

# 現代ディスクロージャー研究

No.8 2008年3月

ディスクロージャー研究学会

---

## 目 次

### ◆ 会長講演

開示学の確立に向けて .....柴 健次 (1)

### ◆ 論 文

排出量取引の会計処理をめぐる課題 .....弥永 真生 (9)

社債市場における会計発生高と債務不履行リスクの評価 .....須田 一幸 (25)  
竹原 均

法人税率変更と企業の利益調整行動 .....太田 浩司 (43)  
西澤 賢治

「法人税率変更と企業の利益調整行動」に関するディスカッション...中條 祐介 (59)

保守主義の指標相互における関連性分析 .....高田 知美 (65)

「保守主義の指標相互における関連性分析」  
に関するディスカッション .....奥村 雅史 (75)

### ◆ 実務展望

証券アナリストとビジネス・レポーティング .....金子 誠一 (79)

投稿規程

# Contemporary Disclosure Research

No.8 2008 • March

Japanese Association for Research in Disclosure

---

## CONTENTS

### ▀ Presidential Address

Towards Establishing the Science of Disclosure.....Kenji Shiba ( 1 )

### ▀ Articles

Accounting for Emission Trading - Challenge in Japan  
.....Masao Yanaga ( 9 )

Pricing of the Information in Accounting Accruals and Default Risk :  
Evidence from Japanese Corporate Bond Market .....Kazuyuki Suda (25)  
Hitoshi Takehara

Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes  
.....Koji Ota (43)  
Kenji Nishizawa

Discussion of “Earnings Management in Response  
to Corporate Tax Rate Changes” .....Yusuke Nakajo (59)

An Empirical Analysis of the Relation between Conservatism Measures  
.....Tomomi Takada (65)

Discussion of “An Empirical Analysis of the Relation  
between Conservatism Measures” .....Masashi Okumura (75)

### ▀ Practical Views

Security Analysts and Business Reporting .....Sei-Ichi Kaneko (79)

Instructions for Authors

# ディスクロージャー研究学会

2005-2008

## 会 長

柴 健次 関西大学

## 副会長

事務局長 須田 一幸 早稲田大学 総務担当

梶浦 昭友 関西学院大学 研究担当

吉田 和生 名古屋市立大学 会員担当

## 常任理事

薄井 彰 早稲田大学 会誌担当

奥村 雅史 早稲田大学 会計担当

坂上 学 大阪市立大学 広報担当

笹倉 淳史 関西大学 会誌担当

村井 秀樹 日本大学 研究担当

## 理 事

伊藤 邦雄 一橋大学 竹原 均 早稲田大学

加賀谷哲之 一橋大学 中條 祐介 横浜市立大学

加藤 千雄 大阪経済大学 野口 晃弘 名古屋大学

神谷 健司 法政大学 河 榮徳 早稲田大学

川北 博 公認会計士 平松 一夫 関西学院大学

木本 圭一 関西学院大学 星野 優太 名古屋市立大学

國村 道雄 名城大学 松尾 聿正 関西大学

阪 智香 関西学院大学 百合草裕康 兵庫県立大学

高須 教夫 兵庫県立大学

## 幹 事

太田 浩司 武蔵大学 富田 智嗣 関西大学

## 監 事

郡司 健 大阪学院大学 許斐 義信 慶應義塾大学

ディスクロージャー研究学会は1996年6月6日にインターネット上の「バーチャル」な学会として発足し、1999年5月8日に「リアル」な学会として創設された。本会はディスクロージャーの研究とその普及および提言を行うため、ディスクロージャーの研究にたずさわる者の交流を図ることを目的とする。

#### 歴代会長

1999-2002 吉村光威

2002-2005 國村道雄

学会 Home Page <http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp>

学会事務局

〒103-0027 東京都中央区日本橋1-4-1 日本橋1丁目ビルディング5階  
早稲田大学大学院ファイナンス研究科 須田一幸研究室

# 現代ディスクロージャー研究 編集委員会

2005-2008

## 委員長

薄井 彰 早稲田大学

## 副委員長

笹倉 淳史 関西大学

## 編集委員

奥村 雅史 早稲田大学  
岡村 雅仁 県立広島大学  
神谷 健司 法政大学  
木本 圭一 関西学院大学  
坂上 学 大阪市立大学  
高橋 元 作新学院大学  
高須 教夫 兵庫県立大学  
竹原 均 早稲田大学  
田宮 治雄 東京国際大学  
中條 祐介 横浜市立大学  
星野 優太 名古屋市立大学  
弥永 真生 筑波大学  
百花草裕康 兵庫県立大学

## 歴代編集委員長

1999-2002年 國村 道雄

2002-2005年 須田 一幸

## 研究論文募集

### 第2回 2008年現代ディスクロージャー研究カンファレンス

ディスクロージャー研究学会は、2008年7月19日（土）に、早稲田大学にて、早稲田大学ファイナンス研究センターとの共催により、2007年に引き続き、第2回現代ディスクロージャー研究カンファレンスを開催いたします。同日、研究奨励を目的とした大学院生セミナーをあわせて行います。

この研究カンファレンスは、編集委員会が企画運営し、ディスクロージャーの理論、実証、制度、実務に関する研究の理解を深め、本学会誌『現代ディスクロージャー研究』の論文掲載を促進することを目的とします。投稿論文は査読委員によるレビュープロセスを経て報告が受理されます。なお、研究カンファレンスに受理された論文は学会誌に掲載の予定です。この結果、論文セッションは、(1) 年次大会報告、(2) 研究カンファレンス報告、(3) 自由投稿から構成されることになります。

私たちは、ディスクロージャー研究の最新トピックスに関して、次のような領域からの意欲的な論文を募集いたします。

- ・分析的アプローチに基づく数理モデル研究
- ・資本市場を基礎とした実証研究
- ・契約理論を基礎とした実証研究
- ・実験を基礎とした研究
- ・ディスクロージャーに関する制度研究
- ・情報システムに関する研究

もちろん、これらは一例であって、分野や研究アプローチを特定するものではありません。

大学院生セミナーは本学会の将来を担う若手研究者の育成を目的としています。チャレンジングな研究を歓迎します。報告論文は、会誌の掲載を必ずしも保証するものではありませんが、本学会の先端研究者との討論を通じて、本学会誌の受理水準にブラッシュアップされることを期待しております。

投稿規程に従い、論文を学会 Web サイト

<http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp/cgi-bin/submission/index.cgi>

に投稿してください。研究カンファレンスと大学院生セミナーの案内はすべて学会ホームページ <http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp> に掲載されますのでご参照願います。研究カンファレンスの論文投稿の締切は2008年5月31日とします。

多くの会員の皆様の投稿とご参加をお待ちいたしております。このカンファレンスがディスクロージャー研究の最新トピックスに関する活発な討論と研究交流の場に発展し、ディスクロージャー研究に貢献することを願っております。

編集委員会委員長

薄井 彰

# 開示学の確立に向けて

## *Towards Establishing the Science of Disclosure*

柴 健 次(関西大学 教授)  
*Kenji Shiba, Kansai University*

### 要 約

ディスクロージャー研究学会は、民主主義の確立と資本市場の基盤強化のためにディスクロージャーの充実を求める気運の高まる中で設立された。今日まで学会誌が8号まで発刊されてきた。そこに掲載された論文から当学会の特徴を知ることができる。一言で言えば、当学会は、投資社会、資本市場、会計情報に関連する実態研究と実証研究に強い。設立まもない本学会が実証会計研究を柱にしてきた成果であるといえる。しかし、その裏返しであるが、同じ対象に関して、理論研究と制度研究は相対的に弱い。さらに、消費社会、消費市場、商品情報や、国民社会・市民社会や人間社会となると関心がみられないのが残念である。こうした現状を再確認した上で、今後は、本学会員が力を合わせて学問としてのディスクロージャー（これを「開示学」と呼ぶ）を確立しようではないか。

### Summary

The Japanese Association for Research in Disclosure was settled in times when improvements in corporate disclosure were called for as a need to establish democracy and strengthen capital market fundamentals. Up to the present, 8 academic research reviews have been published. Through the papers included in those reviews, we can learn about the characteristics of our association. In a few words, our association is strong in investigation and empirical researches related to the investment society, capital markets and accounting information. This is the result of making empirical accounting researches the centrepiece of our association from its beginning. However, at the same time, it is relatively weak in the areas of theory and system researches. Moreover, it is regrettable to see that there is little interest in areas like the consumer society, consumer market, commodity information and national/citizen and people societies. Consequently, and looking to the future, let's put together our efforts and make a challenge towards building up a new science, the Science of Disclosure, as a new academic field.

## 1. はじめに

当学会が研究対象とするディスクロージャーを「他者に情報を伝えること」と定義すると、人類誕生以来の情報の歴史といった関心対象まで包含することになり、多くの学会員の抱く関心とかけ離れてしまう可能性があるため、もう少し制限的な定義を必要とする。その反対に、ディスクロージャーを「法律の求めに従って資本市場において投資者に情報を伝えること」と定義することは多くの学会員の関心をカバーしているが、法律に拠らない情報開示にも学会員の関心が及んでいる

し、資本市場への情報開示ばかりに関心があるわけではないことから、もう少し柔軟な定義を必要とする。そこで、さしあたりの定義としては、先の2例を念頭において中間的ではあるが「社会に情報を伝えること」と定義してみよう。

ディスクロージャーの定義を「他者に情報を伝えること」から「社会に情報を伝えること」とその抽象度を下げるだけで、我々の関心領域を表現しやすくなる。この定義における「社会」を特定せずに議論することは情報開示の一般理論を志向することを意味し、「社会」を特定して議論することは情報開示の個別理論を志向することを意味

する。研究対象として特定化される社会としては、金融商品が売買される市場を包含する投資社会が最もポピュラーであるが、実物財・サービスが売買される市場を包含する消費社会、政策という政府サービスがその中核に存在する国民社会や市民社会、さらには自然という環境に對置される人間社会等がある。学問的には、こうした各種の社会においてディスクロージャーの意義が問われることになるが、各種の社会には広狭ないし時には包含関係があるので、最広義の人間社会と各種の部分社会、あるいは部分社会同士でディスクロージャーの意義が調整される必要もある。

当学会の研究対象をさしあたり「社会に情報を伝えること」とするとして、はたして何のために学会活動を行うのかを明らかにする必要がある。それは学会の「設立趣旨」を再確認することになる。学会活動の目的を再確認した後に、我々は目的適合的に活動してきたかをも確認してみたい。学会誌の水準を高く設定しその水準を維持することこそ学会活動の中心にあるとする当学会にとって、学会誌で自らの足取りを確認しておくことも必要である。そうすることによって、当学会の初代会長吉村光威先生がディスクロージャー研究の場を設けられたことの意義、さらに二代会長國村道雄先生が実証主義を定着させられたことの意義が明らかになってくる。

これらを踏まえて、私がここで主張したいことは、これまでの研究成果を踏まえて、当学会及び当学会員は開示学の確立をめざそうではないかということである。個別開示理論の積み重ねが一般開示理論の構築に通じ、これらが総体として開示学という学問分野を形成するものと考えられる。あらゆる情報伝達を視野に入れた情報学との対比で言えば開示学は研究対象を社会への情報開示に絞り込んでいるという点で特殊理論であるが、開示学はさまざまな社会に対する情報開示の一般理

論を目指すものである。

## 2. 当学会の「設立趣旨」を振り返る

初代会長の吉村光威先生は1999年に「ディスクロージャー研究学会の新たな出発」と題する一文を書いておられる。当学会のホームページからも読めるので全文の掲載を省略し、そのポイントを示すと以下のようなものである。

- (1) 今日の高度情報社会を先取りし、1996年にインターネット上にバーチャルな学会を立ち上げた。その旧組織のホームページ（愛称はBLUE SKY PAGES）には「青空に物事を晒すと虫干しされ綺麗になる」との思いが記されていた。
- (2) 日本が規制主義から脱皮して開かれた市場原理でこれに代えようという当時の気運に触れ、新しい社会でのディスクロージャーの重要性に触れている。
- (3) また、当時の情報公開法の成立に寄せて、これは中央政府の情報公開が個別企業の情報公開問題に直結することを指摘し、企業情報を保有する役所に情報公開を求めることにより企業情報が公開されるという期待を「公開と開示はここで一致する。」と表現している。
- (4) さらに、日本の市場におけるインサイダー問題に触れ、個人株主の持株比率が低いという株式保有構造も関連してか、ディスクロージャー規制が甘いと指摘する。
- (5) その上で、バーチャル学会の時代を振り返り、「この学会はその意味ではもっと早く発足し正当な意見を強烈に露出しているべきだったかもしれない。」とリアルな学会へと思いを馳せている。

上の(1)で触れた愛称と信念は当学会のホーム

ページにも引き継がれている。(2)については日本社会の変革がディスクロージャーの充実を求めていたのである。(3)では投資社会のディスクロージャーに関心を置きつつも政府による公開の重要性を指摘している。(4)に指摘された事項が後を絶たないことを我々はよく知っている。最後に、(5)に関して、当学会及び当学会員が露出度を高める必要があると反省させられる。

ついで、吉村光威先生はリアルな学会の誕生に際して「設立趣意書」を書かれている。これもまたホームページに全文掲載してあるので、ポイントを要約しておこう。

- (1)「情報の対称性」が確保されないと「市場が失敗する」ことにディスクロージャーの根柢を見出し、制度としてのディスクロージャーが有価証券の価値に関する情報を余すことなく正確に公正に開示し、市場の効率性を達成し、発行体の企業の資金調達と国民資産の運用を円滑に行おうとして生成され発展してきたことを振り返り、コーポレート・ガバナンス（企業統治）もディスクロージャーによって達成され、エージェンシー・コスト（経営者がもたらす機会費用）を下げるができることの見解が示されている。
- (2)ディスクロージャーについての考え方は有価証券に限らずあらゆる商品、サービスについても適用される。食品、薬品、電器、自動車から労働市場、さらには民主的政治や行政の透明性を高めるためにもこれが用いられる。情報公開の思想はこのような理論に基づいており情報の公開によって「殺菌」され、世の中が良くなると考え、情報が広く・深く行き渡ることを促進している。これらに加え、日本社会の問題点に触れ、インターネットへの期待を表明した後に、

(3)ディスクロージャーは英米（アングロ・アメリカ）流の市場経済の原理である。日本流の「(民は) 由らしむべし、知らしむべからず」の対局の考え方でこれを「知らせるべし、由らしむべからず」に変革しなければならない。世紀末の閉塞感を打破し新しい普遍的な経済・経営システムの構築は「情報公開」というキーワードを通じて検討し、具体的・抜本的提案をするため学会、実務界、レギュレーターが自由に、活発に議論し、機能するディスクロージャーを推進する。

上の(1)ではディスクロージャーの必要性に関する経済学的説明を簡潔に紹介している。(2)では、資本市場以外におけるディスクロージャーの役割を示唆しているが、当学会発足以来、食品偽装や年金問題のみならず多くの社会問題の解決にディスクロージャーの強化が求められてきたことを体験している。(3)ではディスクロージャーに対する期待が宣言されているのである。

以上、当学会設立に込められた吉村先生のことばから、先生が日本社会の伝統からの脱却にディスクロージャーが大きな役割を果たすこと、逆に言えば、ディスクロージャーを梃子にして日本社会を改革することを望んでおられることが再確認できた。

### 3. 『現代ディスクロージャー研究』で語られたこと

第二代会長國村道雄先生は初代編集委員長として雑誌を通じて当学会の基礎作りをされた。さらに、会長になられた國村先生が積極的に会員増に取り組みされた結果、主に、実証研究の若手の入会が続いたことから、実証研究が当学会の主力となった。以下、役員任期の3年という期間で便宜的

に区切り、今日までの三期の研究の特徴をみてみよう。

第一期（1999年～2002年）吉村会長・國村会長代行、國村編集委員長、柴事務局長

第二期（2002年～2005年）國村会長、須田編集委員長、柴事務局長

第三期（2005年～2008年）柴会長、薄井編集委員長、須田事務局長

第一期は、実態分析や実態報告が多く、これとの関連で制度の研究もあったが、実証研究はそれほど多くなかった（表1参照）。早川（1号）は「企業社会／労働市場」を意識したディスクロージャー問題を扱っているが、これは以後に見られない特徴である。また、松尾（1号）と樋口（2号）も人間社会との関連で環境に焦点をあてているが、意識されている市場は資本市場のようである。野田（2号）がユニークな存在である。この期は、

研究のタイプが多様であるが、会員中に多様なプロフェッションがおられたことを反映していると考えられる。

実態研究や実態報告の多くは、現状の問題点を指摘し、開示制度の整備ないし改善を求めるといふ主張のものが多く。しかしながら、新しい開示制度が加わるごとに開示を基礎とする社会がどのように変わるのかなど「社会と制度の関係」に関する研究が足りない。これは今日に至るも同じ状況なのでこの研究を充実させる必要がある。

第二期は、実証研究が主流になったことが特徴である（表2参照）。当学会の創設期におられた多くのプロフェッションが退会され、交代に、若い実証研究者（とりわけ実証会計学者）が続いて入会され、会員構成からみても実証研究者が主流になったからである。

実証研究においては、日米欧の先行研究を踏ま

表1 第一期の研究成果 第1号（2000年）から第3号（2002年）

号	分類	著者	研究	考察対象	社会／市場	意見又は発見事項
1	論文	松尾隼正	実態	環境情報	人間／資本	環境情報開示制度の整備を求める
1	論文	高須教夫	制度	連結手続	投資／資本	経営者と投資者で手続選好理由が異なる
1	論文	趙 家林	制度	中国制度	投資／資本	所有者不在の投資社会の問題点を指摘
1	報告	早川好寛	実態	年金基金	企業／労働	企業年金情報開示制度の整備を求める
1	報告	高橋 元	制度	投資信託	投資／資本	投資信託の開示制度の一層の改善が必要
2	論文	首藤昭信	実証	会計手続	投資／資本	新経営者は利益増加型の利益調整を行う
2	論文	野田昭宏	実験	開示ルール	投資／資本	ある種の開示ルールが情報非対称を解消できる
2	論文	阪 智香	実態	土壌汚染	投資／資本	環境会計基準の整備を求める
2	ノート	樋口豊彦・ 國村道雄	実態	環境保全	人間／資本	環境会計と制度会計が収斂されることを望む
2	ノート	植村信保	実態	生保開示	投資／資本	生保の開示については改善すべき点が多い
3	論文	吉田和生	実証	キャッシュ フロー	投資／資本	モデル間における予測能力の差を確認できた
3	論文	吉田雄司	実態	環境情報	投資／資本	財務報告書における環境情報は多様性多し
3	論文	吉田靖・ 加藤千雄・ 國村道雄	実証	評価損益	投資／資本	銀行では有価証券評価損益が株価説明力を有する

えて、次々と仮説を検証していった。この集積を利用することによって、開示の理論化が可能となろう。大いに期待される場所である。これら実証結果が開示の理論研究と結びつくことが期待される。

このように当学会は第二期に研究の支柱を得たことが確認できた。しかし、その反対に、制度研究や実態研究が後退していることが気にかかる。これらを得意としている会員の積極的な活動が求

められるところである。

当学会は第三期に入ってきたが、「論文」セクションでは、実証研究が依然として堅調なこのみならず、実験研究と制度研究の論文も査読をパスしており、実態研究も新たに設けられた「実務展望」のセクションに掲載されている。前期に心配された退潮傾向が払拭された。

以上の三期を通してみると表4のようになる。合計36本の論文等のうち、論文が28本で79%で

表2 第二期の研究成果 第4号(2003年)から第6号(2005年)

号	分類	著者	研究	考察対象	社会／市場	意見又は発見事項
4	論文	乙改正太	実証	業績報酬	投資／資本	経営者報酬と会計利益の間に非対称性が確認できた
4	論文	中條良美	実証	残余利益	投資／資本	非線形利益ダイナミックスが日本企業に適合する
4	論文	山形武裕・ 國村道雄	実証	連結情報	投資／資本	1997年以降連結情報が単体情報より説明力で勝る
4	ノート	小川 長	実証	株価格付	投資／資本	株価格付情報は短期的には有意性が確認できた
4	ノート	吉田 靖	実証	伝染効果	投資／資本	大震災による情報伝染効果が確認できた
5	論文	坂上 学	実態	XBRL	投資／資本	XBRLは電子開示システムの問題を解消する
5	論文	田澤宗裕	実証	発生項目	投資／資本	発生項目の質が高ければCF予測誤差が小さくなる
5	論文	竹原 均・ 須田一幸	実証	FCF	投資／資本	株価関連性でRIMとFCFの特徴が解明された
5	論文	加藤久明	理論	人材派遣	投資／資本	人材派遣契約はオンバランス化可能である
5	ノート	川島健司	実態	減損損失	投資／資本	減損損失の戻し入れを肯定する理由が解明された
6	論文	山形武裕・ 三澤哲也・ 國村道雄	実証	連結情報	投資／資本	山形・國村(2003)を異なる手法で再検証できた
6	論文	内野里美	実証	自主開示	投資／資本	自発的開示が自己資本コストを低下させる
6	論文	奥村雅史	実証	決算発表	投資／資本	親子上場企業の開示情報の各々が価値を有する
6	論文	奥田真也	理論	複雑性	投資／資本	情報有意投資家の活動水準と資本コストを高める
6	ノート	谷口雅史	実態	自主開示	投資／資本	IR活動にすぐれた企業は業績・株価が向上する

表3 第三期の研究成果 第7号(2007年)から第8号(2007年)

号	分類	著者	研究	考察対象	社会／市場	意見又は発見事項
7	論文	上枝正幸	実験	開示コスト	投資／資本	経営者は開示コストを高め評価する傾向がある
7	論文	海老原崇	実証	情報精度	投資／資本	公的情報の精度が利益情報の価値関連性を高める
7	実務	土本清幸・飯沼和雄	制度	適時開示	投資／資本	適時開示制度は東証の重点課題であった
8	論文	弥永真生	制度	排出量	投資／資本	IFRIC解釈指針第3号は適切ではない
8	論文	竹原 均・須田一幸	実証	社債市場	投資／資本	会計発生高等はクレジットスプレッドを説明できる
8	論文	太田浩司・西澤賢治	実証	利益調整	投資／資本	税コスト仮説による企業行動が確認された
8	論文	高田知美	実証	保守主義	投資／資本	保守主義の指標間に一定の関係が確認された
8	実務	金子誠一	実態	アナリスト	投資／資本	経営者自身による説明など改善の余地がある

ある。これらを研究のタイプで分類してみると、実証研究が17本で47%、実態研究が11本で30%、その他が8本で23%である。最後に「投資社会／資本市場」を意識した研究が33本で92%に及んでいる。

すなわち当学会としては、「投資社会／資本市場」を念頭に置いた実証研究と実態研究に強みがあるといえるが、逆にいうと、「消費社会／消費

市場」や「国民社会・市民社会」を念頭に置いた研究に関しては弱みがある。

表1から表4までは私の主観的判断による分類によって作成されているので、別の人が判定すれば数値は多少変動すると思われる。それにもかかわらず、以上に指摘した傾向が変わると思えない。また、「意見又は発見事項」については著者が語ったことがらを私が一言で要約してみたもの

表4 研究成果の集計

号	分類		研究のタイプ					社会／市場	
	論文	その他	理論	制度	実態	実証	実験	投資	その他
1	3	2		3	2			3	2
2	3	2			3	1	1	4	1
3	3				1	2		3	
4	3	2				5		5	
5	4	1	1		2	2		5	
6	4	1	1		1	3		5	
7	2	1			1	1	1	3	
8	4	1		1	1	3		5	
合計	26	10	2	4	11	17	2	33	3
百分比	79	21	6	11	30	47	6	92	8

(注)「社会／市場」中の「投資」は「投資／資本」を略している。

であるが、正確にはそれぞれの論文等にあって理解していただきたい。

#### 4. 開示学の確立へ向けて

民主主義社会と資本主義経済の根幹は「投資社会／資本市場」におけるディスクロージャーの充実にあるとすれば、当学会はここに集中的に研究資源を投下しているといえることから、社会に貢献しうる成果を公表できると期待できる。また、資本市場における企業内容開示制度の中心に会計情報があるので、会計学者が研究上の優位な位置を占めていることも事実であるから、この面からみても、当学会は会計情報を中心とする企業内容の開示に係る研究に強みをもっている。

しかし、私は「はじめに」において、さしあたり、ディスクロージャーを「社会に情報を伝えること」と定義しておいた。その理由は、ディスクロージャーを「投資社会／資本市場」に限定しないためであった。当学会の研究では、環境情報の開示や、年金情報の開示という領域への拡張が確

認できるが、私はそれ以上に広範な領域を視野に入れている（表5参照）。その理由を説明しよう。

第一に、我々は投資者である前に、消費者であり、納税者でもあり、あるいはもっと根源的に自然の中で生きる動物としての人間でもある。自然に対置される人間社会を我々は生み出しているが、この人間社会の中に、投資社会、消費社会、国民社会・市民社会など多様な社会を作っている。ディスクロージャーが社会に秩序を与える為に貢献するとすれば、それは投資社会に限定されるものではないと考えられる。

第二に、ディスクロージャーについては会計の研究対象に限定されないけれども、いまのところ多様な制度や研究を統合しようとする動きが感じられない。具体的に、我々の関心が深い会計と監査と開示の3領域においてすら、相互に不干渉である。その結果、財務諸表情報の議論においても、本体以外に関しては「単に開示の問題である」と関心を引かないのである。他方、監査の議論においても、監査可能かどうかから開示項目への発言がある。開示に係る体系的学問がないためにこう

表5 開示学の体系

開示の一般理論 個別開示学に共通する基礎理論			
開示学	個別開示学	人間社会の維持に係る開示理論 人間社会の維持の観点からの環境維持・改善を包含する	
		政府開示学	国民社会・市民社会の成立と維持に係る開示理論
	政策内容		強制開示
		任意開示	
	市場開示学	消費社会（消費市場）の成立と維持に係る開示理論	
		商品内容	強制開示
			任意開示
投資社会（資本市場）の成立と維持に係る開示理論			
企業内容	強制開示		
	任意開示		

した状況を生んでいるのであろう。

第三に、日本において、近年の会計不祥事も手伝ってか、投資社会／資本市場に向けた企業内容の開示に関心が集まっているが、食品に係る各種の偽装、建物の耐震偽装など生活の安全に係る偽装が頻発しかつての日本が誇る職人気質がなくなっていることから、消費社会／消費市場にも関心を向ける必要がある。さらには、年金問題に代表されるように政府等への不信がピークに達している今日、政府・自治体からの情報開示にも関心を向ける必要がある。もちろん、こうした分野は経済学や社会学に任せて、会計学は企業内容の開示に専念すれば良いとの意見もあろうが、当学会はもともとこういう多様な事態にも対応できるよう

にディスクロージャー研究会という名称でスタートしている。

こうした領域については個人的に大に関心があるので私の課題とするのは当然であるが、当学会に属する優秀な研究者のみなさんに、それぞれの得意分野での経験を生かして広範な領域におけるディスクロージャー問題の解決に取り組んでもらいたいと願うのである。

付記：本学会は経営関連学会協議会に参加しておりますが、学会間の交流のために本学会のことを「開示情報の有用性を科学する」学会であると紹介しております。その開示情報を科学する学問を「開示学」と呼びたいと思います。

# 排出量取引の会計処理をめぐる課題\*

## *Accounting for Emission Trading – Challenge in Japan*

弥 永 真 生 (筑波大学 教授)

*Masao Yanaga University of Tsukuba*

2007年7月1日受付；2007年11月4日改訂稿受付；2007年11月20日論文受理

### 要 約

企業会計基準委員会実務対応報告第15号「排出量取引の会計処理に関する当面の取扱い」は、排出クレジットへの投資は原則として事業投資にあたりと解して、保有する間は取得原価で測定し、保有目的により、投資無形固定資産として減損損失を認識するか、棚卸資産として低価法の対象とすべきであるとしている。しかし、キャップ・アンド・トレードを前提としない以上、原則として、取得原価を帳簿価額とすることは合理的ではないし、現実には取引所が存在し、また、デリバティブ取引の対象となっていることから、時価を帳簿価額とすることが有用な情報を提供するという観点からは望ましいと考えられる。

### Summary

In the "PITF No.15 Tentative Solution on Accounting for Emission Trades", the Accounting Standards Board of Japan hold the view that the investment in emission credits shall be recorded at its acquisition cost, subject to impairment test (as an intangible fixed asset) or at lower of cost or market (as an inventory) because the nature of the investment is investment in business in principle. However, the view does not seem persuasive because Japanese business entities are not subject to any cap on its emission. As there are some exchanges for emission trading in the world and emission credits are underlying assets of several derivatives, the market value of emission credits might be relevant for the user of financial statements.

## 1. 問題の所在

京都議定書の発効を背景として、わが国の企業が、自主的な行動計画として設定した数値目標や将来何らかの義務が課された際の数値目標を達成するための補完的手段として、または、第三者に転売することを意図して、京都議定書で定められたクレジット（排出クレジット）<sup>1)</sup>を獲得する取引（排出量取引）の当事者になることが観察されることをうけて、企業会計基準委員会「実務対応報告第15号 排出量取引の会計処理に関する当面の取扱い」（平成16年11月30日。平成18年7月14日改正）が公表されている。実務対応報告第15号は、諸外国の一部で導入されているような企業ごとに排出量削減義務が課された場合の会計処理

を取り扱っていないものの、事業投資としての排出クレジットを、専ら第三者に販売する目的で取得する場合及び将来の自社使用を見込んで取得する場合について、他者から購入するとき及び出資を通じて取得するときの会計処理を示している。

すなわち、まず、専ら第三者に販売する目的で他者から購入する場合には通常の商品等の購入と同様、棚卸資産として会計処理するものとし、出資を通じて取得する場合にはその出資を金融商品会計基準に従って会計処理し、分配された排出クレジットは棚卸資産として処理するものとする。他方、将来の自社使用を見込んで他者から購入する場合には、無形固定資産または投資その他の資産の購入として会計処理するものとし、減価償却は行わないが、減損会計の対象とする。そして、

\*連絡住所 弥永真生 〒112-0012 文京区大塚3-29-1 筑波大学大学院ビジネス科学研究科

自社の排出量削減に充てられたときなどには消滅を認識し費用として計上する。また、将来の自社使用を見込んで出資を通じて取得する場合にはその出資を金融商品会計基準に従って会計処理し、分配された排出クレジットは無形固定資産または投資その他の資産の購入として会計処理するものとし、減価償却は行わないが、減損会計の対象とする。そして、自社の排出量削減に充てられたときなどには消滅を認識し費用として計上するものとされている。

ところが、2.において概観するように、国際財務報告解釈指針委員会（IFRIC）が公表したIFRIC解釈指針第3号「排出権」（2004年12月2日）は撤回され、また、少なからぬヨーロッパ連合（EU）の構成国（以下、EU諸国という）における排出量取引をめぐる会計基準は、実務対応報告第15号とは異なる会計処理を指示している。そこで、本稿は、諸外国における排出量取引に関する会計基準を概観し、実務対応報告第15号の問題点を明らかにしようとするものである。

## 2. IFRIC解釈指針第3号「排出権」

### 2.1 IFRIC解釈指針第3号「排出権」の内容

2005年からキャップ・アンド・トレード市場が開設され、取引が活発に行なわれることが予想されたため、早急に指針を示すという観点から、現行の国際財務報告基準（IFRS）の枠組みを前提とした解釈を示すものとして、国際会計基準審議会（IASB）は、2004年12月に、IFRIC解釈指針第3号「排出権」を承認し、IFRIC解釈指針第3号は2005年3月1日に発効した。

IFRIC解釈指針第3号では、排出枠(allowance)は国際会計基準（IAS）第38号「無形資産」に従って財務諸表において認識すべき無形資産であるとされ、排出枠は公正価値で当初認識しなければ

ならないため、政府（またはその機関）により参加者に公正価値より低い金額（無償を含む）で付与された場合には、支払額と公正価値との差額は、国際会計基準第20号「政府補助金及び政府補助の開示」に従って会計処理しなければならないとされていた。もっとも、国際会計基準第38号は報告主体は無形資産の種類（class）ごとに、原価モデルと再評価モデルのいずれかを選択することができるとしている（パラグラフ72）。ここで、原則的処理である原価モデルとは、当初認識後は、取得原価から減価償却費及び減損損失を控除した額で無形資産を計上するというものであり（パラグラフ74）、再評価モデルとは公正価値が活発な市場を参照して決定できる場合にのみ認められるものであり、公正価値に基づいた再評価額から減価償却費及び減損損失を控除した額で無形資産を計上するというものである（パラグラフ75）。

また、参加者が温暖化ガスを排出した場合には、国際会計基準第37号「引当金、偶発債務及び偶発資産」に従って、排出枠を引き渡さなければならない義務に対して引当金を認識しなければならないが、その引当金は、通常、決済に要する排出枠の市場価値で測定されるものとされていた。

### 2.2 EUの反応

欧州財務報告アドバイザー・グループ（EFRAG）は、IFRIC解釈指針第3号の内容について懸念を表明し、「真実かつ公正な概観の原則」に反すること、及び、「経済的意思決定を行い、また、経営陣のステewardシップを評価するために必要な財務情報に要求される理解可能性、有用性、信頼性及び比較可能性」の規準をみださないことを理由として、IFRIC解釈指針第3号をEUは承認しないようにとの勧告（EFRAG（2005））を2005年5月6日に行った。また、これらとは別に、欧州委員会は、IASBに対して

IFRIC 解釈指針第 3 号の発効日を延期するように要請をしていた。

EFRAGなどが懸念を表明したのは、主として、2つのミスマッチが存在することに関してであった。

すなわち、第 1 に、政府等から付与される排出権（資産）を国際会計基準第 38 号の原価モデルに従って取得原価で測定する場合にも、排出権を引渡さなければならない義務（負債）は国際会計基準第 37 号に従って現在価値で測定しなければならないため、資産と負債の間に「測定のミスマッチ」が存在する。

第 2 に、国際会計基準第 38 号の再評価モデルに従う場合であっても、排出権（資産）は当初認識以後再評価額で測定されるが、再評価による変動額は、資本の部で直接認識することが求められている。他方、排出権を引渡さなければならない義務（負債）は国際会計基準第 37 号に従って現在価値で測定され、その変動は、損益計算書で認識されるから、資産の価値の変動と負債の価値の変動が認識される場所が、資本の部と損益計算書とに分かれてしまうという「報告のミスマッチ」が存在することになる。

さらに、排出権（資産）は政府等から付与された時点で全額が認識されるが、排出権を引渡さなければならない義務（負債）は、その義務の発生と共に事業年度にわたって認識される。ところが、排出権（資産）を政府等から付与されたことによって生じる政府補助金は、国際会計基準第 20 号「政府補助金」に従って存続期間にわたって償却されるが、この償却額が排出権を引渡さなければならない義務（負債）が事業年度にわたって認識される金額と一致するとは限らないという認識「タイミングのミスマッチ」も生じる可能性がある」と指摘されていた。とりわけ、国際会計基準審議会において進行中の国際会計基準第 20 号の見

直しにあたっては、条件の課されていない（無条件）政府補助金はその受領時に損益として認識する方向で検討が行われており、このような改訂がなされると、政府等からの排出権の付与が無条件政府補助金に該当する場合には、排出権の付与による利益の認識時点と排出権を引渡さなければならない負債の認識時点との間にミスマッチが生じることになる。

## 2.3 国際会計基準審議会の対応

このような EU の反応をうけて、国際会計基準審議会第 47 回会議（2005 年 6 月 22 日及び 23 日）では、IFRIC 解釈指針第 3 号を廃止し、国際会計基準第 38 号または国際会計基準第 39 号「金融商品：認識及び測定」を改訂して、排出権に関する新たな取扱いを検討することが決定された。

すなわち、国際会計基準審議会としては、IFRIC 解釈指針第 3 号が現行の国際財務報告基準の解釈としては妥当であるとしつつも、キャプ・アンド・トレード市場が当初予想されたよりもゆっくりとしたペースで整備されつつあり、また、EFRAG などから懸念が表明されていることもあり、排出権取引の実態をより適切に会計処理するため、国際会計基準第 38 号や国際会計基準第 39 号の改訂を前提とした検討をすべきであるという結論に達し、IFRIC 解釈指針第 3 号を直ちに廃止することとした（IASB（2005a）（2005b））。

これは、一面では国際会計基準審議会が一種の政治的判断を行ったと評価することもできるが、他方で、無形資産に関する国際会計基準第 38 号の改訂が必要であるという認識があったことに加え、排出権取引には一投機取引がなされうる点、排出権を原資産とするデリバティブ取引が存在する点及び市場の整備が進みつつある点などに鑑みると—金融商品の取引と共通する部分がありうるという認識が国際会計基準審議会にもあったので

はないかとも推測される。

## 2.4 IFRIC 解釈指針第3号の撤回に対するEUの反応

IFRIC 解釈指針第3号の撤回をうけて、会計規制委員会(ARC)は、2005年7月の会議において、排出量取引の会計に特に適用される解釈は存在しないことを確認した(ARC(2005:2))。その結果、EUにおいては、2004年12月29日委員会規則第2238/2004号によって受け入れられた国際会計基準第8号「会計方針、会計上の見積もりの変更及び誤謬」のパラグラフ10から12に従って会計処理すべきこととなり、IFRIC 解釈指針第3号によることも、それ以外の受け入れられた国際会計基準に従った会計処理も許されるということとなった。

すなわち、国際会計基準第8号によれば、当該取引等に特に適用される基準も解釈指針も存在しない場合には、有用で信頼性を有する情報をもたらすような会計方針を開発し適用することが経営者には求められ(パラグラフ10)、その際には、経営者は、類似し関連する争点を取り扱ったIASBの基準及び解釈指針に含まれる要求事項とガイダンス、及びフレームワークにおける資産、負債、収益及び費用の定義、認識基準及び測定概念の順で参照し、その適用可能性を検討しなければならない(パラグラフ11)。また、経営者はパラグラフ11に掲げられた源泉と矛盾しない限りにおいて、会計基準の開発のために類似した概念フレームワークを用いている他の基準設定主体の最近の公表物、他の会計文献及び受け入れられた当該産業の実務を考慮に入れることができる(パラグラフ12)。

そして、国際会計基準第38号では、無形資産とは、財・サービスの生産もしくは供給に使用するため、第三者への貸与または管理目的のために保

有される物的実体を有さない識別可能な非貨幣性資産であると定義されている。したがって、排出枠は国際会計基準第38号にいう無形資産に該当すると考えられるところ、無形資産については、資産に帰属させることができる将来の経済的便益が企業に流入する可能性が高く、かつ、資産の原価を、信頼できる数値をもって測定できる場合は資産として認識しなければならないとされている。そして、排出枠は、売却可能性を有しているから、資産に帰属させることができる将来の経済的便益が企業に流入する可能性が高いという要件をみたしていると考えられるし、排出枠の取得に係る費用を、その原価とみることができるので、排出枠の原価は信頼性をもって測定することができるため、排出枠を資産として認識することが要求されることになる。

他方、国際会計基準第39号では、金融資産とは、現金、他の企業から現金あるいはその他の金融資産を受け取る契約上の権利、金融商品を潜在的に有利な条件で他の企業と交換できる契約上の権利、または他の企業の持分金融商品であると定義されているので、排出枠はこれらに該当しないと解される。

なお、Deloitte(2007:3)は、IFRSの下では、(1) IFRIC 解釈指針第3号に従う、(2) 排出枠を公正価値で当初認識し、政府補助金もIFRIC 解釈指針第3号に従って認識するが、引当金については、十分な排出枠を有しているときは排出枠の帳簿価額に基づいて、十分な排出枠を有していないときは不足分を埋めるために必要な排出枠の市場価値によって認識し、スキームの下で義務を履行できなかつた場合に課されるペナルティーを認識する、及び、(3) 排出枠が無償で付与された場合には当初認識は行わず、温暖化ガスの排出の結果生ずる負債と付与された排出枠とを相殺し、排出枠が不足した時に初めてその義務を履行するた

めに生ずる必要の最善見積もり（不足を埋めるために必要な排出枠の現在の市場価値）によって引当金を認識するという方法があると指摘している。

### 3. EU諸国の状況

2. でみたように、IFRIC 解釈指針第 3 号が撤回されたため、EU 諸国における排出枠を巡る会計処理は必ずしも統一されていないが<sup>2)</sup>、たとえば、オランダ（草案）は IFRIC 解釈指針第 3 号とは異なるものの、排出枠を無形資産として認識すべきものとし、原価モデルと再評価モデルとの選択を認めている。オランダ以外においても、IFRIC 解釈指針第 3 号と同様、第 1 に、無形資産として認識することを要求している国が多数を占めており（ベルギー（会計基準 p.7）<sup>3)</sup>、フランス（会計基準 1.1.1）、ポルトガル（会計基準 III, 1.）、スペイン（会計基準 norma Tercera, 2.）、棚卸資産として分類することを求めている国としてはドイツ（会計基準 Tz. (5)）<sup>4)</sup>と（法制及び会計の面でドイツの影響を伝統的に強く受けてきた）オーストリア（ディスカッション・ペーパー 5.1 参照）が存在するにとどまっている。ドイツにおいては、自家創設の無形固定資産の認識が認められないなど（商法典 248 条 2 項）、無形資産の認識には消極的であることが排出枠を棚卸資産として認識している背景にはあるのではないかと推測されるとともに、キャップ・アンド・トレードを前提としているため、排出枠には企業がその事業目的を達成するために保有するという特質が認められ、これが排出枠を棚卸資産として性質づける基礎となっている<sup>5)</sup>。他方、イギリス（草案）は、継続的に使用するために保有する場合を除き、流動資産に属する投資資産として処理することを要求していた（パラグラフ 6）。このことから、無

形資産として認識するにせよ、棚卸資産として認識するにせよ、それは、キャップ・アンド・トレードを前提として、事業目的のために排出枠を保有するという位置づけが与えられているからであると評価できよう。

また、調査対象としたすべての国において、無償または低廉取得の場合には、当初認識にあたっては公正価値で行うべきこととしており、再評価モデル<sup>6)</sup>によった場合を除くと<sup>7)</sup>、市場における取得の場合には取得原価で測定することとされている。

さらに、オランダ（草案）及びイギリス（草案）の下で再評価モデルによった場合を除くと、排出枠の再評価はなされないが、減損の認識を要求する国（たとえば、ポルトガル（会計基準 II, 5; Plano Oficial de Contabilidade, 5.4.4）、スペイン（会計基準 norma Séptima））が少なくない<sup>8)</sup>。なお、原価モデルは、企業に排出量削減義務が課されていることを前提として採用されていることには留意する必要がある<sup>9)</sup>。

このような EU 諸国の会計基準（または草案）の動向に照らせば、まず、日本のように、キャップ・アンド・トレードが導入されておらず、しかも、無形資産の認識について厳格な規準が明示的には採用されていない国において、排出権を棚卸資産と位置づけることは必ずしも自然とはいえないのではないかと考えられる<sup>10)</sup>。

たしかに、かりに棚卸資産と位置づけた場合には低価法により、無形固定資産と位置づけた場合には減損を認識するという実務対応報告第 15 号のアプローチは、表面的にみれば、EU 諸国における現在の会計基準（及び草案）とは同一の方向性を有すると評価することができるようにも思われる。しかし、EU 諸国において、原価モデルの採用が認められている背景には、キャップ・アンド・トレードが導入されていることを踏まえるな

らば、キャップ・アンド・トレードが導入されていない日本において、排出権は事業用資産ではあるとは評価できない場合が想定され、そうであれば、日本においても、多くのEU諸国のように、再測定を行わないことが企業の財政状態及び経営成績を示すことにつながるとは言えない可能性がある。

#### 4. 国際的な会計基準からみた実務対応報告第15号の位置づけとその問題点

##### 4.1 国際的な会計基準からみた実務対応報告第15号の位置づけ

実務対応報告第15号は、IFRIC解釈指針第3号とは若干異なる定めを置いているが、これは、わが国ではキャップ・アンド・トレードが前提とされていないためであると考えられ、国際会計基準第37号及び第38号との整合性を欠くものではないと考えられる。しかも、排出権に関する、いくつかのEU諸国の会計基準との共通点を有する。

しかし、キャップ・アンド・トレードを前提としていることから、排出権を棚卸資産と位置づけている国がEU諸国には存在するのであり、キャップ・アンド・トレードを前提とせずに、棚卸資産として排出権を位置づけることを認める実務対応報告第15号は、国際会計基準第2号「棚卸資産」とはやや異なる立場をとるものと解される。

そして、日本において、かりに、将来、企業について排出枠を引き渡す義務が課されることとなった場合には、その義務は引き渡すべき時における排出枠の公正価値で評価されるべきであると考えられるところ、実務対応報告第15号は公正価値評価を定めていないため、実務対応報告第15号の下ではEFRAGなどが懸念した資産と負債との間の「測定のみスマッチ」が生じうる。他方、現在

のところ、実務対応報告第15号は公正価値評価を定めていないため「報告のみスマッチ」は生じないし、認識「タイミングのみスマッチ」もいわゆる圧縮記帳が認められるのであれば生じないと考えられる。

##### 4.2 排出クレジットの会計上の性格

実務対応報告第15号の1(2)は、排出クレジットの性格<sup>11)</sup>は、所有権の対象となる有体物ではなく、法定された無体財産権ではないこと、他方、取得及び売却した場合には有償で取引されることから、排出クレジットは財産的価値を有していることから、「会計上は無形固定資産に近い性格を有していると考えられる」と述べている。

たしかに、有体物ではないが、有体物でないという一事をもって、無形固定資産に近いという位置づけを与えることは短絡的であると考えられる。

第1に、「のれん、特許権、借地権、地上権、商標権、実用新案権、意匠権、鉱業権、漁業権、入漁権、ソフトウェアその他これらに準ずる資産は、無形固定資産に属するものとする」と定められており（財務諸表等規則27条<sup>12)</sup>、営業の用に継続的に供する資産という性格を無形固定資産は有するものと解される<sup>13)</sup>。しかし、少なくとも、現在のわが国においては、企業の排出枠は定められておらず、排出枠を超えて排出を行った場合についてのサンクションは定められていないため、排出クレジットを取得したからといって、自社の排出枠を拡大するために用いることを想定することは必ずしも合理的ではない。したがって、実務対応報告第15号の2(2)も述べるように、「排出量削減義務が課されていない状況では、第三者へ売却する可能性に着目し、それを資産として計上することが妥当である」とすれば、営業の用に供する資産という性格は希薄であるということがで

きよう。

第2に、有体物でないものであっても、債権は無形固定資産にはあたらないのであり、排出クレジットが債権類似のものとみることができるとすれば、無形固定資産に準ずるものであると位置づけることには問題がある。債権には、相手方に不作為を求める権利も含まれており、温暖化ガスの排出を妨げられない、温暖化ガスの排出によって不利益を課されないという意味合いを排出クレジットが有するのであるとすれば、債権に近い性格を有するという見方も可能かもしれない。

第3に、4.4で詳論するが、なによりも、無形「固定資産」に近いという位置づけがなされる根拠が不明である。「企業会計原則注解」（注16）《流動資産又は流動負債と固定資産又は固定負債とを区別する基準について》では、「企業がその営業目的を達成するために所有し、かつ、その加工若しくは売却を予定していない財貨は、固定資産に属するものとする。」とされているところ、排出量削減義務が課されていない企業にとっては、排出クレジットを「売却を予定していない財貨」にあたと解することは不自然だからである。

もっとも、実務対応報告第15号は、後述するように、専ら第三者に販売する目的で排出クレジットを取得する場合には棚卸資産としての会計処理を指示し、自社で利用する予定の場合にも「投資その他の資産」として会計処理することを許容しており、「無形固定資産に近い性格を有していると考えられる」という総論部分はほとんど意味を持っていないのかもしれない。

#### 4.3 事業投資とみることの問題点

実務対応報告第15号は、企業の投資は、一般に金融投資と事業投資に大別されるという前提<sup>14)</sup>に立った上で、「排出クレジットに関わる投資については、現状では活発に取引がなされる市場が

整備されているとは言い難い……ため、時価の変動により利益を得ることを目的としても金融投資には該当せず、むしろ、企業自らが買い手を見つけ、価格交渉のうえで排出クレジットを引き渡すことによって利益が得られる事業投資に該当するものとして本実務対応報告では取り扱う」としている。

ところで、金融投資とは、売買目的有価証券のように時価の変動により利益を得ることを目的とするものであり、売却することについて事業遂行上の制約がないものである。たしかに、排出クレジットを時価の変動により利益を得ることを目的として取得しない企業もあろうが、わが国においては、各企業に排出量削減義務を課したり、また排出枠を割り当てたりしていないのであって、排出クレジットを売却することについて事業遂行上の制約があるとはいえない。

他方、事業投資とは、売却することについて事業遂行上の制約があり、また、事前に期待される成果が時価の変動よりもその後を生ずる資金の獲得であり、典型的には棚卸資産や製造設備がこれにあたと考えられている。棚卸資産や製造設備などは事業活動を通じた資金の獲得を期待しているためである。排出クレジットの取得は、事業活動を通じた資金の獲得を期待して行われるものではないし、少なくとも現段階では、売却することについて事業遂行上の制約はないと考えられることから、排出クレジットの取得が事業投資にあたるものと解することには無理があるのではないかと思われる（上述3.7で紹介したイギリス（草案）の立場も参照<sup>15)</sup>）。

そして、活発な取引がなされる市場が十分に整備されていることが金融投資に該当するための不可欠な要件であるとかかりに解しても、一応の市場が存在する以上、製造設備はいうまでもなく、棚卸資産（金融商品を除く）と排出クレジットとの

間の共通点は少なく、排出クレジットの取得を事業投資とみることに説得力が乏しいと思われる(すなわち、金融投資と事業投資という二分法に問題があるということになる)。なぜなら、排出クレジットは、金融商品ではない棚卸資産とは異なり、かなり定型化されており、代替性、均質性を有する点で、市場における取引に適した資産であり、また、広告宣伝や販売努力をすることによって売却することができるというタイプの資産ではなく、価格と数量に注目して売買が成立するという面が多い<sup>16)</sup>という重要な相違点が認められるからである。

以上に加えて、排出クレジットについて活発な市場が存在しないという前提事実の認識についても疑問が残らないわけではない。ヨーロッパにおいては、相当な取引が行われている市場が存在し<sup>17)</sup>、また、日本においても、金融商品取引法の下では、金融商品取引業者は排出枠に係る取引を行うことができるとされ、金融商品に近い位置づけが与えられることになっている<sup>18)</sup>。

しかも、排出クレジットを原資産とするデリバティブ取引が行われるとすると、そのデリバティブ取引に係る正味の債権及び債務は、「金融商品に関する会計基準」の下では時価で評価することが原則となると考えられる<sup>19)</sup>。この場合に、排出クレジット本体は時価評価しないということになるとミスマッチが生ずる可能性も生ずるのであり、排出クレジットに係るデリバティブ取引がなされるような場合には、実務対応報告第15号の1(2)は、排出クレジットについても市場価格が観念できると解して、時価による測定を認めているのであるから、会計処理の首尾一貫性を確保するという観点からは、排出クレジットについては時価による測定が原則とされるべきではないと思われる。

#### 4.4 実務対応報告第15号が指示する会計処理の問題点

実務対応報告第15号は、排出クレジットを、専ら第三者に販売する目的で取得する場合と、将来の自社使用を見込んで取得する場合との二つに分け、それぞれについて、他者から購入するときと出資を通じて取得するときの会計処理を示している。

##### 4.4.1 専ら第三者に販売する目的で排出クレジットを取得する場合の会計処理

実務対応報告第15号の3(1)は、他者から購入するときには、「通常の商品等の購入と同様の会計処理を行う。したがって、将来の一定時点で排出クレジットを購入することとした契約を締結した段階では取引を認識せず、引渡しを受けた段階で取引を認識する。引渡しを受けた排出クレジットについては、取得原価により棚卸資産として処理し、期末における正味売却価額が取得原価よりも下落している場合には、当該正味売却価額をもって貸借対照表価額とする。」としている。

たしかに、排出クレジットについて市場価格があると評価できない場合には、棚卸資産として、「企業会計基準第9号 棚卸資産の評価に関する会計基準」に従って処理することに合理性が認められようが、上述したように、排出クレジットをいわば商品として取得する企業は多くないのではないと思われるのみならず、排出クレジットにつき市場価格がないとは評価しにくい状況にある。したがって、このような実務指針の考え方には必ずしも説得力がないのではないと思われる。すなわち、「金融商品に関する会計基準」によれば、市場価格とは「市場において形成されている取引価格、気配又は指標その他の相場」をいい、「市場には公設の取引所及びこれに類する市場の他、随時、売買・換金等を行うことができる

取引システム等が含まれる」のであるから、排出クレジットにつき、一般的に、「市場価格」がないと解することには疑問が残るし、ましてや「時価を把握することが著しく困難と認められる」ことはさらに少ないであろう。

また、将来の一定時点で「排出クレジットを購入することとした契約を締結した段階では取引を認識」しないとしている点についても、購入契約の締結において、購入の対価額が定められている場合には、購入者が排出クレジットの時価の変動のリスクを負担するものであり、少なくとも、専ら第三者に販売する目的で取得する場合には、取引を認識するか、少なくとも、契約後においては時価の変動に応じて、排出クレジット取引損失引当金のような引当金の設定が求められると解すべきであろう。

なお、実務対応報告第15号の2(1)は、「今後、排出クレジットの活発な取引市場が整備され、……トレーディング目的で保有する棚卸資産として、市場価格に基づく価額をもって貸借対照表価額とし、帳簿価額との差額（評価差額）は当期の損益として処理することとなる（企業会計基準第9号「棚卸資産の評価に関する会計基準」第15項参照）」とし<sup>20)</sup>、市場価格があると認められる場合には、結果的には、売買目的有価証券と同様の会計処理をすることを示唆しているが、排出クレジットが当該企業にとって棚卸資産としての性質<sup>21)</sup>を有するような企業は少ないのではないかと思われ、棚卸資産と擬制して、排出クレジットの会計処理を考えることは必ずしも妥当ではないように思われる。

他方、実務対応報告第15号の3(2)は、プロジェクトを実施している会社等への出資を行い、排出クレジットを当初からその投資の目的として取得すること、または出資に付随して取得する場合には、「当該出資は、個別財務諸表上、金融商品

会計基準に従って会計処理する」とし、排出クレジットが分配された場合は、株主が現金以外の財産の分配（現物の分配）を受けた場合と同様であると考えられるため、「当初から排出クレジットでの分配を期待して出資している中で、排出クレジットの分配が行われた場合には、これまで保有していた出資の帳簿価額のうち実質的に引き換えられたものとみなされる額について、投資元本の帳簿価額から減額し、同額を分配された排出クレジットの取得原価として計上する」、「出資後に生じた利益の分配など、投資が継続しているとみなされる中で当該投資の成果として排出クレジットの分配が行われた場合には、分配された排出クレジットの時価をもって収益として計上する」ことが適当であるとしている。

そのうえで、「分配された排出クレジットについて、専ら第三者に販売する目的で取得する場合には棚卸資産として処理し、期末における正味売却価額が、当該取得原価よりも下落している場合には、当該正味売却価額をもって貸借対照表価額とする。」とする。

取得原価の測定については、「企業会計基準第7号 事業分離等に関する会計基準」の52項及び144項との整合性という観点から問題はないと思われるが、分配された排出クレジットの当初認識後の測定については、他者から購入するときと同様の問題点があるように思われる。

#### 4.4.2 将来の自社使用を見込んで排出クレジットを取得する場合の会計処理

実務対応報告第15号の4(1)は、将来の自社使用を見込んで排出クレジットを他者から購入する場合には、「無形固定資産」又は「投資その他の資産」の購入として会計処理を行う」とし、「取得した排出クレジットは、時間の経過による減価がないこと、及び陳腐化がないと考えられること

から、減価償却は行われませんが、「固定資産の減損に係る会計基準」の対象となる。」とする。

しかし、第1に、現在のところ、各個企業には排出量削減義務が課されておらず、そのような状況の下で、排出クレジットを営業の用に供するものととらえて無形固定資産とみることが適当とは思われない（上記4.2参照）。また、「投資その他の資産」として、固定資産にあたる論拠も明らかではない。

第2に、第1点と関連するが、排出量削減義務が課されていない以上、排出クレジットを（事実上）使用するかどうかは企業の任意に任されることになり、排出クレジットの取得原価を合理的に期間配分するための指標も存在しないし、実務対応報告第15号自体も述べるように減価償却の対象ともならないので、固定資産とすることは、いわば、損益操作の道具を与えることになるだけなのではないかという懸念を生じさせる。

第3に、実務対応報告第15号では、「固定資産の減損に係る会計基準」の「適用に際しては、第三者への売却可能性に基づく財産的価値を有していることに着目して資産計上されているため、他の資産とのグルーピングは適当でないと考えられる（企業会計基準適用指針第6号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」第8項参照）」（圏点一筆者）との指摘がなされている。このことは、結局、現在の法制の下では、会計上、排出クレジットは、基本的には売却目的で保有しているものとして取り扱い、実際に、資産として計上された排出クレジットが、自社の排出量削減に充てられた（具体的には、排出クレジットを国別登録簿（割当量口座簿）の政府保有口座へ償却を目的として移転した）時あるいは第三者に売却する可能性を消滅させた時に、排出クレジットの帳簿価額を費用として計上すれば足りることを論理的には導くのではないかと考えられる。

第4に、このように自社使用が確実でない場合に、排出クレジットの時価の（著しくない）下落を無視できるとすることは、金融資産や棚卸資産の評価との均衡を欠くし、利用せずに、最終的には第三者に売却することになるような資産について、時価の下落を反映しないことを許容することは、投資者に対して的確な財務情報を提供するという観点からも、企業における取引内容の十分な把握とリスク管理の徹底及び財務活動の成果の的確な把握のためにも適当ではない。したがって、排出クレジットは「固定資産の減損に係る会計基準」に従って減損損失を認識すれば足りるというような種類の資産とは考えられない。

第5に、排出クレジットについて「固定資産の減損に係る会計基準」を適用することが適当かという問題がある。まず、「固定資産の減損に係る会計基準」においては、「固定資産の減損とは、資産の収益性の低下により投資額の回収が見込めなくなった状態であり、減損処理とは、そのような場合に、一定の条件の下で回収可能性を反映させるように帳簿価額を減額する会計処理である。」と定義されているが、「帳簿価額の回収が見込めない場合であっても、過年度の回収額を考慮すれば投資期間全体を通じて投資額の回収が見込める場合もあり、また、過年度の減価償却などを修正したときには、修正後の帳簿価額の回収が見込める場合もあり得る」とされていることから明らかなように、本来、「固定資産の減損に係る会計基準」は当該固定資産を使用することによって投資額の全部または一部を回収するという特徴を有する固定資産の減損に関する基準であり、排出クレジットのように売却によって投資額を回収することになる蓋然性が高い資産についての基準ではないと考えられる。

そして、排出クレジットについては、「固定資産の減損に係る会計基準」及び企業会計基準適用

指針第6号が示す減損の兆候の多くは妥当しないし、そもそも、毎期、減損損失の認識を行うか否かを判定させても、排出クレジットからのキャッシュ・フローとして現実的なものは売却によるものであるとすれば（排出量削減義務が課されていない以上、使用価値を観念することは適当ではない）、実務上、過大な負担とはいえない。同様に、減損損失を認識すべきか否かの判定にあたって、割引前将来キャッシュ・フローの合計額を用いることを正当化できるような理論的根拠もないように思われる。

## 5. おわりに

### 5.1 現在の情報ニーズ—排出量削減義務が課されていない場合

ここまで検討してきたように、わが国においては、排出量削減義務が課されていない以上、事業活動における使用によるキャッシュ・フローは通常想定できない。したがって、排出クレジットは原則として棚卸資産または無形固定資産にはあたらず、投資目的の資産として、流動資産または投資その他の資産に該当するものと考えられる<sup>22)</sup>。

排出クレジットが、このように、使用によるキャッシュ・フローが想定されない資産であるとすると、もし、市場が存在するのであれば、時価が情報利用者にとって有用な情報であると考えられ、取得原価で測定し、減損損失を認識するというアプローチでは企業の財政状態を適正に示すためには不十分であるように思われる。また、排出量削減義務が課されていないことから、処分について事業上の制約はなく、自由に処分できることから、取得原価で測定するというアプローチによると、利益操作などが容易になり、企業の経営成績を適正に示すという点からも問題がある。

すなわち、企業会計審議会「金融商品に係る会

計基準の設定に関する意見書」（1999年1月22日）が「実質的に価格変動リスクを認める必要のない場合や直ちに売買・換金を行うことに事業遂行上等の制約がある場合」を除き、金融商品について「投資情報としても、企業の財務認識としても、……これを時価評価し適切に財務諸表に反映することが必要であると考えられる」という認識を示していたが、このような論理からは、金融商品であるか否かが時価評価が適切か否かを分けるのではなく、ある資産につき価格変動リスクが存在すること、その換価に事業遂行上の制約がないこと、及び時価による自由な換金・決済等が可能であることという特性を有しているのであれば、そのような資産については時価評価が適切でありうるといえるのではないかと思われる<sup>23)</sup>。もっとも、投資を通じて排出クレジットを取得するような場合には、プロジェクトが完成するまでは換価に事業遂行上の制約があるといえ、請負工事など同様の会計処理が妥当するとも考えられる。

企業が自主的に排出クレジットを国別登録簿（割当量口座簿）の政府保有口座へ償却を目的として移転するという可能性はあるが、その場合には移転した時点あるいは移転する約束等を撤回できない時点での帳簿価額で販売費及び一般管理費（一種の広告費あるいはCSRのための費用）を認識すれば足りるのであって、それ以前には、やはり、処分によってキャッシュ・フローを得ることができる以上、時価が有用な情報であると考えるのが自然なのではないかと思われる。

また、将来において、企業に排出量削減義務が課されるようになり、かつ、保有している排出クレジットをそのために用いることを決定した場合にも、その時点での帳簿価額で無形固定資産等に振り替えれば十分であると考えられる。

したがって、排出量削減義務が課されていない段階では、排出クレジットは、それを売却するこ

とができる市場が存在しているのであれば、時価で評価することが適当であると考えられる。他方、例外的に、市場が存在しないと考えられる場合には、利用も売却もできないのであるから、研究開発費と同様<sup>24)</sup>、排出クレジットは原則として資産計上すべきではなく、費用処理すべきであるとの考え方もあり得ようし、市場価格がなくとも、時価を把握することがきわめて困難である場合を除き、時価で評価することが有用な情報を提供すると考える余地もある<sup>25)</sup>。

## 5.2 将来の展望—排出量削減義務が課されるようになった場合

### 5.2.1 排出クレジットの資産区分

将来、わが国において、各個企業に排出量削減義務が課されるようになった場合には、排出クレジットは企業の事業活動にとって不可欠なものと考えられる。すなわち、事業活動を行ううえで規制対象ガスの排出が不可避である以上、貯蔵品などと同様、事業会社にとって、棚卸資産の性質を有すると解すべき場合が生じると考えられる。もっとも、ある排出クレジットがたとえば5年間の間に用いられることが予想されることもあり、そうであるとすれば、1年以内に用いられると予想される部分は棚卸資産、1年以内に用いられるとは予想されない場合には無形固定資産と分類することが適当であると思われる。

他方、自己の排出する規制対象ガスに対応するために取得したのではない排出クレジットは、広告宣伝のために用いるのであれ、処分によって利益を上げることを目的として取得したものであれ、流動資産に属するものと考えるのが穏当であろう。転売等を業とする企業にとってはなおさらである<sup>26)</sup>。

もっとも、投資を通じて排出クレジットを取得するような場合には、プロジェクトが完成するま

では建設仮勘定に近い性質を有するとも考えられる。

### 5.2.2 排出クレジットの評価

各個企業に排出量削減義務が課されるようになった場合には、何らかの形で、排出枠が各個企業に与えられるであろうが、その場合には、実務対応報告第15号が指示する会計処理方法によるのでは（もちろん、実務対応報告第15号はキャップ・アンド・トレードを想定していないのであるが）、おそらく、IFRIC解釈指針第3号と同じ問題がわが国でも生ずることになる。

なぜなら、これまでの伝統的な考え方に従えば、排出クレジットを取得原価（取得時の公正価値）で測定することになるが（「企業会計原則」第三、五F）、排出枠を引渡さなければならない義務（負債）は時価で測定しなければならないと考えられるため、資産と負債の間に「測定のミスマッチ」が生ずることになるからである。また、条件の課されていない（無条件）政府補助金はその受領時に損益として認識することが適当であるとすれば、政府等からの排出枠の付与が無条件政府補助金に該当する場合には、排出枠の付与による利益の認識時点と排出枠を引渡さなければならない負債の認識時点との間にミスマッチが生ずることになる。

資産と負債の間の「測定のミスマッチ」を回避するためには、双方を取得原価ベースで評価するか、時価ベースで評価する必要がある。ところが、負債を過去の取引または事象の結果として、報告主体が支配している経済的資源を放棄または引き渡す義務、またはその同等物をいうと定義すると<sup>27)</sup>、負債の帳簿価額は企業から流出が予想される経済的資源の大きさによって規定されるべきことになり、したがって、資産と負債の間の「測定のミスマッチ」を回避するためには、資産として

の排出クレジットも時価で測定されるのが適当であることになろう。たしかに、棚卸資産であると分類する場合には、低価法によって評価するのが他の棚卸資産の評価と整合的である。しかし、棚卸資産として分類される排出クレジットは排出枠の引渡し債務の履行のために用いられるか、その転売を目的として保有するものであり、前者の場合にはいわばヘッジ目的で排出クレジットを保有することと共通する面が認められるから時価ヘッジ会計を行っているとし、後者の場合にはトレーディング目的保有棚卸資産にあたることを考えることが可能であろう。

もっとも、投資を通じて排出クレジットを取得するような場合には、プロジェクトが完成するまでは換価に事業遂行上の制約があるといえ、建設仮勘定など同様の会計処理が妥当するとも考えられる。

他方、無条件政府補助金と評価されるような場合が現実に生ずるとすると、認識「タイミングのミスマッチ」については、政府補助金の会計処理としてどのような会計処理が適当であるかということも考察しなければならないが、この点については今後の検討課題としたい。

《注》

- 1) IFRIC 解釈指針第 3 号や EU 諸国の会計基準（または草案等）では、排出割当量あるいは排出枠という用語が使われているが、これは、キャップ・アンド・トレードを前提としているためであり、本稿では「排出枠」という語を用いる。他方、日本の会計基準に関する議論においては、実務対応報告第 15 号の用語法に従って、「排出クレジット」という語を用いるが、排出量の上限が定められる場合には、EU における「排出枠」あるいは「排出割当量」と実務対応報告第 15 号にいう「排出クレジット」とはほぼ同義であると考えられる。
- 2) 本稿において参照した、EU 諸国（拡大前のものに限っている）における排出枠に関する会計基準またはその草案等は以下のとおりである。  
オーストリア（ディスカッション・ペーパー）  
AFRAC, Bilanzierung von CO<sub>2</sub>-Emissionszertifikaten

gemäß österreichischem HGB

ベルギー

Avis CNC 179-01 - Traitement comptable des quotas d'émission de gaz à effet de serre

フランス

Conseil National de la Comptabilité, avis n° 2004-C du 23 mars 2004 du Comité d'urgence relatif à la comptabilisation des quotas d'émission de gaz à effet de serre dans les comptes individuels et consolidés

ドイツ

IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bilanzierung von Emissionsberechtigungen nach HGB (IDW RS HFA 15)

オランダ（草案）

Raad voor de Jaarverslaggeving, RJ-Uiting 2006-1: ontwerp-Interpretatie 'Verwerking van om niet verkregen en gekochte emissierechten'

ポルトガル

Comissão de Normalização Contabilística, Interpretação técnica n° 4, direitos de emissão de gases com efeito de estufa, - Contabilização das licenças de emissão

スペイン

Resolución de 8 de febrero de 2006 del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se aprueban normas para el registro, valoración e información de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero

イギリス（草案）

Draft UITF abstract, Emission rights (19 May 2003)（最終的なアブストラクトの公表は見送られた。Urgent Issues Task Force, Information Sheet, No.71, 3 December 2004）

- 3) もっとも、純額方式（Méthode nette）も認められている。
- 4) もっとも、無形資産であるとされている（会計基準 Tz. (4)）。
- 5) 会計基準 Tz. (5) und (6) .
- 6) オランダ（草案）の variant 1 及びイギリス（草案）の設例参照。
- 7) オランダ（草案）の再評価モデル (3.1) 及びイギリス（草案）（パラグラフ 6）では公正価値で測定することとされているが、市場における取得の場合には多くの場合、公正価値と取得原価とはほぼ一致するものと考えられる。
- 8) オーストリア（商法典 207 条 1 項）及びドイツ（商法典 253 条 3 項）においては棚卸資産について低価法が定められているし、フランス（Avis n° 2002-07 relatif à l'amortissement et à la dépréciation des actifs）やベルギー（articles 64 et 65, Arrêté royal du 30 janvier. 2001 portant exécution du Code des sociétés）においても一般的な減損会計が適用される。
- 9) FASB (2007a) も参照。
- 10) なお、Deloitte (2007 : 4 - 5) では、アメリカにおける会計処理について説明がなされており、排出枠は無形資産で

あり、財務会計基準第153号「非貨幣性資産の交換」の20 (b) が定める棚卸資産の例外は適用されず (FASB (2007a) も参照)、「商業上の実質」の規準に従って適切な会計処理をしなければならず、公正価値を付することが要求される場合もあり、減損認識の対象となり、また生産高比例法などによる償却が必要であるとの財務会計基準審議会のあるスタッフの見解があると紹介されている。これに対して、証券取引委員会のあるスタッフは排出枠を棚卸資産として会計処理できる場合があり、棚卸資産として処理すべき場合には、公正価値ヘッジによりヘッジ対象とされているときを除き、時価評価は許されない (低価法による) ことになるという見解を示していたとも紹介されている。

そして、2007年2月21日の財務会計基準審議会の会合では、6月末の会合において、ARB第43号についてのFASB Staff Positionに排出枠取引に関する会計処理についてのガイダンスを含めるか否かを決定する予定とされたが、6月27日の会合の議題とはされなかったし (FASB (2007b))、10月末までの段階では議題とされていない。

- 11) 排出クレジット (排出枠) の法的性格については、別稿で検討を加える予定であるが、たとえば、大塚 (2007) 参照。
- 12) また、金融庁総務企画局「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」の取扱いに関する留意事項について (財務諸表等規則ガイドライン) の27は、「規則第27条に規定するこれらに準ずる資産とは、水利権、版權、著作権、映画会社の原画権等をいう。」と定めている。
- 13) たとえば、村山 (1989: 184) 参照。
- 14) 「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」III 3及び四、「固定資産の減損に係る会計基準の設定に関する意見書」六など参照。
- 15) そもそも、事業投資と金融投資という二分法に問題があるのかもしれない。
- 16) もっとも、企業のCSRの一環として取得する場合などには、どのようなプロジェクトから得られた排出クレジットであるかが重要になろう。
- 17) European Climate Exchange (<http://www.europeanclimateexchange.com>)、Pownext (<http://www.pownext.fr>)、Nood Pool (<http://www.noodpool.no>)、EEX (<http://www.eex.de>) など。
- 18) 金融商品取引業等に関する内閣府令71条16号及び17号参照。算定割当量 (地球温暖化対策の推進に関する法律 (平成10年法律第117号) 第2条第6項に規定する算定割当量その他これに類似するもの) という用語が用いられている。
- 19) 「日本公認会計士協会会計制度委員会報告第14号 金融商品会計に関する実務指針」6項、16項、17項及び138項も参照。
- 20) 「企業が金融投資としての取引を行う場合には」という限定を付しているが、第三者に転売する目的で排出クレジットを取得する場合であって、その転売のために特段の販売努力を要しない場合には、製造設備などに対する投資とは全く異なり、事業投資の性質を有すると解することはきわめて不自然であるように思われる。
- 21) たとえば、企業会計審議会「企業会計原則と関係諸法令と

の調整に関する連続意見書第四 棚卸資産の評価について」では、棚卸資産とは通常の営業過程において販売するために保有する財貨または用役、販売を目的として現に製造中の財貨または用役、販売目的の財貨または用役を生産するために短期間に消費されるべき財貨及び販売活動および一般管理活動において短期間に消費されるべき財貨であるとされていた。また、「企業会計基準第9号 棚卸資産の評価に関する会計基準」の第3項によれば、棚卸資産は、商品、製品、半製品、原材料、仕掛品等の資産であり、企業がその営業目的を達成するために所有し、かつ、売却を予定する資産のほか、売却を予定しない資産であっても、販売活動及び一般管理活動において短期間に消費される事務用消耗品等も含まれる」とされている。したがって、大部分の企業にとっては、排出クレジットは棚卸資産の性質を有しないのではないかと考えられる。

- 22) もっとも、環境保護のために熱心な企業であることをアピールするという観点からなした、排出クレジット取得のための支出が広告宣伝費にあたることはありえよう。しかし、これは、当該排出クレジットを処分することができない場合に妥当するものである。
- 23) 企業会計基準委員会「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」(2006年12月) 第4章第45項参照。
- 24) 企業会計審議会「研究開発費等に係る会計基準」(1998年3月13日) 三参照。
- 25) 企業会計基準公開草案第19号「金融商品に関する会計基準 (案)」(2007年7月20日) は、「市場価格のない有価証券」に代えて「時価を把握することが極めて困難と認められる有価証券」という概念を導入しており、市場価格がなくとも、時価評価することに有用性が認められる場合があることを前提としていると解される (81-2項参照)。
- 26) フランスの会計基準の2. 参照。
- 27) 企業会計基準委員会「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」第3章第5項。

#### ＜参考文献＞

- Accounting Regulatory Committee (ARC), 2005. Summary record, Meeting of the Accounting Regulatory Committee and Contact Committee of 8 July 2005  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/arc/2005-07-08-summary-record-rev\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/arc/2005-07-08-summary-record-rev_en.pdf)>.
- Deloitte, 2007. Accounting for Emission Rights  
<[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/us\\_er\\_Accounting%20ForEmission%20Rights\\_0220\\_2007.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/us_er_Accounting%20ForEmission%20Rights_0220_2007.pdf)>.
- European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), 2005. Adoption of IFRIC 3 Emission Rights  
<[http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/ias/efrag/efrag-2005-05-endorsement-letter\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/ias/efrag/efrag-2005-05-endorsement-letter_en.pdf)>.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), 2007a. Project Updates, Emission Allowances, History and

- Background  
<[http://72.3.243.42/project/emission\\_allowances.shtml](http://72.3.243.42/project/emission_allowances.shtml)>.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), 2007b.  
Action Alert No. 07-25  
<<http://72.3.243.42/action/aa062107.shtml>>.
- International Accounting Standards Board (IASB), 2005a.  
IASB withdraws IFRIC Interpretation on Emission Rights  
(July 2005)  
<<http://www.iasplus.com/pressrel/0507withdrawifric3.pdf>>.
- International Accounting Standards Board (IASB), 2005b.  
Information for Observers (September 2005)  
<<http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/60DC6B72-3E84-4058-B615-A3AC3688BB2D/0/AgendaProposalEmissionsTradingAgendaPaper8.pdf>>.
- 大塚直, 2007. 「論点講座 環境法の新展開 (15) 地球温暖化対策としての排出枠取引制度」『法学教室』320号, 88-99.
- 村山徳五郎 (監修), 1989. 『制度会計・法会計の実務』, 中央経済社.

# 社債市場における会計発生高と 債務不履行リスクの評価\*

*Pricing of the Information in Accounting Accruals and Default Risk:  
Evidence from Japanese Corporate Bond Market*

須 田 一 幸 (早稲田大学 教授)

*Kazuyuki Suda, Waseda University*

竹 原 均 (早稲田大学 教授)

*Hitoshi Takehara, Waseda University*

2007年6月4日受付；2007年10月10日改訂稿受付；2007年10月24日論文受理

## 要 約

本研究では、オプションアプローチにより債務不履行リスクを推定し、債務不履行リスクと会計発生高および社債のクレジットスプレッドの三者関係を実証分析する。ある先行研究によれば、会計発生高は債務不履行リスクのエクスポージャーとして位置づけられるが、われわれの実証分析の結果によれば、債務不履行リスクと会計発生高はクレジットスプレッドについて、それぞれ増分情報内容を有している。この結果は、会計発生高の中に債務不履行リスクと異なる情報内容が存在し、会計発生高が債務不履行リスクの単なるエクスポージャーではない、ということを示唆している。さらに本研究では、会計発生高とクレジットスプレッドに正の相関があることを明らかにした。会計発生高が利益の質を反映すると仮定すれば、この結果は、会計発生高が多く利益の質が低い企業の社債ほど、クレジットスプレッドが大きいということを示している。

## Summary

We use option pricing model to compute default risk for individual firms listed on the Tokyo Stock Exchange, and examine the relationship among the accounting accruals, default risk and credit spread in the corporate bond market. Contrary to some recent studies which conclude that accounting accruals represent exposure to the default risk, we obtained the result that accounting accruals provide incremental information content beyond the default risk. We also found that there exists positive correlation between accounting accruals and credit risk. If we can assume that the accounting accruals represent the quality of accounting earnings, these results suggest that the credit spread becomes larger for the lower earnings quality firm.

## 1. 問題の提示

Sloan (1996) が株式市場における会計発生高アノマリー (accruals anomaly) の存在を指摘し

て以来、その解釈をめぐって多くの実証研究が行われている。Xie(2001)は、異常会計発生高の持続性を投資家が過大評価しているという証拠を提示し、会計発生高アノマリーについてミスプライ

\*本稿は、ディスクロージャー研究会第8回年次大会(早稲田大学)における発表論文を加筆・修正したものである。著者は薄井彰先生(早稲田大学)、太田浩司先生(武蔵大学)、大日方隆先生(東京大学)、森平爽一郎先生(早稲田大学)、ならびに匿名のレフェリーの方々からいただいたコメントに深く感謝する。

シング説を唱えた。Hershleifer, Hou and Teoh (2006) は、投資家の非合理的な行動を示す証拠を得て、ミスプライシング説の立場で会計発生高アノマリーを説明した。

これに対して、Zach (2004)、Ng (2005)、Khan (2005)、Zhang (2005)、および Francis, LaFond, Olsson and Schipper (2005) は、ミスプライシング説と矛盾する調査結果を示し、会計発生高アノマリーをリスクプレミアムとして説明することが可能であると論じた。たとえば Francis, Lafond, Olsson, and Schipper (2005) は、Dechow and Dichev (2002) に依拠して会計発生高の質 (accruals quality: AQ) を推定し<sup>1)</sup>、AQが小さい企業ほど、負債コストと自己資本コストが大きいという結果を得た。そして彼女らは、AQが情報リスクの代理変数であり、リスク・ファクターとして扱われるべきだと主張した。

Ng (2005) は、会計発生高は企業の債務不履行リスクの代理変数であるという仮説を設定し、アメリカ企業について、会計発生高と債務不履行リスクおよび異常リターンの関係を分析した。その結果、(1)会計発生高と債務不履行リスクの間には負の相関が存在する、(2)会計発生高が小さい銘柄群を購入し、会計発生高が大きい銘柄群を売却する投資戦略から得られる異常リターン (すなわち会計発生高アノマリー) は、債務不履行リスクを受け入れたことに対するプレミアムとして合理的に説明できる、と主張した。もし会計発生高アノマリーが、債務不履行リスクを受け入れたことに対するプレミアムと考えられるならば、会計発生高アノマリーは効率的市場仮説と矛盾することなく説明されるであろう。

日本企業について、債務不履行リスクと会計発生高の関係を調査した研究としては、須田・乙政・浅野 (2004) と浅野・首藤 (2004)、および Hung and Takehara (2004) が挙げられる。須田・

乙政・浅野 (2004) と浅野・首藤 (2004) は、倒産企業による会計手続き選択と異常会計発生高について分析した。Hung and Takehara (2004) は、オプションアプローチを用いて期待債務不履行確率 (Expected Default Probability: EDP) を推定し、EDPと異常会計発生高の時系列について相互関係を検証した。これらの研究では、倒産の4～5年前における異常会計発生高は大きな正の値であるが、倒産の直前に異常会計発生高は急減するということが観察された。すなわち、倒産企業などに限定すれば、異常会計発生高と債務不履行リスクの間に負の相関関係が存在することを示唆しており、この点では Ng (2005) の結果と整合している。しかし、財政状態が悪化していない企業における異常会計発生高と債務不履行リスクの一般的関係は解明されていない。さらに日本では、債務不履行リスクを与件とした場合に異常会計発生高が株式リターンに及ぼす影響が未だ明らかにされていない。

本研究では、日本の社債市場を対象にして、異常会計発生高と債務不履行リスクと社債の対国債イールドスプレッド (クレジットスプレッド) の三者関係を分析する。<sup>2)</sup> 第1に、オプションアプローチにより日本企業の債務不履行リスクを推定し、債務不履行リスクと異常会計発生高の一般的な関係を確認する。第2に、異常会計発生高と債務不履行リスクがクレジットスプレッドに及ぼす影響を考察する。つまり、社債市場における会計発生高と債務不履行リスクのプライシングを分析する。

クレジットスプレッドが社債投資家のリターンを代理していると考えれば、本研究は、異常会計発生高と債務不履行リスクが社債リターンに及ぼす影響を調査することになる。この調査結果は、異常会計発生高と債務不履行リスクが株式リターンに及ぼす影響を分析する際、多くの示唆を提供

するであろう。しかも、本研究は、異常会計発生高と債務不履行リスクが株式リターンに及ぼす影響を分析するよりも、ノイズの少ない結果をもたらすと思われる。なぜなら、債務不履行リスクと株式リターンの関係を究明するには、債務不履行リスク以外のリスクファクターを数多く考慮しなければならないが、債務不履行リスクとクレジットスプレッドの関係は直接的であり、その直接的関係の中で会計発生高の影響を観察することができるからである。

以下では、第2節において、オプションアプローチに基づき債務不履行リスクを推定する。第3節では、分析に使用する変数の定義を示し、変数相互の相関関係を分析する。第4節においては、クレジットスプレッドを被説明変数、債務不履行リスクと異常会計発生高などを説明変数にした回帰分析を実施する。そして第5節では、債務不履行リスクと異常会計発生高について、各々を所与とした場合の増分情報内容を検証する。第6節では、結論とその解釈を示し、今後の研究課題を指摘する。

## 2. オプションアプローチによる債務不履行リスクの推定

### 2.1 債務不履行リスクの推定方法

企業の債務不履行リスクを推定する方法として、(1)会計情報などから財務比率を計算し、複数の財務比率をモデルに組み込む方法と、(2)オプションアプローチにより株価情報から期待債務不履行確率 (EDP) を推定する方法があげられる。Altman (1968) と Ohlson (1980) は、前者の方法を適用した代表的な研究である。後者の方法を用いた研究には、Vassalou and Xing (2004) と Hillegeist, Keating, Cram and Lundstedt (2004) がある。日本市場について後者の方法を適用した

研究として、森平・齋藤 (1998) があげられる。

会計情報を使用する方法は、過去のデータに依拠しているため、推定された債務不履行リスクが直近の財務内容を反映していない、という欠点を持つ (Vassalou and Xing, 2004)。そこで、森平・齋藤 (1998) と Vassalou and Xing (2004) および Hillegeist, Keating, Cram and Lundstedt (2004) (以後、HKCL (2004) と略記する) は、Black and Scholes (1973) と Merton (1974) のオプションアプローチに基づき、直近の株価データを用いて EDP を推定した。その EDP が債務不履行リスクの尺度になる。

われわれの目的は、会計発生高と債務不履行リスクがクレジットスプレッドに及ぼす影響を分析することにある。そのためには、会計発生高と債務不履行リスクを明確に区別しなければならない。したがって本稿では、債務不履行リスクを数値化する方法として、オプションアプローチで EDP を推定する方法を採用する。なぜなら、会計情報を用いて債務不履行リスクを数値化すると、その数値が会計発生高に影響されている可能性が考えられるからである。しかし、EDP を推定する方法として、森平・齋藤 (1998) と Vassalou and Xing (2004) および HKCL (2004) のいずれが最適なのかは、にわかに判断がつかない。そこで本研究では、最初に、3つの方法で EDP を推定し、その結果を比較することにした。比較分析の結果を待って、採択すべき EDP を決定する。

### 2.2 Vassalou and Xing (2004) と HKCL (2004) および森平・齋藤 (1998) の概要

Vassalou and Xing (2004) と HKCL (2004) および森平・齋藤 (1998) の違いは、企業の総資産価値  $V_A$ 、資産価値ドリフト項  $\mu_A$ 、そして資産ボラティリティー  $\sigma_A$  の推定方法にある。いず

れも、直接観察することはできない変数である。したがって、推定方法の優劣をアприオリに決定することは困難であり、その判断は実証の結果に委ねられる。

ここで、 $X$ を負債額、 $T$ を債務不履行リスクの評価期間とすれば、EDP推定値は、以下の(1)式で与えられる。(ここで $N(\cdot)$ は標準正規分布の確率分布関数である。)

$$EDP = N\left(-\frac{\ln(V_A/X) + (\mu_A - (\sigma_A^2/2)T)}{\sigma_A\sqrt{T}}\right) \quad (1)$$

Vassalou and Xing (2004) では、コールオプション価格評価式

$$\begin{aligned} V_E &= V_A N(d_1) - X e^{-r_f t} N(d_2), \\ d_1 &= \frac{\ln(V_A/X) + (\mu_A + (\sigma_A^2/2)T)}{\sigma_A\sqrt{T}}, \\ d_2 &= d_1 - \sigma_A\sqrt{T}. \end{aligned} \quad (2)$$

を用いてパラメータ推定を行う。ただしここで $V_E$ を株主資本、 $\sigma_E$ を株主資本のボラティリティー、 $\mu_E$ を株主資本のドリフト、 $r_f$ を無危険利子率とする。 $\sigma_A$ の初期値として過去1年の株価ボラティリティー、 $V_E$ の推定値として日次で計測された株式時価総額を使用し、非線形方程式(2)から、過去1年のすべての営業日について、 $V_A$ の推定値を求める。この過去1年の $V_A$ の系列から、その標準偏差を求め、次の反復での $\sigma_A$ の推定値とする。以降、 $\sigma_A$ が一定値に収束したとみなされるまでこの反復を繰り返す。そして最終的に得られた $V_A$ の推定値時系列(日次過去1年)から日次対数収益率を求め、これを資産のドリフト $\mu_A$ の推定値とする。

次に、HKCL (2004) では、最適ヘッジ方程式

$$\sigma_E = \frac{V_A N(d_1)}{V_E} \sigma_A \quad (3)$$

と、コールオプション評価式(2)からなる、2元非

線形方程式を解くことにより、 $V_A$ 、および $\sigma_A$ を求める<sup>3)</sup>。これをすべての会計年度について繰り返すことにより、会計年度 $t-1$ での推定値 $V_A(t-1)$ 、年度 $t$ での推定値 $V_A(t)$ より、資産ドリフト $\mu_A$ を

$$\mu_A(t) = \max\left[\frac{V_A(t) - V_A(t-1)}{V_A(t-1)}, r_f\right] \quad (4)$$

で与える。HKCL (2004) はVassalou and Xing (2004) に言及し、資産価値ドリフト $\mu_A$ が負となることが欠点であると指摘している。そこで(4)式で推定資産価値 $V_A$ の成長率と無危険利子率の最大値をとることにより、資産ドリフト $\mu_A$ が正であることを保証したと述べている。しかし、業績不振に陥った結果として株主資本が毀損することにより、ドリフト $\mu_A$ は負の値になることが想定される。このため(4)式のドリフトに関する処理を行ったHKCL (2004) の方法は、常にEDPを過小評価することになる。

最後に森平・齋藤 (1998) の方法では、負債ドリフト $\mu_B$ が既知であることを仮定し、資産、株主資本、負債ドリフト間に、

$$\mu_A = \frac{V_E}{V_A} \mu_E + \left(1 - \frac{V_E}{V_A}\right) \mu_B \quad (5)$$

の関係が存在すると仮定する。そしてコールオプション評価式(2)、最適ヘッジ方程式(3)、および上記(5)式からなる3元非線形方程式を解くことにより、パラメータ( $V_A$ ,  $\mu_A$ ,  $\sigma_A$ )を同時に求める<sup>4)</sup>。Vassalou and Xing (2004) による推定では、過去1年間のすべての営業日でコールオプション方程式を解く必要があり、HKCL (2004) でも、評価時点とその1年前の資産価値評価から資産ドリフトが計算される。これに対して、森平・齋藤 (1998) の方法では、最新の価格情報に大きく依存してパラメータが推定される。

### 2.3 EDPの推定結果

われわれは、前記3種類の方法を用いてEDPを推定した。その際、初期入力パラメータを統一することにより、できるだけ推定結果が比較可能となるように努めた。株主資本ボラティリティー $\sigma_E$ と株主資本ドリフト $\mu_E$ は、過去1年間の配当修正株価対数収益率を用いて推定した。日次株式収益率は「日経ポートフォリオマスター日次株式収益率データ」を使用した。同データは1977年1月から採録されているが、本研究では1979年1月～2005年12月の期間について月次のEDPを推定した。それは、(1)初期入力パラメータである株主資本ドリフトの計算に1年分の日次データが必要である、(2)HKCL (2004) の(4)式による資産ドリフトの推定に2期分の資産価値の推定値が必要である、という理由による。3つの方法と

も、オプション満期 $T$ に1年を適用しているので、本研究でも1年のオプション満期を設定した。負債価値 $X$ は、企業の有利子負債合計にしている<sup>5)</sup>。

EDPの推定は、東京証券取引所の全上場企業（金融業を含む）について行った。結果的にEDPの推定に成功した<sup>6)</sup>企業数は、年度ごとに異なる。1979年1月が最少で1,476社、2004年12月が最多となり2,567社であった。推定した月次EDPを全企業に対して単純平均を取り、これを‘Aggregate Default Likelihood Indicator’ (ADLI) と呼ぶ (Vassalou and Xing, 2004)。3種類の推定方法によりADLIを計測した結果が、図1に示されている<sup>7)</sup>。

図1を見れば、(1)森平・齋藤 (1998) によるADLIが概ね一貫して中位に位置している、(2)HKCL (2004) によるADLIは常に最低の水準に

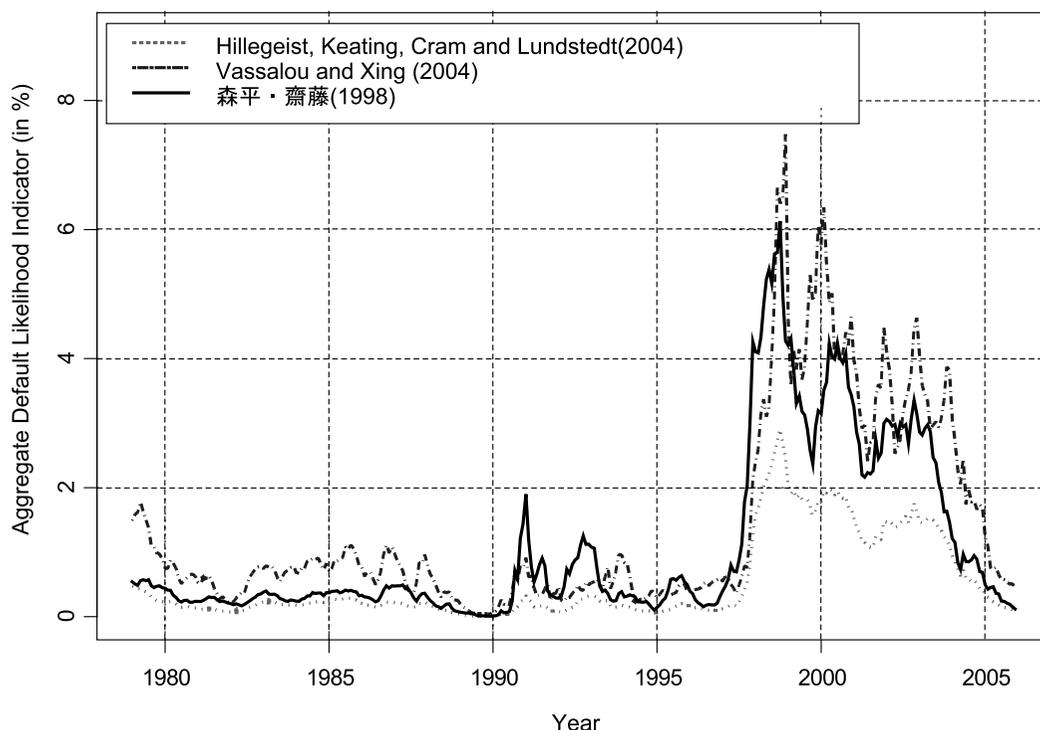


図1. Aggregate Default Likelihood Indicatorの推移

ある、(3)Vassalou and Xing (2004) によるADLIは最も高水準で推移していることが分かる。すでに指摘したように、HKCL (2004) は、資産価値ドリフトが無危険資産利子率以上となるように(4)式で調整しているため、EDPは過小評価されがちである。その傾向は図1に明確に現れている。また1990年以降における株価バブルの崩壊や、1995年以降における株価低迷の局面でも、ADLIの動きが極めて鈍い。したがって、HKCL (2004) の推定方法における理論的な問題点が、実際に推定されたADLIの時系列に表れていると言えよう。

Vassalou and Xing (2004) と森平・齋藤 (1998) によるADLIを比較した場合、1990年代前半を除いてVassalou and Xing (2004) の方が高いADLIになっている。一般にVassalou and Xing (2004) のADLIは、ボラティリティー変化の影響を強く受け、森平・齋藤 (1998) のADLIは、資産価値ドリフト変化の影響を強く受ける。いずれの手法を用いるべきかは、判断の分かれるところであろう。しかしわれわれは、(1)財政難に陥った企業が比較的少なかった1980年代にVassalou and Xing (2004) のADLIは相対的に高水準である、(2)Vassalou and Xing (2004) のADLIは、経済環境が急速に変化している時に、相対的に反応が遅れがちであるという理由から、Vassalou and Xing (2004) よりも森平・齋藤 (1998) の方法が優れていると考えた。したがって、本稿における以後の分析においては、森平・齋藤 (1998) に基づいて推定したEDPを使用する。ただし、われわれはVassalou and Xing (2004) の方法を用いた検証も併せて実施しており、本稿で示した結論がEDPの推定方法に左右されないことを確認している点に注意されたい。

### 3. 変数の測定と相関分析

#### 3.1 変数の定義と記述統計量

われわれは、会計発生高と債務不履行リスクと社債のクレジットスプレッドの三者関係を分析する。分析対象企業は、(1)1997~2004年に社債を発行した企業、(2)決算日が3月末日の東証上場企業(金融業を除く)、(3)会計発生高と異常会計発生高、債務不履行リスクおよび後述する制御変数のすべてが測定可能な企業である。この条件を満たした企業は281社であった。ただし同一企業が1997~2004年に複数回、社債を発行したときは、それを独立したサンプルとして扱っている。その結果、延べのサンプルは1,880銘柄になった。

債務不履行リスクを示す変数は、森平・齋藤 (1998) の方法で推定したEDPを使用する。クレジットスプレッドは、「アイ・エヌ公社債データベース」より取得した。会計発生高 (accruals, ACC) は須田・竹原 (2005) と同様の方法で測定し、さらにKasznik (1999) で提案されたCFO修正ジョーンズモデルを用いて、会計発生高を正常会計発生高 (normal accruals, NAC) と異常会計発生高 (abnormal accruals, ABNAC) に分解する。いずれの数値も標準化のため、期首の総資産額で除す。それぞれの測定に必要なデータは日経NEEDSデータベース(一般企業本決算データ、連結財務)から入手した。

会計発生高と債務不履行リスクがクレジットスプレッドに与えた影響を抽出するには、クレジットスプレッドを左右する他の要素を制御しなければならない。たとえば、社債の発行条件や起債会社の財務内容がクレジットスプレッドを左右するであろう。Sengupta (1998) と須田・太田・首藤 (2004) は、そのような要素を制御変数として処理した上で、ディスクロージャーの質と負債コストの関係を分析した。われわれもSengupta

表1. 制御変数、債務不履行リスク、会計発生高の分布特性

	Mean	S.D.	5%ile	25%ile	Median	75%ile	95%ile
Spread	59.363	46.145	7.950	20.375	48.500	88.000	149.050
LSize	9.579	0.745	8.517	9.210	9.210	9.903	10.820
Mature	7.701	4.354	3.005	5.005	7.005	10.008	19.984
Call	0.001	0.023	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
LEV	2.438	2.896	0.279	0.871	1.838	2.998	6.975
Margin	3.202	4.724	-0.967	0.724	2.281	4.005	15.033
Times	5.626	11.416	0.407	1.333	1.884	3.842	50.000
LAsset	14.299	1.247	12.033	13.343	14.351	15.292	16.444
Volatility	2.394	0.913	0.975	1.662	2.375	3.046	3.913
ACC	-4.276	5.396	-11.319	-7.020	-4.481	-1.714	4.898
NAC	-4.745	4.633	-12.018	-7.159	-4.457	-2.017	1.493
ABNAC	0.469	4.004	-4.393	-1.210	0.325	1.702	6.449
EDP	1.417	2.631	0.000	0.000	0.095	1.678	7.101

(注) Spreadは社債発行時対国債イールドスプレッド、LSizeは社債発行額（単位100万円）対数値、Matureは償還期限、Callはコール条項がある場合に1とするダミー変数、LEVは有利子負債合計/株式時価総額、Marginは特別損益控除前当期純利益/売上高（単位%）、Timesは（特別損益控除前当期利益+支払利息）/支払利息、LAssetは総資産対数値、Volatilityは月次収益率ボラティリティ（過去60ヶ月、最小24ヶ月、単位は%）、EDPはオプションアプローチを使用して推定された期待債務不履行確率（Expected Default Probability）、ACCは会計発生高、NAC、ABNACはCFO修正ジョーンズモデルの下で測定された正常会計発生高と異常会計発生高。会計発生高とその構成要素については対総資産の比率をパーセントで表示。Meanは平均、S.D.は標準偏差、以降の各列は分布の5, 25, 50, 75, 95パーセンタイル点を示す。

(1998)と須田・太田・首藤(2004)に基づき、以下のような変数を制御変数として使用する。すなわち、社債発行額対数値(LSize)、社債の償還期限(Mature)、コール条項がある場合を1とするダミー変数(Call)、有利子負債合計/株式時価総額(LEV)、特別損益控除前当期純利益/売上高(Margin)、インタレスト・カバレッジ・レシオ(Times)、総資産対数値(LAsset)、株式収益率ボラティリティ(Volatility)の合計8変数である。これらの変数は、社債の格付けの代理変数にもなり得ることが明らかにされている(Sengupta, 1998および須田・太田・首藤, 2004)。

本研究では、3月決算企業が分析対象になっているので、その財務諸表が利用可能になるのは6月末である。したがって、4月1日から6月末までの間に起債したサンプルの場合、Lev、

Margin、Times、LAsset、ACC、NAC、ABNACは、前々年度の財務諸表の数値から算定される。7月1日以降に起債したサンプルの場合は、前年度の財務諸表から各々の値が計算される。またEDPについては、起債月末時点で推定された数値を使用している。Volatilityについても、起債月末時点を基準にした過去60ヶ月ヒストリカルボラティリティが計算される(ただし24ヶ月以上データが存在する場合にのみVolatilityが計算される)。

上記の変数に関する記述統計量を表1に示した<sup>8)</sup>。クレジットスプレッド(Spread)の平均値は59.363(ベースポイント、BP)であり、中央値は48.500である。さらに、75パーセンタイルと95パーセンタイルの値から推察すると、クレジットスプレッドの分布は右側のテールが厚くな

っていると考えられる。LSizeは社債発行額（単位100万円）の対数値であり、平均値9.579は約150億円に相当する。他の社債に関する記述統計量を見ると、社債の償還期限は平均7～8年であり、起債会社は大企業（資産総額平均が1兆6200億円程度）が多く、利息支払いのために十分な利益を計上していることが分かる。

会計発生高（ACC）と正常会計発生高（NAC）の平均値と中央値は、いずれも－5%弱となっている。日本企業の場合、多額の減価償却費が原因となり、会計発生高は負になる場合が多いと指摘されている（Kubota, Suda and Takehara, 2005）が、ここでもその事実が追認された。異常会計発生高（ABNAC）は回帰式の残差として計算されるので、推定時の全サンプルにおける平均は0になることが期待される。しかし表1では、平均値と中央値のいずれも正の値となっている。これは、起債時に利益増加型の調整が行われたことを示しているかもしれない。

期待債務不履行確率（EDP）の平均値は1.417%である。サンプル企業の多くが大企業であり、相当の利益を計上していることを勘案すると、このEDPの平均値はやや高いように思われる。しかし、中央値と75パーセントイルおよび95パーセントイルが、それぞれ0.095、1.678および7.101であることを考えれば、一部企業群の極端に大きいEDPが、やや高めの平均値をもたらしたと言えよう。一方、図1に示されている2000年前後のADLIの水準と比較した場合、表1におけるEDPの平均値は、かなり低い水準にあると思われる。これは、サンプルの相違に起因している。すなわち、表1のサンプルは起債会社に限定され、かつ金融業が除外されているが、新規に社債を発行できる企業は、一般にEDPが小さいと考えられる。

### 3.2 変数の相関

すでに紹介したようにNg（2005）は、会計発生高と債務不履行リスクの間に負の相関があることを示した。そして、会計発生高と将来の株式リターンにおける負の相関は、債務不履行リスクを受け入れたことによるリスクプレミアムとして解釈された。これをわれわれの分析に当てはめれば、第1に、会計発生高とEDPの間に負の相関があると予想される。第2に、株式市場と同様に社債市場でも、低水準の会計発生高を計上した企業にリスクプレミアムが与えられ、会計発生高とクレジットスプレッドの間に負の相関が観察される、と推測される。

これに対してCrabtree and Maher（2005）は、社債のクレジットスプレッドと利益予測可能性の関係を分析し、利益の予測可能性が高い企業の社債ほど、クレジットスプレッドが小さいことを明らかにした。異常会計発生高の大きい利益は持続性がなく、予測可能性は低いと考えられる。したがって、異常会計発生高の大きい企業の社債ほど、クレジットスプレッドは大きくなると予想される。

Fransis, Lafond, Olsson and Schipper（2005）は、Dechow and Dichev（2002）に基づき会計発生高の質（accruals quality：AQ）を測定し、AQが低い企業ほど負債コスト（支払利息/有利子負債）は大きい、という証拠を提示した。異常会計発生高が大きければAQは低くなるので、異常会計発生高が大きい企業ほど、負債コストは大きくなると推測される。異常会計発生高と負債コストの間にこのような関係があるのならば、異常会計発生高とクレジットスプレッドについて同様の関係を想定しても、不自然ではないであろう。

このように、Ng（2005）の結果から類推すると、会計発生高とEDPの間に負の相関が想定され、さらに、会計発生高とクレジットスプレッドの間

表2. 変数間の相関係数

Panel A. 変数間のピアソン相関係数													
	Spread	LSize	Mature	Call	LEV	Margin	Times	LAsset	Volatility	ACC	NAC	ABNAC	EDP
Spread	0.000	0.000	0.000	0.347	0.000	0.102	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
LSize	-0.401	0.000	0.000	0.621	0.000	0.043	0.122	0.000	0.000	0.000	0.001	0.273	0.000
Mature	-0.320	0.276	0.000	0.615	0.000	0.107	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.134	0.000
Call	-0.022	-0.011	-0.012	0.004	0.863	0.528	0.702	0.216	0.201	0.622	0.506	0.917	0.590
LEV	0.152	-0.105	-0.131	0.004	0.000	0.000	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Margin	0.038	0.047	0.037	-0.015	-0.135	0.000	0.000	0.844	0.034	0.000	0.990	0.000	0.008
Times	0.145	-0.036	-0.126	-0.009	-0.054	0.805	0.000	0.000	0.000	0.000	0.839	0.000	0.212
LAsset	-0.387	0.640	0.286	0.029	0.212	-0.005	-0.083	0.000	0.000	0.000	0.000	0.296	0.000
Volatility	0.600	-0.349	-0.392	-0.029	0.125	0.049	0.195	-0.257	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
ACC	0.288	-0.086	-0.086	0.011	-0.298	0.292	0.290	-0.087	0.187	0.000	0.000	0.000	0.000
NAC	0.237	-0.079	-0.070	0.015	-0.274	0.000	-0.005	-0.081	0.111	0.691	0.000	0.000	0.161
ABNAC	0.114	-0.025	-0.035	-0.002	-0.084	0.394	0.396	-0.024	0.123	0.548	-0.226	0.000	0.000
EDP	0.528	-0.257	-0.281	-0.012	0.353	-0.061	0.029	-0.081	0.716	0.103	0.032	0.102	0.000

(注) 変数の定義、略称は表1と同一。対角線の下部分が相関係数。右上部分にピアソン相関についてのt値に対応する有意確率 (p-value) を示す。

Panel B. 変数間のスピアマン順位相関係数													
	Spread	LSize	Mature	Call	LEV	Margin	Times	LAsset	Volatility	ACC	NAC	ABNAC	EDP
Spread	0.000	0.000	0.000	0.277	0.263	0.000	0.753	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000
LSize	-0.447	0.000	0.000	0.575	0.027	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.821	0.000
Mature	-0.358	0.299	0.000	0.758	0.002	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.194	0.000
Call	-0.025	-0.013	-0.007	0.000	0.422	0.225	0.328	0.137	0.181	0.374	0.352	0.830	0.239
LEV	0.026	0.051	-0.073	0.019	0.000	0.000	0.000	0.000	0.345	0.000	0.000	0.000	0.000
Margin	-0.282	0.134	0.105	-0.028	-0.171	0.000	0.000	0.308	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000
Times	-0.007	-0.146	-0.131	-0.023	-0.361	0.683	0.000	0.000	0.000	0.012	0.115	0.010	0.331
LAsset	-0.417	0.610	0.272	0.034	0.392	0.023	-0.282	0.000	0.000	0.000	0.000	0.942	0.000
Volatility	0.627	-0.381	-0.393	-0.031	-0.022	-0.198	0.152	-0.251	0.000	0.000	0.000	0.189	0.000
ACC	0.331	-0.184	-0.110	0.021	-0.201	-0.079	0.058	-0.125	0.247	0.000	0.000	0.000	0.000
NAC	0.299	-0.177	-0.122	0.021	-0.266	-0.178	0.036	-0.124	0.243	0.719	0.000	0.000	0.000
ABNAC	0.076	-0.005	-0.030	-0.005	0.083	0.104	0.060	0.002	0.030	0.480	-0.126	0.000	0.000
EDP	0.596	-0.356	-0.362	-0.027	0.345	-0.255	-0.022	-0.106	0.872	0.193	0.153	0.085	0.000

(注) 変数の定義、略称は表1と同一。対角線の下部分はスピアマン相関係数。右上部分にスピアマン相関についてのz値に対応する有意確率 (p-value) を示す。

にも負の相関があると予想される。他方、Crabtree and Maher (2005) と Fransis, Lafond, Olsson and Schipper (2005) によれば、異常会計発生高とクレジットスプレッドの間に正の相関があると推測される。

そこでわれわれは、会計発生高とEDP、クレジットスプレッドおよび各種の制御変数について、相関係数を算定した。変数の中には、特定の企業群について高い値が計上されている場合や、左右いずれかのテールが厚い分布になっている場合があるため、ピアソンの相関係数に加えて、スピアマンの順位相関係数を求めた。表2のパネルAにピアソンの相関係数が示され、パネルBにスピアマンの順位相関係数が要約されている。パネルA・Bともに、対角線の左下部分が相関係数で、右上部分が相関係数の ( $t$ 値、 $z$ 値に対応する) 有意確率を表している。

表2を見ると、(1)会計発生高とEDPの間には統計的に有意な正の相関関係がある、(2)異常会計発生高とEDPの間には統計的に有意な正の相関関係がある、(3)会計発生高とクレジットスプレッドの間には統計的に有意な正の相関関係がある、(4)異常会計発生高とクレジットスプレッドの間には統計的に有意な正の相関関係がある、ということが分かる。

上記の(1)と(2)はNg (2005) の結果と整合していない。(3)と(4)の結果は、Crabtree and Maher (2005) および Fransis, Lafond, Olsson and Schipper (2005) と整合的である。つまり、会計発生高とEDPおよびクレジットスプレッドに関するわれわれの調査結果は、Ng (2005) よりも Crabtree and Maher (2005) と Fransis, Lafond, Olsson and Schipper (2005) の結果に整合しているといえよう<sup>9)</sup>。

また、表2は、EDPとクレジットスプレッドの間に強い相関関係があることを示している。さ

らに、いくつかの制御変数とクレジットスプレッドの間にも、統計的に有意な相関関係が観察された。たとえば、株価ボラティリティー (Volatility) とクレジットスプレッドの相関係数は大きな正の値であり、社債発行総額 (LSize) とクレジットスプレッドの相関係数は大きな負の値である。そこでわれわれは次に、EDPと制御変数を所与とした場合、会計発生高がクレジットスプレッドについて増分情報内容を持つか否かを検証する。最初に、会計発生高とEDPおよび制御変数を説明変数にした単回帰分析を行い、続いて、これらの変数を同時に使用した重回帰分析を実施し、最後に、回帰係数の $F$ 検定により増分情報内容の有無を判断する。

注意すべきは、VolatilityとEDP、MarginとTimes、およびLSizeとLAssetの相関係数が比較的大きいことである。これらを一緒にして重回帰分析を行えば、多重共線性の問題が発生するかもしれない。その可能性を考慮した分析が必要となろう。

#### 4. クレジットスプレッドに関する単回帰分析

本節では、会計発生高とEDPおよび制御変数を説明変数とし、クレジットスプレッドを被説明変数にした単回帰分析を行う。サンプルは、前節と同じ1,880銘柄の社債である。EDPの増加はクレジットスプレッドの上昇に結びつくので、EDPの回帰係数は正の符号になると予測される。しかし、会計発生高 (ACC) と正常発生高 (NAC) および異常会計発生高 (ABNAC) における回帰係数の符号を、一義的に予測することはできない。Crabtree and Maher (2005) と Fransis, Lafond, Olsson and Schipper (2005) によれば正の符号となり、Ng (2005) によれば負の符号になるだ

表3. 単回帰分析の結果

	Sign	Intercept	<i>p</i> -value	Coefficient	<i>p</i> -value	<i>R</i> -squared
LSize	+	297.245	0.000	-24.833	0.000	0.161
Mature	+	85.512	0.000	-3.396	0.000	0.103
Call	-	59.386	0.000	-43.386	0.347	0.000
LEV	+	53.470	0.000	2.417	0.000	0.023
Margin	-	58.182	0.000	0.369	0.102	0.001
Times	-	56.063	0.000	0.586	0.000	0.021
LAsset	-	264.135	0.000	-14.321	0.000	0.150
Volatility	+	-13.318	0.000	30.358	0.000	0.360
ACC	?	69.899	0.000	2.464	0.000	0.083
NAC	?	70.567	0.000	2.361	0.000	0.056
ABNAC	?	58.746	0.000	1.314	0.000	0.013
EDP	+	46.248	0.000	9.253	0.000	0.278

（注）変数の定義は表1と同一。Interceptは単回帰方程式における切片項、その右列の*p*-valueは切片項に対する有意確率、Coefficientは制御変数、会計発生高、正常・異常会計発生高、期待債務不履行確率の回帰係数、その右列の*p*-valueは回帰係数の有意確率。*R*-squaredは決定係数。（サンプル数*n*=1880.）なお第2列の'Sign'はSengupta (1998) などから事前に予想される回帰係数の符号。

ろう。制御変数の係数は、Sengupta (1998) と須田・太田・首藤 (2004) に基づき、社債発行額対数値 (LSize) と償還期間 (Mature)、財務レバレッジ (LEV) および株価ボラティリティー (Volatility) は正の符号となり、コール条項の有無 (Call) と売上高利益率 (Margin)、インタレスト・カバレッジ・レシオ (Times) および総資産対数値 (LAsset) は負の符号になると予測される。

予測される回帰係数の符号と分析結果を表3に要約した。この表を見れば、ACCとNACおよびABNACの回帰係数は、すべて有意な正の符号であることが分かる。つまり、会計発生高が大きい企業が発行した社債ほど、そのクレジットスプレッドは大きいということである。ただし決定係数は、会計発生高で0.083、正常会計発生高で0.056、異常会計発生高で0.013となっており、総じて説明力は小さく、中でも異常会計発生高の説明力が最も低い。この結果は、株式市場における会

計発生高アノマリーにおいて異常会計発生高の説明力が最も大きい (Kubota, Suda and Takehara, 2005) ことと対照的である。

EDPの回帰係数も、有意な正の符号になった。決定係数は0.278と高く、オプションアプローチを使用して推定した期待債務不履行確率により、クレジットスプレッドを適切に説明できることが分かった。制御変数の中で、LEVとLAssetおよびVolatilityは予測符号と一致し、かつ1%水準で有意になった。つまり、負債への依存度が大きく、株価変動性の高い企業が発行した社債ほど、クレジットスプレッドは大きいということである。逆に、資産規模の大きい企業が発行した社債ほど、クレジットスプレッドは小さい、ということが分かった。

表4. 増分情報内容テストの結果

Panel A. 会計発生高、債務不履行リスクの情報内容の検証.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value
Intercept	182.104	0.000	240.205	0.000	158.101	0.000	167.569	0.000
LSize	-0.608	0.670	-0.723	0.000	-3.038	0.044	-0.701	0.628
Mature	-0.123	0.531	-0.723	0.000	-0.263	0.208	-0.099	0.619
Call	-10.831	0.740	-22.010	0.516	-2.075	0.952	-9.316	0.778
LEV	2.826	0.000	2.396	0.000	2.225	0.000	3.633	0.000
Margin	-0.177	0.530	0.090	0.605	0.258	0.385	-0.133	0.640
Times	0.023	0.845	0.042	0.739	0.042	0.739	-0.075	0.531
LAsset	-10.977	0.000	-12.737	0.000	-9.314	0.000	-10.731	0.000
Volatility	16.209	0.000	2.164	0.000	24.679	0.000	22.565	0.000
ACC	2.040	0.000	2.164	0.000	2.181	0.000	2.181	0.000
EDP	3.148	0.000	7.043	0.000			3.889	0.000
Adjusted $R^2$		0.506		0.463		0.442		0.493
Inc. $F$ -value						120.515		48.611
Inc. $p$ -value						0.000		0.000
								165.590

変数の定義は表1と同一。Coef.は回帰係数、p-valueは対応する有意確率。Adjusted  $R^2$ は自由度修正決定係数。Inc.  $F$ -value、Inc.  $p$ -valueはそれぞれ制御変数、正常会計発生高、異常会計発生高、期待債務不履行確率のすべてを使用した場合を基準モデルとして、特定の変数(群)を回帰式から除外した場合の増分情報内容テスト結果の $F$ 値と対応する有意確率。(サンプル数 $n=1,880$ .)

Panel B. 正常会計発生高、異常会計発生高、債務不履行リスクの情報内容の検証.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Coef.	<i>p</i> -value						
Intercept	182.900	0.000	167.664	0.000	176.817	0.000	176.919	0.000
LSize	-0.423	0.766	-0.538	0.708	-2.737	0.064	-0.978	0.494
Mature	-0.091	0.643	-0.069	0.730	-0.280	0.172	-0.116	0.559
Call	-11.702	0.718	-10.035	0.760	-4.524	0.894	-10.331	0.752
LEV	2.951	0.000	3.780	0.000	1.341	0.000	2.560	0.000
Margin	-0.041	0.883	-0.010	0.972	0.173	0.553	0.189	0.501
Times	0.088	0.456	-0.020	0.866	0.153	0.214	0.186	0.115
LAsset	-11.051	0.000	-10.787	0.000	-9.732	0.000	-10.698	0.000
VOL	15.906	0.000	22.564	0.000	16.657	0.000	15.800	0.000
NAC	2.462	0.000	2.567	0.000			2.137	0.000
ABNAC	1.302	0.000	1.524	0.000				
EDP	3.297	0.000			3.889	0.000	3.670	0.000
Adjusted $R^2$		0.512		0.498		0.462		0.502
Inc. $F$ -value				53.741		95.851		35.703
Inc. $p$ -value				0.000		0.000		0.000

## 5. 会計発生高と債務不履行リスクの増分情報内容

単回帰分析により、会計発生高とEDPおよび3つの制御変数が、クレジットスプレッドについて有意な説明力を有している、ということが分かった。本節では、EDPと制御変数を所与とした場合、会計発生高がクレジットスプレッドについて増分情報内容を持つか否かを検証する。最初に、会計発生高とEDPおよび制御変数を同時に使用した重回帰分析を実施し、次に、回帰係数のF検定により増分情報内容の有無を判断する。

表4のPanel Aの左端に、すべての変数を組み込んだ重回帰モデルの推定結果を示した。このモデルの自由度修正済決定係数は0.506である。クレジットスプレッドに影響を及ぼす他の変数を所与としても、ACCとEDPは統計的に有意な説明力を持っている。また、単回帰分析で有意になったLEVとLAssetおよびVolatilityは、重回帰分析でも1%水準で有意になった。つまり、会計発生高と債務不履行リスク、財務レバレッジおよび株価ボラティリティーが大きく、資産総額が小さい企業の社債ほど、クレジットスプレッドは大きいということである。

次に、制御変数の多重共線性を考慮し、LSizeとTimesおよびVolatilityを除外して重回帰モデルを推定した。その結果、モデルの自由度修正済決定係数は少し小さくなったが、ACCとEDP、LEVとLAssetに有意な説明力があることに変わりはない。EDPの回帰係数が倍以上に増加していることが目につく。

続いて、(1)ACCとEDPの両方を重回帰モデルから除外した場合と、(2)EDPだけを除外した場合、および(3)ACCだけを除外した場合のモデルを推定した。(1)、(2)、(3)の自由度修正済決定係数は、それぞれ0.442、0.493、0.462である。いずれも、

すべての変数を組み込んだモデルの決定係数(0.506)よりも小さい。そこで、ACCとEDPの追加的説明力を統計的に検証するため、Biddle, Seow and Siegel (1995) が提案した増分情報内容テスト (incremental information contents test) を実施した<sup>10)</sup>。

その結果が、表4のPanel Aにおける最後の2行に示されている。Inc. *F*-valueとInc. *p*-valueは、増分情報内容テストで計測された*F*値とそれに対応する有意確率である。(1)の*F*値は120.515と大きく、対応する有意確率は0.1%未満になった。(2)と(3)のモデルでも、*F*値の有意確率は0.1%未満である。つまり会計発生高は、期待債務不履行確率と他の財務変数を与件としても、クレジットスプレッドについて有意な増分情報内容を持つということである。期待債務不履行確率も同様に、会計発生高と他の財務変数を所与としても、クレジットスプレッドについて、統計的に有意な増分情報内容を持っている。

では、会計発生高の増分情報内容は、正常会計発生高と異常会計発生高のどちらから派生しているのだろうか。われわれは、ACCに代えて、NACとABNACを重回帰モデルに組み入れ、それぞれの増分情報内容を分析した。その結果が、表4のPanel Bに示されている。

表4のPanel Bの左端に、すべての変数を組み込んだ重回帰モデルの推定結果を示した。この表を見れば、NACとABNACの回帰係数は、いずれも統計的に有意な正の値であることが分かる。それ以外は、Panel Aで全変数を使用したモデルの結果とほとんど差が無い。

次に、(1)EDPを重回帰モデルから除外した場合と、(2)NACとABNACを除外した場合、および(3)ABNACだけを除外した場合、(4)NACだけを除外した場合のモデルを推定した。(1)、(2)、(3)、(4)の自由度修正済決定係数は、それぞれ0.498、

0.462、0.502、0.463である。いずれも、すべての変数を組み込んだモデルの決定係数（0.512）よりも小さい。そこでPanel Aと同様に、NACとABNACおよびEDPについて増分情報内容テストを実施した。

その結果、いずれのF値も統計的に有意になった。つまり、異常会計発生高と正常会計発生高および期待債務不履行確率は、他の変数を所与としても、クレジットスプレッドについて、統計的に有意な増分情報内容を持っていることが分かった。ただし、(4)のF値が最大となり、(3)のF値は最小になったこと、および(4)のABNACにおける回帰係数の有意水準は10%水準に留まっている、ということに注意したい。すでに述べたようにABNACは、将来の株式リターンについて大きな説明力を保持しているが、社債のクレジットスプレッドについては、ABNACよりもNACの説明力がわずかに大きいと解釈される。

以上、本節では、会計発生高と期待債務不履行確率および制御変数を説明変数にして、クレジットスプレッドの重回帰分析を実施した。その結果、会計発生高は、期待債務不履行確率と他の財務変数を与件としても、クレジットスプレッドについて有意な増分情報内容を持つということが判明した。会計発生高は、債務不履行リスクと異なる情報を社債市場に提供しているのである。たとえば、利益の質や情報リスク（Fransis, Lafond, Olsson and Schipper, 2005）を伝えている可能性がある。さらに本節では、会計発生高を正常会計発生高と異常会計発生高に区分して、それぞれの情報内容を検証した。その結果、いずれもクレジットスプレッドと有意な正の関係にあり、それぞれに増分情報内容があることが分かった。ただし、正常会計発生高と異常会計発生高の情報内容に大きな差異はなく、また、両者ともクレジットスプレッドと有意な正の関係にあるため、クレジットスプレ

ッドの推定において2つを識別する積極的な意義は見出されない。クレジットスプレッドの推定では、会計発生高の水準こそが重要であると考えられる。

## 6. 結論と将来の課題

本研究では、オプションアプローチにより期待債務不履行確率（EDP）を推定し、EDPと会計発生高および社債の対国債イールドスプレッド（クレジットスプレッド）の三者関係を実証分析した。その結果、(1)会計発生高とEDPの間には統計的に有意な正の相関関係がある、(2)会計発生高とEDPはクレジットスプレッドについて、それぞれ増分情報内容を有している、(3)会計発生高とEDPが大きい企業の社債ほど、クレジットスプレッドは大きい、(4)正常会計発生高と異常会計発生高の情報内容に大きな差はない、ということが分かった。

この結果は、第1に、会計発生高の中に債務不履行リスクと異なる情報内容が存在し、会計発生高が債務不履行リスクの単なるエクスポージャーではない、ということを示唆している。少なくとも、会計発生高アノマリーの発生構造を債務不履行リスクのみに求めることはできないだろう。第2に、会計発生高が利益の予測可能性などを通じて、利益の質を左右すると仮定すれば、本研究の結果は、会計発生高が多く利益の質が低い企業の社債ほど、クレジットスプレッドが大きい、ということを示唆している。とすれば、社債市場は会計発生高を適切に評価しており、会計発生高に関するミスマライジングは存在しない、ということになる。

しかし本研究の結果に基づいて、社債市場における会計発生高のプライシングを判断し、さらに広く証券市場の会計発生高アノマリーを解釈するには、検討すべき課題がいくつかある。第1は、

会計発生高とEDPの関係を、株式市場について観察することである。社債市場と株式市場では、会計発生高とEDPの関係が異なり、したがって会計発生高アノマリーに及ぼす影響も違う可能性がある。第2の課題は、社債市場のプライシングをダイナミックに観察することである。本研究は、社債を発行した時点のクレジットスプレッドを分析しているが、起債会社は社債の発行時点で支払能力があっても、その後、支払能力は低下する可能性がある。支払能力が低下した場合は、会計発生高およびその構成要素のプライシングが変化するかもしれない。そのような動態を観察し、社債市場のプライシングを精緻に分析するには、社債の流通利回りなどのデータを用いる必要があるだろう。

〔注〕

- 1) Dechow and Dichev (2002) は、当期の運転資本変化額を従属変数とし、前期と当期および次期の営業キャッシュ・フローを独立変数にした回帰式の残差をAQと定義した。会計発生高の質は、利益の質を左右すると考えられる。
- 2) 本研究では、分析対象の社債における利回りと国債における利回りの差を対国債イールドスプレッドと呼び、それをもってクレジットスプレッドを定義している。
- 3) 同論文では配当 $\delta$ を考慮してモデルを構築しているが、企業が債務不履行の直前に至った場合に配当を継続して支払うことは考えにくい。このため本研究では、株価を配当修正後株価として、ドリフト $\mu_E$ 、ボラティリティー $\sigma_A$ を計算するものの、EDP評価では配当 $\delta$ を除外している。
- 4) Vassalov and Xing (2004)、HKCL (2004) とともに、負債額は満期Tまで変化しない、すなわち負債ドリフト $\mu_B=0$ であることを仮定している。森平・齋藤 (1998) でも、負債のドリフトの推定は困難であること、満期まで1年と比較的短期を考えていることを理由に $\mu_B=0$ として、実際には推定を行っている。ただし負債価値の変化を明示的に考慮しているのは森平・齋藤 (1998) のみである。
- 5) 有利子負債の定義は、短期借入金、コマーシャルペーパー、1年以内返済長期借入金、1年以内償還の社債、普通社債・転換社債、長期借入金、従業員預り金の合計である。
- 6) EDPの推定は、Visual Numerics, Inc., IMSL C Math Libraryの非線形方程式(系)に対する解法`imsl_d_zeros_fcn`, および`imsl_d_zeros_sys_eqn`を適用して行われた。ここで「EDPの推定に成功した」とは、同

解法における収束判定条件が満たされた場合を指す。

- 7) われわれはさらに、本研究のサンプル企業281社についてADLIを計測した。その結果、ADLIの変動幅は全体的に縮小したが、3種類の推定結果における相互関係は変化しなかった。本文の図1に関する解釈は、281社についても妥当する。
- 8) ここでは異常値処理をしていないが、われわれはさらに、Callを除くすべての説明変数について、1パーセントイルと99パーセントイルの外側にあるデータを1パーセントイル値と99パーセントイル値に換算する処理を行った。そのデータを用いた分析結果は、表2から表4で示した内容とはほぼ同一である。
- 9) 本研究とNg (2005) では、そもそも債務不履行リスクの定義が異なっていることに注意されたい。Ng (2005) は、債務不履行リスクを、Altman's Z-scoreとOhlson's O-scoreおよびHKCL (2004) によるEDPの単純平均として定義する。これに対して本研究は、EDPだけで債務不履行リスクを定義している。概念が異なる3つの測定値を単純平均することに疑問を持ったからである。またNg (2005) は株式市場に関する分析であるのに対して、本研究は社債市場を対象にしており、サンプルが基本的に異なることにも注意を要する。
- 10) Biddle, Seow and Siegel (1995) は、会計情報の持つ内容を、相対情報内容と増分情報内容の2面から分析する方法を提示した。相対情報内容はワルド検定、増分情報内容は回帰係数に対するF検定を行なうことにより、統計的に検証される。詳細は久保田・須田・竹原 (2006) を参照されたい。

〔参考文献〕

- Altman, E., 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance* 23, 589-609.
- 浅野信博, 首藤昭信. 「倒産企業の会計操作(2) —裁量的発生高の分析—」『会計』第165巻5号, 123-138.
- Biddle, G., Seow, G., Siegel, A., 1995. Relative versus incremental information content. *Contemporary Accounting Research* 12, 1-23.
- Black, F., Scholes, M., 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 81, 637-654.
- Crabtree, A., Maher, J., 2005. Earnings predictability, bond ratings, and bond yields. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 25, 233-253.
- Dechow, P., Dichev, I., The quality of accruals and earnings: the role of accruals estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement), 35-59.
- Fama, E. F., French, K.R., 1993. Common risk factors in the returns on stock and bonds. *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K., 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327.
- Hirshleifer, D., Ho, K., Teoh, S.H., 2006. The accrual anomaly: risk or mispricing. Working Paper, Ohio State University.
- Hillegeist, S., Keating, E., Cram, D., Lundstedt, K., 2004. Assessing the probability of bankruptcy. *Review of Accounting Studies* 9, 5-34.
- Hung C., Takehara, H., 2004. On the association between accruals, operating cash flows and expected default probability. 『経営財務研究』第23巻第1号, 88-98.
- Kasznik, R., 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37, 57-81.
- Khan, M., 2005. Are accruals really mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. Working paper, MIT.
- Kubota, K., Suda, K., Takehara, H., 2005. Pricing of accounting accruals information and the revisions of analysts earnings forecasts: Evidence from Tokyo Stock Exchange firms. *Proceedings of Sixth Annual Asian Academic Accounting Conference*.
- 久保田敬一, 須田一幸, 竹原均, 2006. 株式収益率と経営者報酬における包括利益の情報内容 『経営財務研究』第26巻第1・2号, 53-69.
- Merton, R. C., 1974. On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rate. *Journal of Finance* 29, 449-470.
- 森平爽一郎, 齋藤啓幸, 1998. 「信用リスクの測定と管理: オプションアプローチ」『ファイナンシャル・リスクマネージメント』朝倉書店, 171-192.
- Ng, J., 2005. Distress risk information in accrual. Working Paper, University of Pennsylvania.
- Ohlson, J., 1980. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18, 109-131.
- Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Journal of Accounting Research* 73, 4359-474.
- Sloan, R.G., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
- 須田一幸, 太田浩司, 首藤昭信, 2004. 「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」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, 45-68.
- 須田一幸, 乙政正太, 浅野信博, 2004. 「倒産企業の会計操作(1) —会計手続き選択の分析—」『会計』第165巻第4号, 74-87.
- 須田一幸, 竹原均, 2005. 「残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルの比較: ロング・ショート・ポートフォリオ・リターンの分析」『現代ファイナンス』第18号, 3-26.
- Vassalou, M., Xing, Y., 2004. Default risk in equity returns. *Journal of Finance* 59, 831-868.
- Xie, H., 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review* 76, 357-373.
- Zach, T., 2004. Evaluating the 'accrual-fixation' hypothesis as an explanation for the accrual anomaly. Working paper, Washington University, St. Louis.
- Zhang, X. F., 2005. Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly. Working paper, Yale University.

# 法人税率変更と企業の利益調整行動\*

## *Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes*

太田 浩 司(兵庫県立大学 准教授)

*Koji Ota, University of Hyogo*

西澤 賢 治(武蔵大学 博士後期課程)

*Kenji Nishizawa, Musashi University*

2007年4月19日受付；2007年8月22日改訂稿受付；2007年9月14日論文受理

### 要 約

本論文は、法人税率引上げと引下げの両方の変更を対象にして、企業は税コストを最小化するような利益調整行動をとると主張する、税コスト仮説の検証を行っている。最初に、利益調整を包括的に捉える尺度である裁量の発生高を用いて企業の利益調整行動を調査したところ、企業は税率引上げ直前期には利益増加型、逆に税率引下げ直前期には減少型の利益調整を行っていた。また、税率変更幅の大きい企業ほどより積極的に利益調整を行っていた。これは、企業が税率変更に対応して節税を行っていることを示しており、税コスト仮説を支持する強い証拠であるといえる。次に、税率変更時における利益調整がどのような方法で行われているのかを究明するために、会計発生高の構成要素である個別発生項目を対象に調査したところ、棚卸資産の変化について、税率引上げと引下げの両方の場合で、裁量の発生高と整合的な動きが観察された。これは、経営者が生産量を意図的に調整して、固定製造費の棚卸資産への配賦額を変化させることによって利益調整を行っている可能性を示唆するものである。

### Summary

This paper investigates whether earnings are managed in response to expected changes in corporate income tax rate. The results show significantly higher discretionary accruals for the year prior to the tax rate increase and lower discretionary accruals for the year prior to the tax rate reduction. The magnitude of tax rate changes is also positively related to the degree of shifts in discretionary accruals. These findings indicate that firms respond flexibly to tax rate changes to attain tax savings. This paper also attempts to gain insights into how earnings are managed by examining specific accruals. The empirical tests reveal that inventory changes exhibit movements that are consistent with tax savings. One possible explanation for this finding is that managers may engage in earnings management through varying production levels to affect the amount of fixed manufacturing costs absorbed into inventories.

## 1. はじめに

企業は様々な利害関係者と契約を通じて結ばれ

ており、企業が獲得した成果は利害関係者間で配されることになる。納税は、分配の原資となる企業の成果を減少させるため、税務当局以外の利

\*本稿は、第1回現代ディスクロージャー研究カンファレンス（2007年6月2日早稲田大学日本橋キャンパスにて開催）での発表論文を加筆・修正したものである。会場では、司会の坂上学先生（大阪市立大学）およびコメンテーターの中條祐介先生（横浜市立大学）、フロアーからは、柴健次先生（関西大学）および高須教夫先生（兵庫県立大学）から貴重なコメントを頂きました。また査読段階においては、2人の匿名レフェリー、そして誰にもまして、エディターの薄井彰先生（早稲田大学）からは大変貴重なご意見および多大なご示唆を賜りました。ここに記して感謝申し上げます。

害関係者にとってはコストとみなされる。そこで税コスト仮説は、企業は税コストを最小化するような利益調整行動をとると主張している。日米両国における研究では、法人税率引下げというイベントを利用して税コスト仮説の検証が行われており、企業は税率引下げ直前期に利益を減少させる利益調整行動をとるといふ、税コスト仮説を支持する結果が報告されている。

しかしながら、これらの研究は全て税率引下げ時における検証で、引上げ時における検証は未だ行われていない。もし税コスト仮説が正しいのであれば、税率引上げ時には引下げ時と反対の利益調整行動が観察されるはずであり、それは税コスト仮説を両面から支持する包括的証拠となりうる。残念ながら米国では、1970年代以降法人税率がほぼ一貫して低下しているため税率引上げ時の検証は行えないが、わが国では1989年の税制改正以前までは法人税率が増加基調にあったので、引上げ・引下げの両方の検証が可能である。

また近年の利益調整研究では、利益調整を検出する方法として、裁量的発生高を企業の利益調整を捉える尺度に用いる研究が多い。この方法は企業の利益調整行動を包括的に検証できるという利点があるが、その反面、企業が具体的にどのような方法を用いて利益調整を行っているかについては明らかにし得ないという欠点がある。

そこで本論文では、最初に法人税率の引上げと引下げの両方を対象とした税コスト仮説の検証を裁量的発生高を用いて行い、次に会計発生高を構成する個別発生項目に着目し、企業の利益調整の具体的な方法を調査している。また最後に追加検証として、1989年度税制改正という特殊なイベントを用いて、税率変更幅の大きさと利益調整の大きさとの関係を調査している。

## 2. 背景

### 2.1 法人税率変更に関する税コスト仮説

法人税率の変更は政府による長期の審議を経て決定されるので、経営者はその間に税率変更を見越して裁量行動をとる余地がある<sup>1)</sup>。米国では、1986年の税制改正で法人税率が2年間で46%から34%へと大きく引下げられたので、このイベントを用いて税コスト仮説を検証する研究が数多く見られる(Scholes *et al.* 1992; Guenther 1994; Maydew 1997; Lopez *et al.* 1998)。その中でもGuenther (1994)は、近年の利益調整研究で頻繁に用いられているJonesモデルに依拠するモデルで推定された流動会計発生高を用いて、企業は税率引下げ直前期に利益減少型の裁量行動をとっていると報告している。また1986年の税制改正では、1987年と1988年の2年間で法人税率が12%引下げられたわけだが、移行規則により、12月決算企業の法人税率は各年6%ずつの引下げであったのに対し、5～7月決算企業の税率は1988年に一気に11～12%引下げられるという変則的なものであった。そこでLopez *et al.* (1998)では、Guenther (1994)同様のリサーチデザインを用いて、企業間で異なる引下げ税率の影響を調査し、変更初年度の引下げ税率の大きい企業ほど、変更直前期により大きな利益調整行動をとると報告している。

一方、わが国においても1989年度税制改正で、法人税率が2年間で42%から37.5%へと段階的に引下げられたので、このイベントを用いて鈴木・岡部(1998)が税コスト仮説の検証を行っている。鈴木・岡部(1998)は、DeAngeloモデルによる裁量的発生高を用いて、繰越欠損金のある企業群と好業績企業群の利益調整額の差をマッチド・ペア方式で比較し、好業績企業群は繰越欠損金のある企業群よりも税率の低い期間に利益移転を行う傾向があるという証拠を示している。

以上、日米の先行研究では税コスト仮説を支持する結果が得られているが、これらは何れも法人税率引下げというイベントを取扱っており、引上げについては未だ研究が行われていない。また税率引上げで利益調整を行うということは、税率が相対的に低い現在において多くの利益を計上することを意味している。これは、税務戦略の基本的コンセプトのひとつである、将来に課税を遅らせることによって税コストの現在価値を低下させることができるという課税繰延べとは反対の帰結を意味しており（渡辺2005）、税率変更特有の税務戦略が観察されるという点でも興味深いものである<sup>2)</sup>。

そこで本論文では、法人税率変更における税コスト仮説の検証を両面から包括的に行うために「企業は、法人税率引下げ直前期には利益減少型の利益調整を行い、反対に、引上げ直前期には利益増加型の利益調整を行う」という仮説を検証することを主目的としている。

## 2.2 利益調整研究のフレームワーク

利益調整の定義は、必ずしも一義に定まっているわけではなく、研究者によって相違がみられるが（Beneish 2001; 奥村2006）、「何らかの意図を有した会計利益の調整」であるという点では一致している。そして利益調整は、実体的利益調整と会計的利益調整に分けることができる。実体的利益調整とは、企業に実際に物理的あるいは経済的な変化をもたらすような利益調整方法である。一方、会計的利益調整とは、見積もりや会計方針の変更といった会計処理を通じて行われる利益調整方法である。両者の違いを端的に述べれば、期中に実際に何らかの行動をとって行われるのが実体的利益調整で、期末後に経理部で行われるのが会計的利益調整である。

今日の会計研究において、企業の利益調整を検

出する方法は、概ね次の(a)～(e)に大別できる。

- (a) 利益の分布を観察する。
- (b) 会計発生高を調査する。
- (c) 裁量的発生高を調査する。
- (d) 個別の発生項目や会計処理方法を調査する。
- (e) 個別の損益項目を調査する。

(a)は、何らかの閾値を基準とした利益のヒストグラムを作成し、その分布が閾値の前後で不連続になっていないかどうかを調査するものである。これは非常に視覚的に訴えるものであり、閾値としては、赤字・黒字、減益・増益、アナリスト予想を下回る・上回るといったものが用いられている（Degeorge *et al.* 1999; 首藤2005）。

次に、利益は、キャッシュフローと会計発生高とに分解される。そして企業の利益調整はキャッシュフローではなく、経営者の見積りや裁量を必要とする会計発生高により表れるのではないかと考えて、利益の会計発生高部分を取り出して利益調整を調査しているのが(b)である（Healy 1985）。

しかし、会計発生高も、その全てを経営者が意図的に生じさせている訳ではなく、企業の通常の営業活動上必然的に生じる部分もある。そこで、会計発生高から通常の営業活動上生じるであろう非裁量的部分を除去することで裁量的部分を抽出して、経営者の利益調整行動を調査しているのが(c)である。この会計発生高を裁量的発生高と非裁量的発生高とに分解するのに用いられるモデルは多数存在するが、現在ではJones (1991)を嚆矢とするモデルが最も普及している<sup>3)</sup>。

(b)および(c)による方法は、それぞれ会計発生高と裁量的発生高に、企業の利益調整が反映されているだろうというものである。これらの方法は、包括的に企業の利益調整行動を調査できるという利点があるが、その反面、企業が実際にどのような方法で利益調整を行っているかを具体的に示してはくれない（Healy and Wahlen 1999;

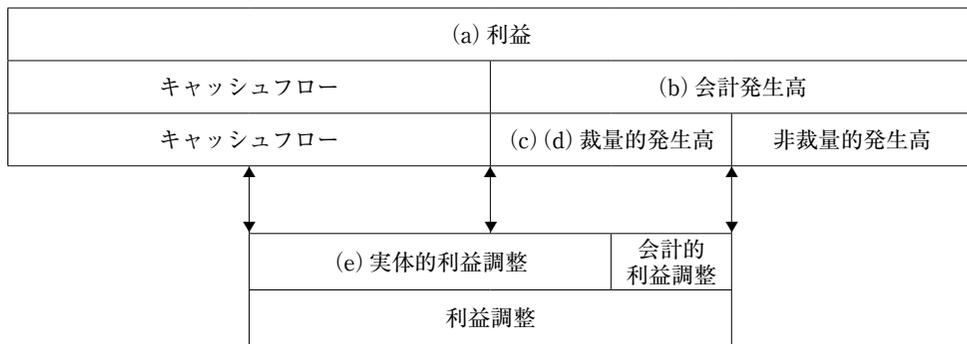
Beneish 2001)。そこで、会計発生高を構成する個別の発生項目や会計処理方法の変更に焦点をあて、企業がどのようにして利益調整を行っているのかを調査しているのが(d)である (McNichols and Wilson 1988; Marquardt and Wiedman 2004)。

最後に、企業の利益調整は、会計発生高のみに反映されているわけではなく、実体的利益調整のようにキャッシュフローを伴って行われる利益調整も存在する。そこで企業の利益調整を、会計発

生高を用いて調査するのではなく、研究開発費や特別損益項目の変化といったキャッシュフローを含む個別の損益項目を用いて調査しているのが(e)である (Scholes *et al.* 1992; Bushee 1998)。

本論文では、上記に示した利益調整の検出方法のうち本研究で実施可能な(b)～(e)を用いて税コスト仮説の検証を行う。なお表1は、利益構成要素と利益調整の対応を図示したものである。

表1 利益構成要素と利益調整の対応図



注) 利益 = キャッシュフロー + 会計発生高  
 会計発生高 = 非裁量的発生高 + 裁量的発生高  
 利益調整 = 会計的利益調整 + 実体的利益調整

### 3. リサーチデザイン

#### 3.1 対象となる税率変更

本論文では、1981年度の法人税率引上げと1999年度の法人税率引下げを対象イベントにして、企業の利益操作について調査を行う<sup>4)</sup>。税率引上げと引下げまでの期間の法人税率等の推移が、それぞれ表2パネルAとパネルBに示されている。税率引上げについては、1981年4月1日以降始まる事業年度に適用される基本税率が40%から42%に、また利益の配当分に対して適用されていた軽課税率についても30%から32%へと引上げられた。増税規模は6200億円に達し、実効税率は配

当性向を30%とすると49.47%から51.56%へ上昇した。

一方、税率引下げについては、1999年4月1日以降始まる事業年度に適用される法人税率が34.5%から30%、事業税率も11%から9.6%へと引下げられた。減税規模は2兆3000億円に達し、実効税率は46.37%から40.87%へと低下した。なお表2にもあるように、1998年度にも法人税率は37.5%から34.5%へ引下げられている。しかしながら、この1998年度法制改正では、法人税率が引下げられる一方で、引当金等の縮小・廃止による課税ベースの拡大に伴う大幅な増税も併せて実施されており、実質的には法人税減税はなかつ

たに等しいと評されている（居林1998）。そこで政府は、本来景気刺激対策を意図して行われた1998年度の法人税減税は不十分であったとして、事後的に急遽翌年度の1999年度税制改正で、大

規模な法人税減税を実施したという経緯がある。本論文ではこのような事情を考慮して、1998年度税制改正を法人税率引下げのイベントから除外している。

表2 1981年度と1999年度税制改正における実効税率及びその構成項目の推移

パネルA：税率引上げ

会計年度	法人税率		住民税率 (%)	事業税率 (%)	実効税率 (%)
	留保分 (%)	配当分 (%)			
FY 1975～1980	40.0	30.0	17.3	12.0	49.47
FY 1981	42.0	32.0	17.3	12.0	51.56

パネルB：税率引下げ

会計年度	法人税率 (%)	住民税率 (%)	事業税率 (%)	実効税率 (%)
FY 1991～1997	37.5	17.3	12.0	49.99
FY 1998	34.5	17.3	11.0	46.37
FY 1999	30.0	17.3	9.6	40.87

注) 会計年度は表記されている年の4月1日から翌年の3月31日までの期間を表している。

実効税率 = |法人税率 × (1 + 住民税率) + 事業税率| / (1 + 事業税率) なおパネルAの実効税率は、配当性向30%で計算している。

太字は本研究の調査対象となった会計年度を表している。

## 3.2 利益調整の検出方法

### 3.2.1 会計発生高による調査

本論文では2.2節で示した利益調整の検出方法のうち(b)～(e)を用いて税コスト仮説の検証を行う。最初に(b)の会計発生高については、以下の式を用いて算定している。なお1999年度に施行された税効果会計の適用初年度の影響を除くために、繰延税金資産・負債に関する項目は除いている。

会計発生高 = (Δ流動資産 - Δ現金・預金 - Δ投資・財務活動に関する流動資産項目<sup>\*1</sup>) + Δ固定資産から控除される貸倒引当金 - (Δ流動負債 - Δ投資・財務活動に関する流動負債項目<sup>\*2</sup>) - Δ固定負債から控除される引当金 + 損益計算書からの非キャッシュ項目<sup>\*3</sup>

- 減価償却費実施額 - 繰延資産償却額

営業キャッシュフロー = 税引後経常利益<sup>\*4</sup> - 会計発生高

ただし、Δは期中増減額を示しており、

<sup>\*1</sup> Δ投資・財務活動に関する流動資産項目 = Δ有価証券 + Δ短期貸付金 + Δ自己株式 + Δ金銭の信託、

<sup>\*2</sup> Δ投資・財務活動に関する流動負債項目 = Δ短期借入金 + Δコマース・ペーパー + Δ一年内返済の長期借入金 + Δ一年内償還の社債・転換社債 + Δ設備関係支払手形 + Δ設備関係未払金、

<sup>\*3</sup> 損益計算書からの非キャッシュ項目 = 営業外収益に属する資産処分益・評価益 - 営業外費用に属する資産処分損・評価損、

\*<sup>4</sup> 税引後経常利益 = 当期純利益 - {(特別利益 - 特別損失) × (1 - 実効税率\*<sup>5</sup>)}

\*<sup>5</sup> 実効税率 = {法人税率 × (1 + 住民税率) + 事業税率} / (1 + 事業税率)、である。

表3 パネルAは、税率引上げおよび引下げ直前期である、1980年度と1998年度の会計発生高を上記の式を用いて算定したものである。

### 3.2.2 裁量的発生高による調査

次に(c)の裁量的発生高の調査では、多数存在する推定モデルの中から修正Jonesモデル(Dechow *et al.* 1995)とForward Lookingモデル(Dechow *et al.* 2003)を用いて裁量的発生高を算定している<sup>5)</sup>。また推定方法としては、日経中分類(33業種)に基づいて、業種ごとに固定効果のパネル推定を行っている<sup>6)</sup>。修正Jonesモデル、Forward Lookingモデルは以下に示されている。なお、定数項を含む全ての変数は、不均一分散を緩和するために前期末の総資産額でデフレートされている。

〈修正Jonesモデル〉

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_i FIRM_i/A_{i,t-1} + \alpha_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/A_{i,t-1} + \alpha_2 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

〈Forward Lookingモデル〉

$$TA_{i,t}/A_{i,t-1} = \beta_i FIRM_i/A_{i,t-1} + \beta_1 ((1+k) \Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/A_{i,t-1} + \beta_2 PPE_{i,t}/A_{i,t-1} + \beta_3 TA_{i,t-1}/A_{i,t-1} + \beta_4 GR\_SAL_{i,t}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

ただし、 $TA$  = 会計発生高、 $FIRM$  = 各企業のダミー変数、 $\Delta REV = \Delta$  売上高、 $PPE$  = 償却対象有形固定資産 + 無形固定資産 + 投資不動産 + 繰延資産、 $\Delta AR = \Delta$  受取手形 +  $\Delta$  売掛金 -  $\Delta$  流動資産から控除される貸倒引当金、 $GR\_SAL$  = 今期から翌期にかけての売上高の成長率、 $A$  = 期末総資産額、下添字  $i$  と  $t$  はそれぞれ個別企業と期を表している。また  $k$  は売上高の変化に対する売

上債権の変化を表し次の式で推定されている。

$$\Delta AR_{i,t}/A_{i,t-1} = \gamma_i FIRM_i/A_{i,t-1} + k \Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

裁量的発生高は、実際の会計発生高から会計発生高の予測値(非裁量的発生高)を差し引いたもの、すなわち予測誤差として求められる。さらに本論文では、Guenther (1994) や Lopez *et al.* (1998) に従って、予測誤差をその標準偏差で除した標準化裁量的発生高を算定し、それを利益調整の検証に用いている。

$$NDA_{i,t+1}/A_{i,t} = Predicted TA_{i,t+1}/A_{i,t}$$

$$DA_{i,t+1}/A_{i,t} = TA_{i,t+1}/A_{i,t} - NDA_{i,t+1}/A_{i,t}$$

$$SDA_{i,t+1} = DA_{i,t+1}/A_{i,t} / \sigma_{i,t}$$

ただし、 $NDA$  = 非裁量的発生高、 $Predicted TA$  = 会計発生高の予測値、 $DA$  = 裁量的発生高、 $SDA$  = 標準化裁量的発生高、 $\sigma$  = 予測誤差の標準偏差である<sup>7)</sup>。

### 3.2.3 個別発生項目による調査

(d)の個別発生項目による調査では、Thomas and Zhang (2002)、Marquardt and Wiedman (2004)、Chan *et al.* (2006) に従って、会計発生高の主要な構成要素である売上債権、棚卸資産、仕入債務、減価償却費の4つを調査している。

表3 パネルBは、減算方式で算定されているパネルAの会計発生高を、個別発生項目のインパクトを見るために加算方式で算定し直したものである。わが国でも米国同様に、売上債権、棚卸資産、仕入債務、減価償却費の4つが、会計発生高の計算項目の中で最も大きなウェイトを占めていることが伺える。

各個別発生項目の裁量的部分( $SD\Delta AR$ 、 $SD\Delta INV$ 、 $SD\Delta AP$ 、 $SD\Delta DEP$ )は、3.2.2節の裁量的発生高の算定と同様の方法で、以下の式を用いて算定している。

$$\Delta AR_{i,t}/A_{i,t-1} = a_i FIRM_i/A_{i,t-1} + a_1 \Delta REV_{i,t}/$$

表3 税率変更直前期における会計発生高とその構成要素の大きさ

パネルA：減算法式による会計発生高算定		FY1980	FY1998
+ Δ 流動資産		0.0438	-0.0256
- Δ 現金預金		-0.0061	-0.0060
- Δ 投資財務活動に関する 流動資産項目	- Δ 有価証券	-0.0023	0.0027
	- Δ 短期貸付金	-0.0004	-0.0009
	- Δ 自己株式	-0.0000	0.0001
	- Δ 金銭の信託	-0.0000	0.0000
+ Δ 固定資産に対する引当金		0.0003	-0.0019
- Δ 流動負債		-0.0254	0.0248
+ Δ 投資財務活動に関する 流動負債項目	+ Δ 設備関係支払手形	0.0014	-0.0014
	+ Δ 短期借入金	0.0061	0.0015
	+ Δ コマーシャル・ペーパー	0.0000	-0.0008
	+ Δ 1年内返済の長期借入金	-0.0019	-0.0007
	+ Δ 1年内償還の社債・転換社債	0.0003	-0.0028
	+ Δ 設備関係未払金	0.0008	-0.0008
- Δ 固定負債に対する引当金		-0.0022	-0.0002
+ 損益計算書からの 非キャッシュ項目	+ 資産処分益・評価益	0.0017	0.0010
	- 資産処分損・評価損	-0.0000	-0.0020
- 減価償却実施額		-0.0324	-0.0292
- 繰延資産償却額		-0.0006	-0.0006
<b>合計（会計発生高）</b>		<b>-0.0170</b>	<b>-0.0428</b>

パネルB：加算法式による会計発生高算定		FY1980	FY1998
流動資産	+ Δ 売上債権	0.0141	-0.0185
	+ Δ 棚卸資産	0.0189	-0.0117
	+ Δ その他の流動資産項目	0.0020	0.0004
固定資産	+ Δ 引当金	0.0003	-0.0019
流動負債	- Δ 仕入債務	-0.0109	0.0162
	- Δ その他の流動負債項目	-0.0078	0.0036
固定負債	- Δ 引当金	-0.0022	-0.0002
損益計算書からの 非キャッシュ項目	+ 資産処分益・評価益	0.0017	0.0010
	- 資産処分損・評価損	-0.0000	-0.0020
	- 減価償却実施額	-0.0324	-0.0292
	- 繰延資産償却額	-0.0006	-0.0006
<b>合計（会計発生高）</b>		<b>-0.0170</b>	<b>-0.0428</b>

注) Δ その他の流動資産項目 = Δ 営業貸付金・営業投資有価証券 + Δ 前払金・前渡金 + Δ 未収入金 + Δ 未収収益 + Δ デリバティブ債権 + Δ 繰延ヘッジ損失 + Δ その他流動資産

Δ その他の流動負債項目 = Δ 未払金・未払費用・未払消費税 + Δ 未払法人税等 + Δ 前受金 + Δ 預り金 + Δ 従業員預り金 + Δ 前受収益 + Δ 割賦販売未実現利益 + Δ 賞与引当金・未払賞与 + Δ その他短期引当金 + Δ デリバティブ債務 + Δ 繰延ヘッジ利益 + Δ その他流動負債

太線で囲まれた項目は個別発生項目として調査対象となったものを表している。

マイナス項目の数値は符号を反転させている。

全ての変数は前期末の総資産でデフレートされている。

$$\begin{aligned}
 & A_{i,t-1} + a_2 \Delta AR_{i,t-1} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \\
 \Delta INV_{i,t} / A_{i,t-1} &= \beta_1 FIRM_i / A_{i,t-1} + \beta_2 \Delta REV_{i,t} / \\
 & A_{i,t-1} + \beta_3 \Delta INV_{i,t-1} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \\
 \Delta AP_{i,t} / A_{i,t-1} &= \gamma_1 FIRM_i / A_{i,t-1} + \gamma_2 \Delta REV_{i,t} / \\
 & A_{i,t-1} + \gamma_3 \Delta AP_{i,t-1} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \\
 \Delta DEP_{i,t} / A_{i,t-1} &= \delta_1 FIRM_i / A_{i,t-1} + \delta_2 \Delta PPE_{i,t} / \\
 & A_{i,t-1} + \delta_3 \Delta DEP_{i,t-1} / A_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

ただし、 $SD\Delta AR$ =売上債権の裁量的な部分、 $SD\Delta INV$ =棚卸資産の裁量的な部分、 $SD\Delta AP$ =仕入債務の裁量的な部分、 $SD\Delta DEP$ =減価償却費の裁量的な部分を表している。

上式は、Forward Lookingモデルに基づく、各個別発生項目の非裁量的部分を推定するモデルである。これらは、個別発生項目の持続性と、個別発生項目と関連すると思われる売上高や有形固定資産の変動の影響を考慮した推定モデルであるが、その有効性の是非について検証が行われているわけではないことには注意が必要である<sup>8)</sup>。

なお(e)の個別の損益項目については、企業の裁量行動による影響が大きと思われる、販売管理費(研究開発費や広告宣伝費等々)と特別損益項目を対象に同様の調査を行っている。しかしながら、Scholes *et al.* (1992)やBushee (1998)などの先行研究の結果とは異なり、何れも一貫した結果は得られておらず本文から省略している。

## 4. サンプル

税率引上げについては、裁量的発生高のパラメータ推定期間が1975~1979年度までの5年間で、調査期間が1980年度と1981年度である。一方、税率引下げについては、パラメータ推定期間が1991~1997年度までの7年間で、調査期間が1998年度と1999年度である<sup>9)</sup>。

サンプル選択は、税率引上げと引下げについて、

それぞれこれらの期間において次の基準で行われている。(i)証券市場に上場もしくは店頭市場に登録されている、(ii)三月決算企業である、(iii)サンプル期間中に決算期を変更していない、(iv)一般事業会社(金融、証券、保険、その他金融業を除く)である。

これら(i)~(iv)の選択基準によって、最終サンプルとして、税率引上げについては836社、税率引下げについては1,917社が得られた<sup>10)</sup>。なお必要なデータは、『日経財務データ』の個別財務諸表から収集している。

## 5. 検証結果と解釈

### 5.1 会計発生高、裁量的発生高の比較

税率引上げ、引下げにおける会計発生高と、修正JonesモデルおよびForward Lookingモデルによって算定された裁量的発生高の記述統計量が、それぞれ表4パネルA、パネルBに示されている。税コスト仮説からは、税率引上げ直前期には会計発生高および裁量的発生高がその前後の年に比べて高くなり(利益増加型)、また税率引下げ直前期にはその前後の年に比べて低くなる(利益減少型)ことが予想される。パネルAは、税率引上げ直前期であるFY1980の会計発生高および裁量的発生高の平均値・中央値がその前後の年に比べて高くなっており、パネルBは引下げ直前期であるFY1998の会計発生高および裁量的発生高の平均値・中央値がその前後の年に比べて低くなっていることを示している。

表5は、会計発生高と2つの裁量的発生高の対前年度差の統計的検定を行った結果を表している。パネルAの税率引上げでは、 $\Delta$ FY1980の会計発生高と裁量的発生高が平均値差・中央値差ともに全て有意に正の値となっており、 $\Delta$ FY1981についてもほぼ全て有意に負の値となっている。

表4 会計発生高、裁量的発生高の記述統計量

パネルA：税率引上げ						
推定モデル	会計年度	平均値	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
会計発生高	FY 1979	-0.026	0.073	-0.064	-0.026	0.007
	FY 1980	-0.017	0.065	-0.053	-0.015	0.017
	FY 1981	-0.022	0.059	-0.054	-0.023	0.011
修正 Jones モデル	FY 1979	0.127	1.133	-0.423	0.083	0.587
	FY 1980	0.297	1.271	-0.389	0.260	0.958
	FY 1981	0.101	1.033	-0.387	0.052	0.587
Forward Looking モデル	FY 1979	0.128	0.952	-0.404	0.105	0.618
	FY 1980	0.351	1.229	-0.345	0.350	1.031
	FY 1981	0.075	1.243	-0.457	0.066	0.619
パネルB：税率引下げ						
推定モデル	会計年度	平均値	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
会計発生高	FY 1997	-0.026	0.071	-0.050	-0.025	0.000
	FY 1998	-0.043	0.067	-0.066	-0.039	-0.014
	FY 1999	-0.040	0.090	-0.068	-0.036	-0.009
修正 Jones モデル	FY 1997	-0.025	1.294	-0.468	-0.016	0.408
	FY 1998	-0.315	1.438	-0.797	-0.218	0.247
	FY 1999	-0.301	1.968	-0.866	-0.218	0.308
Forward Looking モデル	FY 1997	-0.031	1.358	-0.484	-0.022	0.426
	FY 1998	-0.425	1.566	-0.901	-0.334	0.184
	FY 1999	-0.386	2.084	-0.970	-0.311	0.268

注) 会計発生高と裁量的発生高の定義は、それぞれ3.2.1.節と3.2.2.節を参照されたい。

表5 会計発生高、裁量的発生高の平均値および中央値差検定

パネルA：税率引上げ					
推定モデル		$\Delta$ FY1980	$t$ 値/ $z$ 値	$\Delta$ FY1981	$t$ 値/ $z$ 値
会計発生高	平均値差	0.009	2.828**	-0.005	-1.700
	中央値差	0.011	5.058**	-0.008	-2.606**
修正 Jones モデル	平均値差	0.170	3.218**	-0.196	-3.813**
	中央値差	0.176	4.511**	-0.208	-4.617**
Forward Looking モデル	平均値差	0.224	4.498**	-0.276	-5.863**
	中央値差	0.245	6.064**	-0.284	-6.534**
パネルB：税率引下げ					
推定モデル		$\Delta$ FY1998	$t$ 値/ $z$ 値	$\Delta$ FY1999	$t$ 値/ $z$ 値
会計発生高	平均値差	-0.017	-8.125**	0.003	1.204
	中央値差	-0.014	-11.403**	0.002	0.705
修正 Jones モデル	平均値差	-0.290	-7.207**	0.014	0.286
	中央値差	-0.202	-9.613**	0.000	-0.907
Forward Looking モデル	平均値差	-0.394	-10.329**	0.039	0.815
	中央値差	-0.312	-13.599**	0.024	-0.261

注)  $\Delta$  FY1980 = FY1980 - FY1979、 $\Delta$  FY1981 = FY1981 - FY1980、 $\Delta$  FY1998 = FY1998 - FY1997、 $\Delta$  FY1999 = FY1999 - FY1998で前年度との差を表している。

平均値差の検定には対応のある  $t$  検定、中央値差の検定には Wilcoxon 符号順位検定を用いている。

\* 5%水準で有意 \*\* 1%水準で有意

一方、パネルBの税率引下げでは、 $\Delta$ FY1998の会計発生高と裁量的発生高が全て有意に負の値となっているが、 $\Delta$ FY1999については統計的有意性が得られていない。

全体的に、表5パネルAの税率引上げとパネルBの税率引下げの結果は、互いにミラーイメージとなっている。このことは、企業が税率引上げ直前期に利益増加型の、逆に引下げ直前期に利益減少型の操作を行っていることを意味しており、税コスト仮説を支持する強い証拠といえる。

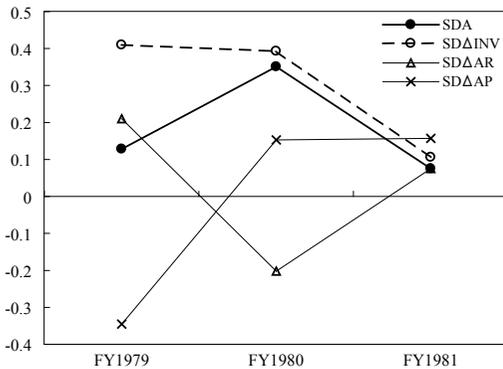
## 5.2 個別発生項目の比較

税率引上げ、引下げにおける、Forward Lookingモデルによる裁量的発生高と各個別発生項目の裁量的部分の推移が、それぞれ図1パネルA、パネルBに示されている<sup>11)</sup>。個別発生項目のうち、売上債権 ( $SD\Delta AR$ ) と仕入債務 ( $SD\Delta AP$ ) については、裁量的発生高 ( $SDA$ ) と連動した動きはみられず、また税率引上げと引下げでミラーイメージになるような動きもみられない。むしろ、売上債権が増加すると仕入債務も増加するというように、お互いを打ち消しあうように連動して動いていることが観察される。

一方、棚卸資産 ( $SD\Delta INV$ ) については、税率引上げ直前期ではその翌年度よりも大きく、税率引下げ直前期ではその前後の年よりも小さくなっている。これは裁量的発生高 ( $SDA$ ) の動きとほぼ一致している。表6は、個別発生項目の対前年度差の統計的検定を行った結果を表しているが、上記のような  $SD\Delta INV$  の変動は統計的にも有意なものである。

最近の研究では、この棚卸資産の増減による会計発生高の変化が、利益調整の中心的な役割を占めている可能性を示唆する結果が報告されており (Thomas and Zhang 2002; 榎本2003; Chan *et al.* 2006)、その方法とは次のようなものである。現行の制度会計で採用されている全部原価計算では、固定製造費は生産量に応じて均等に配分されるので、販売量が一定だとすると、生産量を意図的に増やして棚卸資産を増加させると、製品1個当りの売上原価は低くなり利益は増加することになる。逆に、生産量を意図的に減らして棚卸資産を減少させると、製品1個当りの売上原価は高くなり利益は減少することになる。つまり固定製造費の一部を棚卸資産に吸収させたり吐出させたりすることによって利益調整を行うのである<sup>12), 13)</sup>。

(a) 税率引上げ



(b) 税率引下げ

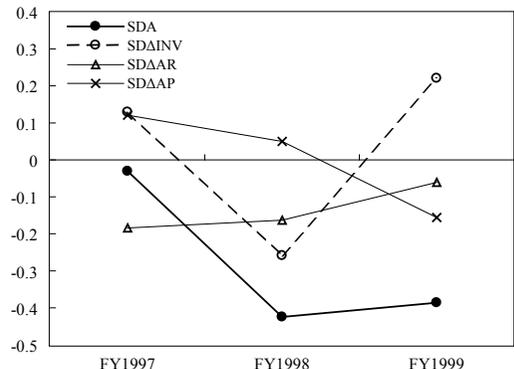


図1 裁量的発生高と個別発生項目の裁量的部分の推移

注)  $SDA$ =Forward Lookingモデルによって推定された裁量的発生高、 $SD\Delta AR$ =売上債権の裁量的な部分、 $SD\Delta INV$ =棚卸資産の裁量的な部分、 $SD\Delta AP$ =仕入債務の裁量的な部分、 $SD\Delta DEP$ =減価償却費の裁量的な部分を表しており、グラフはその平均値を表している。なお $SD\Delta AP$ はマイナス項目であるため符号を反転させている。

表6 個別発生項目の裁量的部分の平均値および中央値差検定

パネルA：法人税率引上げ							
発生項目		予想符号	$\Delta$ FY1980	$t$ 値/ $z$ 値	予想符号	$\Delta$ FY1981	$t$ 値/ $z$ 値
SD $\Delta$ INV	平均値差	+	-0.001	-0.014	-	-0.266	-4.873**
	中央値差		-0.059	-0.441		-0.201	-4.307**
SD $\Delta$ AR	平均値差	+	-0.391	-6.547**	-	0.257	4.115**
	中央値差		-0.287	-7.857**		0.241	6.622**
SD $\Delta$ AP	平均値差	-	-0.518	-9.754**	+	0.041	0.222
	中央値差		-0.473	-10.519**		0.090	2.347*
SD $\Delta$ DEP	平均値差	-	0.009	0.194	+	0.085	1.511
	中央値差		0.031	1.469		0.029	1.854

パネルB：法人税率引下げ							
発生項目		予想符号	$\Delta$ FY1998	$t$ 値/ $z$ 値	予想符号	$\Delta$ FY1999	$t$ 値/ $z$ 値
SD $\Delta$ INV	平均値差	-	-0.332	-8.672**	+	0.269	5.748**
	中央値差		-0.181	-9.647**		0.156	7.496**
SD $\Delta$ AR	平均値差	-	0.076	1.936	+	0.081	2.001*
	中央値差		0.127	4.310**		0.054	3.280**
SD $\Delta$ AP	平均値差	+	0.121	3.196**	-	0.163	4.006**
	中央値差		0.104	5.097**		0.066	4.904**
SD $\Delta$ DEP	平均値差	+	0.085	1.904	-	-0.265	-5.434**
	中央値差		0.082	3.083**		-0.227	-7.553**

注) 各個別発生項目の定義は図1を参照されたい。

$\Delta$  FY1980 = FY1980 - FY1979,  $\Delta$  FY1981 = FY1981 - FY1980,  $\Delta$  FY1998 = FY1998 - FY1997,  $\Delta$  FY1999 = FY1999 - FY1998で、各個別発生項目の前年度との差を表している。SD $\Delta$  AP、SD $\Delta$  DEPは会計発生高の計算式におけるマイナス項目であるため、予想符号が逆になる。

平均値差の検定には対応のある  $t$  検定、中央値差の検定には Wilcoxon 符号順位検定を用いている。

\* 5%水準で有意 \*\* 1%水準で有意

本節の結果は、税率変更というイベントでは、一般的に経営者が操作しやすいとされる掛売、掛仕入以外の手段で利益調整行動が行われており、またそのような手段として棚卸資産が用いられた可能性があることを示唆するものと思われる。

## 6. 追加検証

### 6.1 1989年度税制改正

本節までで取り扱った、1981年度法人税率引上げと1999年度法人税率引下げという2つの税制改正では、法人税率が全ての企業で一律に変更されている。しかしながら、1989年度税制改正は、変更税率が企業によって異なるという特殊なものであった。

わが国では、1989年度まで課税所得の配当分

への二重課税を調整するために配当軽減制度が設けられており、内部留保分よりも10%程度低い税率が適用されていた。1989年度の税制改正ではその一本化を目的として、課税所得のうち内部留保分に対する税率を2年間で42%から37.5%へ引下げ一方で、配当分に対する税率は32%から37.5%へ引上げるといった措置がとられた。表7は、1989年度の税制改正までの実効税率およびその構成項目の推移を示しているが、課税所得の内部留保分と配当分でその変化が異なっていることがわかる。

つまり1989年度税制改正では、課税所得に占める配当分の割合が低い企業にとっては税率引下げとなったが、配当分の割合が高くなるほど税率引下げ幅は小さくなり、配当割合が45%を超えるような高配当企業の場合には、むしろ税率引上げ

表7 1989年度税制改正における実効税率およびその構成項目の推移

会計年度	法人税率		住民税率 (%)	事業税率 (%)	実効税率 (%)
	留保分 (%)	配当分 (%)			
FY 1981~1983	42.0	32.0	17.3	12.0	51.56
FY 1984~1986	43.3	33.3	17.3	12.0	52.92
FY 1987~1988	42.0	32.0	17.3	12.0	51.56
<b>FY 1989</b>	<b>40.0</b>	<b>35.0</b>	<b>17.3</b>	<b>12.0</b>	<b>51.04</b>
<b>FY 1990</b>	<b>37.5</b>	<b>37.5</b>	<b>17.3</b>	<b>12.0</b>	<b>49.99</b>

注) 会計年度は表記されている年の4月1日から翌年の3月31日までの期間を表している。

課税所得の内部留保分と配当分に対する異なる法人税率は1990年度に統合された。

実効税率 = {法人税率 × (1 + 住民税率) + 事業税率} / (1 + 事業税率) なお実効税率は、配当性向30%で計算している。太字は本研究の調査対象となった会計年度を表している。

となってしまったのである<sup>14)</sup>。2.1節でも述べたように、Lopez *et al.* (1998)による米国の先行研究では、税率引下げ幅の大きい企業ほど利益調整による節税をより積極的に行うという結果が報告されている。そこで、本節の追加検証では、わが国の1989年度税制改正という特殊なイベントを用いて、企業によって異なる変更税率が利益調整行動に与える影響を検証する。

## 6.2 異なる変更税率が与える影響

### 6.2.1 検証モデルとサンプル

検証モデルは、Guenther (1994) および Lopez *et al.* (1998) に基づくもので、以下の回帰式で表される。

$$\Delta SDA88_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DPR_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 SHARE_{i,t} + \alpha_4 DEBTR_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ただし、 $\Delta SDA88$  = Forward Looking モデルによって算出された、税率変更直前期1988年度の裁量的発生高の対前年度差、 $DPR$  = 支払配当比率 (配当金総額を税引前当期純利益で除したものの1986~1988年度の3年間平均)、 $ROA$  = 総資産事業利益率、 $SHARE$  = 安定株主比率 (上位10大株主の保有株数を発行済株式総数で除したものの)、 $DEBTR$  = 負債比率、 $SIZE$  = 企業規模 (総資産の自然対数値) を表している。

企業ごとに異なる税率変更幅を捉えるために、配当金総額を税引前純利益で除した  $DPR$  を説明変数に加えている。すなわち、 $DPR$  が低い企業ほど税率引下げ幅が大きく、変更直前期に利益減少型の利益調整を行うことによって節税の恩恵をより大きく享受できるのである。従って、税コスト仮説からは  $DPR$  の係数が正であることが予想される。また Guenther (1994) や Lopez *et al.* (1998) 等に基づいて、企業業績や財務報告コストの影響をコントロールするために、 $ROA$ 、 $SHARE$ 、 $DEBTR$ 、 $SIZE$  をコントロール変数として加えている。被説明変数としては、税率変更直前期の裁量的発生高の対前年度変化額を Forward Looking モデルによって算定したものをを用いている。

サンプルは、4節と同じ基準で選択しており、裁量的発生高のパラメータ推定期間は1983~1987年度までの5年間、調査期間は税率変更直前期の1988年度である。これらの基準による最終サンプル数は973社であった。なお調査期間が税率変更直前期の1988年度のみであるのは、表7にもあるように、わが国の1989年度税制改正が2年連続の減税であるために税率変更初年度である1989年度の企業の節税行動の予想がつかないからである<sup>15)</sup>。

表8 回帰モデルの各変数間のピアソン相関係数

	$\Delta SDA88$	$DPR$	$ROA$	$SHARE$	$DEBTR$	$SIZE$
$\Delta SDA88$	1.000					
$DPR$	0.079	1.000				
$ROA$	0.057	-0.268	1.000			
$SHARE$	0.086	-0.020	-0.056	1.000		
$DEBTR$	-0.025	0.262	-0.106	-0.083	1.000	
$SIZE$	0.008	0.278	-0.120	-0.134	0.368	1.000

注)  $\Delta SDA88$  = Forward Looking モデルによって算出された、税率変更直前期1988年度の裁量的発生高の対前年度差、 $DPR$  = 支払配当比率（配当金総額を税引前当期純利益で除したものの1986～1988年度の3年間平均）、 $ROA$  = 総資産事業利益率、 $SHARE$  = 安定株主比率（上位10大株主の保有株数を発行済株式総数で除したものの）、 $DEBTR$  = 負債比率、 $SIZE$  = 企業規模（総資産の自然対数値）を表している。

表9 回帰モデルの推定値

従属変数	定数項	$DPR$	$ROA$	$SHARE$	$DEBTR$	$SIZE$	$Adj.R^2$	観測値数
$\Delta SDA88$	-0.555	1.180	2.600	0.572	-0.411	0.014	0.018	960
( $t$ 値)	(-1.47)	(3.08)**	(2.27)*	(2.34)*	(-1.29)	(0.49)		

注) 変数の定義は表8を参照されたい。

各セルの上段は係数推定値、下段括弧内はWhiteの標準誤差に基づく  $t$  値を示している。

異常値の影響を除くためにスチューデント化された残差が3以上の観測値は除去している。

\* 5%水準で有意 \*\* 1%水準で有意

## 6.2.2 検証結果

表8は、検証モデルの変数間のピアソン相関係数を示している。 $DPR$ と $\Delta SDA88$ の相関係数は0.079と、予想通り正の相関があることがわかる。次に、検証モデルの推定結果が表9で示されている。 $DPR$ の係数推定値は1.180と正であり、またこの推定値は1%水準で統計的にも有意である。このことは、利益に占める配当分の割合が低い低配当企業ほど1989年度税制改正による税率引下げ幅が大きく、減税の恩恵を大きく享受できるので、変更直前期により積極的に利益減少型の利益調整を行っていることを意味している。

コントロール変数では、 $ROA$ と $SHARE$ が5%水準で正に有意である。 $ROA$ の係数が正に有意であるのは、企業業績と裁量的発生高との関連を調査しているDechow *et al.* (1995)やKothari *et al.* (2005)の結果と整合的である。一方、

$SHARE$ の係数は、財務報告仮説からは負の値をとることが予想されており、表9の結果は財務報告仮説の予想と一致していない。

## 7. おわりに

税コスト仮説は、企業は税コストを最小化するような利益調整行動をとると主張している。先行研究では、税率引下げに限りそのような行動を確認していたが、税率引上げも含めた包括的な調査は行われておらず、またその具体的な方法も明らかではなかった。

そこで本論文では、最初に、1981年度税制改正による法人税率引上げと1999年度税制改正による法人税率引下げの両方のイベントを対象として、税コスト仮説の検証を行っている。結果は、企業は税率引上げ直前期には利益増加型、逆に税

率引下げ直前期には利益減少型の利益調整を行っていた。また1989年度の税制改正を対象とした追加検証では、法人税率の引下げ幅が大きい企業ほど利益調整をより積極的に行っていることが明らかになった。これらの結果は、企業が税率変更にも柔軟に対応して節税を行っていることを示しており、税コスト仮説を支持する強い証拠であるといえる。

次に利益調整の具体的な方法についての知見を得るために、個別発生項目による検証を行ったところ、棚卸資産について企業の節税行動と整合的な動きが観察された。これは、企業が生産量を意図的に調整して、固定製造費の一部を棚卸資産に吸収させたり吐出させたりすることによって利益調整を行っている可能性を示唆するものである。

〔注〕

- 1) 実際に税率変更が確定するのは、税率変更の前年度12月に公表される税制改正大綱によってである。
- 2) ただしこれは、企業には普段から課税繰延べのインセンティブがあり、それが税率変更時には相対的に変化するという意味である。
- 3) 会計発生高モデルの変遷やその詳細については、岡部(2004)および太田(2007)を参照されたい。
- 4) 税率変更は他の年度についても行われている。しかしながら、(i)リサーチデザインの問題として、税率変更年度以前に税率が一定である期間がある程度の長さが必要である、(ii)税率変更幅の大きさと企業の利益調整の大きさには正の相関があるとされており(Lopez *et al.* 1998)、変更幅の大きいイベントのほうが調査に適している、(iii)基本税率は引下げであるが配当軽減税率は引上げである場合には、配当性向によって増税となるか減税となるかが異なる(これについては6節の追加検証を参照されたい)、などの理由により調査対象から外している。
- 5) 修正Jonesモデルについては、Dechow *et al.* (1995)に基づいて、パラメータ推定には $\Delta REV$ を用い、非裁量的発生高の予測に際しては $\Delta REV$ から $\Delta AR$ を差し引いている。
- 6) 裁量的発生高の代表的な推定方法としては、企業ごとに時系列で推定する方法と、企業を業種別に分類してクロスセクションで推定する方法の二種類がある。しかしながら本研究は、法人税率変更という全ての企業に影響を与えるイベントに関する研究であるので、同年度同業種でサンプルとノンサンプル企業の存在が必要なクロスセクションによ

る推定は不可能である。また時系列による推定も、法人税率変更は頻繁に行われるので、十分な期間のデータが確保できない。そこで本論文では、業種ごとに、パネルデータを用いて、各企業の裁量的発生高を推定している。時系列による推定では、モデルの定数項および他の説明変数の係数は各企業によって異なるが、業種別クロスセクションによる推定では、各業種に属する全ての企業について同じである。本論文で用いる業種別パネル推定は、定数項は各企業によって異なるが、他の説明変数の係数は各業種に属する全ての企業について同じであるので、いわば時系列推定と業種別クロスセクション推定の折衷法であるといえる。

- 7) 裁量的発生高は予測誤差であるので、その標準化に用いられる標準偏差 $\sigma$ は次の式で推定される。 $\sigma = s\sqrt{1 + x_p'(X'X)^{-1}x_p}$ 、ただし $s$  = 残差の標準偏差、 $x_p$  = 予測期間の独立変数のベクトル、 $X$  = 推定期間の独立変数の行列である。本論文では、 $\sigma$ 推定の計算が煩雑であるので簡便法として $s$ で代替している。
- 8) 全会計発生高の非裁量的部分を推定する会計発生高モデルについては、修正JonesモデルやForward Lookingモデルといったモデルが一般的に認知され広く用いられているが、個別発生項目の非裁量的部分を推定するモデル、すなわち個別会計発生高モデルについては、現在の段階では決定的なものが存在しない。従って、個別発生項目の裁量的部分の算定についてもアドホックなものとなっている。例えば、売上債権の変動に関する個別会計発生高の裁量的部分として、Marquardt and Wiedman (2004)では、今期の売上債権から前期の売上債権に今期の売上高成長率を乗じたものを差し引いた残りの部分を、Chan *et al.* (2006)では、今期の売上債権から、過去5年間の売上債権と売上高の平均比率に今期の売上高を乗じたものを差し引いた残りの部分を用いている。
- 9) なお税率引き下げに関しては、1998年度についても減税であったという事実を考慮して、パラメータ推定期間を1991~1996年度までの6年間、調査期間を1997~1999年度の3年間としての検証も併せて行っている。しかしながら、1998年度の裁量的発生高が最も低くなるという結果に変わりはない。
- 10) 本論文では、サンプル抽出において繰越欠損金の有無を区別していないが、繰越欠損金のある企業とない企業とは税コストへのインセンティブが異なる。そこで、鈴木・岡部(1998)の方法で、繰越欠損金の存在が疑われる企業を除いた検証も併せて行っているが、得られた結果にほとんど差が見られなかったため、本論文では繰越欠損企業の存在を無視している。
- 11) 減価償却費の裁量的部分( $SD\Delta DEP$ )については、他の個別発生項目に比べて数値が小さく年度間による変動もほとんど無かったため図1から割愛している。
- 12) それ以外にも、棚卸資産を用いた他の利益調整方法としては、期末棚卸資産評価の操作などが考えられる。
- 13) 棚卸資産の変動については、利益調整による説明以外にも、マクロ経済的理由による企業の在庫調整が考えられる。す

なわち企業は、好況時には棚卸資産を増加させ、不況時には棚卸資産を減少させる傾向がある。一方、政府は、好況時には税率を上げ、不況時には税率を下げる傾向がある。従って、図1の棚卸資産の動きは、企業の利益調整によるものではなく、企業のマクロ経済的理由による在庫調整と、政府のマクロ政策的動機による税率変更とが、偶然に一致した結果によるものかもしれないということが考えられる。

- 14) なお、企業全体では減税となっており減税規模は1兆8,000億円であった。
- 15) 米国における1986年税制改正も2年連続の減税であったので、本論文の先行研究であるGuenther (1994)とLopez *et al.* (1998)においても、やはり税率変更直前期の企業の利益調整行動にのみ焦点を当てている。そして税率変更期の企業の利益調整行動には全く有意な結果を得ていない。本研究でも税率変更期である1989年度について同様の検証を行っているが、全く有意な結果が得られておらず本文から省略している。

〈参考文献〉

- Beneish, M., 2001. Earnings Management: A Perspective. *Managerial Finance* 27 (12), 3-17.
- Bushee, B., 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review* 73 (3), 305-333.
- Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., Lakonishok, J., 2006. Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Business* 79 (3), 1041-1082.
- Dechow, P., Richardson, S., Tuna, I., 2003. Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation. *Review of Accounting Studies* 8 (2-3), 355-384.
- Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A., 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2), 193-225.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R., 1999. Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business* 72 (1), 1-33.
- 榎本正博, 2003. 「裁量的会計発生高と将来株式リターンの関連について—運転資本会計発生高を中心とした分析—」静岡大学『経済研究』第7巻3-4号, 145-168.
- Guenther, D., 1994. Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review* 69 (1), 230-243.
- Healy, P., 1985. The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3), 85-107.
- Healy, P., Wahlen, J., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons* 13 (4), 365-383.
- 居林次雄, 1998. 「実現する法人税率の引下げ—課税ベースの拡大で減税帳消し—」『法律の広場』第50巻第2号, 64-65.
- Jones, J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2), 193-228.
- Kothari, S., Leone, A., Wasley, C., 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1), 163-197.
- Lopez, T., Regier, P., Lee, T., 1998. Identifying Tax-Induced Earnings Management Around TRA 86 as a Function of Prior Tax-Aggressive Behavior. *The Journal of the American Taxation Association* 20 (2), 37-56.
- Marquardt, C., Wiedman, C., 2004. How Are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals. *Contemporary Accounting Research* 21 (2), 461-491.
- Maydew, E., 1997. Tax-Induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses. *Journal of Accounting Research* 35 (1), 83-96.
- McNichols, M., Wilson, P., 1988. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement), 1-31.
- 太田浩司, 2007. 「利益調整研究における会計発生高モデルについて」『企業会計』第59巻第4号, 114-120.
- 岡部孝好, 2004. 「裁量的会計行動研究における総発生処理高アプローチ」神戸大学大学院経営学研究科Discussion Paper Series 2004. 14.
- 奥村雅史, 2006. 「報告利益の裁量的決定—実証的研究の動向と課題—」『証券アナリストジャーナル』第44巻第5号, 7-17.
- Scholes, M., Wilson, P., Wolfson, M., 1992. Firms' Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986. *Journal of Accounting Research* 30 (Supplement), 161-185.
- 鈴木一水・岡部孝好, 1998. 「予想される税率変更に対する発生処理額の裁量的調整」『産業経理』第58巻第1号, 54-66.
- 首藤昭信, 2005. 「利益調整研究の新展開」『専修大学会計学研究所報』第12号, 1-47.
- Thomas, J., Zhang, H., 2002. Inventory Changes and Future Returns. *Review of Accounting Studies* 7 (2-3), 163-187.
- 渡辺智之, 2005. 『税務戦略入門』東洋経済新報社.

# 「法人税率変更と企業の利益調整行動」 に関するディスカッション

## *Discussion of “Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes”*

中 條 祐 介(横浜市立大学 教授)  
Yusuke Nakajo, Yokohama City University

### 要 約

太田・西澤(2007、『現代ディスクロージャー研究』第8号)は、税率引き上げ直前期には利益増加、税率引き下げ直前期には利益減少型の利益マネジメントが行われていることを明らかにし、税金コスト仮説の包括的な証拠を示している。また、個別発生項目を用いて利益マネジメントの具体的な方法も明らかにしている。さらに、裁量的発生高の算定に際しても、Forward Lookingモデルを適用するなど新規性が認められる。その一方で、利益マネジメントに関する概念的な整理、イベント年度の決定あるいは分析モデルにおける企業業績のコントロールの問題などリサーチ・デザイン上の課題も認められる。検証結果について、インプリケーションを含めて踏み込んだ解釈を行うことで、追加的な研究をより誘発することが期待されよう。本稿の最後に将来の研究トピックを提示している。

### Summary

Ota and Nishizawa (2007, *Contemporary Disclosure Research 8*) examine an accounting choice in changes of corporate income tax rate based on tax cost hypothesis. In the results, the authors provide some comprehensive evidences of tax cost hypothesis. Also, they illustrate some earnings management tools by examining specific accruals. There is novelty for application of Forward Looking model on calculation of discretionary accruals in Japan. On the other hand, there are some questions in this paper. First question is a conceptual definition of earnings management. Second question is issues concerning the research design: e.g. setting the event fiscal year. Thirdly, I expect authors to offer some implications in related to results different from a hypothesis. In conclusion of this paper, I provide some suggestions for future research.

## 1. はじめに

わが国においても会計選択論あるいは会計政策論に関するリサーチが、会計学研究の主要なテーマとして定着してきた。なかでも、この十余年の間で、会計発生高 (accruals) を用いた利益マネジメント (earnings management) 研究が、量的にもまた質的にも大いに進展してきたといえる。もっとも、目覚しい進展が見られる研究領域

ではあるものの、わが国においてはまだまだ証拠の蓄積が十分とはいえないテーマが多々あることも事実である。

たとえば、Fields, Lys, and Vincent (2001)は、1990年以降の会計選択に関する研究のサーベイを行い、会計選択の決定要因と経済的影響について検証を行っている。そこでは経営者の会計選択に影響を及ぼすであろう要素として、エージェンシー費用、情報の非対称性、そして契約関係にな

い第三者に対する外部性を指摘している。そしてそれぞれの要素に関連するリサーチとして、契約に関する研究（具体的な論点としては、経営者報酬契約や負債契約）、資産価格に関する研究（ディスクロージャー方針、利益マネジメント、市場の効率性）、第三者への影響に関する研究（税金、規制）として整理している。

このような分類に基き、わが国の研究蓄積を見渡した場合、岡部（1998）、鈴木・岡部（1998）などの研究はあるものの、相対的に第三者への影響に関する研究、特に税金を扱った研究はいつそうの証拠の蓄積が求められる分野といえるだろう。

また、Shackelford and Shevlin（2001）によれば、実証的税務会計研究の主要な研究領域としては、課税・非課税項目の調整（具体的には、棚卸資産会計、報酬、年度間の利益移転、資本構成、規制産業）、資産価格に関する影響（M&A、資本構成）、国際課税（多国籍企業、州際事業）があげられている。これらの研究領域に関しても、わが国においてはまだまだ解明されていないテーマが散見されるのが現状であろう。

上記のような研究の分類に基いた場合、太田・西澤（2007）はどのように位置づけることができるだろうか。太田・西澤（2007）は、会計選択研究という面からは、税金という第三者への影響に関する研究として、また実証的税務会計研究という面からは年度間の利益移転という課税・非課税項目の調整に関する研究として位置づけることができるだろう。このように、太田・西澤（2007）は、税金を軸としたインタディシプリナリな研究といえる。

## 2. 太田・西澤（2007）特徴と貢献

太田・西澤（2007）では、予想される法人税率の変更に対する企業の利益マネジメントを検証し

ているが、この点に関する先行研究としては、たとえばGuenther（1994）がある。Guenther（1994）は、税率引下げ直前期において、企業が利益減少型の利益マネジメントを行っていることを明らかにしている。この他の研究も同様の結果を報告している。

それでは、税率引き上げ時においては、どのような利益マネジメントが行われているのだろうか。残念ながら、この点を明らかにした証拠は示されていない。これは、近年の米国の法人税制においては、税率の引き上げが行われていないことが要因である。

このような税金コスト仮説をめぐる未開拓分野にチャレンジし、日本企業の利益マネジメントの一端を解き明かそうとしたのが太田・西澤（2007）である。まず、ここに本研究の特徴と貢献の一つ目を認めることができる。

太田・西澤（2007）は、まず「税率引き下げ直前期には利益を減少させる利益調整行動をとり、税率引き上げ直前期には利益を増加させる利益調整行動をとる」という第1の仮説を提示し、税金コスト仮説を支持する証拠を示している。このように、税率引き下げ時と税率引き上げ時の両面から検証することで、税金コスト仮説の包括的な証拠を提示したことと日本企業に関する税金コスト仮説の証拠を示した点に二つ目の貢献を認めることができる。

三つ目の貢献としては、会計発生高を構成する個別発生項目から具体的な利益マネジメントの方法を抽出していることである。会計発生高を利用したアプローチの長所の一つは、包括的な利益マネジメントの規模をとらえることができることである。しかし、それは個々の会計選択の効果をアグリゲートしてしまうため、個々の利益マネジメント手法を明らかにできないという短所をもっている。太田・西澤（2007）では、従来の利益マ

ネジメント研究の抱えていた問題の一つをブレイクスルーしているのである。

そして4つ目の貢献は、企業によって変更実効税率が異なるという特殊なケースであった1989年税制改正をイベントに、税率変更幅と利益マネジメントの大きさの関係に関する証拠を提示したことである。

### 3. 太田・西澤(2007)に対するいくつかの論点

前述のように、太田・西澤(2007)では多くの貢献が認められるが、いくつかの整理すべき概念上の論点やリサーチ上の論点も認められる。

#### 3.1 利益マネジメント行動の概念に関する論点

まず第1が、利益マネジメント行動の概念的整理である。太田・西澤(2007)では、利益マネジメントに関して、「期末後に経理部で行われるものが会計的利益調整」と定義しているが、期末後に限定してしまうことは妥当なのだろうか。たとえば、期中において戦略的に減損処理などの会計上の意思決定がなされることはないのだろうか。紙幅の関係もあると思うが、概念上の整理は研究のポジションを見極める上で有用であり、明確な整理を期待したい。

#### 3.2 リサーチ・デザイン上の論点

第2の論点は、税率引き下げ初年度の1998年度を対象イベントとしなかったのはなぜか、というものである。1999年度をイベント年度とした理由については、以下の2点があげられている。

(1) 引当金等の縮小・廃止による課税ベースの拡大に伴う大幅な増税も併せて実施されており、実質的には法人税減税はなかったに等しい(居林1998)。

(2) 政府は1998年度の法人税減税は不十分であったとして、事後的に急遽翌年度の1999年度税制改正で、大規模な法人税減税を実施した。

しかしながら、1999年度の減税は急遽決定されたものであり、また引当金等の縮小・廃止は、段階的に実施されたのである。このような事情を勘案した場合、経営者の期待としては、1998年度を税率引き下げ年度と意識するのではないだろうか。1999年度をイベント年度とするのであれば、1998年度が実質的に減税年とはならないことを示す定量的な証拠が示されることが望ましいだろう。

第3の論点は、裁量的発生高の算定に関するものである。太田・西澤(2007)では、裁量的発生高の算定に修正JonesモデルとForward Lookingモデルを使用している。Forward Lookingモデルを用いたことについては新規性の面からも評価することができる。その一方で、Forward Lookingモデルの特徴の1つとしてkがある。Dechow et al.(2003)では、この値が0.07と報告されている。すなわち、売上高の変化額100ドルに対して売上債権の変化額のうち7ドルは正常な部分と考えられるわけである。本研究において推定されたkの値はどうだったのだろうか。日米企業で相違は認められたのだろうか。本研究の直接的な論点ではないが、興味をそそられる点である。

第4の論点は、景気動向やそもそもの企業業績の良し悪しは利益マネジメント行動に影響を及ぼすことが想定されるが、サンプル企業の基本統計量について特徴的な点は認められたのだろうか。また、業績の影響に関するコントロール方法についても明示的に説明されていれば検証結果をよりよく解釈することができると思われる。

### 3.3 検証結果と解釈に関する論点

第5の論点は、会計発生高と裁量的発生高の平均値差と中央値差について、税率引き下げ時の $\Delta IFY1999$ について統計的有意性が得られなかったことについてである。これはどのように解釈できるのだろうか。この検証結果は、本研究の税金コスト仮説を裏付ける重要なデータであるので、この点についての解釈が示されることが必要と考える。

第6の論点として、個別発生項目の検証を通じて、棚卸資産を利用した利益調整の可能性が指摘されている。この点は、直観的にも納得できる指摘であり、また太田・西澤(2007)に示された図1(b)より、FY1999で $SD\Delta INV$ が増加し、利益を増加させているように考えることができる。このような個別の利益マネジメント行動を解明したことは本研究の大きな貢献であることはすでに述べたところである。

その一方で、税率引き下げ時における $SD\Delta INV$ と $SDA$ の動きについては、税率引き上げ時におけるような強く連動した動きは見られない。この税率引き下げ時における $SD\Delta INV$ と $SDA$ の動きについてはどのように解釈できるのだろうか。この点についてもインプリケーションを含めて踏み込んだ解釈が示されていれば、読者の興味を一層喚起するに思う。

## 4. 結論と本研究の展開

以上、太田・西澤(2007)に対するコメントを述べてきた。本研究は、未開拓の分野に、新規性のあるモデルを用いて、日本企業に関する証拠を提示した価値ある論文といえる。このような論文を起点に更なる展開を構想し、本コメントを締めくくることにしたい。

太田・西澤(2007)より、税率引き上げ時と税率

引き下げ時における利益マネジメント行動が明らかにされた。また、変更される税率の高低が利益マネジメントの大小に影響を及ぼすことも明らかにされた。それでは、経営者の利益マネジメント行動は、増税と減税でどちらに強く反応するのだろうか。全くのミラーの関係なのか。あるいは、増税(減税)よりも減税(増税)に対して強く反応するものなのだろうか。これが一つ目の今後の研究トピックである。

第2に、棚卸資産を通じた利益マネジメントは、サプライ・チェーン・マネジメントやキャッシュフロー経営が普及してきた現在においても認められるものなのか。また、時代によって利益調整に使用される個別項目に変化はあるのだろうか。さらに、棚卸資産を通じた利益増加の調整は、営業キャッシュフローに対してはマイナスの影響が想定されるが、それは税金コストとの比較考量の結果なのか。すなわち、それは個々の企業の価値ドライバーによって決定されているのだろうか。

最後に、太田・西澤(2007)は会計ビッグバン以前の日本企業の利益マネジメント行動を明らかにしている。しかし、現在は連結決算中心主義へ移行し、また税金面でも連結納税が認められるようになった。連結決算をめぐる税金コストと利益マネジメント行動の検証についても解明していく必要があるだろう。

### 《参考文献》

- 岡部孝好, 1998. 「会計上の利益数値制御における税コスト仮説と財務報告コスト仮説」『国民経済雑誌』第178巻第2号, 39-52.
- 太田浩司・西澤賢治, 2007. 「法人税率変更と企業の利益調整行動～税率引上げおよび引下げ時における利益調整」『ディスクロージャー研究』第8号.
- 鈴木一水・岡部孝好, 1998. 「予想される税率変更に対する発生処理額の裁量的調整」『産業経理』第58巻第1号, 54-66.
- Dechow, P., Richardson, S., Tuna, I. 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management

- explanation. *Review of Accounting Studies* 8, 355-384.
- Fields, T. D., Lys, T.Z., Vincent, L., 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31, 255-307.
- Guenther, D. 1994. Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review* 69: 230-243.
- Shackelford, D.A., Shevlin, T., 2001. Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31, 321-387.

# 保守主義の指標相互における関連性分析\*

## *An Empirical Analysis of the Relation between Conservatism Measures*

高田 知実(神戸大学 准教授)  
Tomomi Takada, Kobe University

2007年4月30日受付；2007年10月23日改訂稿受付；2007年11月2日論文受理

### 要約

本研究では、純資産または利益に関する保守主義を定量化し、指標相互の関連性を分析する。具体的には、利益における保守主義と、期首の純資産における保守主義、期末の純資産における保守主義、および期首から期末の純資産における保守主義の変動幅の相互関係を分析するのである。純資産に関する保守主義は時価簿価比率を用いて定量化する。利益に関する保守主義はBasu (1997) によって考案されたモデルを用いて定量化する。保守主義の指標の測定期間については、株式時価総額に反映されている経済レントが指標に与える影響を指摘したRoychowdhury and Watts (2007) にしたがう。すなわち、測定期間を1期間だけでなく、3期間とした分析も行う。

実証分析の結果、期首の純資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は低くなることが明らかとなった。また、期末の純資産における保守主義の程度が期首よりも高い企業は、利益が保守的であるという証拠もえた。これらの結果は、3期間を測定期間とした場合に顕著であり、純資産と利益における保守主義が相互に関係していることを示唆している。

### Summary

This paper examines the relationship between the beginning or ending net asset conservatism and earnings conservatism, and the relationship between the change of net asset conservatism and earnings conservatism is also examined. Net asset conservatism is measured using Market-to-Book Ratio and earnings conservatism is measured using the model developed by Basu (1997). Following Roychowdhury and Watts (2007), which state that the economic rents might make conservatism measures have biases, conservatism are measured over both in short (one period) and long window (three periods).

The results of the test show that firms with high degree of the beginning net asset conservatism have lower degree of earnings conservatism of the period. Further, the results also indicate that earnings are conservative, if the degree of net asset conservatism conservatively changes from the beginning to the ending of the period. This evidence is held in measuring conservatism over three periods, and suggests that net asset conservatism and earnings conservatism are interrelated each other.

## 1. はじめに

本研究の目的は、純資産または利益に関する保

守主義を定量化し、その相互関係を実証的に検証することである。Basu (1997) や Beaver and Ryan (2000) らによる定量化モデルの考案により、

\*本研究は、第1回現代ディスクロージャー研究会カンファレンスでの報告論文に加筆、修正を加えたものである。カンファレンスで司会の労をおとりいただいた吉田和生先生(名古屋国立大学)、貴重なコメントを頂戴した奥村雅史先生(早稲田大学)に心よりお礼申し上げます。フロアからは、柴健次先生(関西大学)、高橋琢磨先生(中央大学)、および奥田真也先生(大阪学院大学)から有益なコメントをいただいた。また、本研究の作成にあたり、本誌編集委員長である薄井彰先生(早稲田大学)と匿名レフェリーの先生から適切なコメントを頂戴したことにもお礼申し上げます。本研究は著者が神戸大学に提出した博士論文をもとにしており、論文の執筆にあたっては、博士課程の指導教官である桜井久勝先生、博士論文の審査委員である後藤雅敏先生ならびに音川和久先生、さらに修士課程の指導教官である早稲田大学の須田一幸先生に、研究過程の節々でご指導を賜った。ここに記し、深く感謝申し上げます。なお、本研究は科学研究費補助金(若手研究(スタートアップ)、19830036)の助成を受けた研究成果の一部である。

近年、財務会計の研究分野では、複数のモデルによる保守主義の定量化が進んだ。特に、Basu (1997) による利益に関する保守主義の定量化モデルは数多くの先行研究で用いられている。

Basu (1997) は、グッド・ニュース（経済的利益）よりも、バッド・ニュース（経済的損失）と会計利益の関係が強いことを利益の保守主義と定義し、この定義にもとづいて利益に関する保守主義を定量化した。これは、会計利益が経済的なニュースを織り込む適時性の非対称さ (asymmetric timeliness) を定量化するもので、経済的なニュースの発生に対して、どの程度保守的経理が行われるか、に焦点が置かれている。一方、Beaver and Ryan (2000) は「純資産の簿価が長期的に株式時価総額よりも小さくなり、それによって純資産簿価・時価比率が長期的に1よりも小さくなること」として純資産に関する保守主義を定義し、定量化を可能にした。これは、企業の時価たる株式時価総額に対して、どの程度純資産簿価が過小 (understatement) であるか、に焦点が置かれている。

本研究では、上記に示した先行研究にもとづいて定量化される2つの保守主義の指標を用いて、両指標の関係を実証的に検証する<sup>1)</sup>。すなわち、Basu (1997) によって考案されたモデル (Basu モデル) から定量化される指標 (利益に関する保守主義) と時価簿価比率 (MBR: Market-to-Book Ratio、純資産に関する保守主義) である。指標相互の関連性分析は、いくつかの先行研究によってすでに行われているが、その多くはアメリカ企業に関するものである。日本企業の分析については、指標相互の関連性分析に限定しなくとも、保守主義に関する実証研究は薄井 (2004) と田澤 (2004) を除いて、ほとんど存在しないのが現状である<sup>2)</sup>。また、アメリカ企業に関する研究であっても、検証方法に違いがあるため、先行研

究でえられた結果を単純に比較することはできない。したがって、保守主義の指標相互における関連性分析については、今なお証拠の蓄積が必要な段階といえる。本研究は日本企業に関する証拠を提示することで、保守主義に関する研究の発展に貢献するものである。

さらに、企業のディスクロージャーにおける保守主義の位置づけが近年変化していることから、保守主義の分析は今最も重要な研究課題の1つであるといえる。FASB (2005) は「財務情報は中立的でなければならず、… (中略) …会計情報に関する望ましい質的特性として、保守主義や慎重性を概念フレームワークに含めるべきではない」と主張している。長きにわたり、会計慣行として実務に浸透し続けてきた保守主義の概念が、会計情報に関する望ましい質的特性の中から姿を消そうとしている。そのような方向が正しいものであるか否かを判断するためにも、まずは保守主義の実態を明らかにする必要がある。本研究は、日本企業における保守主義の実態を明らかにすることで、企業会計における保守主義の機能を検証するための土台を提供する。

本研究での分析により、期首の純資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は低くなることを支持する証拠をえた。さらに、期末の純資産における保守主義の程度が期首よりも高い企業は、利益が保守的であることも明らかとなった。これらの結果は、純資産と利益の保守主義は相互に関係していることを示している。以下では、まず第2節で純資産と利益における保守主義の相互関係を考察し、第3節でリサーチ・デザインを提示する。次に、第4節で分析に用いるサンプルと基本統計量を示す。続く第5節では検証結果を報告し、これを分析する。最後に、結論を述べる。

## 2. 保守主義の相互関係

Pae *et al.* (2005) は期首の純資産における保守主義の程度が高（低）ければ、利益における保守主義の程度は低（高）くなるという仮説を設定し、これを支持する証拠をえた。すなわち、たとえ経済的損失が生じて、期首の純資産における保守主義の程度が高い企業は、経済的損失が会計利益に反映されにくい。その反対に、期首の純資産における保守主義の程度が低い企業に経済的損失が生じれば、当該損失は会計利益に反映されやすいのである。Givoly *et al.* (2007) も、時系列データを用いてBasuモデルから定量化される利益に関する保守主義の程度とMBRに負の関係があることを報告している。

一方、Roychowdhury and Watts (2007) は期首の純資産と利益における保守主義の負の関係は経済レント、つまり企業における将来の成長オプションや独占力の影響によってもたらされた結果であることを指摘した。そして、彼らは経済レントの影響を軽減するため、利益に関する保守主義の測定期間を長期（3期間）にし、期首ではなく期末の純資産と利益の保守主義の関係を検証した。株式時価総額にはIPOを行ってから累積された経済レントの影響があるため、期首のMBRはその分だけ保守主義の指標として歪みをもってしまふ。しかし、保守主義の測定期間を長期とすれば、経済レントは分離可能な資産に収束する、もしくは消滅する、のいずれかに帰着すると考えられる。したがって、経済レントが分離可能な資産に収束すれば、経済的損失が生じた場合には、各企業の適用する保守主義の程度に応じて資産価額の切り下げが行われるのである。このような関係のもとでは、利益における保守主義の程度が高いほど、期末の純資産における保守主義の程度は高くなることが予想される<sup>3)</sup>。そして、

Roychowdhury and Watts (2007) は保守主義の測定期間を長期にすれば、期末における純資産の保守主義と利益における保守主義には正の関係があることを明らかにした。このように、彼らは先行研究で提示された結果の問題点を指摘するとともに、その問題を軽減する具体的な手法を提示したのである。

以上のように、Basuモデルから定量化される保守主義の指標とMBRの関係についてはいくつかの証拠と解釈が提示されている。しかし、その論拠がいずれであるにせよ、期首のMBRと利益における保守主義の関係については負の関係が観察されている。他方、測定期間を十分長くすれば、期末のMBRと利益における保守主義には正の関係が期待される。本研究では、これまでの先行研究で提示され、検証された保守主義の指標相互における関連性の分析を日本企業に適用し、先行研究との整合性を究明する。

しかし、どれほど保守主義の測定期間を長期化しようとも、期末の純資産における保守主義の程度は、少なからず期首の純資産における保守主義の程度に影響を受ける。そのため、純資産と利益における保守主義の指標相互の関連性を検証するには、期首や期末という特定時点における純資産と利益における保守主義の関係を分析するだけでは不十分である。それらの分析に加えて、純資産における保守主義の変動幅が利益における保守主義とどのように関わっているかを分析する必要がある。また、期首と期末の純資産における保守主義の変動を分析対象とすることには、Roychowdhury and Watts (2007) が提示した方法よりも、いっそう経済レントの影響を軽減できるというメリットもある。それは、期末のMBRと期首のMBRの変動幅を分析対象とすることで、期首におけるMBRに歪みをもたらしていた経済レントの影響をコントロールできるから

である。Roychowdhury and Watts (2007) が提示した証拠にもとづけば、利益における保守主義の程度が期末の純資産における保守主義の程度に影響を与えることで、結果的に期末の純資産における保守主義の程度は期首とは異なっていると考えられる。したがって、期首と期末の純資産における保守主義の変動幅は、利益の保守主義と正の関係を有することが期待される。

### 3. リサーチ・デザイン

前節で考察した純資産と利益の保守主義における相互関係を究明するため、本研究では、Roychowdhury and Watts (2007) が提唱したモデルにもとづき、次の3つの観点で分析を行う。すなわち、(1) 期首の純資産と利益の保守主義における相互関係と、(2) 期末の純資産と利益の保守主義における相互関係について分析することで、アメリカ企業に関する先行研究と整合する結果がえられるか否かを確認する。さらに、(3) 期首と期末の純資産における保守主義の変動幅と利益の保守主義との関係を分析することで、純資産と利益における保守主義の相互関係を綿密に検証する。Roychowdhury and Watts(2007)では、期首と期末の純資産における保守主義の変動幅が分析されていないため、本研究で設定する回帰モデルは彼らの提唱したモデルの一部を拡張したものである。また、経済レントの影響を軽減するため、保守主義の指標は1期間と3期間で定量化する。

以上の検証を行うため、本研究では (a) 期首の MBR、(b) 期末の MBR、および (c) 期首と期末における MBR の変動幅にもとづいて企業を10のポートフォリオに分け、純資産と利益の保守主義における相互関係を分析する。確認のため、下記で期首における MBR を基準とした場合の分

析手続きを例示しよう。

まず、分析対象期間 ( $t$  期) の期首における MBR にもとづいて企業を10のポートフォリオに分割する。このとき、ポートフォリオは、第1ポートフォリオから第10ポートフォリオにつれて、MBR が順に大きくなるように作成する。これにより、第1ポートフォリオは純資産に関する保守主義の程度が最も低くなり、第10ポートフォリオは純資産に関する保守主義の程度が最も高くなる。以上の手続きを年ごとに行い、(1) 式を各年で推定する。(1) 式は Basu (1997) によって提示された利益に関する保守主義の定量化モデルにランクの変数を追加したものである (Roychowdhury and Watts, 2007)。保守主義の測定期間が異なる場合 (1 期間または 3 期間) にも、これらの手続きを経て分析する。また、期末における MBR を基準とした場合と、期首と期末の純資産における MBR の変動幅を基準とした場合にも、同様の手続きで分析を行う。

$$X_{t-k,t}/MV_{t-(k+1)} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{t-k,t} + \alpha_2 Rank_c + \alpha_3 (DR_{t-k,t} \cdot Rank_c) + \beta_0 R_{t-k,t} + \beta_1 (R_{t-k,t} \cdot Rank_c) + \beta_2 (R_{t-k,t} \cdot DR_{t-k,t}) + \beta_3 (R_{t-k,t} \cdot DR_{t-k,t} \cdot Rank_c) + \varepsilon_t, k \in 0, 2 \quad (1)$$

ただし、

$X_{t-k,t}$  :  $t-k$  期から  $t$  期までの (累積) 当期純利益

$MV_{t-(k+1)}$  :  $t-k$  期首における株式時価総額

$DR_{t-k,t}$  :  $R_{t-k,t} < 0$  であれば 1、それ以外はゼロとするダミー変数

$R_{t-k,t}$  :  $t-k$  期首から  $t$  期末までの (累積) 投資収益率

$Rank_c$  : 純資産における保守主義の程度に関するポートフォリオ・ランク (= 1, 2, ..., 10)

( $Rank_c \in R\_MBR_{t-(k+1)}, R\_MVR_t,$

$R\_ \Delta MBR_{t-(k+1),t}$ )

$R\_MBR_{t-(k+1)}$  :  $t-k$  期首における MBR にもとづくポートフォリオ・ランク

$R\_MBR_t$  :  $t$ 期末におけるMBRにもとづくポート  
フォリオ・ランク

$R\_ΔMBR_{r-(k+1),t}$  :  $t-k$ 期首から $t$ 期末における  
MBRの変動幅にもとづくポー  
トフォリオ・ランク

$\varepsilon_t$  : 誤差

ポートフォリオ・ランク (*Rank*) のない (1) 式 (つまり Basu モデル) では、 $R$  の係数 ( $\beta_0$ ) が経済的利益に対する会計利益の感応度を示し、 $R \cdot DR$  の係数 ( $\beta_2$ ) が経済的利益との関係を所与とした場合の、経済的損失と会計利益の増分感応度を示す (簡単化のため、本文の記述では添え字を省略する)。利益に関する保守主義は、会計利益が経済的なニュースを織り込む適時性の非対称さによって定量化されるため、保守主義の指標は  $\beta_2$  となり、この値が有意なプラスの値であれば、当該会計利益は保守的なものであると考えられる<sup>4)</sup>。したがって、この交差項にランクを掛け合わせることによって、第1ポートフォリオから第10ポートフォリオにつれて、利益の保守主義がどのように変化するかを識別することができる。

このモデルの推定結果を、前節で示した関係にもとづいて予想すれば次のようになる。すなわち、(1) 期首の MBR が大きく純資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は低い。(2) 期末の MBR が大きく純資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は高い。そして、(3) 期首から期末にかけて MBR が大きくなり純資産における保守主義の程度が高まった企業ほど、利益における保守主義の程度は高い、という3つの結果である。

これらの予想のもと、期首の MBR でランク付けしたサンプル (期首ランク・サンプル) について、(1) 式から推定される  $\beta_3$  は、マイナスの値

となることが期待される。一方、期末の MBR でランク付けしたサンプル (期末ランク・サンプル)、および期首から期末にかけての MBR の変動幅でランク付けしたサンプル (変動幅ランク・サンプル) については、ともに  $\beta_3$  がプラスの値になると予想される。

#### 4. サンプルと基本統計量

本研究の分析対象期間は2001年から2005年であり、そのうち、3月末を決算期とする企業をサンプルとして抽出する<sup>5)</sup>。サンプルは、東京証券取引所に上場する企業(マザーズを含む)のうち、連結データが入手可能な企業(ただし、金融、保険業を除く)とする。3月末決算企業のみを分析対象とするのは、マクロ要因などを同一にし、経済的ニュースの生じた状況を同じにするためである。また、期首と期末の純資産簿価がマイナスでないことも要件とする。利益に関する保守主義の測定期間は1期間と3期間の2種類あるため、サンプル抽出も個別に行う。測定期間を3期間とする場合には、3期間にわたってモデルの推定に必要なデータが入手可能であることが追加的な要件となる。保守主義の測定期間を3期間とする場合、従属変数の当期純利益には3期間にわたって公表される当期純利益の和を利用し、独立変数の投資収益率には3期間の期首から期末までのバイ・アンド・ホールド・リターンを用いる。

利益などの財務諸表データについては、『日経 NEEDS Financial Quest』から入手し、投資収益率などの株価データについては『日経ポートフォリオマスター』から抽出した。上記に示したサンプル抽出条件のもと、入手できたサンプル数は測定期間を1期間とした場合に6,553社×年、測定期間を3期間とした場合に3,622社×年であった。

表1は、本研究の分析に用いる変数の基本統計

表1 基本統計量

	$MBR_{t-(k+1)}$	$MBR_t$	$\Delta MBR_{t-(k+1),t}$	$X_{t-k,t}/MV_{t-(k+1)}$	$R_{t-k,t}$	$DR_{t-k,t}$	Obs.
<b>パネルA：1 period</b>							
Mean	1.789	1.721	-0.068	0.008	0.168		
Median	0.945	0.996	0.021	0.042	0.046		
Std.	28.685	28.653	40.260	0.253	0.585		
Total						2878 (43.9%)	6553
<b>パネルB：3 periods</b>							
Mean	1.464	1.996	0.533	0.042	0.399		
Median	0.833	1.055	0.082	0.094	0.197		
Std.	2.442	38.497	38.562	0.487	1.006		
Total						1293 (35.7%)	3622

注) パネルAとパネルBには、それぞれ保守主義の測定期間を1期間にした場合と3期間にした場合の基本統計量を示している。 $MBR_{t-(k+1)}$ は $t-k$ 期首におけるMBR、 $MBR_t$ は $t$ 期末におけるMBR、 $\Delta MBR_{t-(k+1),t}$ は $t-k$ 期首から $t$ 期末にかけてのMBRの変動幅、 $X_{t-k,t}/MV_{t-(k+1)}$ は(累積)当期純利益を $t-k$ 期首の株式時価総額で除したものの、 $R_{t-(k+1),t}$ は $t-k$ 期から $t$ 期末までの(累積)投資収益率、 $DR_{t-(k+1),t}$ は $R_{t-(k+1),t}$ がゼロ未満である場合に1をあてるダミー変数である。基本統計量は、上から平均値 (Mean)、中央値 (Median)、標準偏差 (Std.)、およびポートフォリオに含まれる投資収益率に関するダミー変数 (DR) が1となるサンプルの占める割合 (%) である。

量である<sup>6)</sup>。パネルAとパネルBはそれぞれ、保守主義の測定期間を1期間と3期間にした場合のものである。期首または期末のMBRの分布から、当該比率が1を上回る企業と下回る企業が概ね半数程度ずつであることがわかる。MBRの変動幅については中央値がゼロを上回っており、半数以上の企業は純資産における保守主義の程度が拡大していると考えられる。また、パネルBの期首におけるMBRを除いて、MBRの標準偏差が極端に大きいことも特徴的である。これは、期首または期末におけるMBRのサンプルに1つの異常な値が含まれているため、変動幅にも影響を与えたことに起因している。このサンプルを除いた場合、すべての標準偏差が2程度となり、パネルBの期首におけるMBRの標準偏差と同水準になる<sup>7)</sup>。投資収益率については、平均値と中央値がともに正の値であることから、経済的利益の生じている企業がサンプルの半数以上であることがわかる。しかし、全体サンプルのうち投資収益率のダミー変数が1となるサンプルの占める割合は30%以上あり、経済的損益の分布に極端な差はないとい

えるであろう。

## 5. 検証結果

### 5.1 回帰式の推定結果

測定期間を1期間とした場合の推定結果を表2にまとめている<sup>8)</sup>。ここでは、2001年から2005年について、主要な変数に関する係数推定値と自由度調整済み決定係数の平均値と年ごとの値を示している。表3は、測定期間を3期間とした場合の推定結果であり、結果の表示に関しては表2と同様である。

表2をみると、期首ランク・サンプルに関する $R \cdot DR \cdot Rank$ の係数平均は-0.02であり、予想どおりにマイナスの値である。年ごとの結果をみると、5年間のうち4年分についてマイナスの値が推定されたものの、2004年については有意ではないプラスの値(0.24)が推定されており、すべての年で首尾一貫した結果とはならなかった。しかし、5年のうち4年分について期待どおりの値となっていることから、期首のMBRが高く純

表2 測定期間を1期間とした場合の推定結果

	average	2001	2002	2003	2004	2005
<i>R</i> <sub>MBR<sub>t-1</sub></sub> (期首ランク・サンプル)						
<i>R</i>	0.03	0.08	-0.07	-0.06	0.08***	0.13***
<i>R</i> ・ <i>Rank</i>	0.00	-0.01	0.03	0.02	0.00	-0.01**
<i>R</i> ・ <i>DR</i>	0.45	0.52**	1.20***	1.23***	-1.28	0.60*
<i>R</i> ・ <i>DR</i> ・ <i>Rank</i>	-0.02	-0.04	-0.12***	-0.13***	0.24	-0.04
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.19	0.13	0.29	0.22	0.11	0.20
<i>R</i> <sub>MBR<sub>t</sub></sub> (期末ランク・サンプル)						
<i>R</i>	0.13	0.01	0.25***	0.12	0.11***	0.14***
<i>R</i> ・ <i>Rank</i>	-0.01	0.01	-0.03*	-0.01	-0.01**	-0.01**
<i>R</i> ・ <i>DR</i>	-0.11	0.00	0.56***	0.32*	-1.54	0.10
<i>R</i> ・ <i>DR</i> ・ <i>Rank</i>	0.06	-0.01	-0.05*	-0.02	0.37	0.01
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.12	0.04	0.19	0.11	0.12	0.13
<i>R</i> <sub>ΔMBR<sub>t-1,t</sub></sub> (変動幅ランク・サンプル)						
<i>R</i>	0.16	-0.03	0.23	0.08	0.11***	0.39***
<i>R</i> ・ <i>Rank</i>	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.02***
<i>R</i> ・ <i>DR</i>	0.24	0.10	0.25	0.26	0.47	0.11
<i>R</i> ・ <i>DR</i> ・ <i>Rank</i>	0.00	0.00	0.09***	0.11***	-0.2	-0.01
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.30	0.08	0.42	0.41	0.17	0.41

注) 表には期首ランク・サンプル、期末ランク・サンプル、および変動幅ランク・サンプルの主要な変数について、平均値と各年の結果を示している。最下段の $adj. R^2$ は自由度調整済み決定係数である。Panel Bには、各変数の有意水準を示している。\*\*\*、\*\*、\*がそれぞれ（両側）1%、5%、10%の有意水準である。なお、異常値処理のため各変数の1（99）パーセンタイルを下回る（上回る）変数については、1（99）パーセンタイルの値に置換している。

資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は低くなるという傾向を指摘することができる。他方、期末ランク・サンプルと変動幅ランク・サンプルに関する*R*・*DR*・*Rank*の係数平均は0.06と0.00であるが、年ごとの推定ではプラスとマイナスの値が混在している。つまり、これらの分析では、分析期間を通じて整合的な結果をえることができなかったのである。

次に、表3をみると期首ランク・サンプルに関する*R*・*DR*・*Rank*の係数平均は-0.20である。年ごとに推定したすべての係数をみても、10%以上の水準で有意なマイナスの値を示している。期末ランク・サンプルをみると、*R*・*DR*・*Rank*の係数平均が0.06であり、年ごとの推定値も全てがプラスである。さらに、変動幅ランク・サンプルの結果をみると*R*・*DR*・*Rank*の係数平均は0.17であり、年ごとに推定した係数もすべてがプラス

である。以上のように、経済レントの影響が軽減されていると考えられる3期間の分析でのみ、全てのサンプルについて予想どおりの結果がえられた。これは、経済レントの影響をコントロールすることの重要性を示唆している。

ただし、本研究のフレームワークのもとでは、期首のMBRと利益における保守主義の負の関係について、経済レントによる影響と、保守的経理による影響の両方からの説明が可能である。これについては結果の解釈に注意が必要であるが、本項の結果は純資産と利益における保守主義が相互に関連していることを示すものと解釈できるであろう。

## 5.2 追加検証

### 5.2.1 回帰モデルに関する追加検証

ここでは、期首の純資産における保守主義と期末の純資産における保守主義の両方をコントロー

表3 測定期間を3期間とした場合の推定結果

	average	2001-2003	2002-2004	2003-2005
<i>R</i> <sub>MBR<sub>t-3</sub></sub> (期首ランク・サンプル)				
<i>R</i>	0.04	-0.20	0.10**	0.22***
<i>R</i> · <i>Rank</i>	0.02	0.07	0.01	-0.01**
<i>R</i> · <i>DR</i>	2.06	1.76***	1.62***	2.79**
<i>R</i> · <i>DR</i> · <i>Rank</i>	-0.20	-0.20***	-0.16***	-0.25*
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.22	0.28	0.16	0.23
<i>R</i> <sub>MBR<sub>t</sub></sub> (期末ランク・サンプル)				
<i>R</i>	0.29	0.53**	0.17***	0.17***
<i>R</i> · <i>Rank</i>	-0.03	-0.06	-0.01	-0.01
<i>R</i> · <i>DR</i>	-0.23	-0.15	-0.08	-0.46
<i>R</i> · <i>DR</i> · <i>Rank</i>	0.06	0.05	0.02	0.12*
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.11	0.09	0.07	0.16
<i>R</i> <sub>ΔMBR<sub>t-3,t</sub></sub> (変動幅ランク・サンプル)				
<i>R</i>	1.11	2.68***	0.42***	0.21***
<i>R</i> · <i>Rank</i>	-0.09	-0.25***	-0.02**	0.00
<i>R</i> · <i>DR</i>	-0.71	-2.05***	-0.16	0.08
<i>R</i> · <i>DR</i> · <i>Rank</i>	0.17	0.35***	0.07	0.09
<i>adj. R</i> <sup>2</sup>	0.31	0.42	0.23	0.28

注) 表には期首ランク・サンプル、期末ランク・サンプル、および変動幅ランク・サンプルの主要な変数について、平均値と各年の結果を示している。最下段の *adj. R*<sup>2</sup> は自由度調整済み決定係数である。Panel Bには、各変数の有意水準を示している。\*\*\*、\*\*、\*がそれぞれ(両側) 1%、5%、10%の有意水準である。なお、異常値処理のため各変数の1(99)パーセンタイルを下回る(上回る)変数については、1(99)パーセンタイルの値に置換している。

ルしたモデルを構築することで、両指標と利益の保守主義における相互関係を検証する。すなわち、期首のランク変数と期末のランク変数の両方をモデルに組み込むことで、期首(期末)の純資産における保守主義を所与とした場合の、期末(期首)の純資産と利益の保守主義における相互関係を検証するのである。

検証結果は非表示であるが、測定期間に関わらず、期首の純資産に関する保守主義の程度を示すポートフォリオ・ランクと *R<sub>t</sub> · DR<sub>t</sub>* の交差項は推定された係数がマイナスとなる傾向にあった(測定期間3年の場合は、3つの推定値が全てマイナスで2つが有意)。したがって、期末の純資産における保守主義を所与としても、期首の純資産と利益の保守主義には負の関係があるといえる。他方、期末の純資産における保守主義の程度を示すポートフォリオ・ランクと *R<sub>t</sub> · DR<sub>t</sub>* の交差項は、本来期待されるプラスではなく、むしろマイナス

の値(一部で有意な水準)で推定されたものが多かった。したがって、期首の純資産における保守主義の程度を所与とすれば、期末の純資産と利益の保守主義には正の関係があるとはいえない。

### 5.2.2 ポートフォリオごとの分析による追加検証

Pae *et al.* (2005) は、純資産における保守主義の程度、つまり MBR にもとづくポートフォリオごとに Basu モデルを推定し、各係数の推定値をポートフォリオ間で比較することで、純資産と利益の保守主義における相互関係を検証している。この方法によれば、ポートフォリオごとの推定値を綿密に分析することができる。そこで、追加検証として年ごとに識別されたポートフォリオをまとめ、ポートフォリオごとに Basu モデルを推定した。

検証の結果、期首ランク・サンプルは測定期間にかかわらず、1つを除く全てのポートフォリオ

においてプラスで有意な値となり、ポートフォリオにつれて保守主義の程度は小さくなるという傾向が明らかとなった（結果は非表示）。これは、前項でえられた結果の頑健性を保証するものである。また、もし経済レントの影響が顕著であるなら、高ポートフォリオの利益は保守的でないことが予想されるが、実際の推定結果は有意に保守的であった。このことは、期首の純資産と利益における保守主義の負の関係が、経済レントの影響のみに起因するのではないことを示唆している。

変動幅ランク・サンプルについては、ポートフォリオにつれての特徴はないものの、測定期間が3期間の場合に第5ポートフォリオ以降で利益が有意に保守的であることを示す結果であった。基本統計量では、測定期間を3期間とした場合、第5ポートフォリオ以上でMBRの変動幅は正の値になっていた。これらの傾向を併せて考えると、利益が保守的に算定されたのは純資産に関する保守主義の程度が高まったサンプルであることがわかる。この関係は、期首から期末にかけての純資産における保守主義の変動幅と利益における保守主義の程度に正の関係があることを示すものではないが、純資産と利益における保守主義の関連性を示す結果であると解釈できる。

## 6. 結論と今後の課題

本研究での分析により、純資産と利益の保守主義における相互関係について、2つの発見事項があった。第1に、期首の純資産における保守主義の程度が高い企業ほど、利益における保守主義の程度は低くなるという関係が明らかとなった。第2に、期首から期末にかけて純資産における保守主義の程度が高まれば、利益は保守的になることがわかった。これらの結果は、保守主義の測定期間を3期間とした場合に顕著であった。したがっ

て、純資産における保守主義と利益における保守主義は深く関わっていると考えられる。

さらに、本研究での検証結果は会計における保守主義が少なくとも純資産または利益に関するものの2通りに存在することを示唆している。それにより、保守主義の定義がただ1つに定まることがなく、複数の側面から捉えることが可能となるのであろう。また、第2の発見事項は期首や期末の純資産における保守主義の程度に依存しない結果である。そのため、期首や期末の純資産における保守主義の程度に関係なく、期首から期末にかけて純資産における保守主義の程度が高まれば、その期間の利益は保守的であることを示している。

以上の結果は、純資産と利益における保守主義の相互関係について議論されてきた一連の研究に対して大きな貢献があると思われる。すなわち、アメリカ企業について観察された期首の純資産と利益の保守主義における負の関係が、日本企業についても確認され、純資産と利益の保守主義における関係をいっそう明白にしたことである。さらに、本研究では、期首や期末の純資産における保守主義の程度とは関係なく、期首から期末にかけて純資産における保守主義の程度が高まる場合には、その期間の利益が保守的であるという結果をえた。これは、新しい発見事項であり、保守主義の国際的分析に新たな地平を拓くものであると思われる。

最後に、残された課題を指摘しよう。本研究では、純資産と利益の保守主義における相互関係を明らかにすることはできたが、その関係の意味や決定要因を分析するには至らなかった。すなわち、財務会計における保守主義がどのような形で存在しているかは明らかとなったが、その存在理由を確認することはできなかったのである。したがって今後は、なぜ企業ごとに保守主義の程度が異なる

るのか、または保守主義の程度を変化させる要因は何か、という分析が必要である。それと同時に、保守主義の指標を精緻化させることは、継続的に取り組むべき課題である。これらの問題に取り組むことが、著者に課された今後の検証課題であると考えている。

《注》

- 1) 両指標とも、その値が大きいほど保守主義の程度が高いことを意味する。これらの保守主義に関する指標は、条件付 (Conditional) なものと無条件 (Unconditional) なものという観点で捉えることも可能である (たとえば、Beaver and Ryan, 2005)。
- 2) 薄井 (2004) は純資産に関する保守主義に注目し、債務契約や経営者と従業員の契約関係において保守主義が契約支援機能を果たしている証拠を提示した。そして、田澤 (2004) は日本企業が利益について保守的経理を行っていることを明らかにするとともに、短期性の会計発生高や特別損益項目が保守的経理の決定要因になっているという証拠を提示した。
- 3) Roychowdhury and Watts (2007) は測定期間を長期とすることで、期首のMBRには反映されていない、期中に生じた取引や経済的イベントが期末のMBRに与える影響の度合いが大きくなることも指摘している。
- 4) Roychowdhury and Watts (2007) では、経済的損失と会計利益の関係および、経済的利益と会計利益の関係における経済レントの影響を検証しているが、本研究では経済的損失のみに焦点をおいている。それは、本研究の主題が保守主義の指標に影響を及ぼす経済レントの存在を確認することにはないからである。むしろ、経済レントが保守主義の指標に歪みをもたらすことを前提としたうえで、指標相互の関連性を分析することが本研究での主題である。経済レントの存在は自明であるため、最も効果的に経済レントの影響を控除する方法を検討することが、保守主義の指標に関する分析の中で、今後検討されるべき課題であろう。
- 5) 本研究では、同一の会計基準のもとで作成された連結ベースのデータを用いて分析するため、連結会計基準の改正後の2000年から検証を行う。ただし、期首における純資産簿価を用いるため、その時点ですでに当該会計基準の適用を受けている必要があり、2001年を分析開始年としている。
- 6) ポートフォリオごとの基本統計量に関する詳細や、その他

の非表示の分析結果に関する詳細が必要な場合は著者に問い合わせしてほしい。

- 7) 本研究では、MBRの実際の値ではなくポートフォリオに分割してそのランクを回帰式に組み込んでいるが、それは、このような特異なサンプルによる影響を排除するためである。また、純資産における保守主義の程度と利益における保守主義の程度に関する線形関係を期待する根拠がないことも、ランクを用いる理由としてあげられる。
- 8) 本研究で提示した回帰式の結果は、投資収益率の測定期間と測定方法に関して概ね頑健である。また、投資収益率における測定誤差の問題を軽減するためのモデルとして高田 (2007) は予想利益コントロール・モデルを提示しているが、当該モデルを用いた場合でも本研究と整合的な結果をえている。

＜参考文献＞

- Basu, S., 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24, 3-37.
- Beaver, W. H., Ryan, S.G., 2000. Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research* 38, 127-148.
- Beaver, W. H., Ryan, S.G., 2005. Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling. *Review of Accounting Research* 10, 269-309.
- Financial Accounting Standard Board, 2005. Conceptual Framework - Joint Project of the IASB and FASB, Attachment F - Neutrality and Faithful Representation.
- Givoly, D., Hayn, C.K., Natarajan, A., 2007. Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review* 82, 65-106.
- Pae, J., Thornton, D.B., Welker, M., 2005. The link between earnings conservatism and the price-to-book ratio. *Contemporary Accounting Research* 22, 693-717.
- Roychowdhury, S., Watts, R.L., 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44, 2-31.
- 高田知実, 2007. 「利益／株価比率を利用した保守主義の定量化」『神戸大学経済経営研究 (年報)』第56巻, 1-38.
- 田澤宗裕, 2004. 「会計利益と発生項目の適時性—保守主義に焦点を当てて—」『産業経理』第64巻第2号, 94-107.
- 薄井彰, 2004. 「株式評価における保守的な会計測定の経済的機能について」『金融研究』第23巻第1号, 127-159.

# ディスクッション：保守主義の指標相互に おける関連性分析\*

## *Discussion of "An Empirical Analysis of the Relation between Conservatism Measures"*

奥村 雅史 (早稲田大学 教授)  
Masashi Okumura, Waseda University

### 要 約

高田 (2007、『現代ディスクロージャー研究』第8号) は、Basu (1997) の非対称的適時性の指標と MBR の間の関連性を分析し、期首の MBR が高いほど Basu (1997) の指標で測った保守主義の程度が低いことを確認し、さらに、期首から期末にかけて MBR が高まるほど、Basu (1997) の指標で測った保守主義の程度が高いことを発見した。この研究は、わが国における Roychowdhury and Watts (2007) の最初の追検定であり、このテーマに関する今後の研究の出発点となる貴重な研究である。その一方で、課題もある。すなわち、一部の分析結果が先行研究と異なる点や変動幅ランク・サンプルの結果についての統計的有意性が低い点に関する慎重な検討が必要である。分析期間において固定資産の減損会計が導入されており、その影響を分析上考慮することが可能であったかもしれない。

### Summary

Takada (2007, Contemporary Disclosure Research 8) examines the empirical relation between two of the most commonly used measures of conservatism, the Market-to-Book ratio and the asymmetric timeliness measure that is developed by Basu (1997). Takada (2007) is the first research that addresses this theme in Japan, so the result is starting point of it. The paper finds the negative relation of the Basu measure and the beginning-of-period MBR and the positive relation of the change of MBR and the Basu measure. But the paper does not find the positive relation of the end-of-period MBR and the Basu measure, that is not consistent with Roychowdhury and Watts (2007). I recognize some points to be addressed. Careful consideration is needed to interpret the result that is not consistent with the extant study. I think the result is affected by introduction of the asset-impairment accounting during the test period in Japan.

## 1. はじめに

わが国の企業会計原則はその一般原則において保守主義の原則を「企業の財政に不利な影響を及ぼす可能性がある場合には、これに備えて適当に健全な会計処理をしなければならない」と規定している。このような規定の存在は、保守主義が会計実践に深く影響する重要な特性であることを意味している。保守主義は、古くから注目され、テ

キストにおいて必ず触れられるにもかかわらず、その基礎理論および実証的な分析は十分行われてきたとは言いがたい。

保守主義の定義については、一致した見解がない。Watts (2003) よると、保守主義とは、利益と損失に非対称的な検証可能性を要求することであり、その結果、純資産はその経済価値と比較して一貫して過小評価される。このような保守主義は、一般に、2種類の保守主義に区分して議論さ

---

\*連絡住所：奥村雅史 〒169-8050 新宿区西早稲田1-6-1 早稲田大学商学部

れる。1つは「無条件の保守主義」と呼ばれるものであり、特定の会計基準に則って会計処理することによって生じる。たとえば、研究開発費や広告宣伝費は将来においてキャッシュ・フローを見込めるとしても即時に費用化される。これに対して、もう1つは「条件付の保守主義」と呼ばれ、グッド・ニュースよりもバッド・ニュースをより早く会計上認識することによって生じる会計情報の保守主義である。棚卸資産の低価法による評価、固定資産の減損処理、偶発損失の認識などは、バッド・ニュースを早期に認識するものである。

高田(2007)で検討しているBasu(1997)で展開された指標(以下、Basu指標という)とMBRは、保守主義に関する代表的な指標のうちの2つである。Basu指標は条件付の保守主義を非対称的適時性という観点から表そうとするものであるのに対して、MBRはFeltham and Ohlson(1995)で展開されているようにストック・ベースで広く保守主義を反映しようとする指標である。これら2つの指標はともに保守主義を表そうとするものであるが、両者に負の関係があることが多くの研究で指摘されており、一見すると矛盾するように見える関係は、いずれの指標が保守主義を示すのに適切なのか、あるいは両者の間にどのような関係があるのか、といった問題を提起する。高田(2007)の結果は、このような問題意識から、非常に有意義な研究であると思われる。

## 2. 高田(2007)と先行研究との比較

保守主義については、わが国において定量的な分析が少ないのが現状である。その意味で、高田(2007)は、保守主義の定量的な分析を行った希少な研究であり、保守主義を表す指標間の関連を検討した、わが国における最初の研究である。ここでは、高田(2007)の研究結果を概観し、先

行研究の結果と比較しながら、その貢献を確認しよう。

高田(2007)は、Roychowdhury and Watts(2007)で展開された分析モデルを利用して、会計利益の保守性、Basu指標とMBRの関係(期首MBRおよび期末MBRそれぞれとBasu指標の関係)を分析している。その結果、米国と同様に、わが国においても会計利益が保守的であること、および、Basu指標と期首MBRが負の関係にあることを確認している。

Roychowdhury and Watts(2007)は、経済レントと過去の会計処理の履歴がBasu指標と期末MBRの負の関係を生み出しているとして、とくに、経済レントの要因を緩和するために分析期間を単年度ではなく複数年度に長期化することによって、Basu指標と期末MBRとの間の正の関係を検出している。高田(2007)は、同様の分析を実施したが、わが国のデータからは両者に正の関係を検出できなかった。そこでBasu指標と期末MBRの関係を分析する代わりにBasu指標とMBRの変化との関係を分析し、両者に正の関係を発見したのである。これは、Basu指標とMBRの関係を分析するための追加的な分析手法を提示したものであり、そこに大きな貢献が認められる。

## 3. 課題と展開の可能性

前節のような貢献が認められるが、課題も散見される。

高田(2007)では、Roychowdhury and Watts(2007)の研究で検出されたBasu指標と期末のMBRの間の正の関係が検出されなかった。これが、日米の会計における重要な相違を意味するのか、それとも分析期間特有のものなのか。この点に関する検討が、追検定としての性質上不可欠であろうと思われる。

また、変動幅（ $\Delta$  MBR）ランク・サンプルの検定における統計的有意性の低さについても検討の余地があると思われる。長期（3期間）の分析結果（表3）において、3つの部分期間について仮説どおりの正の符号が検出されているものの、そのうち統計的に有意なのは1つの部分期間のみである。Basu指標とMBRの正の関係を主張するには、その結果の安定性が問題となろう。また、1期間の分析結果（表2）においても5年中2年においては統計的に有意な正の関係が検出されており、3期間に分析期間をのばしたことによる改善がみられない。このことは、長期の分析期間として採用した3期間の妥当性についての検討の必要性を示唆しているかもしれない。なお、そもそも、なぜBasu指標とMBRの変化の関係が正なのか、という問題についてさらに詳細な検討が必要であろう。

上記の課題に関連すると思われるが、会計制度変更の影響についての検討も必要である。とくに、分析対象期間においては、会計上の保守主義に強く影響すると思われる固定資産の減損会計が導入されている。減損会計自体は、条件付の保守主義を構成する会計処理であるが、導入初年度は、導入後とは異なる影響を及ぼす可能性がある。すなわち、導入初年度において計上される減損損失については、その会計処理の対象であるバッド・ニュースが相当程度過去にさかのぼって生じている可能性が高いという点である。一部の企業において、過去に累積した減損損失が導入初年度に計上されることによって純資産を急激に減少させるため、そのようなサンプルの影響が分析結果をあいまいなものとしているかもしれない。そのような見方から、表2および表3をみると、減損会計の早期適用が可能となった2004年の3月決算および強制適用の2005年3月決算における結果、またそれらを部分期間として含む分析結果が他の期

間とは異なっているように見られる。

高田（2007）は、会計制度改革後の連結財務諸表をベースに研究しようとする意図があるため必然的にその分析期間が短くなっている。保守主義の程度を時間の経過とともにどのように推移しているかを検討することは会計制度設計にとって重要な研究であるため、過去に遡った長期における分析結果を提示することも有意義であろう。なお、今後のデータの蓄積によって高田（2007）の課題に取り組みやすい状況となると思われる。

高田（2007）の更なる展開としては、保守主義の指標がどのような要因に影響されているのかをより明確にすることが期待される。保守主義という現象を測定するための指標は、Basu指標とMBR以外にも複数存在する（Givoly et al. (2007)）。多様な指標間の関連性を分析することは、実証的に保守主義を捉えるための望ましい指標は何か、複数の指標を並行的に利用すべきなのか、新たな指標あるいは総合化した指標を創作できるのか、といった興味深い研究への入り口である。保守主義を適切に反映する操作性の高い指標は、保守主義に関する実証研究のみならず、理論研究にも貢献することが期待される。

《参考文献》

- Basu, S., 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24, 3-37.
- Feltham, G. A., Ohlson, J. A., Valuation and clean surplus accounting for operating and financing activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2), 689-731.
- Givoly, D., Hayn, C. K., Natarajan, A., 2007. Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review* 82, 65-106.
- Pae, J., Thornton, D. B., Welker, M., 2005. The link between earnings conservatism and the price-to-book ratio. *Contemporary Accounting Research* 22, 693-717.
- Roychowdhury, S., Watts, R. L., 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44, 2-31.
- 高田知実, 2007. 「保守主義の指標相互における関連性分析」『デ

『ディスクロージャー研究』第8号

Watts, R. L., 2003. Conservatism in accounting part I :

Explanations and implications. Accounting Horizon 17(4),  
207-221.

# 証券アナリストとビジネス・レポーティング\*

## *Security Analysts and Business Reporting*

金子 誠 一(日本証券アナリスト協会 理事・教育第二企画部長)

*Sei-Ichi Kaneko, The Security Analysts Association of Japan*

### 要 約

証券アナリスト協会のディスクロージャー優秀企業選定制度の結果を見ると、アナリストは経営者の肉声を通じた forward looking な情報を求めている。一方、アナリストに対する会計アンケートの結果を見ると、本来そうした情報の開示の場であるべきアニュアル・レポートやMD&Aはあまり重視されておらず、これらを通じていかに経営者の意思を伝えるか、改善の余地がある。

### Summary

According to the results of the Security Analysts Association of Japan's 'Excellence in disclosure awards', securities analysts seek for forward looking information directly told by CEOs. Annual reports and MD&A section of legal disclosure, which are supposed to be vehicles to convey the information, are not highly valued by a survey of accounting conducted by the Association. There is room for improvements in how to convey management intention through annual reports and MD&A.

## 1. 日本証券アナリスト協会とは

日本証券アナリスト協会は証券アナリストのための教育試験制度を運営する社団法人である。1次・2次の試験に合格し、3年間の実務経験があると検定会員に認定される。検定会員数は2万名を超えており、会員は金融界の幅広い分野で活躍しているが、最近では事業会社のIRや経理部門などにも活躍の場が広がっている。協会は活動の一環としてディスクロージャー優良企業選定制度に取り組むほか、企業会計基準委員会や国際会計基準審議会の公開草案に意見を述べるための参考に、平成17年に会員に対して会計基準についてのアンケート調査も行った。本稿ではこうした協会の活動からうかがわれるアナリストのビジネス・リポーティングに対する意識、要望を探ってみたい。

## 2. ディスクロージャー優良企業選定

日本証券アナリスト協会では平成7年度からディスクロージャー優良企業の選定を行っている<sup>1)</sup>。アナリスト経験3年以上、当該業種担当2年以上のアナリストがディスクロージャーの優良度を評価するもので、12回目に当たる平成18年度は13業種199社を対象とし、延べ439名のアナリストが評価に参画した。表1に評価対象業種数・企業数・アナリスト数の推移を示した。対象業種・企業数および評価に参画するアナリスト数は概ね増加基調にある。なお、表1の業種数にはカウントしていないが、平成17年度から、従来の業種別優良企業選定とは別に、新興市場銘柄および個人投資家向け情報提供における優良企業選定を開始している。

評価結果は毎年冊子にして発表すると共に、各

\*本稿はディスクロージャー研究学会第8回大会(2006年11月19日)における発表をベースにしている。

業種の優秀企業は日本証券アナリスト大会で表彰する。表彰には社長が出席する機会が多い。評価対象とした企業には、担当のアナリストが手分けして訪問し、結果のフィードバックを行う。フィードバックにはIR担当役員が対応するのが通例である。評価する側も真剣であるが、される側も真摯に受けとめている。

評価はアナリストに対して、スコアシートと呼ばれる質問表を送り、これに対象各社の評価を記入してもらう方式で行われる。スコアシートの大項目は統一されており、その配点にも枠が設定さ

れる。表2は平成7年度から16年度までの大項目と配点枠を示したものである。この枠の中で、実際にどのような配点を用いるかは、各業種ごとの専門部会が決定する。表3は実際に用いられた配点の推移を示す。

表2と表3を見ると大項目のうち、(1)決算短信、有価証券報告書の比重は低下、(3)タイムリー・ディスクロージャーの比重は横這い、(2)説明会、インタビューにおける開示、(4)企業が自主的に開示している項目の比重は増加基調にある。優良企業選定が開始してから10年が経過したのを契機に、

表1 評価対象業種数・企業数・評価アナリスト数の推移

	評価対象業種数	評価対象企業数	評価アナリスト延べ人数
第1回 (H7年)	7	59	174
第2回 (H8年)	8	81	195
第3回 (H9年)	9	96	246
第4回 (H10年)	10	116	293
第5回 (H11年)	10	125	341
第6回 (H12年)	10	132	358
第7回 (H13年)	10	133	407
第8回 (H14年)	9	116	413
第9回 (H15年)	10	136	372
第10回 (H16年)	10	140	406
第11回 (H17年)	10	148	340
第12回 (H18年)	13	199	439

表2 平成7年～16年の評価項目と配点枠

	(1)決算短信および有価証券報告書における開示 ※決算短信には、東証の要請による添付資料等(決算短信と同時配布資料に限る)を含む。	(2)説明会、インタビューおよび説明資料等における開示	(3)タイムリー・ディスクロージャー (東証のTDネットへの登録を含む)	(4)企業が自主的に公表している情報
第1回 (H7年)	15～25%	50～65%	15～5%	20～5%
第2回 (H8年)～ 第3回 (H9年)	10～20%	60～75%	10～5%	20～10%
第4回 (H10年)	5～20%	60～75%	15～5%	20～10%
第5回 (H11年)～ 第10回 (H16年)	2～15%	55～80%	5～15%	5～25%

表3 平成7年－16年の実際の配点範囲

	(1)決算短信および有価証券報告書における開示 ※決算短信には、東証の要請による添付資料等（決算短信と同時配布資料に限る）を含む。	(2)説明会、インタビューおよび説明資料等における開示	(3)タイムリー・ディスクロージャー（東証のTDネットへの登録を含む）	(4)企業が自主的に公表している情報
第1回（H7年）	15～20%	55～65%	5～7%	14～19%
第2回（H8年）	10～15%	60～71%	5～10%	10～15%
第3回（H9年）	10～15%	60～71%	5～10%	10～15%
第4回（H10年）	8～15%	60～73%	5～14%	11～15%
第5回（H11年）	2～10%	60～77%	6～14%	9～20%
第6回（H12年）	2～12%	58～79%	5～15%	9～21%
第7回（H13年）	2～10%	58～79%	5～15%	9～23%
第8回（H14年）	2～10%	55～80%	5～15%	9～23%
第9回（H15年）	2～10%	55～72%	5～15%	10～25%
第10回（H16年）	5～15%	55～80%	5～10%	8～25%

表4 平成17年－18年の評価項目と配点枠、実際の配点範囲

	(1)経営陣のIR姿勢・IR部門の機能・IRの基本スタンス	(2)説明会、インタビュー、説明資料における開示および四半期開示	(3)フェア・ディスクロージャー	(4)コーポレート・ガバナンスに関連する情報の開示	(5)各業種の状況に即した自主的な情報開示
配点枠	10～40%	30～60%	10～30%	3～10%	8～30%
H17実際の範囲	18～38%	32～44%	12～20%	5～10%	8～14%
H18実際の範囲	20～40%	30～50%	10～22%	9～10%	8～15%

平成17年度には評価大項目とその中の配点を見直した。その結果は表4に示してあるが、決算短信、有価証券報告書は大項目からはずれ、かわりにIR部門の姿勢、コーポレート・ガバナンスといった項目が登場している。制度開示、取引所が定める自主開示では差は付かなくなり、企業のディスクロージャーに対する姿勢が問われる時代に入っているのである。

このことは、評価コメントにも反映されている。例えば、平成18年に電機・精密機器部門で第1位になった松下電器についてのコメントの抜粋は次のとおりである。

「経営陣のIR姿勢等においては、社長が定期的に説明会で経営方針・中期戦略等について十分

に説明していることが極めて高く評価された。加えて、IR部門の体制や情報集積が十分であり、また担当者とは有益なディスカッションが出ることなど、同部門の機能が充実していることも高い評価を受けた。」

アナリストは経営者の肉声を通じる経営方針や中期戦略等のforward lookingな情報を評価している。なお、参考のために歴代の業種別優良企業トップ3社を表5に示した。

表5 歴代のディスクロージャー優良企業

専門部会	順位	第1回(平成7年度)	第2回(平成8年度)	第3回(平成9年度)	第4回(平成10年度)	第5回(平成11年度)	第6回(平成12年度)	第7回(平成13年度)
建設・住宅・不動産専門部会	1	鹿島建設	鹿島建設	鹿島建設	鹿島建設	大林組	日本コムシス	日本コムシス
	2	西松建設	西松建設	西松建設	大林組	西松建設	大林組	前田建設工業
	3	清水建設	熊谷組	熊谷組	西松建設	鹿島建設	鹿島建設	五洋建設
食品専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
化学専門部会	1	—	住友化学工業	旭化成工業	旭化成工業	旭化成工業	旭化成工業	旭化成
	2	—	旭化成工業	住友化学工業	住友化学工業	住友ベークライト	花王	昭和電工
	3	—	三菱化学	三菱化学	三菱化学	住友化学工業	住友ベークライト	花王
医薬品専門部会	1	第一製薬	第一製薬	第一製薬	第一製薬	藤沢薬品工業	藤沢薬品工業	藤沢薬品工業
	2	藤沢薬品工業	藤沢薬品工業	武田薬品工業	藤沢薬品工業	第一製薬	第一製薬(2位)	第一製薬
	3	山之内製薬	山之内製薬	藤沢薬品工業	武田薬品工業	武田薬品工業	武田薬品工業(2位)	エーザイ
鉄鋼・非鉄金属専門部会	1	東京製鐵	住友金属工業	住友金属工業	川崎製鉄	川崎製鉄	川崎製鉄	日立金属
	2	日立金属	東京製鐵	川崎製鉄	住友金属工業	日本鋼管	日立金属	日本鋼管
	3	住友金属工業	川崎製鉄	日立金属	神戸製鋼所	日立金属	神戸製鋼所	大同特殊鋼
機械専門部会	1	—	—	小松製作所	小松製作所	小松製作所	豊田工機	小松製作所
	2	—	—	ダイキン工業	豊田工機	豊田工機	小松製作所	ダイキン工業
	3	—	—	荏原製作所	ダイキン工業	ダイキン工業	ダイキン工業	クボタ
電気・精密機器専門部会	1	ソニー	ソニー	日立製作所	富士通	ソニー	日立製作所	日本電気
	2	キャノン	富士通	富士通	ソニー	富士通	ソニー	日立製作所
	3	シャープ	日立製作所	ソニー	東芝	松下電器産業	ホーヤ	東京エレクトロン
自動車・同部品・タイヤ専門部会	1	本田技研工業	本田技研工業	本田技研工業	本田技研工業	三菱自動車工業	本田技研工業	本田技研工業
	2	マツダ	日産自動車	トヨタ自動車	三菱自動車工業	本田技研工業	ヤマハ発動機	ヤマハ発動機
	3	トヨタ自動車	トヨタ自動車	日産自動車	トヨタ自動車	トヨタ自動車	富士重工業	富士重工業
電力・ガス専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
運輸・倉庫専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
通信専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
商社専門部会	1	三菱商事	三菱商事	三菱商事	三菱商事	三菱商事	三菱商事	三菱商事
	2	丸紅	丸紅	三井物産	丸紅	丸紅	住友商事	伊藤忠商事
	3	伊藤忠商事	ニチメン	ニチメン	ニチメン	住友商事	丸紅	三井物産
小売業専門部会	1	イトーヨーカ堂	イトーヨーカ堂	ジャスコ	ユニー	ユニー	ユニー	ユニー
	2	ユニー	ユニー	ユニー	高島屋	高島屋	高島屋	伊勢丹
	3	ジャスコ	マイカル	イトーヨーカ堂	ジャスコ	ジャスコ	伊勢丹	シーアンドエス
銀行専門部会	1	—	—	—	静岡銀行	富士銀行	富士銀行	住友信託銀行
	2	—	—	—	東洋信託銀行	日本興業銀行	住友信託銀行	大和銀行
	3	—	—	—	東京三菱銀行	三和銀行	静岡銀行	みずほホールディングス
コンピューターソフト専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
新興市場銘柄専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—
個人投資家向け情報提供専門部会	1	—	—	—	—	—	—	—
	2	—	—	—	—	—	—	—
	3	—	—	—	—	—	—	—

表5 歴代のディスクロージャー優良企業 続き

専門部会	順位	第8回(平成14年度)	第9回(平成15年度)	第10回(平成16年度)	第11回(平成17年度)	第12回(平成18年度)	第13回(平成19年度)
建設・住宅・不動産専門部会	1	三菱地所	三菱地所	三菱地所	三菱地所	大東建託	三菱地所
	2	大東建託	五洋建設	大東建託	三井不動産	コムシホールディングス	三井不動産
	3	五洋建設	日本コムシ	三井不動産	大東建託	三菱地所	大東建託
食品専門部会	1	——	アサヒビール	アサヒビール	アサヒビール	アサヒビール	アサヒビール
	2	——	麒麟麦酒	麒麟麦酒	麒麟麦酒	麒麟麦酒	キリンホールディングス
	3	——	カゴメ	キリンビバレッジ	伊藤園	カゴメ	伊藤園
化学専門部会	1	——	旭化成	——	——	——	——
	2	——	昭和電工	——	——	——	——
	3	——	信越化学工業	——	——	——	——
医薬品専門部会	1	——	藤沢薬品工業	——	——	エーザイ	——
	2	——	第一製薬	——	——	武田薬品工業	——
	3	——	3位エーザイ3位テルモ	——	——	アステラス薬品	——
鉄鋼・非鉄金属専門部会	1	日立金属	日立金属	——	——	——	——
	2	2位日本鋼管	大同特殊鋼	——	——	——	——
	3	2位大同特殊鋼	ジェイエフホールディングス	——	——	——	——
機械専門部会	1	ダイキン工業	——	小松製作所	——	小松製作所	——
	2	小松製作所	——	日本精工	——	ダイキン工業	——
	3	豊田工機	——	ミネベア	——	NTN	——
電気・精密機器専門部会	1	キャノン	——	キャノン	松下電器産業	松下電器産業	日本電産
	2	松下電器産業	——	HOYA	キャノン	東京エレクトロン	東京エレクトロン
	3	日立製作所	——	東京エレクトロン	日本電産	キャノン	松下電器産業
自動車・同部品・タイヤ専門部会	1	本田技研工業	——	ヤマハ発動機	ヤマハ発動機	ヤマハ発動機	日産自動車
	2	ヤマハ発動機	——	本田技研工業	本田技研工業	日産自動車	ヤマハ発動機
	3	三菱自動車工業	——	日産自動車	日産自動車	本田技研工業	富士重工業
電力・ガス専門部会	1	——	——	東京瓦斯	東京瓦斯	東京瓦斯	東京瓦斯
	2	——	——	大阪瓦斯	大阪瓦斯	大阪瓦斯	大阪瓦斯
	3	——	——	関西電力	東京電力	東京電力	東京電力
運輸・倉庫専門部会	1	——	西日本旅客鉄道	商船三井	商船三井	東日本旅客鉄道	東日本旅客鉄道
	2	——	商船三井	全日本空輸	東日本旅客鉄道	日本郵船	日本郵船
	3	——	東日本旅客鉄道	西日本旅客鉄道	日本郵船	商船三井	商船三井
通信専門部会	1	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	KDDI	KDDI	KDDI	KDDI	KDDI
	2	ケイディーディーアイ	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	エヌ・ティ・ティ・ドコモ
	3	ジェイサット	日本電信電話	ジェイサット	日本電信電話	日本電信電話	スカパー・JSAT
商社専門部会	1	三菱商事	三菱商事	——	三菱商事	三菱商事	三菱商事
	2	伊藤忠商事	伊藤忠商事	——	三井物産	住友商事	住友商事
	3	三井物産	住友商事	——	住友商事	伊藤忠商事	丸紅
小売業専門部会	1	——	——	——	——	ローソン	ローソン
	2	——	——	——	——	ファミリーマート	ファミリーマート
	3	——	——	——	——	大丸	丸井グループ
銀行専門部会	1	住友信託銀行	住友信託銀行	住友信託銀行	みずほフィナンシャルグループ	住友信託銀行	住友信託銀行
	2	三井トラスト・ホールディングス	ユエフジホールドディングス	福岡銀行	住友信託銀行	りそなホールディングス	みずほフィナンシャルグループ
	3	大和銀ホールディングス	横浜銀行	三井トラスト・ホールディングス	三井トラスト・ホールディングス	みずほフィナンシャルグループ	りそなホールディングス
コンピューターソフト専門部会	1	エヌイーシーソフト	野村総合研究所	野村総合研究所	野村総合研究所	野村総合研究所	野村総合研究所
	2	日立情報システムズ	日立情報システムズ	TIS	TIS	エヌ・ティ・ティ・データ	エヌ・ティ・ティ・データ
	3	電通国際情報サービス	住商情報システム	NECソフト	CSK	日立情報システムズ	日立情報システムズ
新興市場銘柄専門部会	1	——	——	——	テレウェイヴ	テレウェイヴ	ディー・エヌ・エー
	2	——	——	——	シチズン電子	サイバーエージェント	日本マイクロニクス
	3	——	——	——	エン・ジャパン	エン・ジャパン	SBIイー・トレード証券
個人投資家向け情報提供専門部会	1	——	——	——	三菱商事	三菱商事	日本電産
	2	——	——	——	日本電産	サイバーエージェント	三菱商事
	3	——	——	——	住友信託銀行	住友信託銀行	東京瓦斯

### 3. アナリストが重視する情報

日本証券アナリスト協会は平成17年に会計基準に対するアンケート調査を行った<sup>2)</sup>。協会はASBJやIASBの公開草案について意見を出しており、このための会員の会計基準についての意見把握が調査の主目的であったが、同時に各種の財

務データをどのように使用しているかについても調査した。経営者の肉声を求めるアナリストの姿勢はアンケートにはどのように反映されたのだろうか。

アンケートは平成17年9月にメールアドレスを登録している検定会員11,797名を対象に行い、874名から回答を得た(回収率8.3%)。

表6 アナリストが重視している資料・情報源

質問

企業の分析、投資の意思決定を行う上で重視している資料・情報源はどれですか。重要性を次の5段階で評価してください。

A：極めて重視 B：重視 C：普通 D：あまり重視しない E：重視しない

(単位：%、以下同じ)

	A	B	C	D	E	ポイント*
(1)個別(単体・連結)						
ア. 個別財務諸表	26.1	41.5	22.7	7.1	2.7	3.81
イ. 連結財務諸表	79.9	17.8	1.3	0.3	0.7	4.76
(2)財務諸表の種類						
ア. 貸借対照表	63.7	32.4	3.3	0.4	0.2	4.59
イ. 損益計算書	71.7	24.4	3.3	0.3	0.3	4.67
ウ. キャッシュフロー計算書	55.2	31.8	11.1	1.5	0.3	4.40
エ. 剰余金計算書/株主資本等変動計算書	12.8	33.7	42.3	9.1	2.1	3.46
オ. 注記	31.8	42.4	22.5	2.8	0.5	4.02
カ. セグメント情報	40.1	39.5	16.7	3.4	0.2	4.16
キ. 上記以外の定性情報(MD&A等)	18.4	40.0	35.6	4.6	1.3	3.70
(3)開示の種類						
ア. 決算短信	51.8	33.5	12.5	1.8	0.3	4.35
イ. 有価証券報告書	58.0	30.4	9.8	1.5	0.3	4.44
ウ. アニュアル・レポート	18.3	34.8	37.1	7.1	2.8	3.59
エ. 中間財務諸表	29.3	42.9	23.8	3.2	0.8	3.97
オ. 四半期報告	23.2	40.6	29.2	5.9	1.2	3.79
カ. 適時開示	34.0	39.0	22.6	4.0	0.4	4.02
(4)その他情報源						
ア. アナリスト・ミーティング	32.3	30.6	27.6	6.7	2.8	3.83
イ. 個別取材・工場等現場見学	33.1	25.9	30.1	7.3	3.7	3.77
ウ. ホームページ・IR用資料	25.7	43.4	26.3	3.7	0.9	3.89
エ. 各種報告書(知的財産、環境など)	4.0	26.7	51.4	13.9	4.0	3.13

(注) ポイント=A×5+B×4+C×3+D×2+E×1

表7 株式アナリストと信用アナリスト

	全体	株式	信用
(1)財務諸表の種類			
ア. 貸借対照表	4.59	4.56	4.80
イ. 損益計算書	4.67	4.89	4.69
ウ. セグメント情報	4.16	4.64	4.11
(2)開示の種類			
ア. 決算短信	4.35	4.82	4.27
イ. 有価証券報告書	4.44	4.47	4.73
ウ. アニュアル・レポート	3.59	3.34	3.74
エ. 中間財務諸表	3.97	4.32	4.14
オ. 四半期報告	3.79	4.10	3.64
カ. 適時開示	4.02	4.31	3.99
(3)その他情報源			
ア. アナリスト・ミーティング	3.83	4.56	4.01
イ. 個別取材・工場等現場見学	3.77	4.56	3.82

(注) 数字は表6のポイント。

「全体」は「株式アナリスト」「信用リスク・アナリスト」を含む全回答者974名。

「株式アナリスト」はバイサイド66名、セルサイド65名、合計131名。「信用リスク・アナリスト」は債券アナリスト（バイサイド24名、セルサイド8名）、企業融資（79名）の合計111名。

表6は調査結果のうち、企業分析を行うにあたって重視している資料・情報源の部分を抜粋したものである。個別より連結を重視、財務諸表の中ではPL、BS、CF、セグメント情報、注記の順で重視などという結果は大方の想像通りだろう。短信よりも有報を重視していることには意外感があるかもしれない。表7で回答者の属性別データを見ると株式アナリストは短信を、信用アナリストは有報をより重視しており、担当職務によって情報の迅速性と詳細さのトレードオフが異なることを示している。株式アナリストは四半期報告、アナリスト・ミーティング、個別取材・工場等見学といった項目も信用アナリストよりも高く評価している。株式分析においては有報をじっくり分析して定量的リスクを把握することと同時に、足元の業績変化や将来の戦略の評価が大事であるこ

とを反映していると考えられる。

表5によれば、経営者が肉声でビジョンを語る箇所であるMD&Aやアニュアル・レポートの評価が低い。MD&Aは制度開示では「事業の状況」に相当し、記載事項等が規定されているので自由な情報発信の場としては一定の制約があることは理解できる。こうした制約のないアニュアル・レポートについて松下電器とGEの例を見てみよう。

「2005年度のエレクトロニクス業界は、原材料価格が高騰する一方で、グローバル競争の激化によりデジタルAV商品を中心に価格下落が止まらず、厳しい状況が続きました。」(松下電器『アニュアル・レポート』(2005年度、4頁)社長メッセージ)

“GE is a big company. We think big is beautiful. At GE, our size is the consequence

of our employees' commitment to excellence and determination to win.”(GE Annual Report 2005 “To our stakeholders,” 4頁)

上記は両者のアニュアル・レポートから「社長メッセージ」とこれに相当すると考えられる“To our stakeholders”の冒頭部分を掲げたものである。彼我の文化の差もあろうが、メッセージ性あるいはインパクトという点ではGEの方に一利あると感じるのは著者だけだろうか。もちろん規模を求めることの是非については議論があるし、かつてのGEは経営目標の達成が難しくなると年度末にプーリング法で企業買収し決算数字を取り繕うとして批判されたこともある。それでも、ビッグイシューティフルと宣言されると妙に納得感がある。これはまた、規模についての哲学に同意しない人は株を売ってもらっても良いと宣言しているようでもある。

前述の松下電器のディスクロージャー優良企業評価コメントで見たとおり、アナリストは経営者の肉声、forward lookingな情報を期待しているのだから、日本企業のアニュアル・レポートもこうした期待に応えるべく、より自由闊達に企業の哲学をマニフェストする場として工夫されるべきだと考える。ただし、今日のアニュアル・レポートにこうした工夫が十分に見られないとしたら、その理由はアナリスト・投資家サイドにもあるのかもしれない。なぜならば、アニュアル・レポートを含むディスクロージャーはアナリスト・投資家と企業との切磋琢磨を通じて洗練されてくると考えられるからである。日本証券アナリスト協会としてはセミナー等も含む種々の活動を通じて、こうした問題についての会員の意識向上を図り、もって微力ながらもわが国の資本市場の効率化に貢献していきたいと考えている。

《注》

- 1) 調査結果は日本証券アナリスト協会のホームページ(<http://www.saa.or.jp/research/yksentei.html>)で参照できる。ディスクロージャーの優良度と企業の資金コストとの相関についての研究には音川(2000)、須田一幸・首藤昭信・太田浩司(2004a, 2004b)がある。
- 2) アンケート結果は日本証券アナリスト協会のホームページ(<http://www.saa.or.jp/research/kaikai02.html>)で参照できる。アンケート結果の分析・解説についてはKaneko and Tarca (2007)、金子(2005)、天野・金子(2006)がある。

《参考文献》

- 天野俊彦, 金子誠一, 2006. 「会計基準についてのアナリスト調査について」(インタビュー)『経営財務』No.2752, 9-15.
- 金子誠一, 2005. 「アンケート調査でわかったわが国の証券アナリストは「会計基準」をこう見ている」『経理情報』No.1003, 45-47.
- Kaneko, S., Tarca, A., 2007. International Convergence of Accounting Standards: “Hot Topics” and Constituents’ Views in Japan. Working paper.
- 音川和久, 2000. 「IR活動の資本コスト低減効果」『会計』第158巻第4号, 73-85.
- 須田一幸・首藤昭信・太田浩司, 2004a. 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と評価』, 森山書店, 9-43.
- 須田一幸・首藤昭信・太田浩司, 2004b. 「ディスクロージャーが負債コストに及ぼす影響」須田一幸編『ディスクロージャーの戦略と評価』, 森山書店, 45-68.

# ディスクロージャー研究学会 第8回年次大会プログラム

主催校 早稲田大学  
大会準備委員長 須田一幸（早稲田大学）  
大会準備委員 薄井 彰（早稲田大学） 奥村雅史（早稲田大学） 竹原 均（早稲田大学）  
大鹿智基（早稲田大学） 胡丹（事業創造大学院大学） 海老原崇（早稲田大学）  
開催日 2006年11月19日  
開催場所 早稲田大学 西早稲田キャンパス 国際会議場

## I. 開会挨拶 10:00 国際会議場・2階 第2会議室

- 挨拶 柴 健次 ディスクロージャー研究学会会長

## II. 自由論題セッション 10:05~11:10

第1会場 国際会議場・2階 第2会議室

司会：首藤昭信（専修大学）

- 第1報告：10:05~10:35 姚剛（名古屋市立大学院経済学研究科博士後期課程）  
「中国における利益管理の分析」
- 第2報告：10:40~11:10 野間幹晴（一橋大学）  
「利益の質と業績予想」

第2会場 国際会議場・2階 第3会議室

司会：太田浩司（武蔵大学）

- 第1報告：10:05~10:35 鈴木健嗣（東京理科大学）  
「株主優待制度が企業価値に及ぼす影響」
- 第2報告：10:40~11:10 竹原 均（早稲田大学）・須田一幸（早稲田大学）  
「会計発生高アノマリーと債務不履行リスク」

## III. 休憩・理事会 11:10~12:15

- 理事会：11:15~12:05 国際会議場・2階 市島記念会議室

## IV. 会員総会 12:15~12:50 国際会議場・2階 第2会議室

## V. 統一論題セッション 国際会議場・2階 第2会議室

テーマ：「ビジネス・リポーティングの展開」

- 統一論題報告 13:00~15:20

座長：薄井 彰（早稲田大学）

- 第1報告：13：00～13：30 金子誠一（日本証券アナリスト協会）

「証券アナリストとビジネス・リポーティング」

- 第2報告：13：30～14：00 佐々木貴司（あらた監査法人）

「公認会計士とビジネス・リポーティング」

- 第3報告：14：00～14：30 坂上 学（大阪市立大学）

「XBRLとビジネス・リポーティング」

休憩 14：30～14：40

統一論題討論 14：40～15：20

## VI. R.Watts教授講演会 15：40～17：40 国際会議場・井深大記念ホール

早稲田大学会計研究所共催

司会：竹原 均（早稲田大学）

挨拶：柴 健次 ディスクロージャー研究会会長

加古宜士 早稲田大学会計研究所所長

講演：R.Watts MIT教授 15：50～17：10

「市場と政治と会計基準」

総括：須田一幸（早稲田大学） 17：10～17：20

討論 17：20～17：40

## VII. 懇親会 18：00～19：30 リーガロイヤルホテル東京 2階 ダイヤモンドホール

# 第1回 2007年現代ディスクロージャー研究カンファレンス

主催 ディスクロージャー研究学会編集委員会  
共催 早稲田大学ファイナンス研究センター  
開催日 2007年5月26日  
開催場所 早稲田大学 日本橋キャンパス 早稲田大学大学院ファイナンス研究科

## I. 開会挨拶 13:00

柴 健次 ディスクロージャー研究学会会長

## II. 研究カンファレンス 第1報告 13:10-14:30 (報告40分、討論40分) 教室9

司会：坂上 学 (大阪市立大学)

「法人税率変更と企業の利益調整行動」

報告者：太田浩司 (兵庫県立大学)・西澤賢治 (武蔵大学大学院経済学研究科博士後期課程)

コメンテーター：中條祐介 (横浜市立大学)

## III. 大学院生セミナー 14:45-15:45 (報告30分、討論30分) 教室9

司会：田宮治雄 (東京国際大学)

「日本市場におけるLIMの検証：Dechow, Hutton, and Sloan[1999]モデルの適用」

報告者：新谷 理 (早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程)

コメンテーター：竹原 均 (早稲田大学)

## IV. 研究カンファレンス 第2報告 16:00-17:20 (報告40分、討論40分) 教室9

司会：吉田和生 (名古屋市立大学)

「保守主義の指標間の関係に関する分析」

報告者：高田知実 (神戸大学)

コメンテーター：奥村雅史 (早稲田大学)

## V. 閉会挨拶 17:30

ディスクロージャー研究学会編集委員会委員長 薄井 彰

## Editor's Note

---

柴健次会長の巻頭論文は、2007年11月17日に大阪市立大学で開催された第8回年次大会の会長講演を掲載したものです。歴代の会長は学術的リーダーシップを発揮して、本学会の新しい領域を開拓してきました。学会誌の「会長講演」はディスクロージャー研究の学術的な指針となるものです。新会長の年次大会での講演と学会誌の掲載は、柴会長を契機に、本学会の慣例となることでしょう。

第8号は、会長講演、2本の投稿論文、1本の実務展望に加えて、現代ディスクロージャー研究カンファレンスの2本の論文とその討論を収録しました。本学会誌は学会ホームページに加えて、全国の大学図書館にバックナンバーを含めて配布されています。本誌の先端的な研究がディスクロージャー研究の発展に貢献することを確認しております。

現代ディスクロージャー研究カンファレンスは、学会誌の論文掲載を促進することを目的として、編集委員会が企画運営するものです。第1回は2007年5月に早稲田大学において、多数の会員の参加を得て行われました。掲載の論文からはもちろん、討論からも新しい知見が得られると思います。第2回はご案内のとおり2008年7月の開催を予定しています。このカンファレンスが先端的なディスクロージャー研究の交流の場となることを期待しています。チャレンジングな論文の投稿と多くの会員の参加をお待ちしております。

投稿された会員の皆様に厚く御礼申し上げます。本学会誌の学術的水準は、会員の皆様の先端的な研究成果によって支えられています。そして、学会誌の品質は、数ヶ月にわたる査読委員の厳格かつ建設的なレビューによって保証されています。査読委員の方々にも心より御礼申し上げます。

広く学界と実務に貢献するため、編集委員会一同、学会誌の一層の発展に鋭意邁進する所存です。会員の皆様のご協力と、ご支援を心からお願い申し上げます。

編集委員長  
薄井 彰

## 編集データ

『現代ディスクロージャー研究』第8号の編集状況は次の通りである。すべての原稿は、編集委員会が掲載の採否を決定した。論文セッションの原稿は、複数の匿名査読委員によってレビューされている。討論と実務展望の各セッションの原稿はレビュープロセスを実施していない。

論文セッション	
受付数	5
受理数	4
採択率	80%
討論セッション	
受付数	2
受理数	2
実務展望セッション	
受付数	1
受理数	1
招聘論文	
会長講演	1

編集委員会

## 謝 辞

現代ディスクロジャー研究は、第8号の査読委員の皆様に感謝の意を表します。査読委員の方々の真摯なご協力がなければ、学会誌の品質は確保できませんでした。

謹んで御礼申し上げます。

浅野 信博	大阪市立大学
奥村 雅史	早稲田大学
児島 幸治	関西学院大学
胡 丹	名古屋大学
中條 祐介	横浜市立大学
高須 教夫	兵庫県立大学
竹原 均	早稲田大学
田澤 宗裕	追手門学院大学
中條 良美	阪南大学
村井 秀樹	日本大学

# 『現代ディスクロージャー研究』投稿規程

ディスクロージャー研究学会編集委員会

## 1. 投稿資格

- (1) 本学会の会員、入会申込者
- (2) 共同執筆の場合には、執筆者のうち少なくとも1人が本学会の会員とします。

## 2. 論稿の種類

日本語で執筆された未刊行の著作。他誌に投稿中の著作を除きます。執筆者は、(1) 論文(Articles)、(2) 実務展望(Practical Views)、(3) 書評(Book Reviews)、(4) その他のいずれかのセッションに投稿してください。「論文」のセッションには、新しい知見や理論が示された独創的な原著論文、総括論文など、「実務展望」には、ディスクロージャー実務に関する提言、論評、解説などを含みます。「書評」はディスクロージャーの研究と実務に重要な著書の論評とします。

## 3. 字数

「論文」セッションの投稿原稿には字数制限を特に設けません。ただし、会誌の掲載に際し、編集委員会が字数を制限することがあります。「実務展望」セッションの投稿原稿は5,000字以内、「書評」セッションの投稿原稿は1,000字以内とします。

## 4. 査読

「論文」セッションの投稿原稿については、査読委員(匿名)による査読意見を参考にして、編集委員会が掲載の採否を決定します。「実務展望」と「書評」の各セッションの投稿原稿については、査読委員による査読を実施せず、編集委員の査読意見を参考にして編集委員会が掲載の採否を決定します。

## 5. 投稿先

投稿を随時受け付けます。執筆者は、投稿するセッションを指定し、MS Word形式の文書ファイルを本学会のホームページに投稿して下さい。

<http://jardis.ec.kansai-u.ac.jp/cgi-bin/submission/index.cgi>

## 6. 受理原稿の公表

編集委員会が掲載を決定した受理原稿は、会誌が刊行されるまでの一定期間、本学会のホームページにオンラインで公表されます。

## 7. 著作権の取扱い

2006年11月19日に開催された理事会は著作権の取扱いを次のように決定し、会員総会で報告しました。

- (1) 会誌に掲載される著作物の著作権は、編集委員会が最終稿を受領した時点から、原則として、本学会に帰属します。本学会が著作権を有する著作物の著作者は、編集委員会に事前に文書で申し出を行い、許諾を得た上で、著作物を使用することができます。編集委員会は、特段の事由がない限り、これを許諾します。
- (2) 会誌に掲載された著作物が第三者の著作権その他の権利および利益を侵害するものであるとの申し出があった場合には、当該著作物の著作者が一切の責任を負います。
- (3) 第三者から、本学会が著作権を有する著作物の使用要請があった場合には、本学会は理事会において審議した上で、それを許諾する場合があります。なお、著作権の使用許諾に伴う収入は本学会の会計に組み入れられます。
- (4) 2006年11月19日より前に会誌に掲載された著作物の著作権については、著作者から文書で申し出があり、本学会が理事会においてその申し出を承認した場合を除き、上記(1)(2)(3)の規程に従い取り扱うものとします。

## 8. 様式

### (1) 表紙

表紙に論題（日本語、英語）、氏名（日本語、英語）、所属と肩書き（日本語、英語）、要約（日本語(500字)、英語(200words)）、連絡先(氏名、住所、電話番号、Fax番号、E-mailアドレス)、謝辞を記載します。

表紙には頁をつけず、1頁から本文をはじめます。査読を円滑に実施するために、執筆者を特定、あるいは類推させるような文言を記載しないで下さい。

### (2) フォント

日本語はMS明朝、英語はTimes New Romanとします。見出し、図、表の題目のフォントはMSゴシック（太字）。漢字、ひらがな、カタカナ以外の文字（例えば、数字、アルファベット）は半角にします。文字化けを避けるため、特殊なフォントの文字（例えば丸数字①②など）を使用しないで下さい。フォントサイズ等はつぎの通りです。

論題	14ポイント	センタリング
執筆者名	11ポイント	右寄せ
所属	11ポイント	右寄せ
要約	10ポイント	左寄せ
本文	11ポイント	左寄せ
見出し	12ポイント	左寄せ

参考文献 10ポイント 左寄せ

注（文末）10ポイント 左寄せ

### （3）スタイル

本文の章や節は、以下のように分けて下さい。

（1行空き）

1. 見出し

（1行空き）

本文

1.1. 見出し

本文

1.1.1. 見出し

本文

注

参考文献

### （4）表記

横書き、新仮名遣い、当用漢字、新字体を使用して下さい。本文の句読点は、句点（。）と読点（、）にします。

### （5）図と表

図表は必要最小限にして下さい。図と表はそれぞれ通し番号（図1、図2、表1、表2、…）をつけます。図と表は、本文と区別して、参考文献リストの後の頁に配置します。なお、本文中に図と表の挿入位置を指示して下さい。

### （6）数式

数式はできる限り簡潔な表現にして下さい。添え字の添え字等は避けること。また、数式の導出過程や計算プロセスを冗長に記載しないで下さい。

数式番号（(1)、(2)、…のようにカッコ付き通し番号）を数式の右側に配置して下さい。数式の変数は可能な限りイタリックとします。ただし、exp、log、lim、数字、大文字のギリシャ文字等は立体を使用します。

### （7）引用

文献を引用する場合には、著者（発行年）（例 田中（2006）、Ball and Brown（1968））として下さい。

## (8) 参考文献

研究に引用した論文、著書、参考URLのリストを論文の最後に記載します。頁数にはp.やpp.を使用しないで下さい。和文献の句読点は、全角（，）（．）を使用します。

和文献と洋文献を区別せずに、著者氏名のアルファベット順に記載して下さい。

### ・単行本

著者名, 発行年. 『書名 (副題を含む)』, 第X版, 発行所.

### ・論文

著者名, 発行年. 「論文名 (副題を含む)」『雑誌名』第X巻第Y号, 掲載頁.

### ・編著に収録された論文

著者名, 発行年. 「論文名 (副題を含む)」, 編者『書名 (副題を含む)』第X版, 発行所, 掲載頁.

Ball, R., Brown, P., 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers.  
Journal of Accounting Research 6, 159-178.

Watts, R., Zimmerman, J., 1986. Positive Accounting Theory. Prentice Hall, Englewood  
Cliffs, NJ.

参考文献の英字はすべて立体にして下さい。

## 現代ディスクロージャー研究 No.8

---

2008年3月25日 発行

©発行者 ディスクロージャー研究学会  
発行所 〒103-0027  
東京都中央区日本橋1-4-1  
日本橋1丁目ビルディング5階  
早稲田大学大学院ファイナンス研究科  
須田一幸研究室

印刷所 株式会社N P C コーポレーション

---