	yes
Constant	-0.278 (-1.566)	-0.283 (-1.586)	-0.299* (-1.888)	-0.296* (-1.925)
Observations	626	626	619	619
Adjusted R-squared	0.203	0.203	0.215	0.208

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスター、銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

5.6.3 多重共線性を考慮した分析

主分析である(2)式、(3)式に含めているコントロール変数の内、*SIZE*と ΔE の交差項および*DEBT*と ΔE の交差項が ΔE と強い相関がみられ、VIFを確認したところ多重共線性があることが疑われ、分析結果に影響を与えている可能性がある。したがって、多重共線性を考慮した分析を2パターン行った。1つ目は、強い相関がみられた*SIZE*と ΔE の交差項および*DEBT*と ΔE の交差項をコントロール変数から除外した分析で、2つ目は、*Return*、 ΔE および*StringLength*以外の連続変数について十分位値に変換し、多重共線性の影響を緩和した変数で同様の分析を行うものである。より具体的には連続変数について十分位に区分したのち、その十分位の値(1から10までの値)から1を引いて9で割ることで0から1までの値に変換している⁵⁴。分析結果は、図表5-12、図表5-13のとおりである。

図表5-12の(2)式の推定結果について、長期リターンを被説明変数とする分析で ΔE と D_{up} の交差項の係数は有意な正の値をとっており、主分析の図表5-7と同様の結果を示している。

図表5-13の(3)式の推定結果について、経常利益に関する分析では、*ReturnI*に対する ΔE と*StringLength*の交差項の係数が、有意な値ではなくなっているものの、概ね図表5-8の主分析と同様の結果が得られている。

⁵⁴ 各年度内で順位付けし、その順位変数を0から1の間に等間隔で割り当てた変数を用いた場合でも、主要な結果に相違はなかった。

図表 5-12 多重共線性を考慮した(2)式の推定結果

VARIABLES	多重共線性が疑われる変数を除外した分析						十分位値に連続変数を変換した分析					
	当期純利益			経常利益			当期純利益			経常利益		
	Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3	Return1	Return2	Return3
ΔE	-0.127 (-0.865)	-0.088 (-0.612)	0.017 (0.827)	-0.080 (-0.503)	-0.051 (-0.343)	0.024 (1.049)	0.528 (0.780)	0.536 (0.890)	-0.007 (-0.070)	0.360 (0.635)	0.334 (0.671)	0.024 (0.278)
$\Delta E \times D_{up}$	1.787** (2.190)	1.923** (2.215)	-0.036 (-0.444)	0.928* (1.874)	0.974* (1.910)	-0.065 (-0.821)	1.705** (2.087)	1.841** (2.119)	-0.025 (-0.267)	0.850* (1.656)	0.899* (1.702)	-0.067 (-0.800)
$\Delta E \times D_{dn}$	0.298 (1.168)	0.178 (0.903)	0.080 (0.968)	0.094 (0.911)	0.042 (0.426)	-0.001 (-0.028)	0.275 (0.961)	0.154 (0.687)	0.080 (0.954)	0.099 (0.855)	0.043 (0.407)	-0.004 (-0.128)
<i>Other Controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>YEARDummy</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	0.702* (1.801)	0.875** (2.107)	-0.303*** (-2.754)	0.631 (1.510)	0.776* (1.796)	-0.285** (-2.499)	0.155*** (3.586)	0.154*** (4.154)	0.002 (0.269)	0.165*** (3.860)	0.162*** (4.428)	0.001 (0.092)
Observations	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382	1,382
Adjusted R-squared	0.454	0.474	0.153	0.449	0.468	0.152	0.457	0.479	0.149	0.453	0.473	0.149

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

図表 5-13 多重共線性を考慮した(3)式の推定結果

パネルA

多重共線性が疑われる変数を除外した分析

	当期純利益						経常利益					
VARIABLES	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3
ΔE	-0.187 (-1.030)	-0.104 (-0.534)	-0.045 (-0.268)	0.009 (0.054)	0.080* (1.770)	0.074 (1.505)	-0.190 (-1.388)	-0.155 (-1.142)	-0.116 (-0.962)	-0.092 (-0.719)	0.053 (1.569)	0.039 (0.892)
$StringLength$	0.006*** (2.747)	0.002 (0.905)	0.005** (1.967)	0.002 (1.099)	-0.002* (-1.889)	-0.002* (-1.688)	0.003 (0.670)	-0.000 (-0.055)	0.003 (0.765)	0.001 (0.185)	-0.003*** (-2.942)	-0.002*** (-2.591)
$\Delta E \times StringLength$	0.099*** (2.954)		0.065** (2.457)		-0.007 (-0.769)		0.046 (1.166)		0.032 (0.833)		-0.017 (-1.261)	
$Other\ Controls$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
$YEARDummy$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	0.724 (1.112)	0.802 (1.273)	0.821 (1.397)	0.872 (1.527)	-0.287* (-1.812)	-0.293* (-1.810)	0.581 (1.175)	0.588 (1.161)	0.795* (1.650)	0.800 (1.638)	-0.242 (-1.512)	-0.244 (-1.536)
Observations	640	640	640	640	640	640	630	630	630	630	630	630
Adjusted R-squared	0.514	0.511	0.536	0.536	0.204	0.204	0.532	0.532	0.563	0.563	0.217	0.213

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

図表 5-13 多重共線性を考慮した(3)式の推定結果（つづき）

パネルB		十分位値に連続変数を変換した分析											
		当期純利益						経常利益					
VARIABLES	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3	Return1	Return1	Return2	Return2	Return3	Return3	
ΔE	0.459 (0.681)	0.648 (0.984)	0.349 (0.600)	0.472 (0.829)	-0.044 (-0.324)	-0.055 (-0.377)	0.138 (0.235)	0.231 (0.433)	0.098 (0.196)	0.161 (0.352)	-0.134 (-1.412)	-0.163 (-1.511)	
$StringLength$	0.005*** (2.674)	0.001 (0.352)	0.004* (1.652)	0.001 (0.568)	-0.002* (-1.870)	-0.002* (-1.714)	0.002 (0.458)	-0.002 (-0.354)	0.002 (0.473)	-0.001 (-0.138)	-0.003*** (-3.354)	-0.002*** (-2.712)	
$\Delta E \times StringLength$	0.095*** (2.628)		0.062** (2.117)		-0.006 (-0.628)		0.058 (1.614)		0.039 (1.064)		-0.018 (-1.409)		
$Other\ Controls$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
$YEARDummy$	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
Constant	0.211*** (4.608)	0.223*** (4.799)	0.204*** (5.072)	0.211*** (5.262)	0.005 (0.394)	0.004 (0.315)	0.172*** (4.209)	0.176*** (4.482)	0.170*** (4.399)	0.173*** (4.669)	-0.004 (-0.319)	-0.005 (-0.418)	
Observations	640	640	640	640	640	640	630	630	630	630	630	630	
Adjusted R-squared	0.513	0.511	0.535	0.534	0.197	0.198	0.530	0.529	0.560	0.560	0.218	0.214	

注)カッコ内はt統計量を示している。t統計量の算出にあたっては、年クラスターと銀行クラスターで補正を施した標準誤差を用いている。

*** 1%、** 5%、* 10%水準で有意であることを示している。

5.7 結論と課題

本章では、連続して増益を計上している銀行は、高い株価を維持し、連続増益が途切れるタイミングで大幅な株価の下落を経験するのかどうかを検証した。その結果、長期リターンを被説明変数として、連続増益以外の要因をコントロールした多変量回帰分析において、3 期以上連続増益を計上した場合、総じて高い株価プレミアムを獲得することが示唆された。連続増益後の減益計上に対する株価の反応については、3 年以上連続で増益後、減益を計上したタイミングで大幅な株価の下落を経験する証拠は得られなかったものの、減益を計上するまでの連続増益期間が長いほど、総じて株価の下落幅が大きい傾向にあることが観察された。したがって、連続増益している銀行ほど、高い株価を獲得するためや、その後の減益に対する株価の下落を回避するため、減益回避する動機を弱いながらも一定程度もつことが示唆される。

ただし、追加分析で行った連続増益期間を4 期間以上にした分析では、連続増益に対する高い株価プレミアムが観察されなかったことや、多重共線性を考慮した分析の一部では、連続増益期間が長いほど株価の下落が大きいことが示されなかった。また、短期のリターンに関する分析の一部では、連続増益期間が長いほど減益計上時に大きな株価の下落を経験することが確認されたが、総じて有意な水準で増益に対する株価プレミアムの獲得や減益時の大幅な株価の下落傾向はみられなかった。

本章の貢献点として、これまで十分に明らかにされてなかった銀行の連続増益の利益公表に対する株価効果を示した点にある。これまで、銀行についても一般事業会社と同様、株式市場を意識した減益回避の利益調整行動をとるものとして研究が行われてきた。第3 章では、全金融機関を対象とした場合、減益回避の利益調整行動が観察されたが、上場金融機関にサンプルを限定した場合、減益回避の利益調整行動は観察されず、株式市場を意識した利益調整の動機をもつかは定かではなかった。本章の分析で、連続増益に対する株価プレミアムを獲得していることや、連続増益期間が長いほど株価の下落幅が大きいことが一部の分析結果で確認され、一定程度減益回避の利益調整行動をとる動機があると考えられるが、3 期連続増益後の減益に対する大幅な株価の下落が観察されないなど、一般事業会社の分析でみられるような減益に対する大きなペナルティーは確認できなかった。したがって、一般事業会社ほど減益に対する株式市場の顕著なマイナスの反応はなく、銀行は相対的に株式市場の反応を根拠とした減益回避の動機が小さいことが窺える。このことは、第3 章の上場金融機関に限定した分析で減益回避の

利益調整行動がみられなかったことと整合する。すなわち、利益調整にかかるコストを負担してまで、株式市場を意識して減益回避の利益調整をする動機をもたない可能性がある。

本章の課題としては、以下のものが挙げられる。第1に、銀行が3期以上連続増益後、減益を計上した場合に、なぜ大幅な株価の下落を経験しないのか、その理由が明らかではない点が挙げられる。一般事業会社を対象とした分析では総じて連続増益している企業は高い株価のプレミアムを獲得し、かつその後の減益で大幅な株価の下落を経験する。一般事業会社の結果とは異なる点に関しては理由も含めより精緻な分析が必要である。第2に、連続増益期間を3期以上と設定し、主分析を行い、追加分析で2期以上連続増益と4期以上連続増益を分析したが、設定する期間によって分析結果が異なることも発見されたため、設定する期間の妥当性の検証や期間の違いによって株価の反応が異なる理由に関しても、今後の検証課題といえる。第3に、銀行固有の業績指標に関する分析をすることである。近年、金融庁が示す監督指針によって、新たにコア業務純益（除く投資信託解約損益）を報告することが銀行に義務付けられた。当期純利益や経常利益だけではなく、コア業務純益（除く投資信託解約損益）や業務純益、実質業務純益など銀行固有の業績指標が今後重要性を増していくことも考えられるため、これらの指標の連続増益に関する株価効果の分析についても検証課題として挙げられる。

第6章

結論と今後の展望

本論文の目的は、日本の金融機関における利益調整行動の実態を明らかにするとともに、利益調整の手段や動機について明らかにすることであった。日本において経済的重要性の高い金融機関に焦点をあて、地域金融の担い手とされる信用金庫、信用組合を含めた大規模サンプルを使って利益調整行動の実態、手段や動機を検証した。また、日本の開示制度の特徴といえる経営者の業績予想について、その特性を検証するとともに、業績予想をベンチマークとした利益調整行動について分析を行った。最後に、利益調整行動の動機について、連続増益達成に対する株価効果を分析し、銀行が増益による高い株価プレミアムの獲得や減益による大幅な株価の下落を回避する目的で利益調整行動をとっているのかを検証した。

本章では、本論文の主要な発見事項と貢献点について要約し、次に限界点や残された課題について述べ、今後の展開を示す。

6.1 本論文の発見事項と貢献点

6.1.1 ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の実態

金融機関の利益調整行動の実態について、利益ベンチマークとして利益ゼロ（損失回避）、前年度利益（減益回避）、また上場地域銀行に限定されるが経営者の業績予想をベンチマークとした利益調整行動を明らかにした。

損失回避、減益回避を目的とした利益調整行動については、これまでデータの整備がなされておらず取り扱われてこなかった信用金庫、信用組合について手作業でデータを収集し、整備して金融機関の大規模サンプルを作成した。その大規模サンプルを用いて分析を行い、損失回避の利益調整行動について、損失を計上している金融機関は極めて少なく、限定的ではあるものの損失回避の利益調整をする傾向にあることが明らかになった。減益回避の利益調整行動については、減益を回避するために利益調整行動がとられていることがわかった。これまで、銀

行の利益調整行動を分析した研究はあったものの、信用金庫、信用組合に関して利益調整行動を分析した研究はなく、金融機関の研究および利益調整行動に関する研究に対して新たな証拠を提示し、学術的に貢献した。また、日本の銀行を対象とした場合、減益回避の利益調整行動は観察されていなかったが、データを整備しサンプルサイズを拡大してより精緻に分析を行い、日本の金融機関の減益回避の利益調整行動を検出した。

上場地域銀行の業績予想をベンチマークとした利益調整行動については、経営者の業績予想を達成するために利益調整行動をとっている傾向が観察された。これまで、貸倒引当金を使った業績予想のベンチマーク達成について検証した研究はあるものの、本論文では、銀行の業績予想の特性を明らかにしつつ、利益調整手段には、あらゆる方法があることを前提に手段を限定せず、利益分布アプローチを用いて業績予想を達成するために利益調整行動をとっているのか、その実態を検証し、そして利益調整行動をとっている証拠を提示した。

金融機関の研究は会計領域において限定的であり、これらの分析結果は、会計領域の実証研究の数少ない研究の蓄積に貢献した。また、近年の業績悪化を背景に金融機関の利益指標に対する関心は高まっており、本論文では金融機関が開示した利益指標が経営者の裁量により歪められた数値か否かを判断するのに有益な情報を提供しており、投資家の意思決定や、利益指標および将来業績を監督し制度設計等を行う規制当局に対しても貢献している。

6.1.2 ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の手段

金融機関の利益調整行動の手段として、代表的な貸倒引当金や有価証券関係損益を利用した利益調整手段と、分析対象としては新しい手数料収益による利益調整手段を検証した。

貸倒引当金や有価証券関係損益による利益調整行動については、損失回避および減益回避の利益調整手段として用いられていることを明らかにした。また、全金融機関および信用金庫や信用組合といった非上場金融機関に限定した場合でも、貸倒引当金や有価証券関係損益による利益調整行動が観察されることを新たに発見した。引当・償却について厳格で画一的な基準を示していた「金融検査マニュアル」が2019年に廃止されるなど、貸倒引当金を使った利益調整行動の動向が今後注目されることが予想されるが、厳格で画一的な引当・償却の基準があった期間における貸倒引当金による利益調整行動に関する証拠は、制度設計を検討する一助になることが期待される。

さらに、新たな利益調整手段として着目した手数料収益による実体的裁量行動

については、社内（各部署）の目標値とされる業績予想を達成するための手段として用いられているかを検証した。その結果、一部の推定結果で手数料収益を用いた利益調整行動が観察され、手数料収益によるベンチマーク達成を目的とした利益調整行動について新たな証拠を提示した。業務の多様化から手数料収益の重要性は高まっており、同時に厳しいノルマ達成のための押し込み販売等が問題となっている。手数料収益が利益調整の手段として用いられているという新たな証拠を提示したことは、ノルマ制度を注視している規制当局や銀行の経営状況を判断する情報利用者に対して有益であると考えられる。

6.1.3 ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の動機

ベンチマーク達成を目的とした利益調整行動の動機について、株価効果の違いなど業態ごとに利益調整行動の動機が異なることを前提に、業態別の比較検証を行った。その結果、損失回避については非上場金融機関の方が上場金融機関と比較し顕著に利益調整を行っているということがわかった。全金融機関を対象とした場合は、減益回避の利益調整行動に違いがあるという証拠は得られなかったが、上場金融持株会社の傘下行と信用組合のサンプルを除外し、より業態・規模に近いサブ・サンプルで比較検証した場合、非上場金融機関の方が減益回避を目的とした利益調整を行っていることを明らかにした。一方で、信用金庫と信用組合の違いは検出されなかった。

また、これまで一般事業会社で観察された減益を計上した際の株価下落の証拠を所与として、銀行についても株式市場を意識した減益回避の動機をもつという前提で、利益調整行動の分析が行われていた。本論文では、一般事業会社とは異なる事業内容（例えば、預金者からの預金が資金調達の大半を占めるなど）をもつ銀行が増益および減益に対し、同様の株価効果が検出されるのか改めて検証している。特に、減益と株価の関連性は、連続増益達成後に減益を経験した場合に大きくなるため、単年の減益ではなく連続増益とその後の減益に対する株価効果に焦点をあて分析を行った。その結果、3 期以上連続増益に対して高い株価プレミアムを獲得することが確認された一方で、その後の減益に対して大幅な株価の下落は観察されなかった。3 期以上連続増益後の減益に対しては有意な結果が得られなかったものの、減益を計上するまでの連続増益期間の長さに注目した検証では、連続増益期間が長いほど減益を計上した時の株価の下落幅が大きいことを発見した。この結果から、銀行にも株式市場を意識した減益回避の動機は、一定程度あるといえるが、一般事業会社ほど顕著な株価の反応がみられなかったことから、一般事業会社と比べて減益回避の動機は小さい可能性があることがわかつ

た。銀行に対する株価効果の研究はほとんどなく、本論文では銀行の連続増益と、その後の減益に対する株価効果について明らかにすることで研究の蓄積に貢献し、また、銀行の利益調整行動の動機の解明に寄与している。

6.2 本論文の限界と今後の課題

最後に、本論文の限界と将来に向けた課題を検討し、今後の展望を記載する。

第1に、本論文ではベンチマーク達成のための利益調整行動に注目し、ベンチマークとして利益ゼロ、前年度利益、経営者の業績予想をとりあげ検証を行ったが、銀行の経営者がどのベンチマークをより重要視しているのかは、検証できていない。また、利益調整行動に関してはベンチマーク達成の他に、利益平準化やビッグバスなどが考えられる。一部の分析では、利益平準化を考慮し調整前利益を含めた分析をしているが、利益平準化やビッグバスに焦点をあてた分析は行っておらず、利益調整行動の研究として今後の課題といえる。

第2に、ターゲットとする利益指標について、全金融機関の分析では当期純利益、上場地域銀行の分析では当期純利益と経常利益について分析を行った。特に全金融機関の分析の限界として、手作業によるデータ収集の膨大さから経常利益に関するデータを取得できておらず、当期純利益の分析のみとなった。また、銀行固有の業績指標として業務純益、実質業務純益、コア業務純益やコア業務純益（除く投資信託解約損益）といった項目が開示されている。本論文では財務諸表内の利益情報を優先して分析を行ったが、決算説明資料など財務諸表外ではあるものの、銀行の重要な業績指標として開示されている業務純益等について分析することは、今後の研究課題として挙げられる。

第3に、ベンチマーク達成の手段に関する分析の精緻化および利益調整手段の項目の追加が課題として挙げられる。全金融機関を対象とした分析では、データ収集の限界から銀行の代表的な利益調整手段である貸倒引当金と有価証券関係損益の項目に絞り分析を行った。特に貸倒引当金は異常（裁量）部分の推定方法など研究の蓄積がなされているが、本論文ではデータ収集の限界からプリミティブな方法による分析にとどまっている。手数料収益による実体的裁量行動の分析については、異常（裁量）部分の推定方法について先行研究がなく、本論文では伝統的な方法を複数用いて検証するにとどまった。その結果、異常手数料収益の推定方法によっては、統計的に有意ではなくなるといった混在する結果になった。したがって、異常（裁量）部分に関してより精緻な推定方法を検討する必要がある。また、第4四半期の手数料収益による実体的裁量行動の分析もプリミティブ

な方法にとどまっております、より精緻な分析方法を検討することで、第4四半期に押し込み販売をした場合、翌期の手数料収益が減少するような反転現象がみられるのか、といった検証も今後の展開として考えられる。さらに、業績予想達成の手段として手数料収益に着目したが、貸倒引当金、有価証券関係損益、貸出金償却、繰延税金資産といった項目による調整手段もある。したがって、これらの調整手段を用いた業績予想達成を目的とした利益調整行動の検証や、これらの項目が手数料収益による実体的裁量行動と補完関係にあるのか、代替関係にあるのかといった相互の関係性に関する分析も今後の検証課題として挙げられる。

第4に、動機に関する分析の解釈について、一般事業会社と異なり銀行では連続増益後、減益を計上した場合に大幅な株価の下落は観察されなかった。この点に関して、なぜ一般事業会社と異なる結果となったのか十分な結果の解釈ができていない。また、株価効果が得られない非上場金融機関について、減益回避の利益調整行動をとる証拠を確認している。この点に関して、預金者に対してレピュテーションを高める目的なのか、それとも他に何か理由があるのか、検証できていない。非上場金融機関の大部分を占める信用金庫や信用組合に関して、その業態の特性をより詳細に検討し、利益調整行動の動機を解明することは今後の検証課題である。

第5に、銀行の経営者の業績予想に関して、本論文では期初予想に対する特性および利益調整行動を検証したが、業績予想は期中に修正されることがある。したがって、利益を調整し業績予想を達成する他に、業績予想を修正することで業績予想を達成するような調整行動（期待マネジメント）が可能である。本論文では期待マネジメントに関する分析を行えていない。銀行が期中にどの程度予想を修正しているのか、下方修正することが多いのか、上方修正することが多いのか、といった特性を明らかにするとともに、期待マネジメントをすることで業績予想を達成しているケースはあるのか検証することも今後の展開として考えられる。

第6に、本論文では2000年前後から2020年前後までの約20年間の金融機関の財務データを用いて分析を行っている。分析対象期間として設定した約20年間に金融機関は、2000年代初頭の不良債権問題による銀行危機や金融機関の再編、2009年のリーマンショックによる世界的な金融危機、またこれらの金融機関の状況の変化に応じてバーゼル規制は、バーゼルⅠからバーゼルⅢまで変化している。しかしながら、本論文の分析では、金融機関の環境の変化や規制の変遷を考慮した分析を行っていない。金融機関をとりまく環境や規制の変化は、金融機関の経営状況に影響を与え、金融機関が公表する会計情報にも影響があることが考えられる。したがって、金融機関の環境、規制の変化を考慮した分析デザイン

を構築する必要がある、今後の課題として挙げられる。

以上の課題を今後解決し、金融機関の経営者が利益調整行動によって得られる便益や投資家が金融機関の利益調整行動を見抜けているのか、また金融機関の収益性や健全性を監督する規制当局が利益指標に対する監視を強めることで、利益調整行動を抑制できているのか助長しているのかについて、金融機関の利益調整行動の研究を通して解明していく。

参考文献

- Adams, R. B., and H. Mehran. 2003. Is corporate governance different for bank holding companies? *Economic Policy Review* 9: 123–142.
- Agarwal, S., S. Chomsisengphet, C. Liu, and S. G. Rhee. 2007. Earnings management behaviors under different economic environments: Evidence from Japanese banks. *International Review of Economics and Finance* 16 (3): 429–443.
- Ahmed, A. S., C. Takeda, and S. Thomas. 1999. Bank loan loss provisions: A reexamination of capital management, earnings management and signaling effects. *Journal of Accounting and Economics* 28 (1): 1–25.
- Anilowski, C., M. Feng, and D. J. Skinner. 2007. Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics* 44 (1–2): 36–63.
- Aoki, M., and H. T. Patrick. 1994. *The Japanese main bank system: Its relevance for developing and transforming economies*. Oxford University Press (東銀リサーチインターナショナル訳. 1996. 『日本のメインバンク・システム』 東洋経済新報社).
- Atiase, R. K. 1985. Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 23 (1): 21–36.
- Baber, W. R., P. M. Fairfield, and J. A. Haggard. 1991. The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *The Accounting Review* 66 (4): 818–829.
- Barber, B. M., and J. D. Lyon. 1997. Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* 43 (3): 341–372.
- Barth, M. E., J. A. Elliott, and M. W. Finn. 1999. Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37 (2): 387–413.
- Barth, M. E., J. Gomez-Biscarri, R. Kasznik, and G. López-Espinosa. 2017. Bank earnings and regulatory capital management using available for sale securities. *Review of Accounting Studies* 22 (4): 1761–1792.
- Beatty, A. L., B. Ke, and K. R. Petroni. 2002. Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review* 77 (3): 547–570.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols, and K. K. Nelson. 2003. Management of the loss reserve accrual and the distribution of earnings in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics* 35 (3): 347–376.
- Brown, L. D., and M. L. Caylor. 2005. A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences. *The Accounting Review* 80 (2): 423–440.
- Burgstahler, D., and E. Chuk. 2015. Do scaling and selection explain earnings discontinuities? *Journal of Accounting and Economics* 60 (1): 168–186.
- . 2017. What have we learned about earnings management? Integrating discontinuity evidence. *Contemporary Accounting Research* 34 (2): 726–749.
- Burgstahler, D., and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 (1): 99–126.
- Bushee, B. J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *The Accounting Review* 73 (3): 305–333.
- Collins, D. W., and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* 11 (2–3): 143–181.
- Conroy, R. M., R. S. Harris, and Y. S. Park. 1998. Fundamental information and share prices in Japan: Evidence from earnings surprises and management predictions. *International*

- Journal of Forecasting* 14 (2): 227–244.
- Coppens, L., and E. Peek. 2005. An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 14 (1): 1–17.
- Darrrough, M. N., and T. S. Harris. 1992. Do management forecasts of earnings affect stock prices in Japan? In *Japanese Financial Market Research*, edited by W. T. Ziemba, W. Bailey, and Y. Hamao, North-Holland: 197–229.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1996. Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40 (3): 341–371.
- DeAngelo, L. E. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review* 61 (3): 400–420.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan. 1991. Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics* 14 (1): 51–89.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser. 1999. Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business* 72 (1): 1–33.
- Dichev, I. D., and D. J. Skinner. 2002. Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research* 40 (4): 1091–1123.
- Durtschi, C., and P. Easton. 2005. Earnings management? The shapes of the frequency distributions of earnings metrics are not evidence ipso facto. *Journal of Accounting Research* 43 (4): 557–592.
- . 2009. Earnings management? Erroneous inferences based on earnings frequency distributions. *Journal of Accounting Research* 47 (5): 1249–1281.
- Enomoto, M., and T. Yamaguchi. 2017. Discontinuities in earnings and earnings change distributions after J-SOX implementation: Empirical evidence from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy* 36 (1): 82–98.
- Fonseca, A. R., and F. González. 2008. Cross-country determinants of bank income smoothing by managing loan-loss provisions. *Journal of Banking and Finance* 32 (2): 217–228.
- Freedman, D., and P. Diaconis. 1981. On the histogram as a density estimator: L2 theory. *Probability Theory and Related Fields* 57 (4): 453–476.
- Gilliam, T. A., F. Heflin, and J. S. Paterson. 2015. Evidence that the zero-earnings discontinuity has disappeared. *Journal of Accounting and Economics* 60 (1): 117–132.
- Hayn, C. 1995. The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20 (2): 125–153.
- Imai, M. 2006. Market discipline and deposit insurance reform in Japan. *Journal of Banking and Finance* 30 (12): 3433–3452.
- Ishida, S., T. Kochiyama, and A. Shuto. 2021. Are more able managers good future tellers? Learning from Japan. *Journal of Accounting and Public Policy* 40 (4): Forthcoming.
- Kato, K., D. J. Skinner, and M. Kunimura. 2009. Management forecasts in Japan: An empirical study of forecasts that are effectively mandated. *The Accounting Review* 84 (5): 1575–1606.
- Kitagawa, N. 2021. Macroeconomic uncertainty and management forecast accuracy. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 17 (3): Forthcoming.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.
- Miyajima, H., and F. Kuroki. 2007. The unwinding of cross-shareholding in Japan: Causes, effects, and implications. In *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, edited by M. Aoki, G. Jackson, and H. Miyajima, Oxford University Press: 79–124.
- Mohanram, P., S. Saiy, and D. Vyas. 2018. Fundamental analysis of banks: The use of financial statement information to screen winners from losers. *Review of Accounting Studies* 23 (1): 200–233.
- Muramiya, K., and T. Takada. 2017. A research note: Quality of financial inputs and management earnings forecast accuracy in Japan. *Journal of Contemporary Accounting*

- and *Economics* 13 (2): 179–191.
- Murata, K., and M. Hori. 2006. Do small depositors exit from bad banks? Evidence from small financial institutions in Japan. *Japanese Economic Review* 57 (2): 260–278.
- Myers, J. N., L. A. Myers, and D. J. Skinner. 2007. Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 22 (2): 249–284.
- Ota, K. 2006. Determinants of bias in management earnings forecasts: Empirical evidence from Japan. In *International Accounting: Standards, Regulations, and Financial Reporting*, edited by G. N. Gregoriou and M. Gaber, Elsevier Press: 267–294.
- . 2011. Analysts' awareness of systematic bias in management earnings forecasts. *Applied Financial Economics* 21 (18): 1317–1330.
- Ozili, P. K. 2017. Bank earnings management and income smoothing using commission and fee income: A European context. *International Journal of Managerial Finance* 13 (4): 419–439.
- Ozili, P. K., and E. Outa. 2019. Bank earnings management using commission and fee income: The role of investor protection and economic fluctuation. *Journal of Applied Accounting Research* 20 (2): 172–189.
- Park, S. 1995. Market discipline by depositors: Evidence from reduced-form equations. *Quarterly Review of Economics and Finance* 35: 497–514.
- Park, S., and S. Peristiani. 1998. Market discipline by thrift depositors. *Journal of Money, Credit and Banking* 30 (3): 347–364.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 335–370.
- Schrand, C. M., and M. H. F. Wong. 2003. Earnings management using the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS No.109. *Contemporary Accounting Research* 20 (3): 579–611.
- Shen, C.-H., and H.-L. Chih. 2005. Investor protection, prospect theory, and earnings management: An international comparison of the banking industry. *Journal of Banking and Finance* 29 (10): 2675–2697.
- Shrieves, R. E., and D. Dahl. 2003. Discretionary accounting and the behavior of Japanese banks under financial duress. *Journal of Banking and Finance* 27 (7): 1219–1243.
- Shuto, A., and T. Iwasaki. 2015. The effect of institutional factors on discontinuities in earnings distribution: Public versus private firms in Japan. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 30 (3): 283–317.
- Soledad, M., M. Peria, and S. L. Schmukler. 2001. Do depositors punish banks for bad behavior? Market discipline, deposit insurance, and banking crises. *Journal of Finance* 56 (3): 1029–1051.
- Tsuru, K. 2003. Depositors' selection of banks and the deposit insurance system in Japan: Empirical evidence and its policy implications. *RIETI Discussion Paper Series 03-E-024*: 1–35.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 (1): 61–91.
- Yu, Q., B. Du, and Q. Sun. 2006. Earnings management at rights issues thresholds: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance* 30 (12): 3453–3468.
- 浅野敬志. 2018. 『会計情報と資本市場：変容の分析と影響』中央経済社.
- 阿部圭司. 2010a. 「経営者による利益予想(1)：予想誤差に関する実証分析」『産業研究 (高崎経済大学附属研究所紀要)』45 (2): 40–58.
- . 2010b. 「経営者による利益予想(2)：予想誤差に関する実証分析」『産業研究 (高崎経済大学附属研究所紀要)』46 (1): 16–36.
- 石田惣平. 2020. 「経営者の在任期間と業績予想の正確度」『会計プロGRESS』21: 63–79.
- 植田玉青. 2004. 「銀行業による減益及び損失の回避の利益調整に関する実証研究」『六甲台論集 経営学編』51 (3): 63–76.
- 内田浩一・野間幹晴. 2019. 「経営者予想の Slack に対してアナリストが与える影響：ターゲット・ラチェットに基づく実証分析」『会計プロGRESS』20: 62–77.

- 内田浩史. 2016.『金融』有斐閣.
- 内野里美. 2015.「経営者業績予想に関する実証的研究の動向」『専修商学論集』100: 79-92.
- 梅澤俊浩. 2016.「地方銀行の貸倒引当金繰入額に係る裁量的調整行動」『現代ディスクロージャー研究』15: 41-84.
- 太田浩司. 2005.「予想利益の精度と価値関連性-I/B/E/S, 四季報, 経営者予想の比較-」『現代ファイナンス』18: 141-159.
- . 2006.「経営者予想に関する日米の研究: 文献サーベイ」『武蔵大學論集』54: 53-94.
- . 2007.「業績予想における経営者予想とアナリスト予想の役割」『証券アナリストジャーナル』45 (8): 54-66.
- . 2008.「経営者とアナリストの業績予想」柴健次・薄井彰・須田一幸編著『現代のディスクロージャー: 市場と経営を革新する』中央経済社: 530-564.
- 岡部孝好. 1994.「会計情報のブーメラン効果と研究開発支出」『JICPA ジャーナル』6 (9): 23-27.
- . 2008.「公表利益を歪める実体的裁量行動の識別と検出」『会計』174 (6): 1-12.
- . 2009.『最新会計学のコア (三訂版)』森山書店.
- 奥村雅史. 1997.「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」『会計』152 (2): 23-33.
- 音川和久. 1999.『会計方針と株式市場』千倉書房.
- 乙政正太・榎本正博. 2008.「株式の所有構造と経営者の業績予想」『産業経理』68 (3): 75-85.
- . 2009.「経営者の業績予想に関する基礎的調査: 連結及び単体情報の比較を中心として」『研究年報経済学 (東北大学)』69 (4): 423-443.
- 川本卓司. 2019.「低採算貸出の増加と金融の脆弱性-金融システムレポートの分析から-」『証券アナリストジャーナル』57 (2): 28-37.
- 北村富行・小島早都子. 2018.「株主構成の変化が地域銀行の経営に与える影響」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.18-J-7: 1-22.
- 金鉉玉・安田行宏. 2017.「日本の中小企業における利益の質に関する実証研究」『RIETI Discussion Paper Series』17-J-031: 1-31.
- 金融庁. 2019.「金融システムの安定を目標とする検査・監督の考え方と進め方 (健全性政策基本方針)」『金融庁ディスカッション・ペーパー』: 1-52
- 銀行経理問題研究会. 2016.『銀行経理の実務 (第9版)』金融財政事情研究会.
- 黒川行治・柴健次・内藤文雄・林隆敏. 2009.「企業内容開示制度において開示される利益情報が有すべき情報内容は何か」『週刊経営財務』2911: 2-11.
- 後藤雅敏・桜井久勝. 1993.「利益予測情報と株価形成」『会計』143 (6): 77-87.
- 桜井久勝. 1991.『会計利益情報の有用性』千倉書房.
- 佐々木貴司. 2012.「銀行業の会計実務」薄井彰編著『金融サービスと会計』中央経済社: 165-186.
- 重本洋一. 2017.「地域銀行の有価証券運用に関するパネル分析」『広島経済大学創立五十周年記念論文集』上巻: 81-112.
- 首藤昭信. 2010.『日本企業の利益調整: 理論と実証』中央経済社.
- 鈴木智大. 2013.「業績予想の開示戦略と経済的帰結」『プロネクス総合研究所レポート』7: 5-16.
- 須田一幸・首藤昭信. 2004.「経営者の利益予想と裁量的会計行動」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店: 211-229.
- 須田一幸・花枝英樹. 2008.「日本企業の財務報告: サーベイ調査による分析」『証券アナリストジャーナル』46 (5): 51-69.
- 全国銀行協会. 2002.「2001 年度経済金融概況」
<https://www.zenginkyo.or.jp/abstract/stats/year2-02/account2001-terminal/summary-f/>.
- 高須悠介・中野誠. 2017.「貸倒引当金の保守性と利益調整」中野誠編著『マクロとミクロの実証会計』中央経済社: 271-300.
- 滝川好夫. 2014.『信用金庫のアイデンティティと役割』千倉書房.

- 竹内徹也. 2011. 「公益事業会社の利益調整に関する実証研究」『横浜国際社会科学研究所』15 (5): 171-186.
- 棚橋則子. 2016. 「ガバナンス構造の違いが経営者予想の正確度に与える影響」『オイコノミカ』52 (2): 45-62.
- 中小企業庁. 2021. 『2021 年版中小企業白書』
- 辻川尚起. 2014. 「銀行の不良債権償却と利益数値制御」『商大論集』66 (2): 47-61.
- 円谷昭一. 2008. 「経営者業績予想の駆け込み修正の研究：その実態と実証会計学への影響」『証券アナリストジャーナル』46 (5): 70-81.
- 東京証券取引所. 2021. 「2021 年 3 月期決算発表状況の集計結果について」
- 中村亮介・河内山拓磨. 2018. 『財務制限条項の実態・影響・役割』中央経済社.
- 日本銀行. 2016. 「地域金融機関の有価証券投資とリスク管理の課題：アンケート調査結果から」『金融システムレポート別冊シリーズ』: 1-15.
- . 2019. 「金融システムレポート 2019 年 4 月」
- 日本銀行調査統計局. 2021. 「資金循環の日米欧比較」
- 野間幹晴. 2004. 「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』56 (4): 49-55.
- . 2008. 「経営者予想とアナリスト予想」『企業会計』60 (5): 116-122.
- 前多康男. 2009. 「わが国の金融市場における市場規律の活用の可能性について」『金融研究』3: 23-46.
- 宮島英昭. 2017. 『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社.
- 村宮克彦. 2005. 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』43 (9): 83-97.
- 柳良平. 2011. 「業績予想に係る投資家サーベイと脱予算経営による改善」『企業会計』63 (11): 1635-1641.
- 矢瀬敏彦. 2008. 「日本の銀行における裁量的会計行動の分析：BIS 規制導入以降の銀行の行動」『オイコノミカ』45 (2): 65-88.
- 山口朋泰. 2021. 『日本企業の利益マネジメント：実体的裁量行動の実証分析』中央経済社.
- 山崎尚志. 2008. 「わが国株式市場における長期異常収益率の分析」『経営財務研究』28 (1): 15-37.