

ISSN 1347-6963

# JARDIS

年報 経営ディスクロージャー研究

第18号 / 2019年3月



日本ディスクロージャー研究学会

## 序文 — 『年報』第18号の発刊にあたって—

吉 田 靖 (東京経済大学)

『年報 経営ディスクロージャー研究』第18号をお届け致します。

本号では特集(1)に、2018年5月に横浜市立大学で開催された第17回研究大会での2つの特別プロジェクトの最終報告を掲載しています。特集(2)では同研究大会の統一論題シンポジウム・ディスカッション「ガバナンスがディスクロージャーに与える影響」に登壇された3氏の要旨を掲載しています。また、「論稿」セクションには、2つの論文が掲載されています。

さて、ご案内のように本学会は2019年6月1日に日本経営分析学会との合併が予定されています。合併を円滑に実施するため、本号は2018年度中に発送などを完了する必要があり、著者の方々、編集委員には、タイトな日程の中で、多大なご協力を頂きまして感謝致しております。

また、合併に伴い、本学会誌は日本経営分析学会の学会誌である『年報経営分析研究』と統合されます。統合後の詳細は、新しい編集委員会と学会により決定されますが、『年報 経営ディスクロージャー研究』の名称で発行されるのは本号が最後となる見込みです。『年報 経営ディスクロージャー研究』は当初、「日本経営ディスクロージャー研究学会」の学会誌として2002年に発行され、それ以降本号までで100を優に超えるいずれも力作の論文が掲載されています。これまで、投稿・寄稿された多くの著者の方々、歴代の編集委員会・会長をはじめとする学会役員・学会事務局、そして何よりもすべての本学会員のディスクロージャー研究に掛ける篤く尊い志により本誌の発行が支えられて来ました。この場をお借りし、第18号の編集委員会を代表致しまして、皆様に厚く御礼を申し上げる次第です。

偶然にも、ほぼ時期を同じくして、平成から新しい時代へ移行することになります。平成期においては、ディスクロージャーの対象の拡大、伝播の高速化、内容の拡充、制度の複雑化、分析手法の精緻化・発展が著しく、様々な研究が盛んに実施されてきました。しかしながら、日本においても世界においても至る所で、ディスクロージャーに関する問題、あるいはディスクロージャーによる解決が必要な問題は、まだまだ続出しており、統合後も本学会および本学会誌が引き続き研究成果の活発な報告の場となり、ディスクロージャー研究の先頭に立って社会に貢献していくよう、切に願っております。

# 年報 経営ディスクロージャー研究

No.18 2019年3月

日本ディスクロージャー研究学会

---

## 目 次

### 序 文

—『年報』第18号の発刊にあたって— ..... 吉田 靖

### 特 集

特集（1） 特別プロジェクト最終報告

1. 銀行業と銀行・企業間関係の会計制度と実証

1) 最終報告書 ..... 特別プロジェクト代表 梅澤 俊浩 (5)  
(北九州市立大学)

2. 法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—

1) 最終報告書 ..... 特別プロジェクト代表 中島 真澄 (43)  
(金沢学院大学)

2) 論文要旨 なぜ、日本において法廷会計学が必要なのか？

—非営利組織における不正防止の観点から— ..... 榎本 芳人 (53)  
(北海道大学)

特集（2） ガバナンスがディスクロージャーに与える影響

1. ガバナンスがディスクロージャーに与える影響 ..... 円谷 昭一 (57)  
(一橋大学)

2. 外国人投資家とディスクロージャー研究 ..... 岩崎 拓也 (62)  
(関西大学)

3. コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み ..... 染谷 浩史 (64)  
(金融庁総務企画局企業開示課)

## 論 稿

1. 企業情報の階層化と情報内容に関する一試案 …………… 宮川 宏 (69)  
(目白大学)
2. 買収防衛策の導入と退職給付に係る負債 …………… 野間 幹晴 (83)  
(一橋大学)

## 資 料

1. 2018年度日本ディスクロージャー研究学会役員一覧 …………… (103)
2. 日本ディスクロージャー研究学会第17回研究大会プログラム …………… (104)
3. 日本経営分析学会・日本ディスクロージャー研究学会連合大会2018  
(日本ディスクロージャー研究学会第18回研究大会) プログラム …………… (106)
4. 第4回JARDISワークショップ・プログラム …………… (109)

## 特別プロジェクト最終報告

### 1. 銀行業と銀行・企業間関係の会計制度と実証

#### 1) 最終報告書

特別プロジェクト代表 梅澤俊浩（北九州市立大学）

### 2. 法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—

#### 1) 最終報告書

特別プロジェクト代表 中島真澄（金沢学院大学）

#### 2) 論文要旨 なぜ、日本において法廷会計学が必要なのか？

—非営利組織における不正防止の観点から—

榎本芳人（北海道大学）

「特別プロジェクト」は、ディスクロージャー研究分野の発展的あるいは新規的な領域、関連研究分野と連携した研究領域および公認会計士等の実務界と連携した研究領域に本学会が研究助成するものです。2016年度特別プロジェクトとしては上記の2件が採択されました。各特別プロジェクトの研究成果は、2018年5月19日（土）に横浜市立大学金沢八景キャンパスYCUスクエアにおいて開催された第17回研究大会（準備委員長：中條祐介氏）における「特別プロジェクト最終報告」にて報告があり、活発な討論がなされました。

特別プロジェクトは最終報告後に、本学会学会誌への研究論文掲載または市販本の発刊が義務となっています。特集（1）では、これに基づき各委員会から提出された研究論文を掲載しています。

なお、2.2)の榎本論文は論文要旨となっており、内容は1)の「最終報告」に含まれていますが、著者から英文要旨を含めた原稿の提出があり、掲載しています。

# 2016年度特別プロジェクト 「銀行業と銀行・企業間関係の会計制度と実証」 最終報告

Report of the Special Project for FY 2016  
“A Study on Banking Industry and Bank-Firm Relationship”

特別プロジェクト代表

梅澤俊浩 (北九州市立大学)

委 員

赤塚尚之 (滋賀大学)

池村恵一 (流通経済大学)

海老原崇 (武蔵大学)

岡田慎太郎 (早稲田大学大学院博士後期課程)

小野慎一郎 (大分大学)

田尻敬昌 (九州国際大学)

長束 航 (福岡大学)

成岡浩一 (専修大学)

林 誉治 (EY新日本有限責任監査法人)

矢内一利 (青山学院大学)

# 最終報告書：銀行業と銀行・企業間関係の 会計制度と実証

*Report of the Special Project for FY 2016  
“A Study on Banking Industry and Bank-Firm Relationship”*

梅澤 俊 浩(北九州市立大学)

*Toshihiro Umezawa, The University of Kitakyushu*

## 1. プロジェクトの課題と範囲

本プロジェクトは、「銀行・企業間関係の実証研究」と「銀行業の制度研究と実証研究」という2つの研究課題から構成されており、各委員が分担して研究を進めた。「銀行・企業間関係の実証研究」については、(1)メインバンクと顧客企業の利益の質との関係(梅澤・海老原担当)、(2)メインバンクと顧客企業の保守的慣行の関係(成岡・梅澤・海老原担当)、(3)メインバンクと顧客企業の業績予想の関係(梅澤・海老原担当)等の実証分析を行った。これらの分析結果については、第17回研究大会(2018年5月19日於横浜市立大学)において、本プロジェクトの最終報告として報告を行っているため、これらを中心に本最終報告書をまとめる予定であった。しかし、日本経営分析学会と本学会の統合に伴って、最終報告書の締切日が早まったため、これらの研究成果は本最終報告書には含めないこととした。

そのため、本最終報告書は、「銀行業の制度研究と実証研究」の研究成果を中心に要約したものとなっている。本研究課題では、(1)米国銀行業の制度的枠組みについての制度研究および歴史研究と(2)米国銀行業の実証研究についての文献調査を行ってから、(3)米国銀行業と日本銀行業の制度的枠組みについての国際比較研究を行ったう

えで、(4)日本銀行業の実証研究を行っている。このうち、本最終報告書は、(1)米国銀行業の制度的枠組みについての制度研究および歴史研究と(2)米国銀行業の実証研究についての文献調査の研究成果を要約したものである。なお、(4)日本銀行業の実証研究については、赤塚・海老原(2018)が『現代ディスクロージャー研究』に掲載されているため、そちらをご覧いただきたい。

銀行業の実証研究は、米国を中心に研究の蓄積がなされている。銀行業は、業務の複雑性と情報の非対称性のため、一般事業会社に比して、銀行業の財務諸表の透明性は低いとされる。特に、貸出金の評価は貸倒引当金の計上を介して行われるため、貸倒引当金(繰入額)の適切性と十分性が問題となる。そこで、実証研究は、貸倒引当金(繰入額)という勘定科目に対する銀行経営者の行動を調査している。実際に、銀行の経営者は、その裁量の範囲内で、機会主義的に貸倒引当金繰入額を調整したり、私的情報を市場に伝達するために貸倒引当金繰入額を調整したりしうることが実証されている。

しかし、各国の制度的枠組みと償却・引当の実務は異なっている。その国の銀行業の制度的枠組みと償却・引当の実務が、銀行経営者のインセンティブに影響を及ぼす可能性があるため、実証研究はその国の制度的特徴をリサーチデザインに落

とし込む必要がある。そこで、本最終報告書は、はじめに、米国銀行業の制度的枠組みについての制度研究および歴史研究を行ったうえで、その制度的枠組みと対応させるかたちで、先行研究のリサーチデザイン（特に、サンプルと実証モデル）と実証結果について実証研究の文献調査を行っている。

なお、実証研究の文献調査の範囲としては、Moyer (1990) 以降の実証研究、かつ、分析期間が1981年から（リーマンショック以前の）2005年までの期間に収まっている実証研究を調査対象とする。

## 2. 二元銀行制度と多元的な監督体制<sup>1)</sup>

米国では、二元銀行制度と多元的な監督体制となっている。本節では、二元銀行制度と多元的な監督体制を概説したうえで、先行研究のサンプルを概観する。

### 2.1. 二元銀行制度

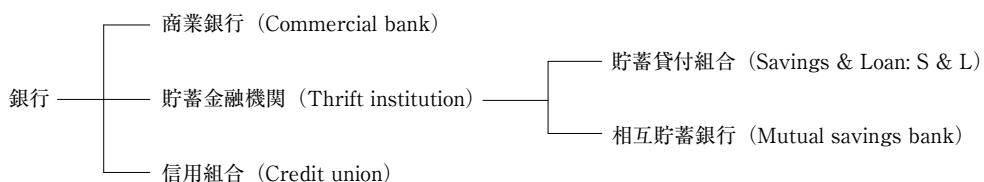
米国内の銀行の業態は、一般的に、(1)商業銀行(Commercial bank)、(2)貯蓄金融機関(Thrift institution)と(3)信用組合(Credit union)に分類される。まず、商業銀行は、株式会社組織であり、その多くが銀行持株会社(Bank holding company: BHC)の傘下にある。次に、貯蓄金融機関は、短期の譲渡性預金、その他の貯蓄性預金により資金を調達し、モーゲージ貸付主体の運用

を行っている。なお、貯蓄金融機関は、相互貯蓄銀行(Mutual savings bank)と貯蓄貸付組合(Savings & Loan: S&L)の2形態がある。最後に、信用組合は、組合員による協同組織の金融機関である。図1はこうした米国の銀行の業態を示している。

本研究の目的は、米国の銀行業を対象とした実証研究の前提となる米国の制度的枠組みを概説することにある。米国銀行業の実証研究は主に商業銀行を分析対象としている。そこで、本最終報告書の対象も商業銀行に限定し、商業銀行を単に銀行と表記することとする。

米国では、もともとは各州の州銀行局(State Banking Department: SBD)が、各州の銀行法に基づいて銀行設立の許可を与えていた。州銀行局から設立認可を受けた銀行を「州法銀行」(State bankあるいはState-chartered bank)といい、融資業務に加え、発券業務も行っていった。1863年に、全国通貨法(National Currency Act)に基づいて、通貨監督庁(Office of the Comptroller of the Currency: OCC)が設立された。1864年に、連邦政府は、1864年国法銀行法(National Bank Act of 1864)に基づいて、OCCから銀行設立の許可を与えて銀行を開業できる制度を新たに設けた。OCCから設立認可を受けた銀行を「国法銀行」(National bankあるいはNationally-chartered bank)という。国法銀行の制度化に伴って、発券業務権限が、州法銀行から国法銀行に移管された。このようにして、州法銀行と国法銀行が併存

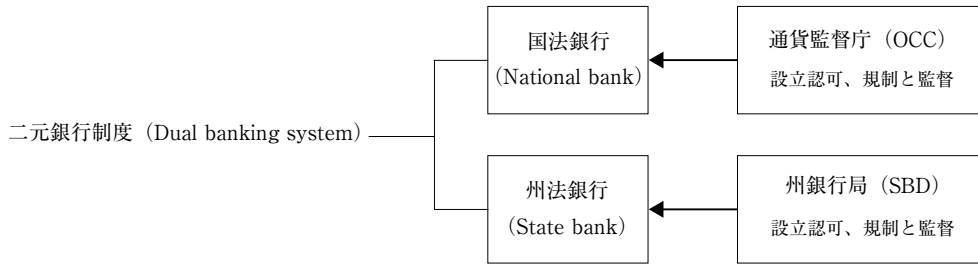
図1 銀行の種類



出所：筆者作成



図2 二元銀行制度



出所：筆者作成

する二元銀行制度となった<sup>2)</sup>。

図2は二元銀行制度を示している。OCCと州銀行局は、銀行の設立認可(charter)、規制(regulate)と監督(supervise)を行う<sup>3)</sup>。OCCは、国法銀行に対する設立認可(12 US Code § 27)、定期報告の徴求(12 US Code § 161(a))、規制の制定(12 US Code § 93a)、検査(12 US Code § 481, § 1820(d))等の権限を有している。他方で、州銀行局は、各州法に基づいて、州法銀行の設立認可、規制の制定と検査を担っている。

## 2.2. 多元的な監督制度

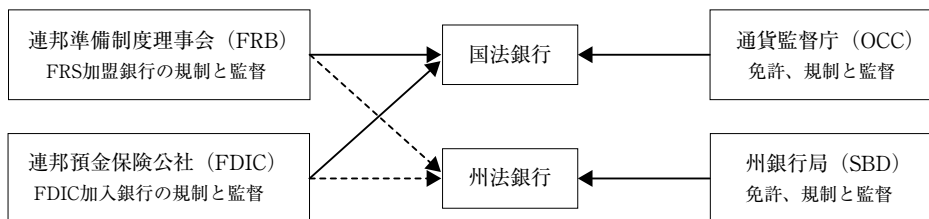
1913年に、米国の中央銀行である連邦準備制度(Federal Reserve System: FRS)が設立され、発券業務権限が国法銀行からFRSへ移管された。また、国法銀行はFRSに加盟することとされた

が、州法銀行がFRSに加盟するか否かは任意とされた。さらに、FRSに加盟する州法銀行は、州銀行局に加え、連邦準備制度理事会(Federal Reserve Board: FRB)の監督も受けることとなった。

1929年に、世界恐慌が起き、銀行破綻件数の著しい増加が社会問題となった。そこで、1933年銀行法(Banking Act of 1933)の成立に伴い、連邦預金保険制度の運営機構として、1933年に、連邦預金保険公社(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)が設立された<sup>4)</sup>。国法銀行はFDICに加盟することとされたが、州法銀行がFDICに加盟するか否かは任意とされた。さらに、FDICに加盟する州法銀行は、FDICの監督も受けることとなった。

図3は、銀行と監督当局との関係を示している。

図3 二元銀行制度と多元的な監督制度



(注) 国法銀行はFRS加盟とFDIC加入を義務付けられているため、——>は、FRBとFDICが国法銀行に対して必ず監督権限を有すること意味している。他方で、州法銀行は必ずしもFRS加盟とFDIC加入を義務付けられているわけではないので、----->は、FRBとFDICが州法銀行に対して条件付きで監督権限を有すること意味している。

出所：筆者作成

FRBは、FRS加盟州法銀行に対して、規制の制定(12 US Code 1844(b))、定期報告の徴求(12 US Code § 324)、検査(12USCode § 248(a), § 325, § 483, § 1844(c))等の権限を有している。FRBは、必要に応じて、FRS加盟の州法銀行に対する特別検査(Specialty examinations)を行うこともできる(12 US Code § 326)。

FDICは、FDIC加入銀行に対して、規制の制定(12 US Code § 1819(a) Tenth)、定期報告の徴求(12 US Code § 1817)、検査(12 US Code § 1820)等の権限を有している。FDICは、銀行の設立認可は行わないものの、申請者からの申請を受けて検査を行ったうえで、預金保険への加入の承認を行う(12 US Code § 321)。そのため、預金保険の申請の承認手続きを通じて、銀行の設立認可に影響力を及ぼしうる。

### 2.3. 銀行持株会社、銀行と監督当局

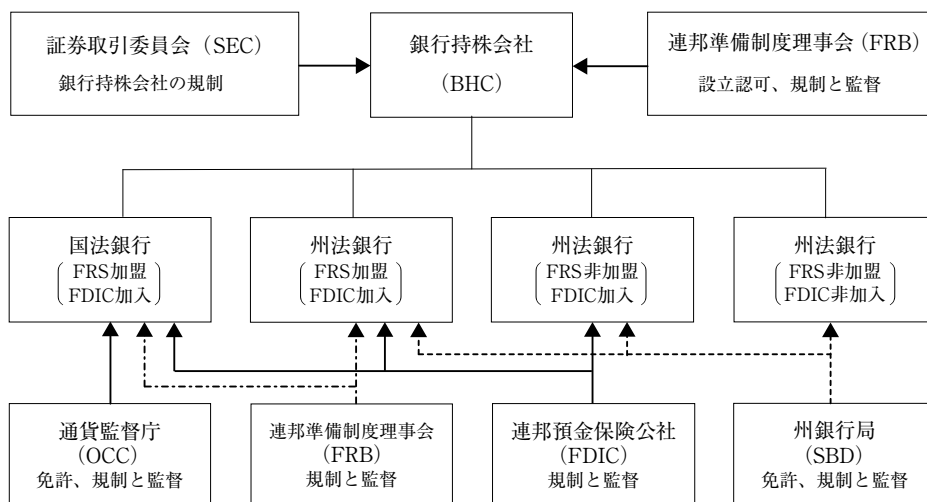
これらの国法銀行と州法銀行の多くが、銀行持株会社の傘下の銀行子会社として、営業を行っている。傘下に複数の銀行を所有する銀行持株会社を

複数銀行持株会社(Multi-bank holding company)といい、傘下に1行のみを所有する銀行持株会社を単一銀行持株会社(Unitary bank holding company)という。銀行持株会社は、1956年銀行持株会社法(Bank Holding Company Act of 1956)、1970年の同改正法によって規制され、FRBの監督を受けている。他方で、銀行子会社は、OCCあるいは州銀行局から設立許可を受けて、設立許可を受けた監督当局等から監督を受けている。このように、銀行持株会社とその銀行子会社とは監督当局が異なる。

また、1934年証券取引法(Securities and Exchange Act of 1934)の成立に伴い、証券取引委員会(Securities Exchange Commission: SEC)が設立された。1934年証券取引法は、SECの監督・規制の対象から銀行を除外し、規制権限を他の連邦監督当局に付与しているが、連邦監督当局が制定する開示規則がSECの要求を実質的に満たしていることを求めている。

図4は、銀行持株会社、銀行子会社と監督当局との関係を示している。銀行持株会社は、設立に

図4 銀行持株会社の構造と監督当局



出所：筆者作成

際してFRBの事前承認を受け（12 US Code § 1842(a)）、設立後180日以内にFRBに登録する必要がある（12 US Code § 1844(a)）。また、FRBは、銀行持株会社に対する規制の制定（12 US Code § 1844(b)）や、銀行持株会社およびその子会社に検査（12 US Code § 1844(c)）等の権限を有している。定期報告の徴求に関しては、FRBは、銀行持株会社およびその子会社に対して、財務状況等に関する報告を求めることができる（12 US Code § 1844(c)(1)）。また、SECは、銀行持株会社に対する規制の制定（12 US Code § 1844(b)）の権限を有している。さらに、州銀行局は、銀行持株会社の州内での営業範囲の規定を行っている。

銀行子会社に関しては、国法銀行はFRS加盟とFDIC加入を義務付けられているため、OCC、FRBとFDICの監督下にある。他方で、州法銀行は必ずしもFRSに加盟とFDICに加入する義務はないため、次の3つに分類される。第一に、FRS加盟の州法銀行はFDIC加入を義務付けられるため、州銀行局、FRBとFDICの監督下にある。第二に、FRS非加盟の州法銀行が、州法によりFDIC加入を義務付けられていれば、州銀行局とFDICの監督下にある。第三に、FRS非加盟の州法銀行が、州法によりFDIC加入を義務付けられていなければ、州銀行局の監督下にある。

このように、米国の銀行監督制度は、複数の監督当局が銀行を監督する多面的な仕組みとなっている<sup>5)</sup>。しかし、このように監督当局の規制と監督は重複するため、余分なコストが生じてしまう。そこで、1979年に、連邦金融機関検査評議会（Federal Financial Institutions Examination Council: FFIEC）が設立された。FFIECとは、OCC長官、FRB理事、FDIC総裁等の関係当局の代表者によって組織された連邦監督当局間の調整機関であり、(1)統一債権区分基準や(2)定期

報告の標準様式等を公表している。

#### 2.4. 国法銀行と州法銀行の定期報告

国法銀行と州法銀行は、監督当局に定期報告を行う義務を有する（国法銀行は12 US Code § 161、FRS加盟銀行は§ 324、FEIC加入銀行は§ 1817）。定期報告の徴求に関しては、FFIEC宛にCall Reportを提出することによって、複数の監督当局への報告を済ませることができる。Call ReportとはConsolidated Reports of Condition and Incomeの通称であり、連結財務諸表を主とした業績報告書である。Call Reportは、四半期毎に、FFIECが定めた様式に則って作成され、FFIECの情報収集代理業務会社を通じて、FFIEC宛に電子媒体などによって提出される。複数の監督当局の監督下にある銀行であっても、FFIEC宛にCall Reportを提出することによって、複数の監督当局への報告を済ませることができる。

Call Reportは、損益計算書、貸借対照表、その他特記事項および特別報告から構成されている<sup>6)</sup>。不良債権等（Past Due and Nonaccrual Loans, Losses and Other Assets）の記載内容をみると、(1)延滞債権（Past Due）、(2)未収利息不計上債権（Nonaccrual）、(3)貸出条件緩和債権（Restructured）や(4)貸倒引当金などが開示される。ここで、延滞債権は、30日以上89日までの延滞債権と、90日以上延滞債権である。一般に、この90日以上の延滞債権と未収利息不計上債権の合計額を不良債権という。また、貸出条件緩和債権は、貸出期間の延長、元本や金利の減免などを実施した条件緩和債権である。そして、貸倒引当金は、直接償却額、償却債権取立益、貸倒引当金繰入額、貸倒引当金残高などが開示される。なお、これら開示額は、担保による保全部分と貸倒引当金による引当部分を含むグロスの債権額である。

## 2.5. 銀行持株会社の定期報告

銀行持株会社は、FRBの規制Y (12 CFR part 225)と1956年銀行持株会社法 (The Bank Holding Company Act of 1956) (12 US Code § 1844(c))に基づいて、定期報告を行う義務を有しており、FRBにFR Y-9CとFR Y-9PLを四半期毎に提出している。もともとは1979年にFR Y-9の定期的な提出が開始され、1985年にFR Y-9はCall Reportに相当するように改訂された。そして、1986年6月に、FR Y-9はFR Y-9CとFR Y-9PLに分割された。FR Y-9Cは、一定額以上の連結資産を有する銀行持株会社の連結財務諸表である。他方で、FR Y-9LPは、一定額以上の連結資産を有する銀行持株会社の親会社単体の財務諸表である。これ以降、銀行持株会社は、FR Y-9CとFR Y-9PLを四半期毎に提出することとなっている。

また、公開会社は、SECの規則S-Xと規則S-Kに規定される開示項目を、Form 10-Kの様式で、EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system)に提出することによって、SECへ定期的に報告を行うこととなっている。規則S-Xは財務情報に関する事項を規定し、規則S-Kは非財務情報に関する事項を規定している。また、Form 10-Kは、日本の有価証券報告書に相当するものであり、財務内容を含む詳細な事業内容などが記載されている。

SECは、1976年8月31日にIndustry Guidesを公表している。このIndustry Guidesは、SECに提出される年次報告書に記載する内容に関して、産業毎のディスクロージャーの基準を定めている。この中のGuide 3 Statistical Disclosure by Bank Holding Companiesが、銀行持株会社のディスクロージャーのガイドラインであり、(1)未収利息不計上債権 (Nonaccrual loans)、延滞債権 (Past Due Loans)、貸出条件緩和債権

(Restructured loans) 等の開示を求めている。このガイドラインに則って、銀行持株会社は、一般事業会社とは異なる様式で、SECに対して報告を行っている。

## 2.6. 第2節のまとめと実証への含意

本節では、米国の二元銀行制度と多元的な監督体制の概説を行った。銀行には州法銀行と国法銀行があり、その多くが銀行持株会社の傘下にある。他方で、監督当局には、連邦監督当局 (OCC、FRB、FDIC) と州銀行局があり、規制と監督の重複を避ける工夫として、FFIECが設けられている。

また、銀行は四半期ごとにCall Reportを提出するのに対して、銀行持株会社は四半期ごとにFR Y-9Cを提出している。Call ReportとFR Y-9Cには、連結財務諸表、さらに、不良債権や貸倒引当金等の実証分析に必要な情報が記載されている。こうした財務データは、Bank Compustatに収録されており、FR Y-9CのデータはFRBのホームページからもダウンロード可能である。

そこで、こうした米国の制度的枠組みとデータ環境を前提として、先行研究のサンプルの特徴をみると、銀行を対象とする際には、州法銀行と国法銀行を区別せず一括りにして銀行として扱っており、基本的に、銀行持株会社の傘下にあるか否かも問われていない。しかし、中には、サンプルを単一銀行持株会社に限定して、その傘下の銀行を分析対象としている研究もある (例えば、Nicoletti 2018)。また、Moyer (1980) は、FRS加盟の国法銀行と州法銀行にサンプルを限定しており、FRS未加盟のFDIC加入州法銀行をサンプルに含めていない。この他にも、米国では、総資産の規模に応じて異なる規制が課されることがあるため、一定額以上の資産規模の銀行に分析対象を限定する研究もある (例えば、Altamuro and

Beatty 2010)。

このように、二元銀行制度と多層的な監督体制は、サンプル選択やリサーチデザインに反映されているものの、そうした点についてBeatty and Liao (2014) やLobo (2017) といったサーベイ論文ではそれほど強調されてはいない。しかしながら、実際には、米国銀行の制度的枠組みは、サンプル選択やリサーチデザインとの関係が深いため、米国銀行の実証研究を行うためには、米国銀行の制度的枠組みについての知識が必須となる。

### 3. 銀行の償却・引当の手續と実証モデル

前節では米国銀行業の制度的枠組みと、データあるいはサンプルとの関係について概説した。本節では、米国の償却・引当実務と実証モデルとの関係について概説する。米国の償却・引当実務では、無税償却と有税引当が原則である。はじめに償却が行われ、それ以外の債権に対しては、財務会計基準書の第5号と第114号を原則として、貸倒引当金が算定される。そこで、本節では、第5号と第114号に基づく貸倒引当金の算定方法と貸倒引当金繰入額の実証モデルとの関係について概説をする。

#### 3.1. 信用格付と資産査定

銀行業の財務諸表は、その業務の複雑性と情報の非対称性のため、一般事業会社に比して、透明性 (transparency) が低いとされる (例えば、Bushman and Smith 2003; Armstrong, Guay, Mehran and Weber 2016; Bushman 2016)。財務諸表の透明性を高めるためには、銀行の資産内容の実態ができる限り正確かつ客観的に反映された財務諸表が作成される必要がある。そのためには、資産査定 (内部格付と債権区分) と償却・引

当が一体となって機能することが前提となる。

銀行の資産査定は、自行の内部格付システムに基づいて、監督当局の債権区分に則って債権を分類する。まず、銀行の内部格付は各行が独自に作成した内部規定に基づいて決定される。Treacy and Carey (1998) は、内部信用リスク格付システムについて調査を行い、定量情報と定性情報の両建てで、借手の信用リスクの評価を行っていることを報告している。大手銀行は、リスク要因として、借手の財務状態に加えて、借手の財務諸表の信頼性 (reliability) や経営者の質も分析していたが、その中でも特に、借手のマネジメントを重要事項として考慮していた。また、佐藤 (2017) も、米国銀行での勤務経験から、米国銀行が非財務情報も考慮に入れて格付を決定していると述べている。このように、米国銀行では、財務情報に偏ることなく、非財務情報も重要なリスク要因として格付に反映しているという特徴がある。

他方で、債権区分については、通貨監督庁 (OCC)、連邦準備制度理事会 (FRB) と連邦預金保険公社 (FDIC) が、連邦金融機関検査評議会 (FFIEC) を通じて、The Uniform Agreement on the Classification of Assets and Appraisal of Securities Held by Banksを発行し、連邦監督当局の統一債権区分基準を公表している<sup>7)</sup>。表1は、その債権区分基準を示しており、(1)Pass、(2)Special Mention、(3)Substandard、(4)Doubtful、(5)Lossの5区分となっている。Passが正常債権で、信用リスクの悪化に伴ってSubstandard、Doubtful、Lossの順に下方遷移する。Pass以外の区分には明確な定義があるが、Passはそれら以外の債権として扱われている。これらの債権区分と内部格付との対応関係については、内部格付は、各行が独自に作成した内部規定に基づいて、10区分程度に区分され、その1から7の間にはPassとSpecial Mention、8にはSubstandard、

表1 連邦監督当局の債権区分基準

米国の債権区分		具体的な内容
Pass		Special Mansion、Substandard、DoubtfulとLoss以外の債権
	Special Mention	現状のキャッシュフローによる支払は可能であるものの、潜在的に経営成績・キャッシュフローが悪化している債権。
	Substandard	現状のキャッシュフローによる支払いだけでは、元本と利息の減免額の支払いが困難であるものの、担保の売却により元本および利息の支払いが可能な債権。
	Doubtful	元本および利息の支払いが疑問視され、担保による元本と利息の支払いも困難であるため、近い将来に損失が発生する可能性が高い債権。
	Loss	回収可能性は極めて低く、かつ、回収可能額が少額であるため、回復・改善の見込みがない債権。

(注) Special Mentionは、Passの中でも、特に注意を要する債権である。

出所：平田（2003）とOffice of the Comptroller of the Currency et al.（2013）に基づいて作成。

9にはDoubtful、そして、10にはLossが対応することが多いとされる（例えば、間下2002）。

また、同一債権に対する銀行間の債権区分の統一化を図る仕組みも導入されている。1977年に、連邦監督当局（OCC、FRBとFDIC）は、主にシンジケートローンの検査に関して、(1)参加銀行間の債権区分の統一化と(2)検査の合理化を目的にして、SNCプログラム（Shared National Credit Program）を導入している。SNCプログラムとは、3行以上の銀行により組成された20百万ドル以上のシンジケートローンに対して、主幹事行への検査を通じて、参加銀行間の債権区分の統一化を図る仕組みである<sup>8)</sup>。SNCプログラムを通じて、主幹事行の債権区分が決定されると、その他の参加銀行に対しても同じ債権区分が適用される。よって、米国銀行業では、一定額以上のシンジケートローンについては、同一の貸出金であるにもかかわらず、参加銀行ごとに異なる債権区分が適用されるといった事態を回避できるような仕組みが整備されている。

### 3.2. 直接償却に係る会計と税務の統一性<sup>9)</sup>

資産査定結果を踏まえて、銀行は、Lossを直接償却し、それ以外の債権に対しては貸倒引当金を設定する。1986年税制改革法（Tax Reform

Act of 1986）以降、米国の内国歳入庁（Internal Revenue Service: IRS）は、原則として、貸倒引当金繰入額（Loan loss provision）を税務上損金とはせず、直接償却（Charge-off）の段階で損金認定している<sup>10)</sup>。つまり、有税引当と無税償却が原則となっている。そのため、米国の銀行には不良債権を早期に償却するという税務上のインセンティブが付与されている。

税務当局によって直接償却額が損金と認定されるのは、債権が無価値（worthless）の場合に限られる。しかし、税務当局は、債権が無価値か否かを判定するためのテスト（precise test）を行わない（IRS Revenue Ruling 2001-59）。その代わりに、監督当局が、債権を無価値とみなすための規定（the conclusive presumption）を定めている（Revenue Ruling 66-335, 1966-2 C.B. 58.）。そして、この規定に則って、銀行自らが無価値とみなした債権を直接償却すると、税務当局も当該直接償却額の損金算入を認めるのである。よって、米国では、債権の償却に関して会計と税務の統一性（conformity）が図られている<sup>11)</sup>。

監督当局は、銀行に、FFIECの定めた債権区分基準に則って、回収不能が確定した損失（confirmed losses）を直ちに償却するように要請している。財務諸表作成日の情報に基づいて、財

務諸表作成日に貸出金が回収不能になることが判明したとき、損失は確定した（confirmed）とみなされる。一般に、金額が確定した損失の定義は、監督当局の債権区分基準のLossと整合的である。よって、銀行は、監督当局の定めた債権区分基準に則って、Lossに区分した債権を直ちに償却しなければならないのである。

なお、当期に償却された債権が、翌期以降に回収された場合は、その回収額を償却債権取立益（Recovery）として会計処理する。そして、この償却債権取立益を、グロスの貸出金償却額から控除したものを正味貸出金償却（Net charge-off）という。

### 3.3. 貸倒引当金に関する会計基準とガイドライン

Lossに区分された金額、つまり、確定した損失は直ちに償却される一方で、金額が確定しない損失に対しては引当が行われる。表2は貸倒引当金に係る財務会計基準とガイドラインの一覧である。これらを参考にして、銀行は貸倒引当金の算

定を行っている。

米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）は、貸倒引当金に係る会計基準として、1975年3月に、財務会計基準書第5号「偶発事象の会計処理」（以下、第5号）を発行して、減損の発生の可能性が高い将来の損失に対する引当金の計上を規定している<sup>12)</sup>。さらに、FASBは、その追加的なガイドランとして、1976年9月に、FASB Interpretation No.14, “Reasonable Estimation of the Ammount of a Loss-An Interpretation of FASB Statement No.5” も発行している。また、FASBは、1993年5月に、財務会計基準書第114号「貸付金の減損に関する債権者の会計処理」（以下、第114号）を発行した<sup>13)</sup>。個別に減損が認識された貸出金の減損に関しては、第5号が基本的な指針を提示しているものの、第114号がより具体的な貸出金の減損に関する債権者側の会計処理について規定している<sup>14)</sup>。そして、この第5号と第114号の関係に係るQ&Aを提供するために、FASBは、1999年に、

表2 貸倒引当金に係る財務会計基準書とガイドライン

発行主体	会計基準とガイドライン
FASB	FAS 5, Accounting for Contingencies (1975年3月) FASB Interpretation No.14, “Reasonable Estimation of the Ammount of a Loss-An Interpretation of FASB Statement No. 5” (1976年9月) FAS 114, Accounting by Creditors for Impairment of a Loan (1993年5月) EITF Topic No. D-80, Application of FASB Statement No.5 and No.114 to a Loan Portfolio (1999年4月12日)
AICPA	AICPA Audit and Accounting Guide: Depository and Lending Institutions: Banks and Savings Institutions, Credit Unions, Finance Companies and Mortgage Companies
FFIEC	Interagency Policy Statement on the Allowance for Loan and Lease Losses (1993年12月21日; 2006年12月13日改訂) Policy Statement on Allowance for Loan and Lease Losses Methodologies and Documentation for Banks and Savings Institutions (2001年7月2日)
OCC	Comptroller’s Handbook ・ Allowance for Loan and Lease Losses (1998年5月) ・ Rating Credit Risk (2001年4月)
FRS	Commercial Banking Examination Manual
FDIC	Risk Management Manual of Examination Policies

(注) FFIECの欄は、連邦監督当局やSECが連名で公表したガイドラインを示している。  
出所：筆者作成

FASB Viewpoints およびEITF Topic No. D-80, Application of FASB Statement No.5 and No.114 to a Loan Portfolioも公表している。

米国公認会計士協会 (American Institute of Certified Public Accountants: AICPA) は、AICPA Audit and Accounting Guide: Depository and Lending Institutions: Banks and Savings Institutions, Credit Unions, Finance Companies and Mortgage Companiesを発行しており、その中で、銀行業の償却・引当の会計・監査制度の概要を説明している。

監督当局も、第5号と第114号を評価・検討し、FFEICを通じて、貸倒引当金に関するガイドラインを発行している<sup>15)</sup>。1993年に、貸倒引当金の算定に係るガイドラインとして、Interagency Policy Statement on the Allowance for Loan and Lease Losses (1993年12月21日発行; 2006年12月13日改訂) を発行し、貸倒引当金に係るGAAPと監督当局のガイドラインの重要な概念と要件を示している。さらに、1998年に、連邦監督当局はSECと共同で、一般に公正妥当と認められた会計原則(Generally Accepted Accounting Principles: GAAP)、財務報告通牒28号<sup>16)</sup> および1993年のガイドライン (Interagency Policy Statement) と統合的なガイドラインの検討を開始し、2001年に、Policy Statement on Allowance for Loan and Lease Losses Methodologies and Documentation for Banks and Savings Institutions (2001年7月2日) を発行している<sup>17)</sup>。

また、連邦監督当局はそれぞれ検査官向けの検査マニュアルを発行している。OCCはComptroller's Handbookを、FRSはCommercial Banking Examination Manualを、FDICはRisk Management Manual of Examination Policiesをそれぞれ発行している。例えば、図5は、OCCのComptroller's Handbookに記載されている償

却・引当の手続きのフローチャートである。これらは、第5号と第114号の貸倒引当金に対する検査上の指針であるとともに、銀行の実務上の引当処理の指針にもなっているとされる。

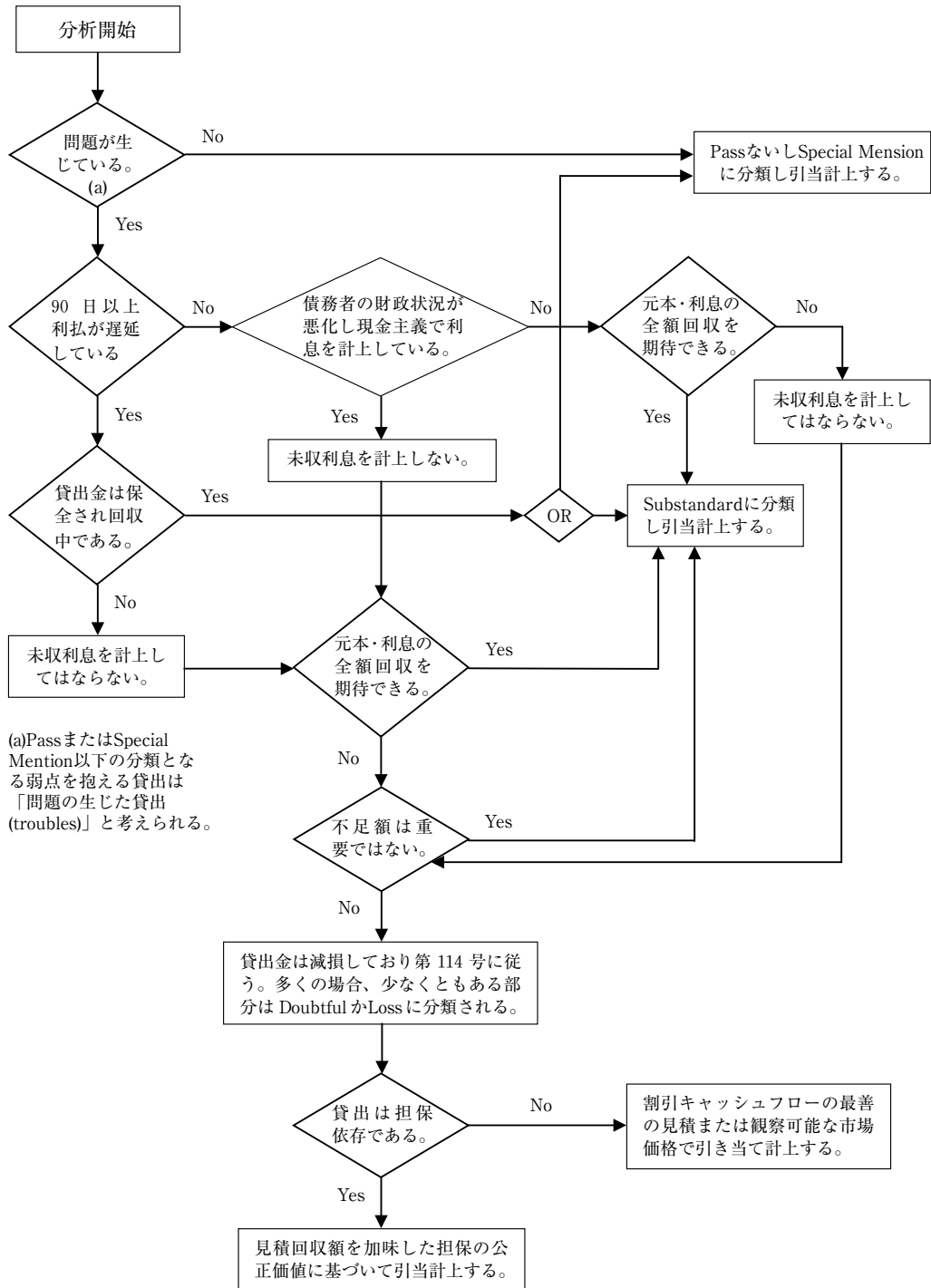
これらの基準やガイドラインによると、Loss以外の債権については、必ずしも債権区分を前提とせずに、第5号と第114号を原則として、貸倒引当金が算定される。はじめに、第114号に基づいて、大口債権を対象として、減損が認められる債権については、その減損部分に見合う貸倒引当金が算定される (Loan-by-loan method)。次いで、第5号に基づいて、同質的な小口債権を対象として、予想損失率を用いて総括的に貸倒引当金が算定される (Statistical method)。そして、この第114号の第5号の貸倒引当金の合計が最終的な貸倒引当金となる。

#### 3.4. 第114号と第5号の貸倒引当金の算定手続き

第114号は、個別に減損が認識された貸出金について、契約条件に従って支払われるべき、すべての利息と元本が回収できない可能性が高い (probable) 場合の減損損失の認識のための基準である。図6は、第114号の貸倒引当金算定の手続きを示している。はじめに、個別の減損評価のために貸出金を識別・レビューする。次に、貸出金の契約額のすべての利息と元本が回収できない可能性が高い (probable) かどうかの減損テストをして、減損があれば減損を測定し、減損がなければ第5号に基づいて貸倒引当金を算定する。減損額の測定方法は、(1) キャッシュフローの現在価値法を主としながらも、(2) 貸出金の客観的な市場価値による方法と (3) 貸出金が担保付の場合の担保の公正価値による方法も認められている。キャッシュフローの現在価値法の場合、貸出金の実行利率で割り引かれた期待将来キャッシュフローの現在価値が、貸出金投資記録額よりも小さ

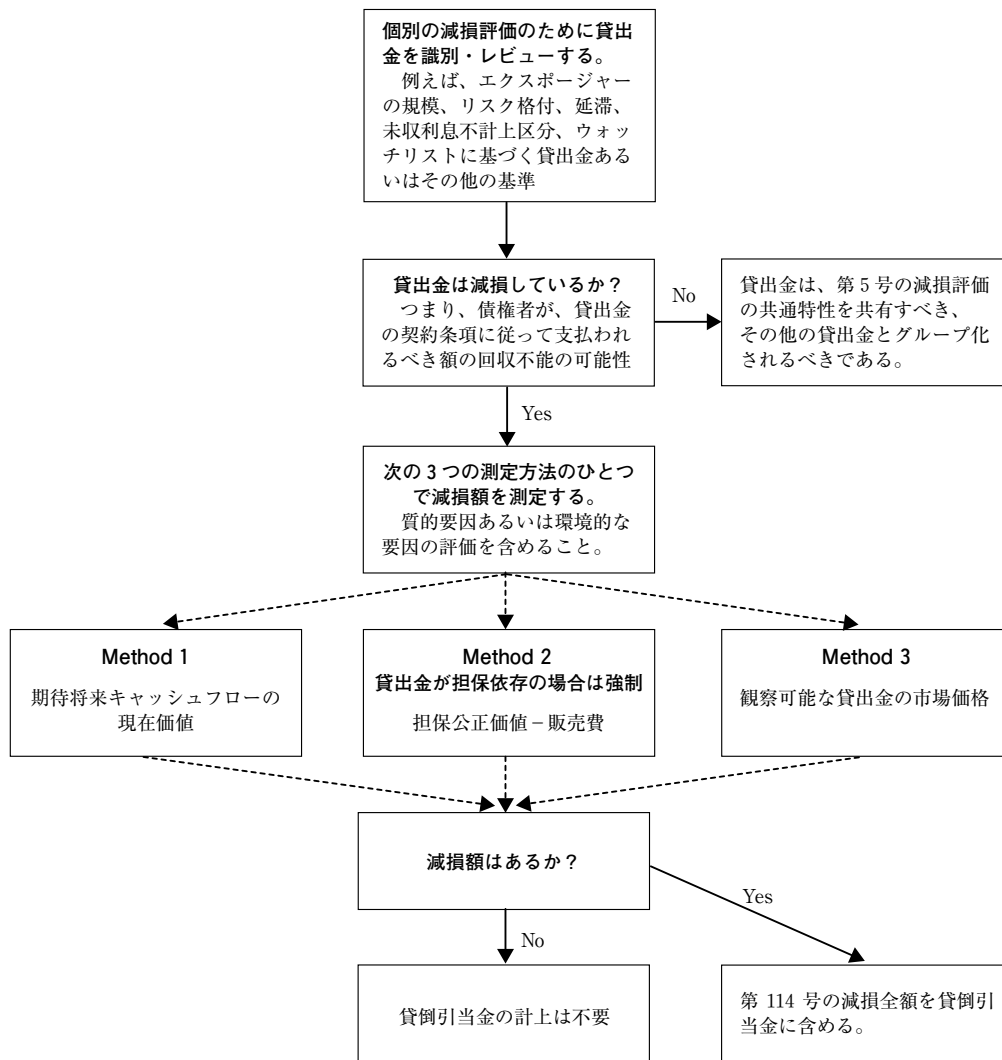


図5 OCC Comptroller's Handbookの資産査定と償却・引当の手続き



出所：Office of the Comptroller of the Currency (1998, 22) および櫻田 (2010, 338)

図6 第114号の貸倒引当金の算定手続き



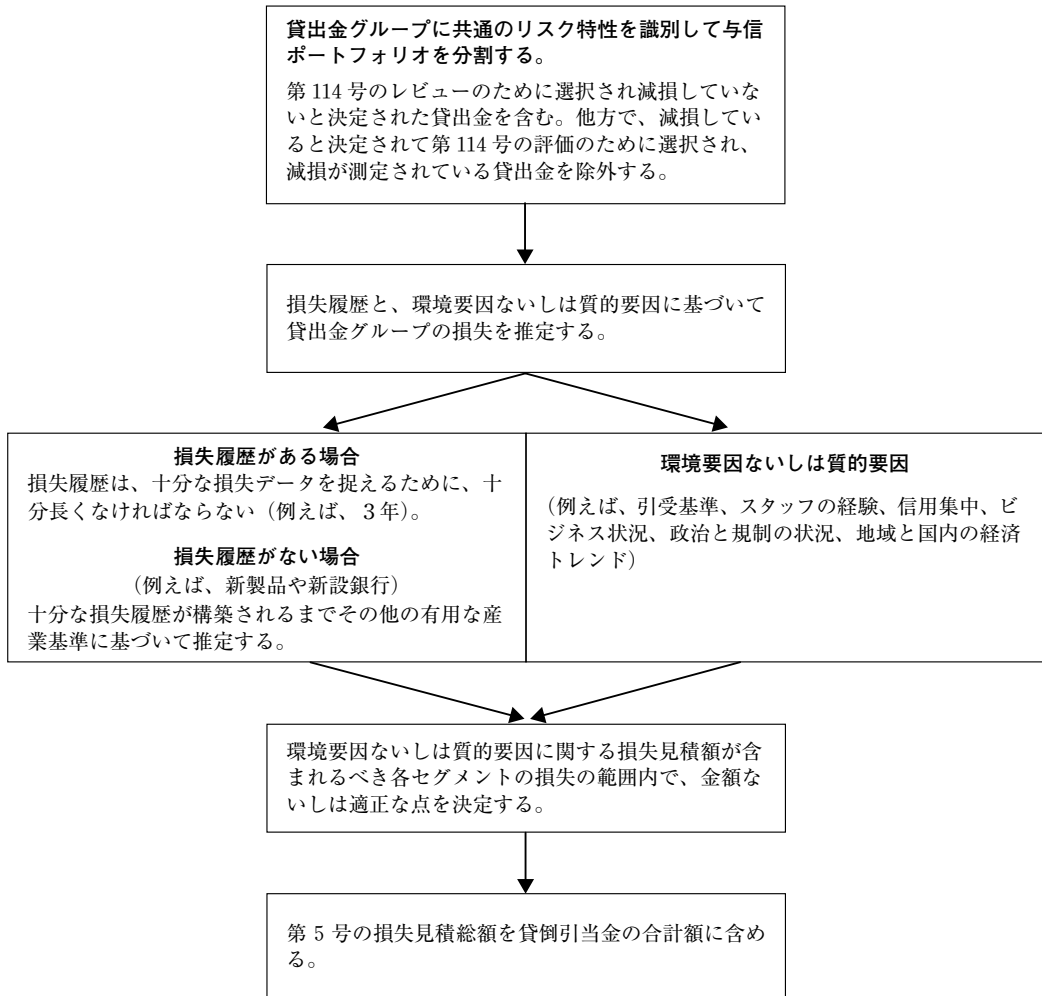
出所：Federal Reserve Bank of Boston（2009）に基づいて筆者作成

い場合は、貸出金が減損したと認識され、貸倒引当金を計上する。

第5号は、個別に減損が識別されていない貸出金について、財務諸表作成日の情報に基づいて、(1)貸倒の発生の可能性が高く (probable)、(2)その損失が合理的に見積もられる場合の引当金計上のための基準である。図7は、第5号の貸倒引当金算定の手続きを示している。債権者は、個々

の事実や状況に基づいて、小額で同質性の高い貸出金グループ (large groups of smaller-balance homogeneous loans) を特定し、貸出金あるいは同質的な貸出金のポートフォリオに対して、過去の貸倒実績率等を用いて、集合的に貸倒引当金の算定を行う。

図7 第5号の貸倒引当金の算定手続き



出所：Federal Reserve Bank of Boston（2009）に基づいて筆者作成

### 3.5. 実証モデルの構築

本項では、米国の銀行の償却・引当実務を前提として、実証モデルの構築の概説をする<sup>18)</sup>。米国の償却・引当の実務では、Lossと区分された債権を償却し、Loss以外の債権については、必ずしも債権区分を前提とせず、第5号と第114号を原則として、貸倒引当金が算定される。

$$LLP_t = f(CHNPL_t, Controls_t, Incentives_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

この貸倒引当金繰入額の算定において、銀行経営者には裁量の余地がある。そうした貸倒引当金繰入額の裁量行動を検証するための実証モデルの基本型が(1)式である。左辺の被説明変数は当期の貸倒引当繰入額 ( $LLP_t$ ) である。右辺の説明変数の  $CHNPL_t$  は当期の不良債権の変化額 ( $= NPL_t - NPL_{t-1}$ ) である<sup>19)</sup>。  $Controls_t$  はコントロール変数、  $Incentives_t$  は銀行経営者の特定のインセンティブを表す変数である。  $LLP_t$  は、(1) 与信ポートフォリオの質の変化に見合う非裁量的

な部分 (NDLLP<sub>t</sub>) と、(2) 銀行経営者の判断に応じて調整された裁量的な部分 (DLLP<sub>t</sub>) から構成されている。そのため、(1) 式は、CHNPL<sub>t</sub> と Controls<sub>t</sub> によって NDLLP<sub>t</sub> をコントロールしたうえで、Incentives<sub>t</sub> で DLLP<sub>t</sub> を説明するモデルとなっている。

$$LLP_t = f(\text{CHNPL}_t, \text{CHNPL}_{t-1}, \text{CHNPL}_{t-2}, \text{CHLOAN}_t, \text{COM}_t, \text{Incentives}_t) + \varepsilon_t \quad (2)$$

このように、CHNPL<sub>t</sub> と Controls<sub>t</sub> によって NDLLP<sub>t</sub> のコントロールができていたことを前提とするため、コントロール変数の選択が重要な課題となる。そこで、主要なコントロール変数を追加したのが (2) 式である。まず、CHLOAN<sub>t</sub> は当期の貸出金の変化額 (= LOAN<sub>t</sub> - LOAN<sub>t-1</sub>) であり、与信ポートフォリオの規模や質の代理変数である。CHNPL<sub>t</sub> の係数が不良債権の増減の影響を捉えるため、CHLOAN<sub>t</sub> の係数は、正常債権の増減が額貸倒引当金繰入額に及ぼす影響を捉えるものと期待されている。よって、CHNPL<sub>t</sub> と CHLOAN<sub>t</sub> は、LLP<sub>t</sub> のうち与信ポートフォリオの質の変化に見合う非裁量的な部分を捉えると期待される。

次に、COM<sub>t</sub> は Liu and Ryan (1995) に考案された変数であり、与信ポートフォリオの構成に起因する貸倒引当金の裁量性の相違をコントロールするために実証モデルに含められる。第5号と第114号を比べると、第114号の貸倒引当金に経営者の裁量の余地がある。そこで、Liu and Ryan (1995) は、貸出金を、第114号の対象債権 (以下、異質な貸出金 (Heterogeneous loan)) と第5号の対象債権 (以下、同質な貸出金 (Homogeneous loan)) に大別して、貸出金総額に対する異質な貸出金 (あるいは同質な貸出金) の比率として計算される COM<sub>t</sub> という指標を考案した。

Liu and Ryan (1995) は、1984年の第1四半期から1991年の第1四半期までを分析期間、2,739銀行-四半期を分析対象として、COM<sub>t</sub> の中央値以上と未満の2つのサンプルごとに貸倒引当金繰入額の適時性を検証している。その結果、異質な貸出金の比率が高いサンプル (1,366銀行-四半期) では、貸倒引当金繰入額の適時性が相対的に低かった。つまり、貸倒引当金の繰入を遅らせていたのである。他方で、異質な貸出金の比率が低いサンプル (1,373銀行-四半期) では、貸倒引当金繰入額の適時性が相対的に高いことを見出している。これ以降、多くの研究が、与信ポートフォリオの構成に起因する貸倒引当金の裁量性の相違をコントロールするために、COM<sub>t</sub> をモデルに含めている。

また、Beatty and Liao (2014) は、過去3期分の不良債権の差分 (CHNPL<sub>t</sub>, CHNPL<sub>t-1</sub> と CHNPL<sub>t-2</sub>) をコントロール変数に含めることを推奨している。Beatty and Liao (2014) は、説得的な理由を示せてはいないものの、第5号の貸倒引当金の算定において、過去3年程度の貸倒実績率を用いて算定がなされるため、そうした実務をモデルに反映する目的で過去2年分の不良債権の差分も含めているものと考えられる。

以上のコントロール変数によって非裁量的な部分がコントロールされていることを前提として<sup>20)</sup>、次項では、利益平準化仮説を検証している先行研究を概観する。

### 3.6. 利益平準化仮説の実証結果

前項で概説した (2) 式を前提として、本項では、利益平準化仮説の検証を行っている先行研究を概観する。銀行経営者には貸倒引当金の算定において裁量の余地がある。そのため、銀行経営者は、高業績年度に貸倒引当金を必要額以上に繰り入れる一方で、低業績年度に貸倒引当金繰入額を必要

額以下に抑えることを通じて、利益を平準化できるかもしれない<sup>21)</sup>。こうした銀行経営者の利益平準化行動の可能性を利益平準化仮説という。利益平準化行動の動機については諸説<sup>22)</sup>あるが、ほとんどの実証研究が、その動機を特定することなく、経営者が利益平準化の動機を持つことを暗黙的あるいは明示的に仮定して、利益平準化目的の貸倒引当金繰入額の調整行動を分析している。

$$\begin{aligned} LLP_t = f(\text{CHLOAN}_t, \text{CHNPL}_t, \text{CHNPL}_{t-1}, \\ \text{CHNPL}_{t-2}, \text{COM}_t, \text{EBTP}_t, \text{OtherINC}_t) \\ + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

利益平準化仮説の基本モデルは (3)式のとおりである。EBTP<sub>t</sub>は、利益平準化仮説を検証するための銀行経営者のインセンティブ変数であり、調整前利益という。つまり、EBTP<sub>t</sub>は、税金と貸倒引当金繰入額前の利益 (Earnings before tax and provision) であり、税引前利益に貸倒引当金繰入額を足し戻して計算される。さらに、利益平準化インセンティブ以外にも、銀行経営者は裁量的な調整インセンティブを持つため、(3)式にはEBTP<sub>t</sub>を含めると同時に、コントロール変数として、その他の裁量的な調整インセンティブの代理変数 (OtherINC<sub>t</sub>) も含めている。このような基本モデルを使って利益平準化仮説の検証は行われているものの、その実証結果は首尾一貫した結論を得られていない。

Beatty, Chamberlain and Magliolo (1995)、Collins, Shackelford and Wahlen (1995)、Ahmed, Takeda and Thomas (1999) などの研究は、利益平準化の証拠を得られなかった。Beatty, Chamberlain and Magliolo (1995) は、1985年から1989年までを分析期間、銀行持株会社638企業一年をサンプルとして、利益平準化行動を見いだせていない。また、Ahmed, Takeda

and Thomas (1999) も、1986年から1995年までを分析期間、銀行持株会社1,013企業一年をサンプルとして、利益平準化行動を見いだせなかった。Collins, Shackelford and Wahlen (1995) は、1971年から1991年までを分析期間、13年以上のデータが利用可能な銀行をサンプルとして、銀行の利益平準化行動について時系列分析を行ったが、利益平準化の証拠は見いだせなかった。

他方で、Kanagaretnam, Lobo and Mathieu (2003)、Kanagaretnam, Lobo and Young (2004) と Kilic, Lobo, Ranasinghe and Sivaramakrishnan (2013) は、利益平準化の証拠を見出している。Kanagaretnam, Lobo and Mathieu (2003) は、1987年から2000年までを分析期間、銀行持株会社4,166企業-四半期をサンプルとして、利益平準化行動を分析している。彼らの分析の特徴は、(1) サンプルを、調整前利益 (EBTP<sub>t</sub>) の中央値で高業績の銀行グループと低業績の銀行グループと分割したうえで、(2) 貸倒引当金繰入額 (LLP) と裁量的な貸倒引当金繰入額 (DLLP) のそれぞれで利益平準化行動の分析を行っている点にある<sup>23)</sup>。LLP (DLLP) は、当期低業績-翌期高業績グループよりも、当期高業績-翌期低業績グループの銀行のほうが多いと予測し、それと整合的な分析結果を報告している。

Kanagaretnam, Lobo and Young (2004) は、1980年から1997年までを分析期間、1,104銀行一年をサンプルとして、利益平準化仮説とシグナリング仮説を検証している。利益平準化とシグナリングのインセンティブの強度のそれぞれで3分割し、サンプルを9つのグループに分割して、グループごとに回帰分析を行っている。つまり、シグナリング仮説も考慮することによって、Kanagaretnam, Lobo and Mathieu (2003) をより詳細に分析した研究といえる。その結果、利益平準化については、首尾一貫した結果を得ている。

Kilic, Lobo, Ranasinghe and Sivaramakrishnan (2013) は、1998年から2003年を分析期間、規制要件の違いが及ぼす影響を回避するために、500百万ドル以上の資産規模の銀行持株会社にサンプルを限定して、財務会計基準書第133号「デリバティブ及びヘッジ活動に関する会計処理」(以下、第133号)が、貸倒引当金繰入額の調整による利益平準化行動に及ぼす影響を分析している<sup>24)</sup>。ここで、第133号はデリバティブを通じた利益平準化の余地を小さくすると予測されている。彼らの分析の特徴は、差分の差分分析 (Difference-in-differences) によって、第133号の適用前後で、適用銀行持株会社と非適用銀行持株会社を比較している点にある。その結果は、第133号の適用以降、適用銀行持株会社は、利益平準化を行うための貸倒引当金繰入額へに依存が高まったことを示唆している。

このように利益平準化仮説が首尾一貫した実証結果を得られていない理由の一つとして、Liu and Ryan (2006) は、ビジネス・サイクルの影響を指摘している。Liu and Ryan (2006) は、1991年から2000年までを分析期間として、貸倒引当金繰入額 (1,739銀行-年) と貸出金償却 (1,729銀行-年) のそれぞれの分析を行うことによって、利益平準化を分析している。先行研究 (例えば、Liu and Ryan 1995) は、1990年以前の景気後退期 (bust period) において、財務的に弱い銀行が、異質な貸出金に対する貸倒引当金の繰入を遅らせることによって、利益を増やすように調整していたことを示している。他方で、Liu and Ryan (2006) は、1990年代の景気上昇期 (boom period) において、収益性の高い銀行が、異質な貸出金に対する貸倒引当金繰入額を増やして利益を下方調整し、さらに、この裁量行動を覆い隠すために同質な貸出金の償却を加速していた、ということを示唆している。この分析結果

を、先行研究の分析結果と対比させることによって、Liu and Ryan (2006) は、(1)与信ポートフォリオの構成に起因する裁量性の相違と、(2)ビジネス・サイクルに応じて銀行経営者の裁量の余地が変動するために、利益平準化仮説が首尾一貫した実証結果を得られていない可能性を指摘している。

### 3.7. 第3節のまとめと実証研究への含意

本節では、米国の償却・引当の実務の概説を行った。はじめに、銀行は、自行の内部格付システムに基づいて、連邦監督当局の統一債権区分基準に則って債権を区分する。その際に、一定額以上のシンジケートローンについては、SNCプログラムを通じて、同一債権に対する銀行間の債権区分の統一化を図る仕組みが整備されている。次いで、Lossと区分された債権を速やかに償却し、Loss以外の債権については、必ずしも債権区分を前提とせず、第5号と第114号を原則として、貸倒引当金が算定される。

こうした米国銀行の償却・引当の実務を踏まえて、米国銀行業の実証研究は、第5号と第114号の特性を反映した実証モデルを構築して、利益平準化仮説の検証を行っているものの、その実証結果は首尾一貫した結論を得られていない。このように首尾一貫した実証結果を得られていない理由の一つとしてLiu and Ryan (2006) は、(1)与信ポートフォリオの構成に起因する裁量性の相違 (つまり、第5号と第114号の対象債権と引当方法の相違) と、(2)ビジネス・サイクルに応じて銀行経営者の裁量の余地が変動する可能性を指摘している。つまり、そうした影響をコントロールする必要性を含意している。よって、貸倒引当金繰入額という一勘定科目に注目した銀行研究は、償却・引当の実務や景気動向をより直接的に実証モデルに反映させる必要があるのである。そうすれ

ば、一般事業会社の研究に比して、より直接的に銀行経営者の会計行動を明らかにできる可能性がある。

## 4. 自己資本比率規制

本節では、自己資本比率調整仮説を検証している研究を概観する。銀行業は典型的な規制産業で、リスクを取って金融仲介を行う一方で、自己資本比率を中核とする健全性規制の下で財務の健全性を維持しつつ、収益を上げている。この自己資本比率規制に伴うコスト負担を避けるために、自己資本比率の低い銀行の経営者は、自己資本比率を高めるインセンティブを持つ（例えば、Moyer 1990; Kim and Kross 1998; Ahmed, Takeda and Thomas 1999）。これを自己資本比率調整仮説という。米国では1981年からギアリング・レシオ方式<sup>25)</sup>の自己資本比率規制を導入し、1985年にその内容の改訂を行っている。さらに、バーゼル合意に従って、1992年からはリスクアセット・レシオ方式<sup>26)</sup>の自己資本比率規制を本格的に適用している。そこで、本節では、はじめに自己資本比率規制の変遷を概説してから、自己資本比率調整仮説の実証結果を概観する。なお、本節では、バーゼルⅠ適用期間までを対象として、バーゼルⅡおよびバーゼルⅢに関する説明は割愛する。

### 4.1. 1981年と1985年の自己資本比率規制

1981年6月に、1981年連邦預金保険公社改革法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1981）は、規制対象の全銀行に対して、自己資本が最低基準を著しく下回った場合には、監督当局は段階的に、より厳しい措置をとるという数値ガイドラインを設定した。1981年11月、連邦金融機関検査評議会（FFIEC）は、各監督当局に対して、主要資本（Primary

capital）と二次資本（Secondary capital）から構成される自己資本比率で、銀行を評価することを提案した。このFFIECの提案に沿って、1981年12月、連邦準備制度理事会（FRB）と通貨監督庁（OCC）は銀行規模別の自己資本の充実に関するガイドラインを導入した（以下、1981年規制）。

表3は、1981年規制の自己資本の定義を示している。1981年規制のポイントのひとつは、主要資本に貸倒引当金が含まれる点にある。銀行経営者は貸倒引当金を増やすことによって主要資本を増やすことができたのである。また、二次資本には期限付優先株（Limited-life preferred stock）と劣後債（Subordinated debt）を算入することができるが、その算入額は主要資本額の50%までとされた。この1981年規制によって、自己資本規制に関する「分子」についての基本的な枠組みができたことになる。

表4は1981年規制のガイドラインを示している。銀行は、資産規模に応じて、国際業務を営む最大手17行を多国籍銀行（Multinationals）、資産規模10億ドルから150億ドルの地方銀行（Regional）と、10億ドル未満の地域銀行（Community）といった3つのグループに分けられた。自己資本比率の指標として、主要資本比率（Primary capital ratio）と総資本比率（Total capital ratio）の二種類が使用されている。これらの指標はいずれも総資産を分母とするもので、主要資本比率の分子には主要資本が、総資本比率の分子には主要資本と二次資本が含まれる。そして、大手行に対しては柔軟で、小規模行になるほど厳格な最低所要比率が適用された。

まず、主要資本比率については、多国籍銀行には最低所要比率は課されずに、個別に柔軟な対応が行われる<sup>27)</sup>一方で、地方銀行には5%以上、地域銀行には6%以上の最低所要比率が課された。次に、総資本比率については、銀行は、総資本比

表3 米国の1981年規制の自己資本の定義

定義式	自己資本 = 主要資本 + 二次資本
主要資本 (Primary capital)	株主資本 Plus: 強制株式転換権付証券 (Mandatory convertible debt) 貸倒引当金 (Reserve for loan and lease losses) 連結子会社の少数株主持分 (Minority interest in consolidated subsidiaries) Minus: 株式転換契約社債 (Equity commitment notes) 無形資産 (Intangible assets)
二次資本 (Secondary capital)	期限付優先株 (Limited-life preferred stock) Plus: 劣後債 (Subordinated note and debentures) 株式転換権付証券 (Mandatory convertible instruments) (非主要資本算入額)

出所：Gilbert, Stone and Treging (1985) の Table 1 に基づいて筆者作成

表4 米国の1981年の自己資本規制のガイドライン

	多国籍企業 (Multinationals)	地方銀行 (Regional)	地域銀行 (Community)
主要資本比率 (Primary capital ratio)	—	5 % 以上	6 % 以上
総資本比率 (Total capital ratio)	Adequately capitalized	6.5% 以上	7 % 以上
	Possibly undercapitalized	5.5% 以上 6.5% 未満	6 % 以上 7 % 未満
	Presumed undercapitalized	5.5% 未満	6 % 未満

(注) 多国籍企業には1983年6月以降5%の最低所要比率が適用された。

出所：Federal Deposit Insurance Corporation (1997a) に基づいて筆者作成

率の水準に基づき3つの監督区分に格付けされた。例えば、多国籍銀行と地方銀行であれば、総資本比率が6.5%以上はAdequately capitalized、5.5%以上6.5%未満はPossibly undercapitalized、5.5%未満はPresumed undercapitalizedと格付けされた。下位2つの監督区分に該当する銀行は監督上の注目度が高まり、資本改善計画を提出しなければならなかった<sup>28)</sup>。地域銀行も同様に格付けされているが、より高い数値が設定されている。

その後、1982年夏にラテン・アメリカの債務危機が勃発した。これは1981年規制で最も柔軟な対応を受けた多国籍銀行の経営にも不安を生じさせた。1983年6月に、FRBとOCCは、多国籍銀行17行に対しても、地方銀行と同じ水準の目標資本水準を制定した。1983年11月には、国際融

資監督法 (The International Lending Supervision of 1983) が可決され、監督当局に最低所要比率の設定権限と資本不足行に対する指揮命令権が付与された。すなわち、ガイドラインに法的強制力が付与されたのである。これを受けて、監督当局は1981年のガイドラインを見直し、1984年7月に新しい自己資本規制案を発表した。連邦預金保険公社 (FDIC) とOCCの規制案は似通っており、5.5%の主要資本比率と6%の総資本比率を設定するというものだった。他方で、FRBの提案は、総資本比率については1981年規制の監督区分制を維持していたが、すべての銀行に一律5.5%の最低所要比率を設定するというものだった。監督当局間の議論の末、1985年4月に、FRBは総資本比率についての監督区分制を維持するものの、



監督当局は5.5%の主要資本比率と6%の総資本比率の統一基準<sup>29)</sup>を制定した（以下、1985年規制）。

この1985年規制では、第一に、監督当局で自己資本比率の統一化が図られた。第二に、ガイドラインに法的強制力が付与され、一部ペナルティが課されるなど、より規則的となった。第三に、銀行持株会社に対しても同種規制が適用されるなど、より包括的な内容となった（例えば、横山1989）。

#### 4.2. バーゼル合意に基づく自己資本比率規制

1985年の法的強制力のある自己資本比率規制は、銀行にハイリスク業務やスワップ取引などの簿外（オフ・バランスシート）取引を増大させた。その理由は、自己資本比率がギアリング・レシオ、つまり、オンバランス資産の簿価に基づいて計算される指標であったためである。スワップ取引等は、自己資本比率の見かけ上の数値を高めるが、そのリスク量に見合った資本の裏付けは求められていなかったのである。

1986年2月、FRBは、リスクをよりの確にとらえるために、自己資本比率を補完するものとして、リスクアセット・レシオに関する試案を発表した。その後、FDICとOCCも同様の試案を発表した。1986年9月、FRBとイングランド銀行（Bank of England: BOE）によって統一化作業を行うことが決定され、その後3ヶ月間の議論を経て合意に至った。さらに、1987年1月には、米国の監督当局（FRB、OCC、FDIC）は、英国の監督当局（BOE）と共同で、リスクアセット・レシオ方式に基づく自己資本比率規制案を提案した<sup>30)</sup>。この英米共同提案の考え方を踏襲して、1987年12月に、バーゼル銀行規制監督委員会（クック委員会）は「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化への提言」をまとめた。各国銀行との協議

と修正を経て、1988年7月11日に、主要10ヶ国中央銀行総裁会議にて「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」が合意され（バーゼル合意）、7月15日にバーゼル合意に基づく自己資本比率規制（以下、バーゼルI）が公表された。

表5はバーゼル合意に基づく米国の自己資本の定義を示している。自己資本比率は、自己資本を分子、リスクアセットを分母として算定される。分子の自己資本は、会計上の株主資本を調整したものである。それは基本的項目（Tier 1）、補完的項目（Tier 2）および準補完的項目（Tier 3）の合計額から控除項目を控除して算定される。なお、Tier 1は全額算入されるが、Tier 2とTier 3はその合計額がTier 1を上限として算入される。

ここでのポイントは、貸倒引当金のTier 1への算入が禁止されていることである。その代わりに、貸倒引当金はTier 2にリスクアセットの1.25%を上限に算入できることになった<sup>31)</sup>。つまり、貸倒引当金は、Tier 2を増やしてもTier 1を減らしてしまうのである。よって、バーゼルIの適用は、銀行の貸倒引当金繰入額を増加させるインセンティブを弱めるようになった。

1989年3月に、FRBは、経過処置（表6）付きで、総資本比率（Total capital ratio）を8%、Tier 1資本比率（Tier 1 capital ratio）を4%と定めた。また、リスクアセット・レシオ方式は金利リスクや流動性リスクを適切に反映しないため、1990年12月に、連邦監督当局は、4%のTier 1レバレッジ比率（Tier 1 leverage ratio）という基準も併置した。ここで、Tier 1レバレッジ比率＝Tier 1 / 総資産である。これ以降、自己資本比率規制は、リスクアセット・レシオ方式とレバレッジ方式の二重構造の制度となったのである。バーゼル合意は、移行期間を経て、1992年12月に本格的に適用された。

さらに、1991年12月19日に、1991年連邦預金保険

表5 パーゼル合意に基づく米国の自己資本の定義

現行規制との関係	1990年までは現行のギアリング・レシオ規制との併用、1991年以降、リスクアセット・レシオ規制の実施後は新たなギアリング・レシオ規制を導入
対象金融機関	すべてのFRS加盟州法銀行および連結ベース資産1.5億ドル以上の銀行持株会社 (銀行と銀行持株会社には別々のガイドラインを適用)
定義式	自己資本 = (Tier 1 - 控除A) + Tier 2 - 控除B
Tier 1 (基本項目)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・普通株主資本</li> <li>・非累積配当型優先株式 (銀行持株会社の場合は、累積および非累積配当型優先株 (Tier 1 の25%が限度))</li> <li>・連結子会社の少数株主持分</li> </ul> <b>▼無制限算入 (普通株主資本と少数株主持分のみ無制限算入)</b>
Tier 2 (補完的項目)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・再評価準備金 (株式および固定資産) は算入を認めない (ただし、個別行の資本力評価や国際比較の場合は、評価する場合があります)</li> <li>・貸倒引当金</li> <li>・永久優先株</li> <li>・負債性資本調達手段、転換義務付証書</li> <li>・原契約の加重平均期間5年以上の劣後債および中期優先株 (Tier 1 の50%が限度、残存期間5年以内の場合毎年20%ずつ引き算)</li> </ul> <b>▼Tier1と同額まで算入可</b>
控除	<p>A. Tier 1 から</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・営業権相当額</li> </ul> <p>B. Tier 1 と Tier 2 からの合計額から</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・非連結子会社への出資</li> <li>・他行との間で意図的に行われた資本持合い分 (例えば、関連子会社、共同企業体への出資等)</li> </ul>

出所：横山 (1989)

表6 米国の経過処置

年	総資本比率の最低所要比率 (うちTier 1資本比率)	Tier 2 から Tier 1 への算入	Tier 2 への算入		営業権相当額の Tier 1 からの控除
			貸倒引当金	期限付劣後債 期限付優先株	
当初	なし	Tier 1 の25%	無制限	Tier 1 の50%	控除
90年末	7.25% (3.25%)	Tier 1 の10%	RAの1.5%		
92年末	8.0% (4.0%)	なし	RAの1.25%		

(注) RAは自己資本比率の分母のリスクアセット (Risk asset) である。

出所：横山 (1989)

公社改革法 (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991) が可決された。その Section 38の規定によって、自己資本比率の水準に応じて行政措置を発動する早期是正措置 (Prompt Corrective Action) が導入された (1992年12月施行)。早期是正処置は、総資本比率、Tier 1 資本比率と Tier 1 レバレッジ比率という3つの自己資本比率の水準に基づいて、銀行を5つ

に区分し、区分ごとの規制内容に差をつけている。1991年連邦預金保険公社改革法を受けて、1992年9月に、監督当局は、Well capitalizedの判断基準として、総資本比率は10%以上、Tier 1 資本比率は6%以上、Tier 1 レバレッジ比率は5%以上と設定した。表7は、早期是正措置の区分と自己資本比率との関係を示している。

表7 早期是正処置の区分と自己資本比率

区 分	総資本比率 (Total capital ratio)	Tier 1 資本比率 (Tier 1 capital ratio)	Tier 1 レバレッジ比率 (Tier 1 leverage ratio)
Well capitalized	10%以上	6%以上	5%以上
Adequately capitalized	8%以上	4%以上	4%以上
Undercapitalized	8%未満	4%未満	4%未満
Significantly undercapitalized	6%未満	3%未満	3%未満
Critically undercapitalized	Tangible equity ≤ 2%		

出所：Federal Deposit Insurance Corporation（1997a）に基づいて筆者作成

#### 4.3. 第114号の貸倒引当金は個別貸倒引当金なのか？

バーゼル I の下での自己資本比率調整仮説の検証において問題となるのは、第114号の貸倒引当金はTier 2に算入できるのかということである。自己資本比率のTier 2には、上限付きで、一般貸倒引当金（General reserves）の算入が認められている一方で、個別貸倒引当金（Specific reserves）の算入は認められていない。

第114号の発行に際して、第114号に基づいて算定される貸倒引当金は、一般貸倒引当金と個別貸倒引当金のどちらに該当するのかが議論となった。そこで、監督当局は、1994年5月17日付の官報（Federal Register）で問題提起をしてパブリックコメントを求めた。そして、1995年2月10日付の官報において、パブリックコメントを紹介したうえで、結論を表明している（Federal Financial Institutions Examination Council 1995）。第114号の貸倒引当金に関して70件の回答があった。そのうち、58件は一般貸倒引当金と認識しているとの回答である一方で、12件は個別貸倒引当金と認識しているとの回答であった。この結果を踏まえて、監督当局は、第114号に基づいて算定された貸倒引当金は一般貸倒引当金であり、規制自己資本比率のTier 2に算入できると結論付けている<sup>32)</sup>。よって、米国の銀行業では、第114号と第5号の貸倒引当金の合計は、一般貸倒引当金として、Tier 2に算入できるのである。

#### 4.4. 自己資本比率調整仮説の実証結果

本項では、自己資本比率調整仮説の検証を行っている先行研究を概観する。銀行業は典型的な規制産業で、リスクを取って金融仲介を行う一方で、自己資本比率を中核とする健全性規制の下で財務の健全性を維持しつつ、収益を上げている。自己資本比率規制に伴うコスト負担を避けるために、自己資本比率の低い銀行の経営者は、自己資本比率を高めるインセンティブを持つ（例えば、Moyer 1990; Kim and Kross 1998; Ahmed, Takeda and Thomas 1999）。これを自己資本比率調整仮説という。

$$LLP_t = f(CHLOAN_t, CHNPL_t, CHNPL_{t-1}, CHNPL_{t-2}, COM_t, EBTP_t, CAP_t, OtherINC_t) + \varepsilon_t \quad (4)$$

この自己資本比率調整仮説の基本モデルは（4）式のとおりであり、（3）式にCAP<sub>t</sub>を含めたモデルである。CAP<sub>t</sub>は、銀行経営者の自己資本比率調整インセンティブの代理変数であり、Tier 1 資本比率等が用いられている。なお、自己資本比率調整インセンティブ以外のインセンティブをコントロールするために、（4）式にEBTP<sub>t</sub>とOtherINC<sub>t</sub>も含まれている。

1981年と1985年のギアリング・レシオに基づく自己資本比率規制において、自己資本比率の分母は総資産、分子は主要資本と二次資本から構成

されており、主要資本に貸倒引当金を算入できた。つまり、銀行経営者は、貸倒引当金を増やすことによって、自己資本比率を高めることができるのである。よって、「自己資本比率が低い銀行の経営者ほど、自己資本比率を高めるために、貸倒引当金を増やす。」という仮説が導かれる。実際に、Moyer (1990) は、1981年から1986年までを分析期間、FRS加盟の845銀行一年をサンプルとして、銀行の自己資本比率の裁量的調整に関する分析を行い、自己資本比率が最低所要比率に近い銀行ほど、有価証券売却益および貸倒引当金繰入額を利用した裁量的行動を行っている可能性があることを示している。さらに、Beatty, Chamberlain and Magliolo (1995) も、1985年から1989年までを分析期間、銀行持株会社638企業一年をサンプルとして自己資本比率調整仮説の検証を行っている。銀行持株会社の経営者の裁量を行行使する項目として、(1)貸倒引当金、(2)貸倒償却、(3)年金給付、(4)その他損益(資産売却損益等)および(5)新規の有価証券の発行を挙げ、それらと自己資本との関係を分析している。その結果、自己資本比率の裁量的調整のために、貸倒償却、貸倒引当金と新規の有価証券の発行が用いられているとの結果を得ている。

1992年からはバーゼル I が本格的に適用され、さらに、1991年連邦預金保険公社改革法を受けて、早期是正措置が導入された。このため、自己資本比率の低い銀行の経営者は、行政措置発動に伴うコスト負担を避けるために、自己資本比率を高めるインセンティブを持ったと考えられる(例えば、Kim and Kross 1998; Ahmed, Takeda and Thomas 1999)。

ここでの要点は、バーゼル合意により、貸倒引当金は、Tier 1 への算入が禁止される一方で、リスクアセットの1.25%を上限にTier 2に算入できることになった点である。つまり、貸倒引当金

は、Tier 2 を増やす一方で、Tier 1 を減らしてしまうのである。よって、バーゼル I の適用は、銀行の貸倒引当金繰入額を増加するインセンティブを弱めるようになったと考えられる。そこで、Kim and Kross (1998) は、1985年から1992年までを分析期間<sup>33)</sup>、銀行持株会社992企業一年を主分析のサンプルとして、貸倒引当金繰入額が、1985年から1988年までのバーゼル I 適用前に比して、1990年から1992年までのバーゼル I 適用後に減少しているかを分析している。その結果、自己資本比率が低い銀行持株会社では、貸倒引当金繰入額は、1990年から1992年までの新期間に減少していることを報告している。さらに、Ahmed, Takeda and Thomas (1999) も、1986年から1995までを分析期間、米国の銀行持株会社1,013企業一年をサンプルとして、バーゼル I 適用後の裁量的行動の変化を分析している。その結果は、バーゼル I 適用前後で変化はあるものの、貸倒引当金繰入額を用いた自己資本比率の裁量的行動が行われていることを示唆している。

#### 4.5. 第4節のまとめと実証分析への含意

本節は、1981年規制からバーゼル I までの自己資本比率規制の変遷を概説したうえで、自己資本比率調整仮説を検証している先行研究を概観した。1981年規制は、総資産の規模に応じて異なる規制が規定されていた。他方で、1991年連邦預金保険公社改革法のSection 38は早期是正措置を規定しており、銀行と銀行持株会社に一律の最低所要比率を課す規制が適用されている。そこで、Kim and Kross (1998) や Ahmed, Takeda and Thomas (1999) は銀行持株会社を対象に自己資本比率調整仮説を検証し、規制の仕組みが銀行経営者の行動を変化させたことを示している。

米国では、1981年規制のように、総資産の規模に応じて異なる規制が規定されることはよくあ

る。例えば、上記の1991年連邦預金保険公社改革法のSection 36は、財務報告の質の向上を目的として、内部統制に関する経営者報告書と、同報告書で経営者が示した見解に対する監査法人の証明書の作成と公表を規定しているが、この規定は総資産5百万ドル以上の銀行にしか適用されていない。Altamuro and Beatty (2010) は、このSection 36が適用銀行の行動に及ぼす影響を測定するために、総資産5百万ドル以上の適用銀行を分析グループ、総資産5百万ドル未満の非適用銀行をコントロール・グループとして、差分の差分分析(Difference-in-differences)を行なっている。その分析結果は、Section 36の適用により、期待どおりに、総資産5百万ドル以上の適用銀行の利益の持続性が高まったことを示唆している。このような米国の設定を利用して、規制の適用・非適用が銀行経営者の行動に及ぼす影響に関する実証研究は会計分野の研究においても多く存在する。よって、規制産業である銀行業の研究は、規制と会計との関係の検証を通じて、一般事業会社の研究では得られないような有益な実証結果を得られる点に強みがある。

## 5. シグナリング仮説

本節はシグナリング仮説の実証結果を概観する。シグナリング仮説は、(1)銀行行動に係るシグナリング仮説、(2)市場評価に係るシグナリング仮説、(3)将来業績に係るシグナリング仮説から構成されており、本来、この3つの仮説のそれぞれと整合的な分析結果が得られてはじめてシグナリング仮説が支持されたこととなる。しかし、実際には、3つの仮説のうちの1つまたは2つの仮説の検証しか行っていない研究が多勢を占めている。そこで、本節では、シグナリングの理論の3つの仮説の関係を概説したうえで、各仮説の実

証結果を概観する。

### 5.1. シグナリングの理論

銀行業のシグナリング仮説は、将来業績（つまり、私的情報）の異なる銀行が自発的に異なる貸倒引当金の水準を選択する（つまり、自己選択）ために、貸倒引当金の水準がシグナルとなり、銀行経営者の私的情報が投資家に伝達される、というものである。初期の研究結果は、市場が貸倒引当金（繰入額）をグッドニュースと解釈していることを示唆している（例えば、Beaver, Eger, Ryan and Wolfson 1989; Elliott, Hanna and Shaw 1991; Griffin and Wallach 1991）。これらは貸倒引当金のシグナリング効果と解釈されており、それ以降、本格的な貸倒引当金（繰入額）のシグナリング仮説の検証が行われている。

貸倒引当金繰入額のシグナリング仮説は、(1)銀行は、将来の業績見通しの良さを含意するシグナルとして、信用リスクに比して過大な貸倒引当金を繰り入れ、(2)市場は、そのシグナルの含意を正しく解釈して、銀行を評価するという二段階のストーリーである。「銀行の行動」と「市場の評価」が整合的であれば、シグナルが機能すると期待される。

シグナリング仮説では、シグナルがコストであることが条件となる。しかし、(1)銀行がシグナルを送ったときに、(2)そのシグナルを見て、市場が将来の業績見通しが良い銀行と悪い銀行を識別できるのは、シグナルの相対的なコスト差のためである。もし信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れると、銀行は追加的なコストを負担しなければならなくなる。貸倒引当金繰入額は業績指標である利益を減らし、純資産の減少を通じて、財務の健全性の指標である自己資本比率も低下させてしまう。そのため、その追加的なコストは、将来の業績見通しが良い銀行にとっては割

に合う一方で、それが悪い銀行にとっては割が合わない。そこで、将来の業績見通しが良い銀行だけがシグナルを送る。よって、市場はシグナルを見るだけで、銀行間の将来の業績見通しの違いを識別できるのである。

銀行は、シグナルを送った後の市場の反応を予測してから、自行の行動を決定する。銀行はシグナルを送った後の市場の反応を次のように予測する。市場は、シグナルの「銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、将来業績が高くなる」という含意を正しく解釈して、「銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、市場から高く評価される」という信念に基づいて、銀行を評価する。

こうした事前の予測のもとで、(1)銀行は、予測通りの市場の反応を期待して、行動をとり、(2)市場は、シグナルの含意を解釈して、信念に基づいて、銀行を評価する。そして、「銀行の行動」と「市場の評価」が整合的であれば、シグナルが機能する。

ここでのポイントは次の二点である。第一に、銀行と市場は、「銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、市場から高く評価される」という信念を共有している、とされている点である。第二、銀行も市場も、事後的な結果を確認できるという点である。(2)銀行は、シグナルを送った後に、実際の市場の評価を観察できるし、(3)市場も、銀行を評価した後、銀行の実際の将来業績を観察できる。事前の予測がおおむね当たると、銀行と市場の共有している信念は安定的な状態となり、シグナリング・メカニズムは安定的に機能する。よって、シグナリング仮説を検証するためには、次の3つの仮説の検証をすべて行う必要がある。

(1) 銀行は、将来の業績見通しが良いほど、信

用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れる。

(2) 銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、市場から高く評価される。

(3) 銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、将来業績が高くなる。

それぞれの分析結果が仮説と整合的であれば、シグナリング・メカニズムは機能している。つまり、シグナリング均衡は分離均衡であるといえる。しかし、何らかの影響によって、それぞれの関係が弱まると、「銀行の行動」と「市場の評価」の整合性が崩れていき、シグナリング・メカニズムは機能しなくなる。つまり、シグナリング均衡は、分離均衡から一括均衡にシフトすると予測される。よって、同じ制度を持った社会であっても、銀行も市場も異なる行動をとる均衡が出現する可能性がある。

なお、シグナリング仮説の検証に際して認識しておくべき重要な点は、シグナリング仮説の前提条件が必ずしも満たされていないということである。Wahlen (1994) によると、米国の設定では、貸倒引当金繰入額は、費用として、業績指標である利益を減少させ、純資産を減少させる。その一方で、貸倒引当金は自己資本比率の分子に加算されるので、財務の健全性の中核指標である自己資本比率を増加させる。このために、貸倒引当金繰入額はコストなのか便益なのか曖昧なのである。よって、シグナリング仮説の実証研究が、暗黙的に、こうした問題を内包している点は留意すべきである。

## 5.2. 銀行行動に係るシグナリング仮説の実証結果

先行研究は、シグナルが機能する条件の一つとして、「(1)銀行は、将来の業績見通しが良いほど、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れる。」かどうかを分析している（例えば、Wahlen 1994; Ahmed, Takeda and Thomas 1999; Kanagaretnam, Lobo and Yang 2004）。

$$\begin{aligned} LLP_t = f(CHLOAN_t, CHNPL_t, CHNPL_{t-1}, \\ CHNPL_{t-2}, COM_t, EBTP_t, CAP_t, \\ CHEBTP_{t+1}) + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (5)$$

銀行行動に係るシグナリング仮説の基本モデルは (5)式のとおりであり、(4)式にCHEBTP<sub>t+1</sub>を含めたモデルである。CHEBTP<sub>t+1</sub>は銀行行動に係るシグナリング仮説を検証するための銀行経営者のインセンティブの代理変数である。CHEBTP<sub>t+1</sub>は翌期と当期のEBTPの差分である（= EBTP<sub>t+1</sub> - EBTP<sub>t</sub>）。なお、経営者のインセンティブ変数の基本変数はEBTP<sub>t</sub>、CAP<sub>t</sub>とCHEBTP<sub>t+1</sub>の3つであり、これら以外のインセンティブ変数を含めることは必ずしも必要ではないため、OtherINC<sub>t</sub>は省略している。

この基本モデルを使って銀行行動に係るシグナリング仮説の検証は行われているものの、その実証結果は首尾一貫した結論を得られていない。Ahmed, Takeda and Thomas (1999) は、1986年から1995年までを分析期間、米国の銀行持株会社1,013企業-年をサンプルとして、銀行行動に係るシグナリング仮説と整合的な分析結果を得られなかった。また、Kanagaretnam, Lobo and Young (2004) は、1980年から1997年までを分析期間、1,104銀行-年をサンプルとして、利益平準化仮説とシグナリング仮説（銀行行動についてのみ）を検証している。利益平準化仮説について

は、首尾一貫した結果を得ている一方で、シグナリング仮説については首尾一貫した結果を得られていない。さらに、Kilic, Lobo, Ranasinghe and Sivaramakrishnan (2013) は、1998年から2003年を分析期間、規制要件の違いが及ぼす影響を回避するために、500百万ドル以上の資産規模の銀行持株会社にサンプルを限定して、FASBの財務会計基準書第133号（以下、第133号）が、貸倒引当金繰入額の調整による利益平準化行動に及ぼす影響を分析している。この分析の主目的はシグナリング仮説の検証ではないものの、その実証モデルはコントロール変数としてCHEBTP<sub>t+1</sub>を含めている。CHEBTP<sub>t+1</sub>の係数は、デリバティブを使用している銀行のサンプルでは正で有意であったが、デリバティブを使用していない銀行のサンプルでは有意ではなかった。その分析結果はシグナリング仮説と整合的な分析結果を示している。

## 5.3. 市場評価に係るシグナリング仮説の実証結果

第二に、シグナルが機能する第2の条件として、「(2)銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、市場から高く評価される。」かどうかを分析している（例えば、Wahlen 1994; Ahmed, Takeda and Thomas 1999）。しかし、米国の先行研究では分析結果は一致をみていない。

分析結果が一致をみない一因として、実証モデルの特定化の問題を指摘できる。Wahlen (1994)、Ahmed, Takeda and Thomas (1999) やKilic, Lobo, Ranasinghe and Sivaramakrishnan (2013) は、貸倒引当金繰入額 (LLP) を、非裁量的な貸倒引当金繰入額 (NDLLP) と裁量的な貸倒引当金繰入額 (DLLP) に分解して、その両方を (6)式のリターンモデルの説明変数に含めて、二段階で推定を行っている。(6)式のリターンモデルは、被

説明変数として年次株式収益率 ( $RTN_t$ )、説明変数として税引前利益 ( $EBT_t$ ) を用いており、この  $EBT_t$  を  $EBTP_t$ 、 $NDLLP_t$  と  $DLLP_t$  に分解して (6) 式を推定している。なお、コントロール変数は省略している。

$$\begin{aligned} RTN_t &= f(EBT_t) + \varepsilon_t \\ &= f(EBTP_t, NDLLP_t, DLLP_t) + \varepsilon_t \quad (6) \end{aligned}$$

Wahlen (1994) は、1977年から1988年までを分析期間、985銀行一年をサンプルとして、裁量的な貸倒引当金繰入額が株式収益率に及ぼす影響を分析している。その結果、裁量的な貸倒引当金繰入額が株式収益率に正の影響を及ぼすことを見出している<sup>34)</sup>。しかし、Ahmed, Takeda and Thomas (1999) は、1986年から1995までを分析期間、米国の銀行持株会社1,013企業一年をサンプルとして、Wahlen (1994) の追試を行ってみたものの、そうした関係は見出せなかった。さらに、Kilic, Lobo, Ranasinghe and Sivaramakrishnan (2013) は、1998年から2003年を分析期間、規制要件の違いが及ぼす影響を回避するために、500百万ドル以上の資産規模の銀行持株会社にサンプルを限定して、第133号の適用前後の裁量的な貸倒引当金繰入額と株式収益率との関係を分析している。その結果、裁量的な貸倒引当金繰入額が株式収益率に正の影響を及ぼすことを見出している。

他方で、Liu, Ryan and Wahlen (1997) や Beaver, Ryan and Wahlen (1997) は、(7) 式のリターンモデルの説明変数に、貸倒引当金繰入額をそのまま含めて、一段階で推定を行っている。(7) 式のリターンモデルは、被説明変数として年次株式収益率 ( $RTN_t$ )、説明変数として税引前利益 ( $EBT_t$ ) を用いており、この  $EBT_t$  を  $EBTP_t$  と  $LLP_t$  に分解して (7) 式を推定している。

$NDLLPControls_t$  は、 $NDLLP_t$  をコントロールするための変数であり、(4) 式の右辺の説明変数が該当する。(7) 式に  $NDLLPControls_t$  を含むことによって、 $LLP_t$  の係数は  $DLLP_t$  の影響を捉えたと想定される。なお、それら以外のコントロール変数は省略している。

$$\begin{aligned} RTN_t &= f(EBT_t) + \varepsilon_t \\ &= f(EBTP_t, LLP_t, NDLLPControls_t) + \varepsilon_t \quad (7) \end{aligned}$$

Liu, Ryan and Wahlen (1997) は、1984年の第1四半期から1991年の第1四半期までを分析期間、1,908銀行四半期を主サンプルとして、貸倒引当金繰入額と株式収益率との関係を分析している。その結果、貸倒引当金繰入額は、第4四半期、かつ、自己資本比率が低い（自己資本比率が中央値未満）場合にのみ、株式収益率と正に相関することを見出している。この分析結果を踏まえ、Beaver, Ryan and Wahlen (1997) は、1984年の第4四半期から1991年の第2四半期までを分析期間、1,960銀行四半期をサンプルとして、貸倒引当金繰入額と株式収益率との関係を分析している。なお、株式収益率は当四半期首から翌四半期末までの2期間の株式収益率、調整前利益は当四半期と翌四半期の2期分の調整前利益の合計値を用いている。その結果、貸倒引当金繰入額は、第4四半期、かつ、自己資本比率が低い（自己資本比率が中央値未満）場合にのみ、株式収益率と正に相関することを見出している。

以上のように、市場評価に係るシグナリング仮説が首尾一貫した実証結果を得られていない。実証モデルの特定化の問題以外にも、Ryan (2012) は、利益平準化仮説と同様に、ビジネス・サイクルがシグナルの効果に影響を及ぼす可能性を指摘している。つまり、景気後退期にシグナリング仮



説と整合的な結果が得られる一方で、景気上昇期にはシグナリングの効果が得られていないという先行研究を引き合いに出し、ビジネス・サイクルによってシグナルに対する解釈が異なるのではないかと推測している。

#### 5.4. 将来業績に係るシグナリング仮説の実証結果

第三に、シグナルが機能する第3の条件として、「(3)銀行は、信用リスクに比して過大に貸倒引当金を繰り入れるほど、将来業績が高くなる。」かどうかを分析している（例えば、Wahlen 1994; Liu, Ryan and Wahlen 1997; Beaver, Ryan and Wahlen 1997; Ahmed, Takeda and Thomas 1999; Liu and Ryan 2006）。しかし、米国の先行研究では分析結果は一致をみていない。分析結果が一致をみない理由として、前項で説明した二段階推定モデルと一段階推定モデルの選択問題に加え、将来業績の代理変数として、 $CHEBTP_{t+1}$ と $EBTP_{t+1}$ のいずれを選択するのかという問題も指摘できる。

将来業績に係るシグナリング仮説の基本モデルは(8)式である。ここでは、二段階推定モデルのみを示し、一段階推定モデル<sup>35)</sup>は省略する。(8)式は、被説明変数として将来業績( $P_{t+1}$ )、説明変数として当期業績( $P_t$ )、非裁量的な貸倒引当金繰入額( $NDLLP_t$ )と裁量的な貸倒引当金繰入額( $DLLP_t$ )を含めている。なお、それら以外のコントロール変数は省略している。

$$P_{t+1} = f(P_t, NDLLP_t, DLLP_t) + \varepsilon_t \quad (8)$$

Wahlen (1994) と Ahmed, Takeda and Thomas (1999) は、二段階推定モデルを選択のうえ、 $P$ の代理変数として、調整前利益変化( $CHEBTP$ )を選択している。Wahlen (1994) は、1977年か

ら1988年までを分析期間、813銀行一年をサンプルとして、 $DLLP_t$ と $CHEBTP_{t+1}$ の正の関係を見出している<sup>36)</sup>。Ahmed, Takeda and Thomas (1999) は、1986年から1995までを分析期間、米国の銀行持株会社1,013企業一年をサンプルとして、Wahlen (1994)の追試を行っている。しかし、その分析結果は、 $DLLP_t$ と $CHEBTP_{t+1}$ との関係が負であり、Wahlen (1994)の分析結果とは異なる結果であった。

他方で、Liu, Ryan and Wahlen (1997)、Beaver, Ryan and Wahlen (1997)、Liu and Ryan (2006) は、一段階推定モデルを選択のうえ、 $P$ の代理変数として、調整前利益( $EBTP$ )を選択している。Liu, Ryan and Wahlen (1997) は、1984年の第1四半期から1991年の第1四半期までを分析期間として、当期の第4四半期の貸倒引当金繰入額と $EBTP_{t+1}$ の正の関係を見出している。Beaver, Ryan and Wahlen (1997) は、1984年の第4四半期から1991年の第2四半期までを分析期間として、 $LLP_t$ と $EBTP_{t+1}$ の正の関係を見出している。しかし、Liu and Ryan (2006) は、 $LLP_t$ と $EBTP_{t+1}$ との間に有意な関係を見出せなかった。

#### 5.5. 第5節のまとめと実証分析への含意

シグナリング仮説は、(1)銀行行動に係るシグナリング仮説、(2)市場評価に係るシグナリング仮説、(3)将来業績に係るシグナリング仮説から構成されており、本来、この3つの仮説のそれぞれと整合的な分析結果が得られてはじめてシグナリング仮説が支持されたこととなる。しかし、3つの仮説をすべて検証しているのは、Ahmed, Takeda and Thomas (1999)のみで、それ以外の研究は3つの仮説のうちの1つもしくは2つの仮説に焦点を絞った検証が多勢を占めている。こうした先行研究を整理してみると、実証モデルの特定化の問題や分析期間の問題などが指摘されて

いるため、銀行業の実証研究者はこれらの点を注意深く検討する必要があると考えられる。

## 6. 交替方式の立入検査

本節では、最近の銀行研究におけるイノベーションのひとつとして、立入検査(On-site examination)に関する研究について概説する。銀行の財務諸表は、公認会計士による外部監査を経て、監督当局の立入検査<sup>37)</sup>によってその正確性が評定されるものとなっている。しかし、多元的な監督体制をとる米国では、州法銀行に対して、連邦監督当局と州銀行局の交替方式の立入検査が行われている。そうした設定を利用して、Agarwal, Lucca, Seru and Trebbi (2014) は、連邦監督当局と州銀行局の検査の寛大さの指標(Regulatory Leniency Index)を構築しており、その指標が会計分野の研究においても利用され始めている。そこで、はじめに連邦監督当局と州銀行局の交替方式の立入検査について概説したうえで、実証結果について概観する。

### 6.1. 立入検査とCAMELS格付

FDIC加入銀行の立入検査に関しては、連邦監督当局間の検査の重複を避けるため、通貨監督庁(OCC)が国法銀行を、連邦準備制度理事会(FRB)がFRS加盟州法銀行を、連邦預金保険公社(FDIC)がFRS非加盟かつFDIC加入の州法銀行を検査する体制となっている。OCCは、少なくとも12ヵ月に1度の頻度で、全面的な(full-scope)立入検査を行わなければならない。ただし、所定の条件を満たしている国法銀行については、少なくとも18ヵ月に1度の頻度で、立入検査を行うことができる(12 US Code § 1820 (d) (4); 12 CFR 4.6 (b))。他方で、州法銀行に関しては、州銀行局が検査を担当としているが、FRS

加盟州法銀行やFDIC加入州法銀行であれば、連邦監督当局(FRBやFDIC)も検査を担当する。つまり、州法銀行に関しては、州銀行局と連邦監督当局からの二重の検査を受ける場合がある。そこで、そうした検査・監督基準の不整合や非効率性を回避するため、州銀行局と連邦監督当局の双方による共同検査や交替方式の検査が行われる<sup>38)</sup>。

表2で示したように、連邦監督当局はそれぞれ監督マニュアルを発行しており、これらのガイドラインに則って、検査官は立入検査を行う。1979年以降、FDIC加入銀行に対する立入検査では、監督当局の検査官は、統一金融機関格付システム(The Uniform Financial Institutions Rating System: UFIRS)に則って、銀行の安全性と健全性を評価している(Federal Deposit Insurance Corporation 1997b)<sup>39)</sup>。UFIRSは、(1) Capital adequacy、(2) Asset quality、(3) Management、(4) Earnings、(5) Liquidity、(6) Sensitivity to market riskという6つの検査項目から構成され、それらの頭文字から、一般に、CAMELS格付<sup>40)</sup>と呼ばれる。銀行検査官は、この6項目に則って、銀行を評価する。これら6項目の各評点とそれらの総合評点は1から5の5段階で評価され、低い評点ほど問題が小さいことを示している<sup>41)</sup>。よって、1あるいは2の評点の銀行は良好な状態であり、ほとんど重要な規制事項(regulatory concerns)がないとみなされる一方で、4あるいは5の評点の銀行は問題銀行とみなされ、監督が強化される。

### 6.2. 交替方式の立入検査

FDIC加入州法銀行の立入検査に関しては、FRBがFRS加盟の州法銀行を、FDICがFRS非加盟の州法銀行を検査する体制となっている。それらの連邦監督当局とは別に、州銀行局は州法銀行の検査を行うこととなっている。そこで、州銀行

局と連邦監督当局（FDICとFRB）は、双方の立入検査コストを抑えるために、交替方式で立入検査を行っている。

州銀行局は、1970年代初頭には、州法銀行を毎年立入検査していた。FDICは、1970年代中頃に、州銀行局との重複する立入検査に対処するために、一部の州銀行局と交互に立入検査を行うようになった（例えば、Federal Deposit Insurance Corporation 1997a）。これによって、FDICの検査官は、州銀行局の立入検査の結果を代用でき、双方の監督当局が同じ年に同じ銀行を監査する必要性がなくなった。さらに、FRBも、1980年代初頭に、FDICと同様に、交替方式の立入検査を行うようになった。FRBが承認した場合には、州銀行局が実施した検査の結果を、FRBの検査結果に代用することができる（12 US Code § 326）。ただし、所定の条件を満たしている銀行については、特定の頻度で、州銀行局の立入検査の結果を代用することを認めている（SR 85-28; FRRS 3-1531）。

こうした交替方式の立入検査は、1991年連邦預金保険公社改革法と1994年リーグル・ニール州際銀行業務効率化法（Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994）（以下、1994年リーグル法）によって標準化された。1991年連邦預金保険公社改革法は、連邦監督当局（OCC、FRBとFDIC）が、少なくとも12ヵ月に1度の頻度で、全面的な立入検査を行うことを規定するとともに、連邦監督当局が、州銀行局の立入検査の結果を代用しうることを明文化した（12 US Code § 1820（d））。さらに、1994年リーグル法は、連邦金融機関検査評議会（FFIEC）に、連邦監督当局が州銀行局の立入検査を代用するためのガイドラインを発行するように要請した。FFIECは、1995年6月に、立入検査に係るガイドラインを発行した。このFFIECの

ガイドラインに従って、連邦監督当局は、州銀行局と協力協定の締結や改訂を行っている。

この交替方式の検査プログラム（Alternate-year examination program: AEP）では、直近の検査でCAMELSの総合評点が1あるいは2の良好な銀行であれば交代する。1991年連邦預金保険公社改革法の通過後に、連邦監督当局は、このプログラムの対象の銀行に対して、12ヵ月ごとに立入検査を行うことを要請している。なお、1991年連邦預金保険公社改革法では、総資産が100百万ドル未満かつCAMEL評定が1の銀行は、18ヵ月に1度の頻度で検査を受けることを許可している。この18ヵ月周期の検査は、1997年には、1994年リーグル法に基づいて、総資産が250百万ドル以下かつCAMEL評定が2の銀行にまで拡張された。2007年には、金融サービス規制救済法（Financial Services Regulatory Relief Act）に基づいて、資産の閾値は500百万ドルまで拡張されている。

FRBは少なくとも12ヵ月に1度の頻度で、FRS加盟の州法銀行に全面的な立入検査を行わなければならない（12 US Code § 1820（d））。FDICは、少なくとも12ヵ月に1度の頻度で、FDIC加入の州法銀行に対し全面的な立入検査を行わなければならない（12 US Code § 1820（d））。ただし、FRBもFDICも、所定の条件を満たしている州法銀行については、少なくとも18ヵ月に1度の頻度で、立入検査を行うことができる（12 US Code § 1820（d）（4））。また、FDICは必要に応じて、特別検査（Specialty examinations）を行うこともできる（Federal Deposit Insurance Act 10（B）（3））。

### 6.3. 立入検査の実証研究

米国では、州法銀行に対して連邦監督当局と州銀行局が交替で立入検査を行っている。Agarwal,

Lucca, Seru and Trebbi (2014) は、同一の州法銀行に対する検査において、連邦監督当局が評定したCAMELS格付と州銀行局が評定したCAMELS格付の差の平均値を計算することによって、州法銀行に対する監督当局の寛大さの指標 (Regulatory Leniency Index) を構築している。この指標を使って、Agarwal, Lucca, Seru and Trebbi (2014) は、連邦監督当局が州銀行局よりも高いCAMELS格付を付与していることを示し、監督当局間で検査の厳格さが異なることを見出している。

この指標は会計分野の研究においても応用されている。Costello, Granja and Weber (2018) は、2001年から2010年までを分析期間、31,500銀行－四半期を主サンプルとして、Regulatory Leniency Indexが、銀行の訂正報告 (restatement) に及ぼす影響を分析している。その結果、厳格な検査を行っている州銀行局が、利益減少型の訂正報告を強制させる (enforce) ことによって、銀行の財務報告の透明性を高めていることを示している。さらに、Nicoletti (2018) も、1997年から2005年を分析期間、37,908銀行－年をサンプルとして、州銀行局の検査が銀行の貸倒引当金繰入額の適時性を高めていることを示している。

#### 6.4. 第6節のまとめと実証分析への含意

本節では、最近の米国銀行業の実証研究のインベーションのひとつとして、Agarwal, Lucca, Seru and Trebbi (2014) の考案したRegulatory Leniency Indexを概説した。この指標を会計研究に取り込んで、Costello, Granja and Weber (2018) やNicoletti (2018) は、立入検査の寛容さが銀行経営者の会計行動に及ぼす影響を検証しており、これまでよりも一歩踏み込んだかたちで立入検査の及ぼす影響の検証が行われている。この他にもDou, Ryan and Zou (2018) は、州内の

競争度が貸倒引当金繰入額に及ぼす影響を分析しており、こうした米国銀行業の制度的枠組みを活かした研究は今後も増加するものと推測される。

## 7. 総括：実証分析上の示唆

本最終報告書は、米国銀行業の制度的枠組みについての制度研究および歴史研究と、米国銀行業の実証研究についての文献調査の研究成果を要約したものである。銀行業は規制産業であるため、一般事業会社に比して、実証研究への参入障壁は高い。銀行業の業務の複雑性と情報の非対称性に起因して、一般事業会社とは異なる制度的枠組みが整備されているからである。こうした制度的背景により、銀行業に対しては一般事業会社とは異なる財務諸表の様式や開示内容が求められている。一般事業会社とは異なる知識が必要となるため、一般事業会社に対する研究で培った知識を、銀行業に対する研究に移転することが難しいのである。そこで、本最終報告書にはその橋渡しの役目が期待される。

米国銀行業の制度的枠組みは二元銀行制度と多元的な監督制度からなっている。二元銀行制度の下、国法銀行と州法銀行とが併存しており、その多くが銀行持株会社の傘下で営業活動を行っている。他方で、連邦監督当局である通貨監督庁 (OCC)、連邦準備制度理事会 (FRB) および連邦預金保険公社 (FDIC) と、州監督当局である州銀行局 (SBD) のそれぞれが、銀行や銀行持株会社に対する監督権限を有しており、多角的で複雑な監督制度となっている。そのため、連邦監督当局間の監督の重複や不整合を回避するための仕組みとして、連邦金融機関検査評議会 (FFIEC) が調整を図っている。連邦監督当局は、FFIECを通じて、Call Reportの標準様式や、資産査定の一債権区分基準などを公表している。その一

方で、資産規模に応じた規制が規定されており、Call Reportの様式も資産規模に応じて複数の標準様式が整備されている。

こうした米国銀行業の制度的枠組みを前提として、先行研究は、(1)利益平準化仮説、(2)自己資本比率調整仮説と(3)シグナリング仮説を中心に実証研究を行っている。しかし、それらの先行研究は首尾一貫した実証結果を得られておらず、その原因として、実証モデルの特定化の問題や分析期間の問題等が指摘されている。また、最近の米国銀行業の実証研究のイノベーションのひとつとして、連邦監督当局と州銀行局による交替式の立入検査に着目した、立入検査の寛大さの指標(Regulatory Leniency Index)が考案されている。この指標は会計分野の研究においてもすでに取り込まれており、立入検査の寛大さが銀行経営者の会計行動に及ぼす影響が検証されている。

なお、本最終報告書は、リーマンショック以前を分析期間としている実証研究の調査を行った。しかし、リーマンショックに端を発した発生損失モデル(Incurred loss model)と予想損失モデル(Expected loss model)の議論から、近年、発生損失モデルの適時性と、融資行動やリスクテイク等との関係の検証が行われており(例えば、Beatty and Liao 2011; Bushman and Williams 2012; Bushman and Williams 2015)、銀行業に関する会計研究は、会計行動と経済行動の関係の検証といった新しい研究の局面に入っている。こうした研究成果は会計制度を含めた金融制度設計に資するものと期待されている。

他方で、日本においては、金融庁は金融検査マニュアルを廃止し、「融資に関する検査・監督実務についての研究会」を立ち上げて、今後の融資に関する検査・監督のあり方について検討を行っている。しかし、米国銀行業の実証研究に比べて、日本銀行業の実証研究は検証すべき研究課題が非

常に多く残されている。そこで、今後は、本最終報告書を踏まえて、米国銀行業と日本銀行業の制度的枠組みについての国際比較研究を行ったうえで、日本銀行業の実証研究を推し進め、米国同様に、会計制度を含めた金融制度設計に資する研究成果を発信する必要があると考えられる。

《注》

- 1) 本節は、はじめに、中央青山監査法人(2003)、三菱UFJリサーチ&コンサルティング(2014)、大和総研(2017)、吉迫(2002)、青木(2003)、Fischer(1986)、藤井(1998)、林(1999)、Kay and Searfoss(1989)、高月(2001)、日本銀行信用機構局(1995)、日本銀行考査局信用機構室ニューヨーク事務所(1998)、野々口・武田(2000)、櫻田(1995)を参考にしうえて、Spong(2000)、各監督当局のホームページと12 US Codeに基づいて執筆している。
- 2) 銀行は州法銀行と国法銀行を選択できる。また、国法銀行から州法銀行への業態変更もその逆も可能であり、実際に起こっている。
- 3) 規制(regulation)とは、特定の目的のために、規則等を設け、銀行の行動を制限することである。監督(supervise)とは、法律の遵守や健全性に関わる問題に対処するために、銀行の行動を監視することである。
- 4) 1950年に連邦預金保険法(Federal Deposit Insurance Act)が制定され、現在は同法が根拠法となっている。
- 5) 監督権限の重複のため、OCCは国法銀行の検査を、FRBはFRS加盟かつFDIC加入の州法銀行の検査を、FDICはFRS非加盟かつFDIC加入の州法銀行の検査を担当する。
- 6) Call Reportでは、自己査定の結果について開示が求められていない。
- 7) この統一合意書は、1938年に発行されていたものが、1949年と1979年に改訂され、現在の分類基準となっている(Office of the Comptroller of the Currency et al. 2005)。なお、2004年に改訂され、さらに、2013年には2012年のドット・フランク法と整合的になるように改訂が行われている。
- 8) 1998年以前は2行以上の銀行であった。また、1件が20百万ドル未満でも、契約や参加者が同じ貸出金を合計して20百万ドル以上であれば、SNCプログラムの対象とされる。さらに、2018年にも条件の改訂が行われている。
- 9) 本項は特にDepartment of the Treasury(1991)を参考にしている。
- 10) 1965年から1986年まで、貸倒引当金繰入額は貸出金の一定限度まで無税認定されていた。
- 11) 1991年12月31日以降に終わる課税年度から、銀行が監督上と税法上の共通基準(conformity election)を適用するか否かを選択できる規制に改正されている。この改正以降、銀

- 行が監督上と税法上の共通基準の適用を選択した場合に限って、この共通基準は適用される。
- 12) ASC 450-20。
  - 13) ASC 310-10。
  - 14) 第114号の発行に伴って、第5号の一部が改訂されている。
  - 15) 新しいガイドライン、規制や方針等は、OCCではOCC Bulletin、FRBではSupervision and Regulation Letters、FDICではFinancial Institution Lettersを通じて公表されている。
  - 16) SECは、1986年に、貸倒引当金に関する財務報告通牒28号 (Financial Reporting Releases 28: FRR 28) を公表している。
  - 17) 連邦監督当局とSECとの共同プロジェクトについては、櫻田 (2010) を参照のこと。
  - 18) 実証モデルの構築についてはLobo and Yang (2001) や Beatty and Liao (2014) を参照のこと。なお、実証モデルは、研究の蓄積に伴って、プリミティブなモデルからより精緻なモデルへと発展を遂げている。そのため、本最終報告書では、先行研究公開時の実証モデルではなく、最新の研究成果を反映した実証モデルを概説している点には留意されたい。
  - 19) 不良債権が増加すると、貸倒引当金繰入額が増加するため、CHNPL<sub>t</sub>の係数は、不良債権の増減が貸倒引当金繰入額に及ぼす影響を捉えるものと期待されている。なお、米国では、「90日以上延滞債権」と「未収利息不計上債権」を不良債権として扱っている。
  - 20) 先行研究の実証モデルは、(2)式で示した変数以外のコントロール変数も含めている。例えば、銀行の規模の代理変数として、期首の総資産の自然対数値 (SIZE<sub>t-1</sub>) が含まれる場合がある。規模のコントロールは、一般事業会社の研究では必須であるが、銀行業の研究では含まれない場合もある。その理由として、LOANとSIZEの相関が高いので、多重共線性を避けるために、SIZE<sub>t-1</sub>を除外しているものと推測される。その他にも、期首の不良債権額 (NPL<sub>t-1</sub>)、期首の貸倒引当金 (ALL<sub>t-1</sub>)、当期あるいは期首のグロスの貸出金償却 (CO)、当期あるいは期首の正味貸出金償却 (NCO) などが採用される場合もある。また、会計変数以外にも、実質GDP成長率や倒産実績等のマクロ変数が採用される場合もある。しかし、これらの変数が選択される一定の理由は示されているものの、多くの場合、研究者の裁量によって選択されている。また、先行研究は、被説明変数と説明変数のデフレーターとして、期首の総資産 (ASSET<sub>t-1</sub>) と期首の貸出金 (LOAN<sub>t-1</sub>) のいずれかを採用しているが、ASSET<sub>t-1</sub>を選択する傾向が高い。
  - 21) 低業績の年度に貸倒引当金繰入額を必要額以下に抑えることが難しいため、高業績の年度に貸倒引当金を必要額以上に繰り入れることによって、低業績年度の利益に平準化すると想定されている場合もある。
  - 22) 例えば、外部資金調達のためのリスク減少と格付向上、ボラティリティの低い株価、経営者のテナアの保持と、金銭報酬・非金銭報酬の増加などである (例えば、Lambert 1984; Truman and Titman 1988; Fudenberg and Tirole 1995; Goel and Thakor 2003; Wall and Koch 2000)。
  - 23) 裁量的な貸倒引当金繰入額は、Jones Modelによる一般事業会社の裁量的発生項目の推定方法と同様に、インセンティブ変数を除外した(3)式を推定し、その期待値を非裁量的な貸倒引当金繰入額 (NDLLP)、その残差を裁量的な貸倒引当金繰入額 (DLLP) とみなすことによって計算される。
  - 24) デリバティブに関するデータは10-KおよびY-9Cから入手している。
  - 25) 銀行が抱えるリスク量を測定せずに、総資産簿価を基準に一定以上の自己資本を要求する方式のことである。
  - 26) 銀行が抱える資産を損失発生の危険度に応じてウェイトづけて加重合計したリスクアセットを基準に一定以上の自己資本比率を要求する方式のことである。
  - 27) 多国籍銀行も1983年6月以降5%の最低所要主要資本比率を要求された。
  - 28) FDICもFRS非加盟州法銀行に一律5%の目標基準比率=調整資本/調整資産のガイドラインを設定した。
  - 29) OCCとFDICにおいては規則であるが、FRBにおいてはガイドラインである。
  - 30) 同提案の内容は、(1)Tier 1の構成項目、(2)Tier 1からの控除項目、(3)リスクウェイト、(4)リスクアセット・レシオの位置づけの4点からなる。
  - 31) Tier 2に算入できる貸倒引当金は一般貸倒引当金 (General reserves) のみであり、個別貸倒引当金 (Specific reserves) は除外される。
  - 32) 米国の個別貸倒引当金は、特定の債務者からの債権回収が不能であることを示す一定の事実 (confirmed event) が生じ、債権区分を Loss としたものの、何らかの理由により、償却されずに引当が行われている場合の貸倒引当金のことを指すと考えられている。
  - 33) ただし、1989年は移行期として除外している。
  - 34) Wahlen (1994) は、1984年の第4四半期から1989年の第3四半期までを分析期間、1,462銀行-四半期をサンプルとして、不良債権額、貸倒引当金繰入額と貸出金償却を同時に発表したときの株価の反応も分析している。その結果は、投資家が、裁量的な貸倒引当金繰入額が異常に大きいときのみ、裁量的な貸倒引当金繰入額が経営者の私的情報を伝達しているかのように正に反応していることを示している。これらの結果は、市場が、信用リスクに比した過大な貸倒引当金繰入額をグッドニュースと解釈してくることを示唆しており、市場評価の仮説と整合的である。
  - 35) 将来業績に係るシグナリング仮説の一段階推定モデルは、(7)式と同様に、説明変数としてLLP<sub>t</sub>とNDLLPControls<sub>t</sub>を含めるモデルである。
  - 36) 当期の貸倒引当金繰入額は、二期先の調整前利益変化 (CHEBTP<sub>t+2</sub>) および三期先の調整前利益変化 (CHEBTP<sub>t+3</sub>) ととも正の関係であった。なお、それらの分析のサンプルはそれぞれ718銀行-年と628銀行-年をサンプルである。

- 37) 立入検査の目的は、銀行の資産査定や償却・引当並びに会計監査人の厳格な外部監査を前提として、資産査定体制と償却・引当体制がそれぞれ有効に機能しているかを検証することにある。
- 38) 銀行持株会社の検査に関しては、傘下に銀行1行のみを保有する単一銀行持株会社の場合、FRBはOCCに立入検査を委ね、その検査結果を銀行持株会社全体の監督に反映される傾向が強いとされる。FRBが実際の立入検査を行うのは、傘下に複数の銀行を保有する銀行持株会社に限られる。大規模な銀行持株会社や、規模が小さくても所有・支配関係等が複雑な銀行持株会社に対しては、年に1回の検査（inspection）を実施する。
- 39) FFIECは、1979年11月13日に、UFIRSを採択している。
- 40) CAMELSは、1996年まではCAMELであり、各項目の評価についても監督当局の内部資料であったが、1997年1月にSensitivity to market riskが追加されてCAMELSとなった。この背景には、当局の検査方針が、与信ポートフォリオ重視からリスク管理重視への転換したことがある。この検査方針の転換に伴って、CAMELSの各項目の評価も、銀行の経営陣に対して公表されることとなった。CAMELSについては金融庁検査局（2005）を参照のこと。なお、銀行持株会社の立入検査はFRBが行う。銀行持株会社に対する立入検査では、FRBの検査官は、BOPECに則って、銀行の安全性と健全性を評価している。BOPECは、(1)Bank、(2)Other nonbank subsidiaries、(3)Parent company、(4)Earnings、(5)Capitalという5つの検査項目から構成され、それらの頭文字から、一般に、BOPECと呼ばれる。
- 41) CAMELSの評定は、1 = Strong asset quality and credit administration practices、2 = Satisfactory、3 = Less than satisfactory、4 = Deficient、5 = Critically deficientである。

《参考文献》

- Agarwal, S., Lucca, D., Seru, A., Trebbi, F., 2014. Inconsistent regulators: Evidence from banking. *Quarterly Journal of Economics* 129, 889-938.
- Ahmed, A., Thomas, S., Takeda, C., 1999. Bank loan loss provisions: A reexamination of capital management, earnings management, and signaling effects. *Journal of Accounting and Economics* 28, 1-26.
- 赤塚尚之・海老原崇, 2018. 「地方銀行単体の業績指標の価値関連性—業務純益を明示しない損益計算書の様式の妥当性に関して—」『現代ディスクロージャー研究』17, 17-47
- Altamuro, J., Beatty, A., 2010. How does internal control regulation affect financial reporting? *Journal of Accounting and Economics* 49, 58-74.
- American Institute of Certified Public Accountants, 2018. *Depository and Lending Institutions: Banks and Savings Institutions, Credit Unions, Finance Companies and Mortgage Companies Audit and Accounting Guide*. American Institute of Certified Public Accountants, New York, NY.
- 青木武, 2003. 「米国における金融監督・検査体制とその潮流」『NEW YORK 通信』15-4, 1-18.
- Armstrong, C., Guay, W., Mehran, H., Weber, J., 2016. The role of information and financial reporting in corporate governance: A review of the evidence and the implications for banking firms and the financial services industry. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 22, 107-128.
- Basel Committee on Banking Supervision, 1988. *International convergence of capital measurement and capital standards* (<https://www.bis.org/publ/bcb04a.pdf>).
- Beatty, A., Chamberlain, S., Magliolo, J., 1995. Managing financial reports of commercial banks: The influence of taxes, regulatory capital, and earnings. *Journal of Accounting Research* 33, 231-261.
- Beatty, A., Liao, S., 2011. Do delays in expected loss recognition affect banks willingness to lend? *Journal of Accounting and Economics* 52, 1-20.
- Beatty, A., Liao, S., 2014. Financial accounting in the banking industry: A review of the empirical literature. *Journal of Accounting and Economics* 58, 339-383.
- Beaver, W., Eger, C., Ryan, S., Wolfson, M., 1989. Financial reporting and the structure of bank share prices. *Journal of Accounting Research* 27, 157-178.
- Beaver, W., Ryan, S., Wahlen, J., 1997. When is "bad news" viewed as "good news"? *Financial Analysts Journal* 53, 45-54.
- Bushman, R., 2016. Transparency, accounting discretion, and bank stability. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 22, 129-149.
- Bushman, R., Smith, A., 2003. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 9, 65-87.
- Bushman, R., Williams, C., 2012. Accounting discretion, loan loss provisioning, and discipline of banks' risk-taking. *Journal of Accounting and Economics* 54, 1-18.
- Bushman, R., Williams, C., 2015. Delayed expected loss recognition and the risk profile of banks. *Journal of Accounting Research* 53, 511-553.
- 中央青山監査法人, 2003. 「海外諸国の金融機関における償却・引当制度および実務上の対応」(<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/15/sonota/f-20030709-2.html>).
- Collins, J., Shackelford, D., Wahlen, J., 1995. Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings, and taxes. *Journal of Accounting Research* 33, 263-291.
- Costello, A., Granja, J., Weber, J., 2018. Do strict regulators increase the transparency of the banking system? *Journal*

- of Accounting Research, Forthcoming.
- 大和総研, 2017. 「諸外国における金融制度の概要」 (<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/gaikokuseidochousa.html>).
- Department of the Treasury, 1991. Report to The Congresson, The Tax Treatment of Bad Debts by Financial Instituions (<https://archive.org/details/reporttocongress00unidep>).
- Dou, Y., Ryan, S., Zou, Y., 2018. The Effect of credit competition on banks' loan-loss provisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 53, 1195-1226.
- Elliott, J., Hanna, J., Shaw, W., 1991. The evaluation by the financial markets of changes in bank loan loss reserve levels. *The Accounting Review* 66, 847-861.
- Federal Deposit Insurance Corporation, 1997a. History of the Eighties - Lessons for the Future. Federal Deposit Insurance Corporation, Washington, D.C., USA (<http://www.fdic.gov/bank/historical/history/>).
- Federal Deposit Insurance Corporation, 1997b. The Uniform Financial Institutions Rating System. Federal Register 62, 752-757 (<https://www.fdic.gov/regulations/laws/federal/ufr.pdf>).
- Federal Deposit Insurance Corporation, 2018. Risk Management Manual of Examination Policies. Federal Deposit Insurance Corporation (<https://www.fdic.gov/regulations/safety/manual/>).
- Federal Financial Institutions Examination Council, 1995. Implementation Issues Arising from FASB Statement No. 114 "Accounting by Creditors for Impairment of a Loan". Federal Register 60, 7966-7969 (<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1995-02-10/pdf/95-3392.pdf>).
- Federal Financial Institutions Examination Council, 2001. Policy Statement on Allowance for Loan and Lease Losses Methodologies and Documentation for Banks and Savings Institutions. Federal Register 66, 35629-35639 (<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2001-07-06/pdf/01-16973.pdf>).
- Federal Reserve Bank of Boston, 2009. Significant ALLL Guidance (<https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/RegionalEvent/PDF/2009/GarrisonHandout.pdf?la=en>).
- Federal Reserve Board, 2018. Commercial Banking Examination Manual (<https://www.federalreserve.gov/publications/files/cbem.pdf>).
- Financial Accounting Standard Board, 1975. Statement of Financial Accounting Standards No.5, Accounting for Contingencies. Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, USA.
- Financial Accounting Standard Board, 1976. FASB Interpretation No.14, "Reasonable Estimation of the Ammount of a Loss—An Interpretation of FASB Statement No. 5". Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, USA.
- Financial Accounting Standard Board, 1993. Statement of Financial Accounting Standards No.114, Accounting by Creditors for Impairment of a Loan. Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, USA.
- Financial Accounting Standard Board, 1998. Statement of Financial Accounting Standards No.133, Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities. Financial Accounting Standards Board, Norwalk, CT, USA.
- Financial Accounting Standard Board, 1999. Application of FASB Statements No. 5 and No. 114 to a Loan portfoli. EITF Topic No. D-80 ([https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document\\_C/DocumentPage?cid=1218220150885&acceptedDisclaimer=true](https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220150885&acceptedDisclaimer=true)).
- Fischer, G., 1986. The Modern Bank Holdings Company: Development, Regulation and Performance. Philadelphia: Temple University (ジェラルド・C. フィッシャー (著), 高木仁・佐々木仁・川越武彦・柴田武男・高橋豊治・松尾順介 (訳), 『現代の銀行持株会社—アメリカにおける発展、規制、成果』 東洋経済新報社.)
- Fudenberg, D., Tirole, J., 1995. A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal Political Economy* 103, 75-93.
- 藤井正志, 1998. 『金融業の情報開示と検査・監督—日本はアメリカから何を学ぶべきか』 東洋経済新報社.
- Gilbert, R., Stone, C., Trebing, M., 1985. The new bank capital adequacy standards. *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Review* 65, 12-20.
- Goel, A., Thakor, A., 2003. Why do firms smooth earnings? *Journal of Business* 76, 151-192.
- Griffin, P., Wallach, S., 1991. Latin American lending by major U.S. banks: The effects of disclosures about nonaccrual loans and loan loss provisions. *The Accounting Review* 66, 830-846.
- 林宏美, 1999. 「英米の銀行検査体制」『資本市場クォーター』2 (4), 68-79.
- 平田聡, 2003. 「3. DCFに基づいた引当計算の仕組み」『銀行実務』33 (1), 52-59.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G., Mathieu, R., 2003. Managirical incentives for income smoothing through bank loan loss provisions. *Review of Quatitative Fianance and Accounting* 20, 63-80.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G., Yang, D., 2004. Determinants of signaling by banks through loan loss provisions. *Journal of Business Research* 58, 312-320.
- Kay, R., Searfoss, D., 1989. Handbook of Accounting and Auditing. Warren, Gorham & Lamont Inc (監査法人トーマツ (監訳), 1993. 『アメリカ金融機関・会計実務ハンドブック』 中央経済社.)
- Kilic, E., Lobo, G., Ranasinghe, T., Sivaramakrishnan, K., 2013. The impact of SFAS133 on income smoothing by banks through loan loss provisions. *The Accounting Review* 88,



- 233-260.
- Kim, M., Kross, W., 1998. The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-offs. *Journal of accounting and economics* 25, 69-99.
- 金融庁検査局, 2005. 「米国における評定制度 (CAMELS) について」 (<https://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/f-20050217-2/01.pdf>).
- Lambert, R., 1984. Income smoothing as rational equilibrium behavior. *The Accounting Review* 59, 604-618.
- Liu, C., Ryan, S., 1995. The effect of bank loan portfolio composition on the market reaction to and anticipation of loan loss provisions. *Journal of Accounting Research* 33, 77-94.
- Liu, C., Ryan, S., 2006. Income smoothing over the business cycle: Changes in banks' coordinated management of provisions for loan losses and loan charge-offs from the pre1990 bust to the 1990s boom. *The Accounting Review* 81, 421-441.
- Liu, C., Ryan, S., Wahlen, J., 1997. Differential valuation implications of loan loss provisions across banks and fiscal quarters. *The Accounting Review* 72, 133-146.
- Lobo, G., 2017. Accounting research in banking - A review. *China Journal of Accounting Research* 10, 1-7.
- Lobo, G., Yang, D., 2001. Bank managers' heterogeneous decisions on discretionary loan loss provisions. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 16, 223-50.
- 間下聡, 2003. 「米国におけるディスカウント・キャッシュフロー (DCF) 方式による貸付査定手法の実務」『金融制度情報』5, 1-17.
- 三菱UFJリサーチ&コンサルティング, 2014. 「諸外国における金融制度の概要に関する調査」 (<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140603/01.pdf>).
- Moyer, S., 1990. Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. *Journal of Accounting and Economics* 13, 123-154.
- Nicoletti, A., 2018. The effects of bank regulators and external auditors on loan loss provisions. *Journal of Accounting and Economics* 66, 244-265.
- 日本銀行検査局信用機構室ニューヨーク事務所, 1998. 「銀行の不良債権およびその処理にかかるディスクロージャーの日米比較 (資料)」『日本銀行調査月報』1998 (9), 33-53.
- 日本銀行信用機構局, 1995. 「資料米国預金保険制度の概要と運用」『日本銀行調査月報』1995 (8), 53-84.
- 野々口秀樹・武田洋子, 2000. 「米国における金融制度改革法の概要」『日本銀行調査月報』2000 (1), 73-88.
- Office of the Comptroller of the Currency, 1998. Allowance for Loan and Lease Losses: Comptroller's Handbook. Office of the Comptroller of the Currency (<https://www.occ.treas.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/allowance-loan-lease-losses/pub-ch-allowance-loan-lease-losses.pdf>).
- Office of the Comptroller of the Currency, 2017. Rating Credit Risk: Comptroller's Handbook. Office of the Comptroller of the Currency (<https://www.occ.treas.gov/publications/publications-by-type/comptrollers-handbook/rating-credit-risk/pub-ch-rating-credit-risk.pdf>).
- Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, 2013. Uniform Agreement on the Classification and Appraisal of Securities Held by Depository Institutions (Agreement). Financial Institution Letters FIL-51-2013 (<https://www.fdic.gov/news/news/financial/2013/fil13051a.pdf>).
- Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, National Credit Union Administration, Office of Thrift Supervision, 2006. Interagency Policy Statement on the Allowance for Loan and Lease Losses. OCC Bulletin 2006-47 (<https://www.occ.gov/news-issuances/bulletins/2006/bulletin-2006-47a.pdf>).
- Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of Thrift Supervision, 2005. Interagency Proposal on the Classification of Commercial Credit Exposures. Federal Register 70, 15681-15688 (<https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2005-03-28/pdf/05-5982.pdf>).
- Ryan, S., 2012. Financial Reporting for Financial Instruments (Foundations and Trends in Accounting). Now Pub.
- 櫻田照雄, 1995. 『銀行ディスクロージャー—規制緩和と「自己責任」経営』法律文化社.
- 櫻田照雄, 2010. 「アメリカ銀行会計における償却・引当理論—日米比較の見地から」『阪南論集社会科学編』45 (3), 331-345.
- 佐藤満, 2017. 『融資業務再生の処方箋—米銀と邦銀の融資管理はどこが違うのか』金融財政事情研究会.
- Security Exchange Committee, 1986. Financial Reporting Release 28, Accounting for Loan Losses by Registrants Engaged in Lending Activities. Security Exchange Committee.
- Security Exchange Committee, 2017. Industry Guides (<https://www.sec.gov/files/industryguides.pdf>).
- Spong, K., 2000. Banking Regulation: Its Purposes, Implementation, and Effects. Federal Reserve Bank of Kansas City (<http://www.kc.frb.org/publicat/bankingregulation/RegsBook2000.pdf>).
- 高月昭年, 2001. 『米国銀行法』金融財政事情研究会.
- Treacy, W., Carey, M., 1998. Credit risk rating at large U.S. banks. *Federal Reserve Bulletin* 84, 897-921.
- Trueman, B., Titman, S., 1988. An explanation of accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research* 26, 127-139.

- Wahlen, J., 1994. The nature of information in commercial bank loan loss disclosures. *The Accounting Review* 69, 455-478.
- Wall, L., Koch, T., 2000. Bank loan-loss accounting: A review of theoretical and empirical evidence. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review* 85, 1-19.
- 横山昭雄, 1989. 『金融機関のリスク管理と自己資本 1990年代の金融機関経営の原点』有斐閣.
- 吉迫利英, 2002. 「FDICにみる米国預金保険制度の概要—わが国系統信用事業セーフティネットへの示唆—」『農林金融』55, 444-459.

●特集（1）

---

# 2016年度特別プロジェクト 「法廷会計学の創成－会計不正理論と実務教育 との融合－」最終報告

Report of the Special Project for FY 2016  
“Generation of Forensic Accounting: Integration of Accounting Fraud Theory  
and Practical Education”

特別プロジェクト代表

中島真澄（金沢学院大学）

委 員

麻生 幸（千葉商科大学）

阿部 孝（東北大学）

上野雄史（静岡県立大学）

榎本芳人（北海道大学）

正田 繁（明治大学）

中村元彦（千葉商科大学）

# 最終報告書：法廷会計学の創成 —会計不正理論と実務教育との融合—

## *Final Report, Generation of Forensic Accounting: Integration of Accounting Fraud Theory and Practical Education*

中 島 真 澄(金沢学院大学)

*Masumi Nakashima, Kanazawa Gakuin University*

### 論文要旨

本稿は、日本ディスクロージャー研究学会特別プロジェクト「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」として各メンバーが研鑽してきた内容を第17回研究大会で報告したものをまとめたものである。本プロジェクトの目的は、複雑化した資本主義社会において、負の連鎖としての不正を防止するため、会計学、経営学、法科学研究を結びつけ、最新知見の融合を図り、「法廷会計学」を創成し、会計不正の発生機構等理論を解明することであった。本プロジェクトでは、法廷会計士職には、会計および捜査スキルに加えて、法廷で専門的な証言を遂行し、その他訴訟支援契約に役立つための、法制度や秀逸な定量分析に関する生きた知識、およびコミュニケーション・スキルが必要不可欠となること(Crumbley et al. 2016, 1-3)、加えて、法廷会計士の存在によって、経営者による動機、正当化という不正のトライアングルの2要素を牽制する効果があると期待可能なことが明らかとなった。

### Summary

This is the final report that we presented the results that each member has discussed as a special project: *Generation of Forensic Accounting: the Integration of Accounting Fraud Theory and Practical Education* at the 17th Conference of The Japanese Association for Research in Disclosure. The purpose of this project is to combine research regarding accounting, auditing, management and law science to integrate new insight, to generate forensic accounting in order to prevent fraud as a negative chain in a complicated capitalist society, and to elucidate the theory such as the mechanism of occurrence of accounting fraud. We found the following: First, the forensic accountants need a knowledge on legal systems and outstanding quantitative analysis and communication skills to carry out a professional testimony in the courtroom and to help litigation support engagements in addition to accounting and investigative skills (Crumbley et al. 2016, 1-3). Second, it can be expected that the existence of a forensic accountant, who is a specialist who learns the fraud theory and possesses the skill to detect fraud and testifies in the court, works as a restraint that suppress a manager's motivation and rationalization, two factors of the fraud triangle.

## 1. はじめに

日本ディスクロージャー研究学会 (JARDIS) 特別プロジェクト「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」は、2016年12月に JARDIS 常任理事会および理事会の決議によって

設置され、2018年5月19日開催の第17回研究大会で最終報告を行った。本プロジェクトの目的は、複雑化した資本主義社会において企業経営の発展とともに出現した、負の連鎖としての不正を防止するため、会計学、経営学、法科学研究を結びつけ、各学問領域の最新知見の融合を図り、新

謝辞：本特別プロジェクト「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」は、日本ディスクロージャー研究学会2016年度特別プロジェクトの助成を受けた。ここに感謝を記したい。また、Forensic and Investigative Accountingの原著者Crumbley, D. L教授には適宜貴重かつ有益なコメントを賜り、われわれの研究を大いに進めることができた。ここに深謝したい。さらに、年次大会特別プロジェクト最終報告に貴重なコメントを頂戴した司会の亀川雅人教授、フロアから有用なご提言を賜った柴健次教授にお礼申し上げる。

興・融合領域である「法廷会計学」を創成し、会計不正の発生機構等理論を解明することであった。

当プロジェクト・メンバーは、次のとおりである。

代表：中島真澄（金沢学院大学）

麻生 幸（千葉商科大学）

阿部 孝（東北大学）

上野雄史（静岡県立大学）

榎本芳人（北海道大学）

正田 繁（明治大学）

中村元彦（千葉商科大学）

法廷会計学 (Forensic Accounting) とは、「民事に関わる弁護士が用いる情報や意見を作成したり、招集された場合に法廷での証言を提示したりするための知性集約型技法や会計およびビジネスのスキルを使用するもの」(Crumbly et al. 2017, 1-4)と定義しておく。法廷会計士 (Forensic Accountant) は、不正監査人に持ち合わせなければならない会計および捜査スキルに加えて、法廷で専門的な証言を遂行し、その他訴訟支援契約を支援するための、法制度や秀逸な定量分析に関する生きた知識、およびコミュニケーション・スキルを必要とする専門職 (Crumbly et al. 2017, 1-3) とする。

われわれは、会計不正が2015年に日本で起こったとき、会計不正の防止のため何ができるかを考え、米国における法廷会計学研究への着目という糸口を探りあてたのである。そして、当プロジェクトに先立ち、会計学、経営学、法科学、監査、非営利会計の各学問領域を専門的に研鑽してきた研究者が集まり、米国でも最もテキストとして浸透している著書に依拠して日本に法廷会計学導入を探るべく、研究をすすめた。本研究成果は、

2018年年次大会（横浜市立大学）で小冊子にして配布した。最終報告での小冊子では、第1章から第7章において現在の日本の法規制や制度の問題点および日本に法廷会計学を導入する場合解決すべき問題をそれぞれの専門領域から考察している。

第1章 中島真澄「The Significance of Forensic Accounting」

第2章 上野雄史「資格制度から考える法廷会計学の日本への導入」

第3章 麻生 幸「経営者不正から考える法廷会計学の役割」

第4章 正田 繁「従業員不正から考える法廷会計学の必要性」

第5章 阿部 孝「日本の法曹界現状から考える法廷会計の日本への導入」

第6章 中村元彦「フォレンジック監査、IT監査から考える法廷会計の日本への導入」

第7章 榎本芳人「非営利組織の不正から、法廷会計学の必要性」

本研究の貢献は、日本ではまだ学会、一般社会においてあまり知られていない法廷会計学を学会員に紹介し、不正の発生を防止する一施策としての「法廷会計学の創成」を提言するための資料を提示できたことである。

本最終報告書の残りは、第2節で学会最終報告時に配布した小冊子の各章の要約を示し、第3節では、最終報告でのシンポジウムでの概要を示す。そして、最後に結論を提示する。

## 2. 法廷会計の意義

本節では、各担当者による各章の要約および結論を示すこととする。Nakashima (2018)<sup>1)</sup> は、日本で法廷会計が必要な論拠として、内部統制報

告規制前後における利益の質の変化と、内部統制規制の直接報告と間接報告との関係に関するメタ分析およびSeda and Kramers (2014) による世界における法廷会計教育分析の2つから論述している。メタ分析によれば、直接報告を規定としている米国、メキシコ、ドイツでは利益の質は向上しているけれども、間接報告を規定している日本では利益の質は変化していない。このメタ分析結果から、間接報告により内部統制システムが十分に機能していない可能性が高いことを示している。

また、Nakashima (2018) では、Seda and Kramers (2014) に依拠して、日本に対面式の法廷会計学の授業が開講されていないことを示している。法廷会計学が日本で開講されていないことにより、経営者倫理や不正理論を系統立てて学修する機会が欠如していると言う。このような状況により、日本では経営者に低い倫理基準が適用され、結果的に会計不正が増加しているのではないかと予想できる。会計不正を検出するスキルを学修させる法廷会計学が日本において醸成されれば、経営者に対して適正な内部統制システムの整備を奨励することになる。また、会計不正と対峙する法廷会計士の存在自体は、経営者が会計不正に関与するインセンティブや正当化を牽制する役割を果たすことも期待できる。日本で間接報告式を維持するとするならば、大学で会計不正の防止、検出、調査に役立つ法廷会計の教育を提供し、法廷会計の専門家の養成を奨励すべきと結論づけている。

上野は、法廷会計士になるためにはどのような学修が必要で、法廷会計士とはどんな職業なのかを示している。また、法廷会計士に関する具体的な資格の種類や取得方法についての情報も網羅的に提示している。上野は、法廷会計士が、単なる法律的な要素と会計的な要素を組み合わせたもの

ではなく、さまざまな、広範な知識と経験が必要とされる職業専門家であること、法廷会計学の領域は会計、監査、心理学、犯罪学、コンピュータ・フォレンジック、および訴訟支援を含んでいるので、一般に不正監査よりも幅広いことを伝えている。さらに、上野は、法廷会計士にはより幅広い視野、知識が求められるだけでなく、通常の公認会計士とは異なった資質として、帳簿と財務書類に不正が含まれていると考えて調査を実施することを示している。このことから、法廷会計とは、通常、不正調査を前提としない財務諸表監査業務とは全く異なると論じている。こうして、上野は、われわれに法廷会計士が担当する不正には、単なる会計不正だけではなく、金銭に絡んだあらゆる取引の不正が範囲に含まれ、法廷会計士の業務範囲の広さを認識させている。

麻生は、経営者不正を検討した。経営者には、どのような製品やサービスを市場に供給するのかという事業目的を設定、従業員にたいして様々な誘因を提供し目的達成につながる行動を引き出すという従業員管理、加えて責任と権限を組織して体系的な協働行動を引き出すという管理者の管理という課題があることを示している。このような困難な課題に挑戦する経営者にも誘因が必要であり、金銭的報酬や物的資源の供与などが誘因となる。より大きな誘因は社会的地位が優越や威信を有する支配的権力である。もちろん社会に貢献する理想の追求も誘因となる。麻生は、経営者にとって誘因はさまざまであるが、誘因が個人の理想の追求であれば不正の余地は少ないが、社会的優越や威信の獲得となると、何らかの自制を促す精神や制度的牽制が働かなければ不正がなされると説いている。

さらに、麻生は、経営者が企業の成果よりも個人の動機の満足を優先する機会は常に存在するため、何らかの牽制が働かなければどこでも不正が

なされるという。理想的な牽制は、個人の倫理観によるものであるが、個人の倫理を制度的に保証することはできない。制度的には監査役監査や内部統制、公認会計士監査などがあるが、いずれも不正の発見に十分な機能を発揮しているとは言えない。外部取締役の重用も同様である。よって、麻生は、内部告発が有用であると指摘している。ただし、内部通報には公益とは言えない告発が多く含まれているとも指摘している。経営者の不正は経営者がなすべき課題が個人的な動機満足的手段になることを意味し、企業の社会的正当性を危うくする。したがって、経営者の不正を素早く発見あるいは予知していくことは極めて重要であると説いている。経営者の不正もその多くは会計上のデータに反映される。会計データに現れた数値の異変を分析し、不正の兆候を予知し、経営者の倫理を高揚する法廷会計学の発展が求められる所以であると結論づけている。

正田は、従業員不正を検討した。従業員の不正を考える上で最も重要な点は業務上の不正を正確に認識することであると示している。従業員の不正では予防が最大のリスクマネジメントである。このためには、法廷会計学の教育範囲を社会人や大学生だけではなく、高校生まで拡大すべきである。社会人として、どんな行為が不正につながるかを理解すれば、意図しない不正を犯すリスクは少なくなる。ビジネスの世界では、企業にとって利益になる行為であっても、違法となることが極めて多いと述べている。

正田によれば、私利私欲のために意図して不正を犯せば犯罪になることは誰でも知っている。しかし、仕事を一所懸命やれば、それだけ不正を犯すリスクも高まる事実を知る人は極めて少ない。今、日本企業に求められていることは、不正の予防、発覚した不正の適正な処分と公表、そして不正リスクの理解である。これらの目的のために法

廷会計学は、多くの日本の企業の中で重要な役割を担うと示している。

阿部は、法科学の観点から法廷会計学を考察した。弁護士とクライアント間における利害対立が明白な場合には、クライアントの信頼を最大化することが難しいと言う。弁護士とクライアントの間における利害対立が明らかになれば、判事や陪審員は弁護士に対する信用性に疑問を抱くことになるため、利害対立を回避することが極めて重要であると言う。阿部は、法廷会計士を、会計および財務関連訴訟で弁護士がやろうとしてやり切れていない職域を、弁護士資格を有していない公認会計士が、会計の専門知識、法廷会計スキル、コミュニケーション能力で処理していく専門家として提示している。法廷会計スキルのある公認会計士が、クライアントと弁護士の間に入り、十分に情報の共有をはかり、信頼関係を構築するとともに、交渉能力を最大限に発揮し、その希望に添う行動をするのが法廷会計士であると言う。阿部によれば、当該コミュニケーションには、情報共有能力、信頼関係構築能力、交渉能力が当然含まれ、弁護士の支援業務に甘んじない活躍が期待される。そのため、法廷会計学を醸成し、法廷会計士の育成が急務と結論づけている。

中村は、コンピュータ・フォレンジックに焦点を合わせて考察した。コンピュータ・フォレンジックやデジタル・フォレンジック分析という用語は、サイバー攻撃の調査や犯罪捜査などで利用されることが多く、公認会計士等における会計監査の分野では、これらの用語は一般的には利用されないと言う。しかしながら、中村は、フォレンジック監査の考え方は、不正に対する監査証拠として有用であるとともに、裁判における証拠としての証拠力も考慮しており、今後の会計監査に関する訴訟の増加の可能性を考慮すると日本において研究する意義はあると説いている。特に、フォレ

ンジック監査における問題発見の手法など、会計監査においても一定の親和性があり、会計監査における深度ある監査につながる可能性も高い。また、不正の予防としても証拠として保全されていることは有効であり、この点も意義があると中村は考えている。これらのことは会計監査に限定されず、内部監査でも同様であり、企業においても証拠として保全をするという考え方は重要な意味を持つ。法廷会計学の日本における普及は、外部監査における監査人のみならず内部監査など企業においても有効であるため、今後の普及に期待すると述べている。

榎本は、非営利組織の不正に焦点を合わせて法廷会計学の意義を検討した。非営利組織は、営利を目的とすることなく、利用者の生活に欠かせないサービスを提供しており、利用者の生活にとって重要かつ大きな意義を有するが、非営利組織も、不正からは無縁ではないことを示している。榎本によれば、会計検査院は、毎年度、決算検査報告を作成し、行政機関などによる不当な公金の使用などについて指摘を行っている。また、医療法人による公的医療保険に関する診療報酬の不正請求(Enomoto 2017, 24)や、社会福祉法人などによる介護保険に関する介護給付費の不正請求も多い。

榎本は、非営利組織の不正発生の原因として、「非営利組織の最上位者、上位管理者以外のその他職員が不正に関与している場合の不正の発生原因は、内部統制の不備である」、「非営利組織の最上位者または上位管理者が不正に関与している場合の不正の発生原因は、ガバナンスの欠陥である」の2つの仮説を設定し、先行研究に基づいて検証を行った。その結果から、非営利組織における不正の防止のためには、あらゆる非営利組織に、可能な限り内部統制報告制度および内部統制監査を法制化することを提唱している。そして、法廷会

計は、非営利組織の不正を対峙すべく、(1)非営利組織における不正の発見、(2)内部統制およびガバナンスの構築支援、および(3)非営利組織の職員などへの研修という貢献ができるので、日本に法廷会計を早急に導入する必要があると結論づけている。

### 3. シンポジウムで議論した法廷会計を取り巻く4つの論点

第17回研究大会では、亀川雅人教授(立教大学)を司会にお迎えし、特別プロジェクト「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」の最終報告として、(1)なぜ法廷会計学が日本で必要と思われるか、(2)日本の法廷会計学は、米国の法廷会計学とどこがどのように異なってくるのか、(3)日本で法廷会計学を醸成させるとして独自性はあるのか、(4)法廷会計には普遍的な理論はあると思われるかの4つの論点に焦点を合わせてシンポジウム形式で議論を行った。以下はその内容の概要である。

#### 3.1. 解題

前節でも示したように、法廷会計学とは、会計および捜査スキルに加えて、法廷で専門的な証言を遂行し、訴訟支援契約を支援するための、法制度や秀逸な定量分析に関する生きた知識、およびコミュニケーション・スキルを必要とする学術領域(Crumbley et al. 2017, 1-3)であり、法廷会計学は、捜査会計と訴訟支援に分類することによって理解しやすくなる(AICPA 1986)。法廷会計学という用語自体は、法廷会計学の歴史および概要を示した研究にさかのぼる。Crumbley et al. (2017, 1-9)は、Lourie (1953)を引用し、会計士は、法廷会計、すなわち証言技術等を修学するためにはロー・スクールに入学する必要はない



こと、大学が法廷会計に関する訓練を提供すべきであり、法廷会計の参考文献およびテキストは学生のために示されなければならないことを示している (Lourie 1953)。

また、フォレンジック監査は、一般的な財務諸表監査とは異なるものである。財務諸表監査は、サンプリングで行われるが、フォレンジック監査は、あらゆる取引をみるわけではない。そのため、フォレンジック監査は、相当な時間がかかるもので、費用もかかる (Crumbley et al. 2017, 1-5)。さらに、Crumbley et al. (2017)は、Durkin (1999)を引用して、法廷会計監査には、重要性に基づく契約範囲に制限がない、証拠として、サンプリングを受け入れない、経営者は誠実であるという想定をしない、最善の法的証拠を追求する、証拠基準 (the evidential matter standard) が要請された場合、証拠規則 (the rules of evidence) とを組み合わせるものであることも示している (Durkin 1999)。表1は、監査、不正検査、法廷会計の比較を示したものである。

### 3.2. 日本における法廷会計学の必要性

Nakashima (2018) によれば、米国では、SOX法が制定される前に内部統制システムは存在していた。企業側は、大型コンピュータの導入により、競争によって監査費用の低減化を図ることができた。同時に、外部監査人側も、その監査費用の低下に伴い、経営者の内部統制システムに依存するようになり、その結果、エンロン社やワールド・コム社の会計不正を招き、内部統制報告が制定されたという歴史的な背景が米国にある。一方で、監査人の役割に不正の検出があるのかについても議論されるようになっていく。財務諸表監査は、一般的に、すべての取引をみるのではなくサンプリングで行われる。したがって、不誠実な経営者が内部統制システムを不当に利用することは可能であった。日本では、2008年に内部統制報告が法規制化されたが、米国における不正に至るまでの教訓を学んでいなかったと指摘している。すなわち、監査報酬の高額化を回避するために内部統制監査に対して間接報告方式が採用されたと思

表1 監査、不正検査および法廷会計の比較

特徴	監査	不正検査	法廷会計
時間視点	過去	過去	将来および過去
主要な焦点	期間	対応	適及的かつ継続的
調査範囲	狭い	狭い	広範囲な領域
主要な作業完成物	監査意見	不正事例報告書	フォレンジック監査報告書
主要な責任者	監査契約企業および一般社会	搾取された団体	依頼人あるいは第三者団体
指針	細則基準 (Rules-based)	原則基準 (Principle-based) ; 監査基準のもとでは、細則基準	原則基準 (Principle-based)
報告書の目的	GAAPに準拠しているかどうかを保証	不正実行者の識別	不正リスク評価と戦略サービス
専門上の立ち位置	敵対者相互間関係なし	敵対者相互間関係あり	敵対者相互間関係あり・なし

出所：Crumbley et al. (2017, 1-6) の表1.0を中島が日本語訳したものである。

われるが、こうした間接報告方式では、経営者が内部統制システムを操作した場合には不正の検出は不可能となる。したがって、日本が現行の内部統制報告制度を維持した場合は、法廷会計士によるフォレンジック監査を実施して、不正を検出することが必要となるのではないかと述べている。

上野によれば、不正会計だけでなく、不正防止のためのニーズが拡大しており、The 2018 Global Fraud and Identity Reportなどでも明らかにされているように、不正はグローバル化、デジタル化し複雑化している。そうした中で、専門職を設けて対応しなければ、もはや対応が難しくなってくると考えられると言う。

麻生によれば、経営者は、株主のみならず、顧客や従業員、取引業者などの対立を含む利害関係者等とのバランスのとれた統合を要求されている。経営者には、私的な欲求の優先を抑制した誠実な行動が求められているが、経営者といえども物質的、非物質的な個人的欲求を持たざるを得ない。その欲求が経営を手段とする時に経営者の不正が発生すると言う。麻生は、粉飾を暴き、真実を伝えて不正を告発することによって経営者のさらなる不正を牽制することが重要となると言う。とりわけ日本の企業は、経営者の不正が企業防衛のためとして正当化され、企業ぐるみの不正となる場合が多い。法廷会計学の発展によってこうした不正を抑止する必要があると述べている。

中村によれば、会計不正において、第三者委員会による調査が行われることがよく見られるが、第三者委員会の調査報告書ではデジタル・フォレンジックなど法廷会計学の考え方が利用されているが、会計監査の現場では、監査の結果を受けて裁判が発生するという意識は必ずしも高くない。しかしながら、フォレンジック監査の考え方は、不正に対する監査証拠として有用であるとともに、裁判における証拠としての証拠力も考慮して

おり、今後の会計監査に関する訴訟の増加の可能性を考慮すると日本において研究する意義はあると述べている。また、不正の予防としても証拠として保全されていることは有効であり、この点からも法廷会計には意義があると示している。

榎本によれば、非営利組織は、利用者の生活に影響を及ぼす組織であり、かつ公共の利益のために存在しているはずの組織であるが、現実的には、不正が営利組織と同様に発生していると言う。すべての非営利組織が公認会計士監査の対象になっているわけでもなく、また、非営利組織の監査等を行う行政職員も必ずしも監査の専門家ではないため、非営利組織の不正の発見・防止のために、法廷会計学が日本で必要であることを提示している。

### 3.3. 日本における法廷会計学と米国の法廷会計学との差異

米国公認会計士の数は、664,532名（2016年4月現在）であるが<sup>2)</sup>、日本の公認会計士数は31,180名（2018年11月現在）<sup>3)</sup>であり、米国の数と比較すると日本の数は非常に少ない。そのため、中島は、公認会計士の資格を有したうえで法廷会計士の資格という米国の資格制度にしてしまうと、法廷会計士の養成が困難になってしまうので、弁護士、公認会計士などに、試験制度よりも学修方式でフォレンジック・スキルを修得させる資格制度を提案している。

上野も、日本の公認会計士数は米国の公認会計士数と異なるため、資格を乱立させて競争させることによって品質を確保するというアプローチは困難であることから、日本公認会計士協会や日本弁護士会などの各士業団体が協力しながら法廷会計に関する品質保証を行うというような資格制度を確立することが望ましいと述べている。

麻生によれば、日本企業の経営者不正が法廷に

において裁かれる事件は、背任や横領あるいは会社法関連の違反事件のようなものがあり、これらは多くの場合、粉飾を含めて会計上の記録が残されていると言う。これらの記録を分析し、不正を正す公正な判断へと導くのが法廷会計士の役割である。麻生は、日本は米国のように裁判によって多くの問題の解決を求めるといふ風土ではないが、法廷会計士の存在によって訴訟となった場合の結果を予測することができれば、不正の抑制に効果があると述べている。

中村によれば、第三者委員会における調査では、大手監査法人から多くの公認会計士を含むメンバーが参加してフォレンジック分析を実施し、海外のフォレンジック調査用ソフトウェアの利用も記載されることが多い。中村は、日本におけるフォレンジック監査の手法は、海外の手法を大手監査法人が中心に利用しており、必ずしも確立されたものはなく、品質管理がどのようになっているかは差が生じている可能性があると考ええる。また、公認会計士等による会計監査での適用については、米国の動向も含め、今後の検討課題とすべきであるとしている。

榎本によれば、日本の非営利組織については、公認会計士監査の対象となっていないものも多く存在する。この背景には、たとえば、和歌山県において、収益10億円以上または負債20億円以上の社会福祉法人が平成25年度末時点で24法人であると推計されるのに対して、公認会計士の数は平成28年4月30日現在で30人に過ぎない。特に大都市以外の県において公認会計士の数が少ないことがあるものと考えられる。したがって、榎本は、日本に法廷会計学を導入した場合、当初は、本来の役割である不正の発見よりは、不正を防止する内部統制の整備といったコンサルタント的な役割や不正防止に向けた研修の講師といった教育的な役割が多く求められると述べている。

#### 3.4. 日本で法廷会計学を醸成させた場合における独自性

中島は、わが国と米国では、司法制度に差異があるし、会計士の数にも日米でも差異があるため、不正検出するためのフォレンジック監査・捜査スキル、法廷で必要な証言および証拠を提示できるコミュニケーション・スキルを修学させて法廷会計士という独自の資格を創成することを提案している。BIG 4は、法廷会計監査が警察の調査と類似したものであると示し、企業が自発的に法廷会計監査を有するべきであると提案している (DiPiazza et al. 2006)。すなわち、企業は、3年あるいは5年ごとに当該法廷会計監査を有することが要請されるか、さもなければ抜き打ちで当該監査に直面することになる。法廷会計監査とは、電子メールを含んだ企業のすべての記録を調査し、もし必要であれば、すべての従業員に質問をし、宣誓のもとで声明を要請するものといわれている (DiPiazza et al. 2006)。

上野は、日本の独自性というのは基本的にはないと考えている。不正の手段や方法などは万国共通する部分が多いからである。ただし、不正の発生原因として、日本の会社組織の在り方に起因するところも大きいと考えられ、こうした点に日本独自の部分が生じると考えている。

麻生は、日本では会計上に顕在化した不正を分析して、判決の根拠とするための人材が養成されておらず、法曹に関わる人々の努力に依存していると言う。訴訟における会計上の証拠を分析する専門的な理論と法廷会計士という人材養成そのものが日本独自の性格を有することになると述べている。

中村は、会計不正自体は日本に限定されるものではなく、共通する部分が多いと言う。ただし、不正における日本の特徴となるものがあれば、その点に関して独自性があると考えている。たとえ

ば、米国と比較すると、米国では訴訟となる可能性が日本よりも高く、公認会計士等による会計監査では、監査報酬が米国よりも低いという特徴があり、日本独自の研究の必要性はあると述べている。

榎本は、日本における非営利組織に対する法廷会計学の適用を考えた場合には、法廷会計学の知見は、特に監督官庁において活用されるべきであると示している。具体的には、(1)法廷会計学の知見による監督官庁の指導監査における新たな不正検出方法の開発、(2)非営利組織に対する指導監査への法廷会計士の導入による指導監査の頻度の向上、(3)非営利組織に対する指導監査に携わる職員への法廷会計士による研修が行われるべきであると述べている。

### 3.5. 法廷会計学における各専門領域横断する普遍的な理論

中島は、会計不正理論における究極の理論として不正のトライアングル（Cressey 1953）を示している。中島は、この不正のトライアングルの3要素（動機、機会、正当化）のうち1つでも防衛できれば、不正が防止できることを教育で浸透させるべきであり、当該基本的な会計不正理論を学修できる機会として法廷会計学を醸成させていくべきだと言う。

榎本は、「飽くなき真実の追求」が法廷会計学の理論的な支柱となるものであると考えている。法廷会計士の役割は、単に不正について法廷において証言を行うことから、不正の検出そのものに拡大されている（Crumbley et al. 2017）。この不正検出は、仮に不正が発生した組織が営利組織であれ非営利組織であれ、不正を働いた者が経営者であれ従業員であれ、不正検出の方法が面談であれIT監査であれ、飽くなき真実への追求によって可能となると示している。

一方、上野によれば、法廷会計学が、新興の学問と比較して行動経済学などと同じような学問体系を形成するためには、あまりにも実務に近すぎ、普遍的な理論が見出しにくい構造があると言う。現状、不正やそれに関連する事項を取り扱っているのが法廷会計学であり、実務色が強い分野になっていると言う。会計学が帰納的な実践知から生み出されてきたように、法廷会計学の理論的な確立にはまだ実証的な研究、理論的な研究が不足していると述べている。

また、麻生によれば、それぞれの領域において、企業における不正の局面の分析がなされているが、企業は結局のところ人による意思決定と行動の集積である。不正は暴かれ、防止されなければならないが、人はまた、意思決定の場面でも、自己の欲求に動かされるものである。不正を知りつつも不正な行為をなす事例すらあるという事実に基づいた法廷会計学の理論が要請されるという。

中村も、法廷会計において、証拠の保全は、単に法廷上の問題に限らず、実態を明らかにするために重要なことであるため、単にITを駆使するだけでは足りず、理論形成に、法律的な面、コミュニケーション、企業のビジネスモデルの理解など横断的な知識やスキルが求められ、必要に応じてチームとしての対応が必要となると指摘している。

## 4. 結論

本最終報告書では、プロジェクト期間中に各メンバーが研鑽した研究の概要を示すとともに、年次大会で実施したシンポジウムでの報告内容を提示した。最後に結論を述べたい。法廷会計士職には、会計および捜査スキルに加えて、法廷で専門的な証言を遂行し、その他訴訟支援契約を支援するための、法制度や秀逸な定量分析に関する生き

た知識、およびコミュニケーション・スキルが必要不可欠となることがわかった。また、不正の理論を学び、不正を検出するスキルを有し、法廷で証言する専門家である、法廷会計士職の存在によって、経営者による動機、正当化という不正のトライアングルの2つの要素を牽制する効果があると期待できることが明らかとなった。

Frey and Osborne (2013, 26-27)によれば、AI(人工知能)の時代になってコンピュータに代替されない職業に必要なスキルは、社会的知性(Social Intelligence)、創造力(Creativity)、認知力および操作力(Perception and Manipulation)の3つのスキルであると指摘している。AIで可能な定型的な会計業務や監査業務を行っていく限り、Frey and Osborne (2013, 69)が示しているように、会計士および監査人は94%の確率でAIに代替される職業である可能性が高いといえるかもしれない。しかしながら、法廷会計の知識、フォレンジック・スキルを有する会計士および監査人は、ビッグ・データを処理可能なフォレンジックで不正を検出し、法廷で証言をする社会的コミュニケーション能力を有し、AI時代において活躍可能な職業といえると信じる。

本プロジェクトは、不正の発生を防止する一施策として「法廷会計学の創成」を学会員に提案しただけで、不正を対峙する長い研究過程としてはまだ始まりに過ぎない。われわれは本プロジェクトを基盤として、米国の教訓を活かしながら、今後も法廷会計学創成のため研鑽を継続していかなければならない。

#### 《注》

- 1) 中島(2010)では、米国に上場する日本企業がサーベンス・オクスリー法(Sarbanes-Oxley Act of 2002, SOX法)施行後利益の質が向上したのか、Nakashima(2015)では、日本の上場企業が、内部統制報告規制(金融商品取引法:JSOX)導入後、裁量行動と財務報告の質が変化したのかを

それぞれ検証した。その結果、米国上場日本企業の結果は、英語圏諸国の研究結果と整合し、SOX法適用後、経営者は、会計的裁量行動から実体的裁量行動へと経営行動を変化させていたことがわかった(中島 2010)。一方、日本企業については、JSOX以降内部統制システムが整備されて利益の質は向上したものの、経営者の裁量行動について変化がなかったという結果を導出した。日本の実証結果が英語圏諸国の結果とは整合しないという結果は、日本ではガバナンスがあまり機能していないからではないかと主張した(Nakashima 2015; Nakashima and Ziebart 2015)。企業に有効な内部統制が実施されていれば、不正に関与する機会が減少するはずであった。したがって、日本における会計不正の発生は、日本企業において内部統制が形骸化し、会計不正の機会を防御できていないからではないかと予想したのであった。

- 2) NASBA (National Association of State Boards of Accountancy), 2016. NASB Releases Official CPA. <https://nasba.org/blog/2016/05/24/nasba-releases-official-cpa-population-statistic/>
- 3) 日本公認会計士協会, 2018. 概要/会員数. <https://jicpa.or.jp/about/outline/>  
<https://jicpa.or.jp/about/0-0-0-0-20181130.pdf>

#### 《参考文献》

- The American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 2002. Statement of Auditing Standard No. 99 (SAS 99). AU Section 316 Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit (Supersedes SASNo.82.). Source: SAS No. 99; SAS No. 113.
- Cressey, D.R., 1953. Other People's Money. Montclair: Patterson Smith, 30.
- Crumbley, D. L., Fenton, E. D. Jr., Smith, G. S., Heitger, L. E., 2017. Forensic and Investigative Accounting (8th Edition). CCH.
- DiPiazza, S. A., Rake, M.D., McDonnell, D., Samyn, F., Parrett, W. G., Turley, J., 2006. Global Markets and the Global Economy: A Vision from the CEOs of the International Audit Network. November 2016, [http://www.cybsoc.org/CEO\\_Vision.pdf](http://www.cybsoc.org/CEO_Vision.pdf)
- Durkin, R.L., 1999. Defining the practice of forensic accounting. CPA Expert (Special Edition, 1999).
- Enomoto, Y., 2017. Is the accounting in non-profit organizations in Japan appropriate? A focus on a case of medical care facility fraud. ARIMASS研究年報, 15: 19-42.
- Frey, C.B., Osborne, M. A., 2013. The future of employment: How susceptible are jobs to computerization? Technological Forecasting and Social Changes. September 17. [https://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The\\_Future\\_of\\_Employment.pdf](https://www.oxfordmartin.ox.ac.uk/downloads/academic/The_Future_of_Employment.pdf)
- Lourie, M., 1953. Forensic Accounting. New York CPA,

- November 1953, 696-705.
- 中島真澄, 2010. 『利益の質とコーポレート・ガバナンス』, 白桃書房.
- Nakashima, M., 2015. Earnings Management and Earnings Quality. Hakuto Shobo.
- Nakashima, M., 2018. Why should the forensic accounting be needed in Japan?: Toward a no accounting fraud community. Meiji Business Review, 65 (1):129-146.
- Nakashima, M., Ziebart, D.A., 2015. Did Japanese-SOX have an impact on earnings management and earnings quality? Managerial Auditing Journal, 30 (4/5):482-510, doi: 10.1108/MAJ-06-2013-0890.
- Seda, M., Kramer, B., 2014. An examination of the availability and composition of forensic accounting education in the United States and other countries. Journal of Forensic and Investigative Accounting, 6 (1): 1- 46.
- U.S. House of Representative, 2002. The Sarbanes-Oxley Act of 2002, Public Law 107-204[H.R.3763]. Washington, DC: Government Printing Office.



## なぜ、日本において法廷会計学が必要なのか？ —非営利組織における不正防止の観点から—

### *Why Is Forensic Accounting Necessary in Japan? : From the Viewpoint of Fraud in Non-Profit Organizations*

榎本 芳 人(北海道大学)  
*Yoshihito Enomoto, Hokkaido University*

#### 論文要旨

本論文では非営利組織における不正について、その実態を明らかにしたうえで、非営利組織における不正の発生原因に関して、仮説1：非営利組織の最上位者、上位管理者以外の他の職員が不正に関与している場合の不正の発生原因は、内部統制の不備である、および、仮説2：非営利組織の最上位者または上位管理者が不正に関与している場合の不正の発生原因は、ガバナンスの欠陥である、という2つの仮説を設定した。そして、日本および米国の先行研究を中心とした各種文献により検証することにより、仮説の検定を行い、両仮説について支持することができるとの結論を導いた。その上で、非営利組織における不正の発生防止のための方策として、すべての非営利組織について、可能な限り内部統制報告制度および内部統制監査を法制化することを提唱した。

また、法廷会計学は、非営利組織の不正に立ち向かうにあたり、非営利組織における不正の発見という面、内部統制およびガバナンスの構築支援という面、および、非営利組織の職員などへの研修という面、という3つの面から貢献を行うことができると考えられることから、日本において早急に導入される必要がある。

#### Abstract

This study clarifies the actual situation of fraud in non-profit organizations and develops two hypotheses: H1: Cause of fraud in cases of the involvement of staff other than top management and high-level managers is the inadequacy of internal control, H2: Cause of fraud in cases of the involvement of top management and high-level managers is the defect of governance. It tests the hypotheses by reviewing existing literature such as prior studies in Japan and the U.S., and concludes that the two hypotheses are supported. In addition, it proposes to legislate internal control reporting system and internal control audit for all non-profit organizations as long as possible as a measure to avoid fraud in non-profit organizations.

Moreover, it insists that forensic accounting should be introduced in Japan as soon as possible because it can contribute to fight against fraud in non-profit organizations in following ways: first, it can detect fraud in non-profit organizations, second, it can help non-profit organizations to establish internal control and governance, and third, it is useful for the training of staff in non-profit organizations.

---

謝辞：本研究を行うに当たっては、日本ディスクロージャー研究会特別プロジェクト「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」の中島真澄教授をはじめとするプロジェクト・メンバーの先生方との議論の中で、多くの知見を得ることができました。この場をお借りして、改めて御礼申し上げます。

## ●特集（2）

---

# ガバナンスがディスクロージャーに与える影響

### 1. ガバナンスがディスクロージャーに与える影響

円谷昭一（一橋大学）

### 2. 外国人投資家とディスクロージャー研究

岩崎拓也（関西大学）

### 3. コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み

染谷浩史（金融庁総務企画局企業開示課）

2018年5月19日（土）に横浜市立大学金沢八景キャンパス YCU スクエアにおいて、第17回研究大会（準備委員長：中條祐介氏）が開催され、統一論題セッションのテーマは「ガバナンスがディスクロージャーに与える影響」と設定されました。統一論題シンポジウムでは、円谷昭一氏（一橋大学）を司会とし、同氏と岩崎拓也氏（関西大学）、染谷浩史氏（金融庁総務企画局企業開示課）よりパネリストとしての報告がありました。最優秀論文賞受賞記念講演を挟んだ後、統一論題・ディスカッションが行われ、フロアからの質問・コメントを含め活発な討論となりました。

特集（3）では、当日の報告要旨集に掲載されたものに対して、円谷昭一氏と岩崎拓也氏により加筆された要旨と、染谷浩史氏による注記を加えた要旨を掲載しています。



# ガバナンスがディスクロージャーに 与える影響

円谷 昭一 (一橋大学)

## 1. はじめに

日本ではこの数年、コーポレート・ガバナンスをめぐる諸制度の新設・改訂が進んでいる。その背景には日本のコーポレート・ガバナンスの特殊性への海外からの批判があったと考えられる。これは良い悪いの問題ではなく、あくまでも客観的に世界と比べてみて特殊性がある、という意味である。たとえば、社内者によって占められている取締役会、買収防衛策の導入企業の多さ、親子上場企業や政策保有株式の存在などが挙げられよう。日本の主要企業の海外進出は一層進み、日経225の構成企業の海外売上高比率が50%を超え、さらに資本の移動もグローバル化して外国人株主比率が40%近くにまで増えている中で、コーポレート・ガバナンスも世界水準を求める声が海外機関投資家を中心に高まってきていた。

これに拍車をかけたのが、相次ぐ企業不祥事やROE（自己資本利益率）に代表される日本企業の資本生産性の相対的な低さである。「日本企業の収益性が悪いのはガバナンスが悪いからだ」という世界の声に日本は抗しきれなくなっていたと言える。経営陣の報酬も固定給が中心であり、こうしたガバナンス体制が日本企業の改革の足枷となっており、結果として世界の変化のスピードから取り残されているという批判が高まってきていた。

こうした批判を受け、社外取締役について言えば、会社法の改正や証券取引所規則の改正、コーポレートガバナンス・コードの導入などによって、上場会社に社外取締役の選任を促すための施策が矢継ぎ早に打たれた。その結果として、東証1部上場会社のうち独立社外取締役を2名以上選任している比率は（ガバナンス・コード導入前の）2014年が21.5%であったのに対し、2018年には91.3%にまで達している（東京証券取引所「独立役員を選任状況等」）。

本稿ではこうした諸改革の現状を報告し、今後の展望について私見を述べたい。ただし、一言で“コーポレート・ガバナンス”といってもその範囲は極めて広いため、社外取締役、役員報酬、中期経営計画・資本コストに焦点を絞り、ディスクロージャーという横串を通しながら概観する。

## 2. 取締役のスキルの開示

上述したように、上場会社の社外取締役の人数は確実に増えてきている。今後の論点は“数”から“質”へと移っていくと思われる。そもそも社外取締役の質とは何なのかを明らかにしなければならないが、米国の開示情報を俯瞰すると、それを“スキル”だと考えていると推察できる。日本では社外取締役そ

それぞれ個人に高い平均能力を求める風潮があるが、米国では各取締役がある特定のスキルに秀でており、それぞれが秀でたスキルを持ち寄ることで取締役会全体としてバランスよくスキルが保たれ、結果として取締役会の質を担保していこうと考えているようである（少なくとも開示情報からはそのような意図が伝わってくる）。実際に、スキル・マトリクスまたはスキル・ダイバシティと呼ばれる表1のような表によって各取締役がどのようなスキルを保有しているかを開示する米国企業は少なくない。

表1 スキル・マトリクスの開示例

スキル・パーソナリティ	取締役名	A氏	B氏	C氏	D氏	E氏
財務・会計		●	●		●	●
金融			●	●	●	
CEOの経験		●			●	●
グローバルビジネス			●	●		●
法務		●		●		
テクノロジー						●
ジェンダー				●	●	
人種・民族		●	●			●

出所：円谷研究室作成

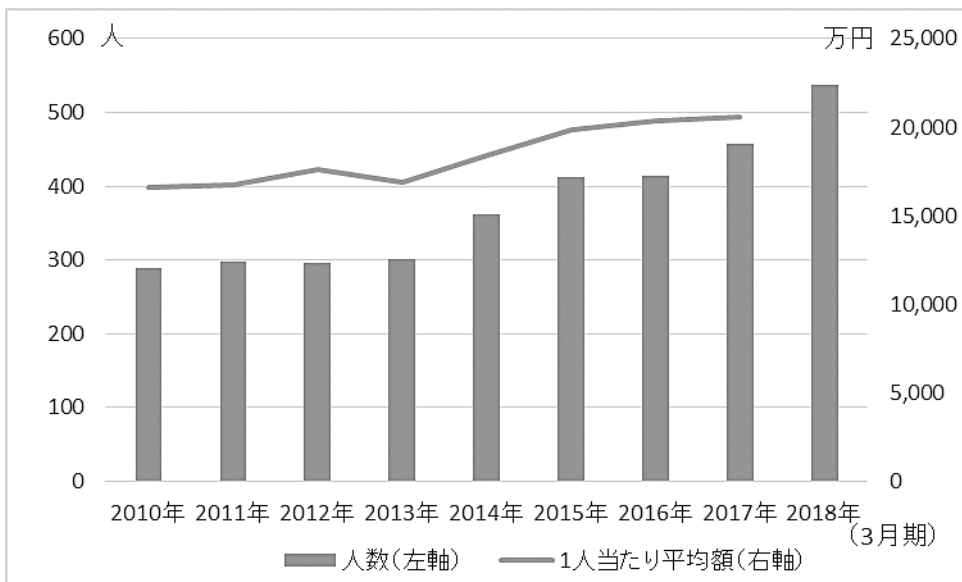
あくまで表1は例であり、各社によって採用されているスキルも異なり、必ずしも表形式で開示していない企業もあるが、米国企業では取締役会全体の能力のバランスを重視し、それに関する情報開示も充実している。日本では女性取締役や外国人取締役の少なさが議論の俎上に載ることが多いが、コーポレートガバナンス・コード（2018年6月）では「取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである」（原則4-11）と述べられている。つまり、まずは知識・経験・能力の全体としてのバランスが重視されており、その上でジェンダーや国際性の両立がなされればより一層によい、とされている。なお、米国企業では採用されているスキル項目は各社で異なっているが、その中でも「財務・会計」「技術」「経営経験」「法務・リスク管理」「国際経験」の5項目は多くの企業で採用（重視）されている項目であり、日本においても今後はこうしたスキルを持つことが社外取締役の要件となってくる可能性がある。

円谷研究室では全上場会社の直近の招集通知を対象にして、日本企業のスキル・マトリクスの開示状況を調査した。その結果、8社で開示されていることが確認できた。また、統合報告書の中で開示している企業も数社あることが分かった。日本ではこうしたスキル・マトリクスの開示はいまだ十数社にとどまっており、そのほとんどが2018年から開示を始めている。今後、日本企業でもこのようなスキル・マトリクスによって取締役会の質を説明しようとする動きが本格化してくると思われる。開示を検討する企業にとっては、まずは自社にとって必要となる取締役スキルは何であるかを特定し、そうしたスキルを持った人材を広く求めて取締役会全体のバランスを備えていくことが重要になってくるであろう。

### 3. 役員報酬の開示

「日本企業が攻めの経営に転じるために、役員報酬を増やすべき」という意見はとりわけ投資家の中では共通認識になりつつある。当初は企業側は報酬増額に慎重だったと思われるが、徐々に高額化の流れが本格化しつつある。2010年3月期から報酬総額が1億円以上の役員の個別開示が始まっているが、図1で示したように、1億円以上の報酬を得ている役員の数も1人当たり平均報酬額も右肩上がりでも伸びてきている。

図1 報酬が1億円以上の役員数と平均報酬額の推移



出所：東京商工リサーチのデータより筆者作成

こうした流れを後押しするデータとして、欧米企業と日本企業のCEO報酬額のグラフが引用されることが多い。つまり、欧米企業と比べて日本企業のトップの報酬額は少なく、業績連動報酬を軸にしてより積み増す余地がある、という主張である。ただし、報酬額を世界水準に引き上げるのであれば、報酬に関する開示も世界水準で行うべきであろう。この点、報酬開示は日本企業のコーポレート・ガバナンスにおいてもっとも遅れている部分である。日本では、全役員が受け取る報酬総額の上限は株主総会で決めるため、世界で最も株主のチェックが強いという主張もある。しかし、その上限は、取締役の増員や、高額報酬で海外からプロ経営者を招聘する場合などに備えるためといった理由から、高めに設定されることが多く、実際に支払う報酬の総額を、その上限の範囲内でかなり自由に決めることができる。しかも、各取締役に配分する際に、どのような基準に基づいているのかは開示されず、ブラックボックスという企業が多い。

世界でも役員報酬額が突出して高い米国の場合、独立した社外取締役などで構成される報酬委員会の設置が上場会社に求められている。CEOとは独立した報酬委員会が役員報酬の額をチェックしており、委員会の開催回数や審議の中身など、具体的な活動内容も開示されている。東京証券取引所「コーポレート・ガバナンス白書 2017」によれば、(法定・任意を問わず)報酬委員会を設定している日本の上場会社は全体の18.5%となっている。一部の企業が委員会の開催回数や議題、所要時間などを開示しているが、そうした企業はまだ稀であり、開示内容もごく簡潔なものがほとんどである。米国では委員会の活動内容を開示することが求められており、とりわけダウ30銘柄といった大企業では委員会でも何を議論し、どのような基準で判断をしたのかなどが詳細に開示されている。

日本でも「企業内容等の開示に関する内閣府令」が2019年1月に改正され、2019年3月期の有価証券報告書から、報酬委員会の手続きの概要および活動内容の記載が求められることとなった。2019年から報酬委員会の活動の内容の開示が始まることで、経営者報酬に関する議論もより活発になるのではないかと考えている。

#### 4. 中期経営計画・資本コストの状況

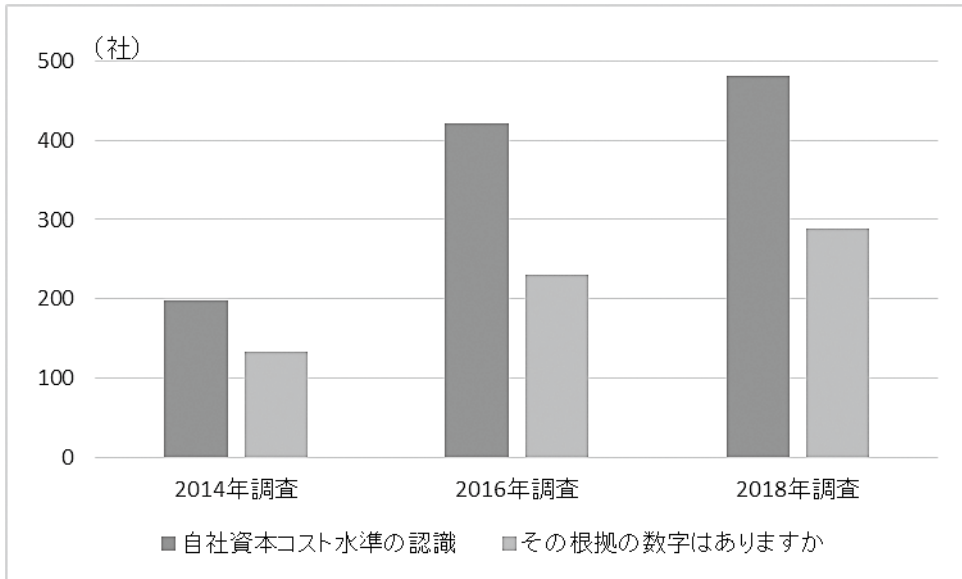
中期経営計画については拙著『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」大量データからみる真実』(同文館出版、2017年12月)第6章で詳述しているが、そこでのポイントは大きく2つである。まず、決算説明会等での「今期は現中計の最終年度であり、新中計は目下策定中です」といった経営者の言葉に代表されるように、日本企業では達成年限および目標値を定めた、たとえば「3年後に売上高1,000億円」といった形での中期経営計画を公表する企業がほとんどである。その点、海外企業はこのような達成年限・目標値を明記した中期経営計画を公表する企業は少数派である。

もう1つのポイントは、日本企業の中期経営計画の達成の可否は外部環境に大きく左右されるという点である。外部環境(為替や株価、商品市況など)が好調であれば目標値を達成し、そうでなければ未達成となる。先行研究によれば、米国企業も1960年代は日本型の中期経営計画を公表していたようである。しかしながら、期間中の大きな戦略変更が初期計画によって縛られてしまう、計画達成のために利益調整を行う、といった弊害が露呈してきたために徐々に姿を消していったと言われている。日本でも一部企業では長期目標の中の1つの段階という位置づけで中期目標値を開示したり、貸借対照表項目や非財務情報項目を目標値の中に取り込むなど工夫が見られる。また、中期経営計画の公表自体を取りやめる企業もごく少数であるが現れてきている。

コーポレートガバナンス・コードの中では、「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示す」ことが求められている(原則5-2)。図2は日本IR協議会が毎年実施している「IR活動の実態調査」の結果である。同調査では2年に1回、株式資本コストに関する調査を実施しており、具体的には「自社の資本コスト水準を認識していますか」「その根拠となる数字を持っていますか」という設問を設けている。

IR活動の実態調査は全上場会社(約3,600社)に対して実施され、回答数は約1,000社であるので、2018年度については単純計算で上場会社の約半分は自社の資本コスト水準について意識していると思

図2 資本コストの意識の高まり



出所：「IR活動の実態調査」日本IR協議会より筆者作成

われる。今後は資本コストをめぐるディスクロージャーの議論が活発化するとと思われる。

## 5. 今後の展望

2018年末にコーポレート・ガバナンスの関係者に衝撃が走った。アジア企業のコーポレート・ガバナンスの改善を目指して活動するACGA（Asian Corporate Governance Association）が“CG Watch 2018”を公表したことがその理由である。2016年版ではアジア内での日本のコーポレート・ガバナンスの相対順位は3位だったが、2018年版ではインドと並んで7位に後退していたのである。ACGAは非営利の独立組織であるものの世界の主要機関投資家、企業、規制当局などが参加しておりその影響力は大きく、日本の関係者にとっては大きな衝撃となった。

2018年版でのアジアのトップはオーストラリアで、その後に香港、シンガポール、マレーシア、台湾、タイと続いている。この数年、コーポレートガバナンス・コードの改訂、フェア・ディスクロージャー・ルール<sup>3</sup>の導入、有価証券報告書の開示内容の改正、監査上の重要な事項（Key Audit Matters: KAM）の導入など、国内ではさまざまなコーポレート・ガバナンスをめぐる改革が進んできている。しかしながら、結果的にはアジア内でのランキングはむしろ低下した。すでに述べたように、日本では社外取締役の選任を強く促すように会社法、証券取引所規則、コーポレートガバナンス・コードが定められているものの、現行の会社法では社外取締役の選任は義務ではない。証券取引所の規則やコーポレートガバナンス・コードでも選任を強く促してはいるが、義務とはしていない。したがって、現時点では社外取締役を1人も選任しなくとも法令等に抵触することはなく、実際に1人も選任していない企業がごく少

数だけが存在している。このように強制法規でない点が問題となったからであろうか、“CG Watch 2018”ではCG rulesという項目でアジア諸国の平均点が60点であるのに対し、日本は47点にとどまっている。

こうした点は規制当局も意識していると思われ、2018年12月28日付の日本経済新聞（電子版）によれば、法制審議会の会社法部会が会社法改正の要綱案をまとめ、その中では上場会社を含めた大会社を対象に社外取締役の設置を義務づけることなどが柱になっていると報じている。あくまで私見であるが、将来的には社外取締役のスキルや活動内容の開示についてもより一層充実が図られると思われる。このような新しいディスクロージャー領域に対して学界はどのように対処していくべきなのか、議論を続けていく必要があるであろう。

## 外国人投資家とディスクロージャー研究

岩崎拓也(関西大学)

### 1. 報告の目的と背景

本報告では、外国人投資家とディスクロージャーとの関係について実証研究で得られた成果を概観する。具体的には、①会計情報は投資家のホーム・バイアスに影響を与えるのか、②外国法人による株式保有は会計情報に影響を与えるのか、という2つの論点に関して、国際比較分析を実施した研究を中心に検討する。近年、機関投資家は主要な株主として各国の株式市場を構成しており、なかでも、外国籍の機関投資家は各国のコーポレート・ガバナンスの見直しを促す中心的な役割を果たしているという(Gillan and Starks, 2003)。日本企業においても、外国人投資家の株式保有割合は増加の推移を辿っている。このような状況のなかで、外国人投資家と情報開示の関係を検討することは重要であると思われる。

### 2. 会計情報と投資家のホーム・バイアス

投資家のホーム・バイアスとは、ポートフォリオ理論から正当化される以上に、投資家の株式ポートフォリオが、投資家自身が在籍している国の株式に集中している現象をいう(Cooper, Sercu, and Vanpee, 2013)。ホーム・バイアスが生じる原因の1つに情報の問題がある。すなわち、投資家は、外国企業に対する認知度が低く、その財務情報に寄せる信頼も低いと考えられる(Ahearne, Grier, and Warnock, 2004)。信頼性の高い情報開示は、ホーム・バイアスの緩和につながり、投資家の外国

株式に対する過小投資を軽減することができるだろう。このような予測と整合的な調査結果が報告されている。

Bradshaw, Bushee, and Miller (2004) は、米国会計基準との一致性が高い米国外企業に対し、米国の投資家がより多くの投資を行っていることを示した。Covrig, Defond, and Hung (2007) は、国際会計基準を自主的に適用した企業が、機関投資家からの投資金額を増やしており、この傾向は情報環境が悪い企業で顕著となっていることを示した。これらの結果は、会計情報が投資家の負担する情報処理コストを軽減し、過小投資の緩和に役立つことを示唆する。

また、Yu and Wahid (2014) は、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) の強制適用により、企業が在籍する国の会計基準と、投資家が籍を置く国の会計基準との乖離に注目した。そして、この乖離が縮小した場合に、投資ファンドによる過小投資が軽減されることを示した。これはIFRSの強制適用に対する外国人投資家の反応は一様ではなく、情報処理コストの増減によりその反応が異なることを示唆している。

### 3. 会計情報と外国法人による株式保有

外国籍の機関投資家は、国内の株主と比較し、投資先企業との間に事業関係を持たず、経営者に対する厳格なモニタリングが期待される (Ferreira and Matos, 2008; Aggrwal, Erel, Ferreira, and Matos, 2011)。とりわけ、米国のように投資家保護制度が充実した国に在籍する機関投資家は、そうではない国に籍を置く外国企業に対し、信頼性の高い会計情報を提供するように働きかける可能性がある。この予測を支持する結果が先行研究で得られている。

Fang, Maffett, and Zhang (2015) は、米国機関投資家が外国籍企業のなかでも特に新興国に在籍する企業の会計の比較可能性を高めることを指摘した。また、比較可能性の向上にあたり、大手監査法人というメカニズムを利用していることも明らかにしている。Beuselinck, Blanco, and Garcia-Lara (2017) は、投資家保護制度が厳格な国に在籍する外国人株主は、法執行の規律が弱い国に在籍する企業の利益調整を抑制していることを示した。これらの結果は、厳格な法制度を採用する国に在籍する投資家は、相対的に規律が緩やかな国に在籍する企業の会計情報の質を高めていることを示唆している。日本企業を分析対象とした Ahmed and Iwasaki (2018) は、外国人株主は、独立性の高い取締役会の設計を促し、利益調整を抑制していることを報告している。

### 4. 調査結果からの示唆

以上の調査結果は、2つのインプリケーションを提供する。第1に、投資家が外国株式に投資する際、会計情報の差異は情報処理コストに結びつくことを示唆している。外国人投資家の負担を軽減するためには、当該投資家が在籍する国の制度的要因を理解し、会計情報を開示する必要がある。第2に、外国籍の機関投資家は、モニタリングを通じて、企業の財務報告に影響を与えている可能性がある。とりわけ、米国といった、法制度が厳格な国に在籍する機関投資家が、法制度が発展途上にある国の企業に与

える影響は大きい。

《参考文献》

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., Matos, P., 2011. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics* 100, 154-181.
- Ahearne, A. G., Grier, W. L., and Warnock, F. E., 2004. Information costs and home bias: An analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of International Economics* 62, 313-336.
- Ahmed, A. S., Iwasaki, T., 2018. Foreign ownership, manager monitoring, and firm value: Evidence from Japanese firms. Working paper. Texas A&M University and Kansai University.
- Bradshaw, M. T., Bushee, B. J., Miller, G. S., 2004. Accounting choice, home bias, and U.S. investment in Non - U.S. firms. *Journal of Accounting Research* 42, 795-841.
- Beuselinck, C., Blanco, B., García Lara, M. J., 2017. The role of foreign shareholders in disciplining financial reporting. *Journal of Business Finance & Accounting* 44, 558-592.
- Cooper, I. A., Sercu, P., Vanpee, R., 2013. The equity home bias puzzle: A survey. *Foundations and Trends in Finance* 7, 289-416.
- Covrig, V. M., Defond, M. L., Hung, M., 2007. Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards. *Journal of Accounting Research* 45, 41-70.
- Fang, V. W., Maffett, M., Zhang, B., 2015. Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices. *Journal of Accounting Research* 53, 593-631.
- Ferreira, M. A., Matos, P., 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88, 499-533.
- Florou, A., Pope, P. F., 2012. Mandatory IFRS adoption and institutional investment decisions. *The Accounting Review* 87, 1993-2025.
- Gillan, S. L., Starks, L. T., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance* 13, 4-22.
- Yu, G., Wahid, A. S., 2014. Accounting standards and international portfolio holdings. *The Accounting Review* 89, 1895-1930.



## コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み<sup>1)</sup>

染谷 浩史(金融庁総務企画局企業開示課<sup>2)</sup>)

コーポレートガバナンス改革は、中長期的な企業価値の向上に向け、経営者による果敢な経営判断を促していくことを目的とするものである。スチュワードシップ・コード(2014年2月策定、2017年5月改訂)とコーポレートガバナンス・コード(2015年6月適用開始)により、改革には一定の進捗が見られる。一方で、コーポレートガバナンス・コードへの形式的な対応は進んでいるものの、実質的に、なおこうした果敢な経営判断が行われていないのではないかといった指摘がある。また、投資家サイドについても、対話の内容が形式的で、経営者に十分な気付きを与えるものにはなっていないとの指摘がある。このため、昨年12月に取りまとめられた政府の「新しい経済政策パッケージ」に沿って、金融庁・



東京証券取引所の有識者会議である「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、コーポレートガバナンス改革を巡る課題として以下の6点についての議論が進められた。

- ① 事業ポートフォリオの見直しなどの果敢な経営判断とそれに基づく方針の明確化や、自社の資本コストの的確な把握
- ② 戦略的・計画的な設備投資・研究開発投資・人材投資等の実施や、適切な財務管理の方針の策定・運用
- ③ 客観性・適時性・透明性あるCEOの選解任プロセスの確立（独立した指名委員会の活用等）
- ④ 取締役会がその役割を適切に果たすための十分な知識・経験・能力とジェンダー・国際性などの多様性の確保
- ⑤ 政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と政策保有に関する方針の明確化や、政策保有株式の売却等の意向が示された場合に取引の縮減を示唆することなどにより売却等を妨げないこと
- ⑥ 自社の企業年金に運用に関する資質を備えた人材を計画的に登用・配置するなどの母体企業としての取組み

企業による果敢な経営判断を促すためには、投資家と企業がより深度ある対話を行っていくことが重要であり、このため、フォローアップ会議においては、そうした対話を促す形でコーポレートガバナンス・コードの改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の策定が提言された。両案は先月末までパブリックコメントに付され、現在、本年6月の株主総会シーズンまでの最終化に向けた作業が進められている。<sup>3)</sup>

---

《注》

- 1) 報告時点(2018年5月19日)の要旨をそのまま掲載している。
- 2) 報告者の所属は発表時点のもの。
- 3) 改訂版コーポレートガバナンス・コードと「投資家と企業の対話ガイドライン」は、2018年6月1日に公表された。

# 論 稿

# 企業情報の階層化と情報内容に関する一試案

## *A Proposal on Layered of Corporate Information and Contents*

宮 川 宏(目白大学)  
*Hiroshi Miyagawa, Mejiro University*

### 論文要旨

現在の情報開示では企業がインターネットを開示手段として利用することで、情報過多が進み、開示手段も多様な方法になり、開示内容と量が増えている。また開示情報の整理が行われなため、情報利用者、情報作成者においてコスト負担や複雑性の問題が生じている。これらの情報開示における問題に対して、情報作成者と情報利用者の立場から対応するための方法を提案する。本論文では、企業情報開示において情報作成者の視点と、情報利用者の視点から情報内容の階層化を試みた。階層化された情報内容は企業である情報作成者と情報利用者の双方に役立つものとなる。

### Abstract

In current information disclosure, companies use the Internet as a means of disclosure. The problem is that information overload progresses and the means of disclosure becomes various methods. In other words, the content and quantity of information disclosure increases, causing problems of cost burden and complexity.

In this paper, we tried layered corporate information and contents in disclosure. Layered of corporate information are useful for both information creator and information user who are companies.

## 1. はじめに

企業情報開示において、情報作成者は強制的開示の枠内で個別事象の問題に対処し、その内容を開示情報に組み込みディスクローズしている。そのような状況は、情報開示の部分的な修正や情報の組み込みをもたらし、開示内容に財務情報と経営情報が増加する傾向にある。また開示情報の整理が行われなため、情報利用者、情報作成者においてコスト負担や複雑性の問題が生じている。これらの情報開示における問題に対して、情報作成者と情報利用者の立場から二つの視点を統合した情報内容を議論する。

その議論では、情報作成者の立場で、財務情報と経営情報の連携関係を保つこと、かつ、情報利用者の立場では企業環境の変化や企業情報における今後生じる開示問題に適応させて維持・発展を実現させることができるような企業情報開示体系を提案する。

企業情報開示は企業の複雑で多様な事業形態、事業セグメントの多様化、会計の国際化、それに伴う制度変更及び情報内容の変化、情報利用者のニーズや要求の多様化により変容している。企業情報開示について、情報利用者の観点からみれば、企業の会計不正、不祥事の増加にともない、企業経営の透明かつ信頼性ある情報開示やガバナンス

---

謝辞：本稿の作成にあたっては、日本ディスクロージャー研究会等の多くの先生方からコメント、ご指摘を頂戴した。ここに記して感謝申し上げます。また本研究は、JSPS 科研費（若手研究（B）課題番号：15K17166）の助成を受けた成果の一部である。本助成に関して深く感謝申し上げます。なお、本稿に含まれる内容、表現等あり得るべき誤謬はすべて筆者の責に帰すべきものであります。

連絡先：宮川 宏 〒161-8539 東京都新宿区中落合4-31-1  
電話：03-5996-3241（代表） Fax：03-5996-3060（代表）  
E-mail：miyagawa@mejiro.ac.jp

強化等を要求している。それゆえ、情報利用者は、財務情報と経営情報を用いた企業の経済的実質を示す、透明かつ信頼性の高い情報の開示を要請している。

他方で、情報作成者の観点からみれば、部分的に修正した情報の組込みを行うことは、財務情報と経営情報が増加するだけになりかねない。また強制開示の枠内で個別事象の問題に対処し、その内容を情報内容に組込み、情報利用者からの要求に応じて開示するだけでは、根本的な解決策とはなりえない。

このように企業情報開示に対して課題や要求があるために、会計情報、財務情報、経営情報などの企業情報を十分に利用することができていない可能性がある。このことは開示情報の整理が十分に行われていないため、開示情報がそれぞれ独立的に利用されてしまうことによって生じている。そのため、情報作成者は情報量の過多、複雑化の問題、情報作成コストの問題に対処する必要がある。また情報利用者はそれぞれ情報の関係性を把握することが困難となっている。さらに情報利用者が企業情報を分析する場合、単に情報利用者からの要求に応じた情報のみでは、かえって情報利用者は企業実態を把握することができなくなる可能性も否定できないことがあげられる。このような状況をふまえ、本論文では情報作成者と情報利用者の視点から一体化した企業情報を用いて、企

業の経済的実態をわかりやすく示す階層的開示内容とその開示を論究する。

本論文の構成は次のとおりである。第2章では企業実態の理解に向けて、情報作成者と情報利用者の視点から情報内容の一体化について整理する。第3章では企業実態を示すための企業情報を位置付ける。第4章では情報作成者と情報利用者の視点を融合した企業情報の見方を提示する。第5章では第4章で提示した情報内容の階層化とその開示体系の試案を示す。最後に本論文の提案を踏まえた上で、第6章では階層化開示を利用した事例を検証する。

## 2. 情報作成者の視点と情報利用者の視点の一体化

ASOBAT以来、情報提供会計（意思決定会計）を中心に会計が考えられてきた。しかし現在では、目的適合的信息だけでなく、客観性や検証可能性といった点で、改めて会計責任会計（受託責任会計）の役割が見直しされつつあり、会計責任会計（受託責任会計）の重要性が増しつつある。それゆえ会計責任会計（受託責任会計）と情報提供会計（意思決定会計）の関係について、二つの会計が存在することで、目的適合的信息だけでなく、客観性や検証可能性の特性をもちえる情報を開示する傾向にある<sup>1)</sup>。表1は、二つの会計の特徴を

表1 会計責任会計（受託責任会計）と情報提供会計（意思決定会計）

	会計責任会計（受託責任会計）	情報提供会計（意思決定会計）
開示目的	財産保全責任の遂行	経済的意思決定に役立つ情報の提供
開示される情報	資本の管理・運用について、取引事実を正確かつ客観的に描写すること、そして、信頼のおける数値	各種の外部情報利用者：現在、将来の投資家、債権者、従業員、政府機関、取引先などの意思決定を行うための内容
情報の特性	客観性、検証可能性	目的適合性
情報内容	取得原価数値にもとづく過去情報	多元的情報：財務情報、非財務情報を含み、また歴史的原価数値にもとづく過去指向情報、時価数値にもとづく将来指向的情報

<出典：筆者作成>

まとめたものである。

なぜ情報作成者と情報利用者の視点から利害調整と情報提供の機能を検討するのかといえば、利害調整機能は債権者や出資者の利害を明確にし、保護を行ない、利害関係者の利益配分を公平に行なう内容を示し、一方で情報提供において、株主に対して企業の状況を知らせるための情報の提供をし、企業に関して正しい判断と意思決定が行えることを支援するものであるため、この二つは相反するものというよりも、相互補完的な関係にあると考えているからである。二つの機能を満たすことで、情報内容は、利害関係者の利害対立を減少させ、かつ、利用者の要求を満たす情報を提供することができるようになる。

情報内容の質の向上は、企業実態を明らかにすること、企業価値の向上に資することで果たされるものである。そのためには、情報利用者は企業の経営内容を理解し、受託責任を果たすための情報をみることが必要である。情報開示は、かつて企業の事業への投資、企業へのリスクを軽減させるために行われ、財務情報を中心としたものであった。しかし、現在では情報開示の意味が変化してきて、情報作成者と情報利用者との対話によって、新たな価値の創造を行なうための手段となっている。それゆえ企業実態の理解を促し、持続的な成長や企業価値の創造を行っていくものである。

### 3. 企業実態を示すための企業情報

昨今の企業情報開示において、情報利用者の立場の目線で、シンプルかつ分かりやすさを重視するようになってきている。たとえば米国では、強制開示と任意開示の部分を別々に開示していたが、企業ごとに強制開示と任意開示の部分を一冊の媒体にまとめ、利便性を高めてようとしている。これ

は投資家との対話（エンゲージメント）を行う機会が増えたことから生じたものであり、企業の対応姿勢の変化といえるものである。

本章では財務情報と経営情報を整理したうえで、財務情報と経営情報を開示する枠組みを提示する。企業情報は情報利用者の意思決定に影響するため、企業の特質、企業経営にかかる活動状況の情報を開示する傾向にあり、情報内容が量的質的に増えているのである。情報内容の量的質的拡大は、大別すると財務情報を補う情報の拡充と経営情報の拡充がある。財務情報を補う情報の拡充は、財務情報の理解を促すための、量的・質的な情報について提供することである。経営情報の拡充は、情報利用者が企業の経営活動に関する情報を意思決定に利用するために、財務情報の背景にあたる企業経営上のリスクや経営者の経営評価を説明することである。

情報内容の量的質的拡大の議論では、財務情報中心の開示から財務情報に補足情報を加えた開示、財務情報と記述情報などの定性情報といわれる経営情報をセットにした開示へ拡大する傾向にある。企業のディスクロージャーにおいては、強制開示の観点から、財務情報における企業の写像とは異なる視点で企業の写像を示すために、量的質的な情報内容が経営情報として拡大している。

この要因は情報提供対象者の拡大であり、情報利用者の拡大および情報利用者のニーズ拡大が開示する情報の変化をもたらしている。しかし情報利用者の経済的意思決定を有用にするために、情報内容の拡大や情報開示対象者の拡大を行なうだけでは、開示内容の一方的増加、情報過多におけるコスト負担、複雑化問題が生じることになる。情報作成者は、主に経営情報を拡充することによって情報利用者の意思決定に影響を及ぼす情報を補ってきた。情報内容の量的質的拡大は、作成者が利用者の要請に応えるから起こる。それは企業

図1 企業情報の範囲

強制開示			任意開示
財務諸表本体の情報	注記情報	財務諸表以外の情報	取引所規則による開示
貸借対照表		MD&A	(決算短信)
損益計算書			(業績予想の修正)
キャッシュ・フロー計算書			IR活動に基づく開示
株主資本変動算書			(CSR報告書)
			(アニュアル・レポート)
			(ファクトブック)
			(決算説明会)

財務情報	経営情報
財務情報	非財務情報
財務情報	非財務情報
財務情報	非財務情報

＜出典：FASB SFAC No.5、広瀬（2011）p.30を参考に筆者加筆修正＞

が多様な情報内容を作成し、負担が増すことでもある。

これらの問題を解消するためには、情報利用者が必要とする企業情報を考える必要がある。利用できる企業情報が拡大できれば、情報利用者は企業情報を用いて企業を総合的に分析することができる。くわえて企業情報が企業の持つリスクを加味した情報内容を示すことで、情報利用者は企業の経営環境で異なるリスクを把握することができる。企業情報は総合的に企業の経営活動の状況を示し、情報利用者が企業の経済的実質を推測することに意義がある。

図1は、企業情報の範囲について、Financial Accounting Standards Board（以下、FASBという）Statement of Financial Accounting Concepts（以下、SFACという）No.5 *Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*と、広瀬（2011）の研究をもとに、強制開示と任意開示に属する情報を整理したもので

ある。それをもとに、財務諸表本体の情報と注記情報を財務情報とし、MD&A、決算短信、業績予想の修正、IR活動に基づくCSR報告書、アニュアル・レポート、決算説明会などの情報は経営情報として区分した。

情報利用者の情報ニーズが多様化したことで、情報作成者は情報の要求に応えるかたちで、量的質的な情報内容を拡大させてきた。企業情報では財務情報だけでなく、経営情報（非財務情報）を開示する傾向になった。

#### 4. 二つの視点を融合した企業情報と開示

ここでいう企業情報は、情報利用者に対して企業の経営活動に関する全社的な事柄を伝えるものである。企業情報は、経営基盤の観点から企業の経営活動から得た結果と企業の特徴、経営活動の状況を提供するものである。情報作成者である企

業の立場では、企業の経営活動の全社的内容をディスクローズすることで、情報利用者が企業実態を理解するのに有効であり、経済的意思決定に有効に働くからである。

企業情報は、財務情報と経営情報とからなる。財務情報は、企業の経営活動から得た結果を写像した情報である。一方経営情報は、企業の特質、経営活動の状況など企業の継続的活動基盤を示す情報である。この情報は企業の経営基盤、各企業の特有の内容を示すものであり、企業の経営資源や将来の財務情報に影響を与える経営リスクなどにかかる情報である。

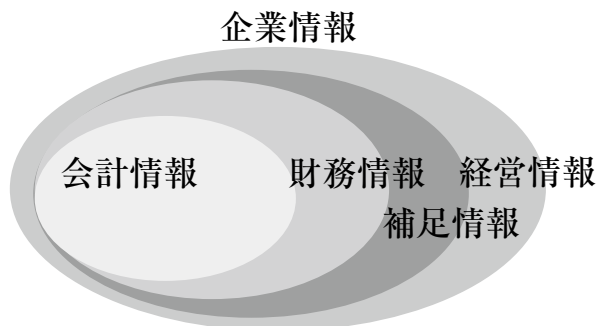
情報作成者と情報利用者の観点を融合した企業情報に関する先行研究に関して、企業の活動および事象を会計測定システムにおける認識および測定された企業情報に関する研究がある。この研究は、情報利用者の経済的意思決定のために、企業の活動および事象を会計測定システムにおける認識および測定された情報を財務情報とし、会計測定システムによって認識および測定の対象とされない情報を非財務情報とする研究である<sup>2)</sup>。この研究は、情報利用者に対して、意思決定に有用な情報を提供に関するものといえる。

また情報の適用性と開示する情報量から拡張し

ていく企業情報を整理すれば、次のように整理できる。情報の適用性は、企業情報が企業実態を示す情報として当てはめて用いることである。別言すれば会計情報は客観性が高く、情報の硬さがあり、経営情報は開示される情報は経営者の判断や見積りといった裁量の余地があり、柔軟な情報となるものである。一方、情報開示における情報量では、会計情報は強制開示のもとで最低限の情報量で開示がなされる。経営情報は、任意開示のもとで情報利用者の要求に応じて、情報作成者が定性的な情報を開示し、情報量が一方向的に多くなるものである。このように、企業情報は企業実態を明らかにするために、会計情報では欠けているところや不十分なところを補い、付け加えていったために、部分的に情報内容、情報量の拡充が行われてきたことが理解できる。企業情報開示では、会計情報を財務情報、補足情報、経営情報で補うことで、情報利用者の要求に応じて、情報作成者が情報内容や情報量の拡充を行うのである。

以上のことから、情報は拡充され続ければ、情報作成者は情報の作成コストが増す一方である。また情報利用者は情報が多すぎるために情報の利用や企業実態を把握することが難しくなる。これまで簿記会計では、簿記の記帳技術をベースと

図2 従来までの企業情報の見方



<出典：久持（2011）p.134、円谷（2012）p.109、上野（2015）、小西（2015）p.146を参考に筆者加筆修正して作成>

して、会計における数値情報、企業の経営活動を非数値情報として捉えてきた。

従来までの企業情報の見方を整理すれば、図2のように示すことができる。企業情報の問題として、財務情報を補う性質で、財務情報の延長線上で捉えられる補足情報と経営情報は一方的に増えていくものになる<sup>3)</sup>。それにより、財務情報に収まりきれない情報が補足情報と経営情報へ収められ、ゴミ箱化されてしまうことに問題がある。また補足情報と経営情報が同質化することにより同じような情報がそれぞれに含まれるため、補足情報と経営情報の境界が明らかにならない問題が生じる。

これまで、財務情報に収まりきれない情報はすべて経営情報へ収められ、ごみ箱化してきたのである。しかし何でも経営情報としてしまうと、情報要求に応じた情報内容を拡充していくことになり、情報内容の作成と利用が不明確になり、経営情報が増大するものとなる可能性が否定できない。情報内容は企業実態を明らかにするために、それぞれの情報の位置づけを明確にし、不必要な情報を取り除いたうえで、企業の経営活動を多様化、複雑化に対応して描写し、情報の目的に適合した情報提供がなされるべきである。補足情報は、会計情報、財務情報と一体となって、効果的・効率的に会計情報や財務情報の理解を促す情報を提供するものである。経営情報は、企業の事業の状況を説明する定性・記述かつ定量・数値な情報である。

情報内容は情報利用者の情報要求により、質的、量的な変化をもたらし、情報作成者の情報作成範囲が拡大化し、それに応じて情報作成者の受託責任が拡大された。補足情報は、利害調整を基本としながらも、情報提供の拡張により、情報内容の範囲が広がり、内容と量の拡大がなされてきた。それに伴い、情報作成者である企業は、自らの経

営行動に対して説明する責任を負うようになった。

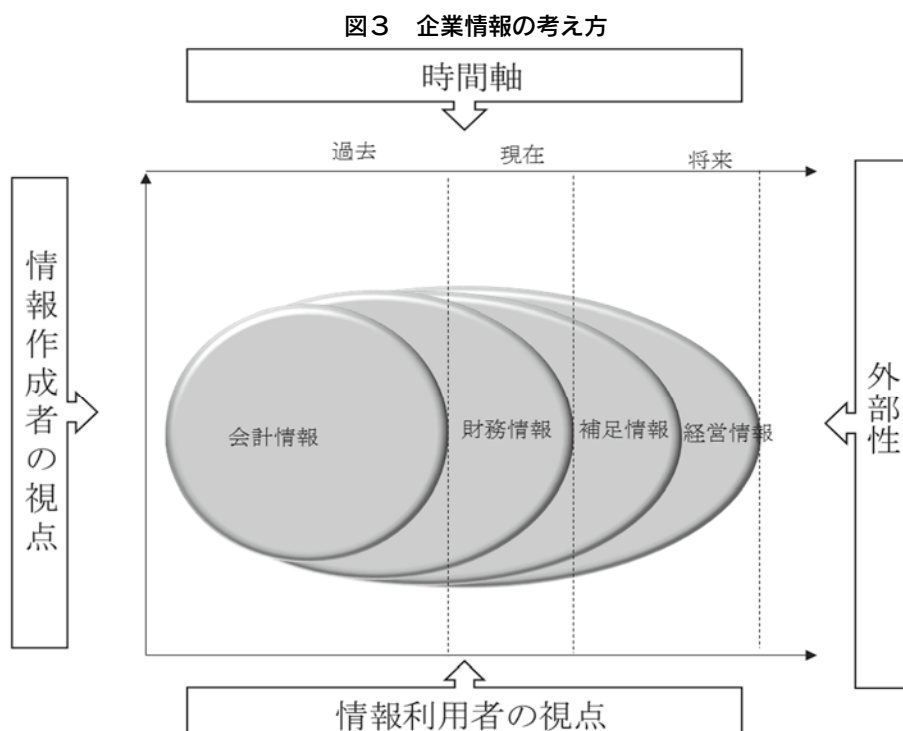
情報利用者の情報要求は経済社会の変化にともない多様化し、複雑化している。企業情報開示のあり方が変化して、財務報告から包括的なビジネス・レポーティング、統合レポーティングへと開示方法が変化している。

そこで、企業情報概念の改善点を示していく。これまでの企業情報は、開示内容の欠けているところや不十分なところ補うために情報内容、情報開示量を増やしていった。それゆえに情報作成者には情報の作成コストが増す一方である。また情報利用者は、情報過多や情報の複雑化により、情報利用が困難なものになる。複雑化した情報を受け取り、情報内容を読み、情報内容を理解することが難しいものになる。開示される情報は、定量情報として、会計情報と会計情報を補う財務情報と、定性情報として企業の実態を示すための経営情報を示すのである。その両者の足りない所を補い、不十分な点を付け加えるために補足情報を示すのである。

まず、従来の企業情報をベースに企業情報をみるための軸を導入する。従来の企業情報に情報利用者の視点と情報作成者の視点の軸を導入し、また過去、現在、将来の時間軸を導入することで、企業情報を立体的に捉える。企業情報概念の改善点を示したものが図3の企業情報の考え方である。情報利用者の視点と情報作成者の視点の軸では、財務情報と非財務情報の関係において非財務情報は財務情報を補完する役割があった。しかし補完する関係の場合、一方的に情報量が増えて、定性的な情報が多くなっていく。これらの拡張する情報を整理するために、情報利用者の視点と情報作成者の視点の軸を導入することで、それらを双方から見ることができるようになる。

過去、現在、将来の時間軸は、企業情報におい





＜出典：筆者作成＞

て立体的な見方をする役割を果たす。財務情報は、過去の結果であり、それまでの経営活動の一部分を示すことに過ぎないのである。財務情報と非財務情報を中和（織り交ぜる）する要素として、時間軸を取り入れ、財務情報と非財務情報の関係をバランスする役割と情報の奥行・背景をみることにより、企業実態を示すものと考えられる。企業実態を示すために、財務情報と非財務情報は、立体的にみた場合、定量的な会計情報、財務情報を見て、その背景となる非定量的な補足情報、経営情報を関連づけてみることもできる。

そして、これらの視点を結びつける役割を果たすものは、外部性である。外部性とは、ある経済的主体の行為、経済活動の意思決定が他の経済主体の意思決定に影響を及ぼすことである<sup>4)</sup>。つまり、外部性は、他の立場の満足度や利益に直接的

に影響を及ぼすことであり、他の立場のつながりや、やりとりを通じて価値を生み出すものである。

会計情報、財務情報は経営活動の結果を外部に示すものである。補足情報、経営情報は内部管理に利用し将来的な内容を示すものである。企業の経営活動に関しての外部と内部のそれぞれの要素を織り交ぜることで、企業情報の奥行と背景をみることができる。

企業情報の用途は、片方の見方では単一の情報を見ることができる。もう一方の見方では、情報を全体としてみると、企業実態を示す総合的な情報としてみることができる。たとえば会計情報、財務情報として売上高、営業利益等を単独の情報として見ることができる。また、ビジネス・モデル、ビジネスリスク、事業戦略、投資家との関係など情報を併せてみることもできる。

つぎにそれぞれ軸の関係性を考察する。情報利用者の視点と時間軸の関係について、情報利用者はそれぞれの利用目的にあわせて、過去、現在、将来といった時間軸に即した情報を、自己の情報利用目的に応じて情報を取得することが可能となる。それによって、情報利用者はあふれた情報のなかから、情報の取捨選択を行うのである。

会計情報、財務情報、補足情報、経営情報を組み合わせることで、情報利用者はさまざまな角度から分析を行うことができ、情報利用を促進する。情報作成者は、情報利用者の情報利用目的に応じて、必要な情報を提供することができる。情報内容の拡張が起こっているなかで、会計責任を果たすのである。

情報作成者の視点と外部性の関係は、ある情報作成者は他の利用者の意思決定に影響を与えるのである。情報作成者は利用者の情報要求に応えるかたちで開示内容を増やし、開示量を増やしていく。情報作成者は情報利用者に対して株式購入や企業との取引などある何らかの経済的意思決定に利用されたり、企業実態を明らかにするための分析手段として利用されたりすることで、情報利用者に影響をあたえ、情報利用を生み出すと考えられる。

情報利用者と外部性の関係については以下のよう考えることができる。情報利用者である株式投資者などの利害関係者は、その意思決定にあたり、それぞれの利用目的に合致したものを提供された情報のなかから取捨選択し、それぞれの視点から満足や意思決定へ影響を及ぼす情報のみが利用される。財務情報と非財務情報を作成者と利用者の視点からみれば、財務情報は個別の企業が開示制度を通じて直接把握できる情報であって強制開示される情報内容である一方、非財務情報は開示制度を通じても直接把握できない情報であって、企業が自ら任意開示することによって経済主

体の意思決定に影響を与えているものとなっている。この点から非財務情報は外部性を有していると考えられることができる。

経営情報は会計情報、財務情報と補完的役割であるが、任意開示による情報内容を把握することで、その意思決定に影響を及ぼすものとなる。他方で情報利用者の目的により、経営情報のみを企業実態を分析するために用いることも可能となる。

会計情報、財務情報、補足情報、経営情報をそれぞれ異なる用途の情報として利用することができるため、これら4つの情報がなければ、企業情報となりえないわけではない。なぜなら単独の情報を用いて企業実態を分析することが可能であるからである。ただ企業全体を俯瞰する際には、企業実態を示す総合的な情報としての企業情報に意味を見出すことができる。企業情報としてまとめられた4つの情報に関連性をもたせ、情報開示することによって、さまざまな目的からの企業実態の把握、実態の分析が可能になる。また各情報の階層化によって、相互補完的な観点での検討も行なえるものになる。

## 5. 情報内容の階層化に関する試案

企業情報の複雑性を解消するために、情報内容と開示ナビゲーション構造をもとにした階層開示体系を示す。情報開示は、強制と任意の立場から企業が当該年度の企業業績、財務内容、経営方針、組織体制、商品・サービス内容などの情報を開示するために行うものである。強制開示は金融商品取引法、会社法によって開示項目、開示内容、開示時期などが規定されている。強制開示では、貸借対照表、損益計算書、株主資本等変動計算書、キャッシュ・フロー計算書、注記などの財務諸表を使って財務情報が開示されている。任意開示は

企業が独自の判断で、企業の経営活動に関する情報を開示することをいう。任意開示では企業の経営情報、独自の分析などの情報が含まれている。

現在の情報開示では、情報内容および情報量は拡大する傾向にある。情報利用者の観点からすれば、情報内容および情報量の拡大は役立つ情報内容や利用できる情報量が増加することである。しかし、情報作成者の観点からすれば追加的な情報内容や情報量を作成するための手間や、コスト負担が生じる。それゆえ情報作成者が開示したい情報内容および情報量と、情報利用者が求める情報内容および情報量とは、情報内容と情報量に乖離が生じるのである。

先の問題を整理すれば、情報作成者の側面では、国際的な会計基準の問題や基準間競争、それらに対応するための開示量の増加と作成負担の増大などが問題として挙げられる。情報利用者の側面では、財務情報と株価との関連性の低下、開示量の増加による情報の読み取り低下、開示情報内容の複雑化が問題として生じる。情報利用者は企業の経営活動の実態、業務内容やそれを写像する財務情報を理解することが困難であることや、情報内容および情報量の拡大により情報の複雑さの問題も生じている。前述の問題を解決するために、情報内容の階層化を提案する。

Wallman（1995；1996）の研究では、財務報告の将来にとって、①認識と測定、②財務報告の適時性、③測定単位、④財務報告チャンネルの四つの領域を検討することが重要であると指摘した。四つのうち重要なことは①認識と測定であり、無形資産が貸借対照表に計上されないことで財務報告の問題である。また、従来の財務報告では認識を重視したため、急速な企業環境の変化に対応できなくなった点を指摘している。その問題に対処するために、WallmanはColorized Approach（階層別アプローチ）を提唱し、財務諸表およびその

関連情報を異なる情報レイヤーごとに分けたモデルを示している。Colorized Approach（階層別アプローチ）のモデルでは、目的適合な情報を提供することが重視している。まず、その項目が開示されるべきかどうかが問われ、次にその項目が報告される適切なレイヤーが決定される。目的適合性と信頼性が共に高い項目は、財務諸表内で開示され、他の項目はその認識規準（目的適合性、信頼性、測定可能性）をどの程度満たしているかに応じて開示レイヤーを決定するものである<sup>5)</sup>。

伊藤（2000；2001）は企業価値の主要な決定要因が無形資産にあり、情報開示が企業価値の予測に有用な情報をより一層提供しようとする、情報利用者は多くの企業の内部情報（管理会計情報）を開示することを求めると考察している。無形資産が財務会計の情報と管理会計の情報との融合を進展していくことを指摘した<sup>6)</sup>。また財務報告の有用性が長期趨勢的に低下している状況で、会計方針や会計処理の選択にあたる背後の情報を巡り、財務諸表の本体に記載すべきか、補足開示すべきかの議論を行っている。財務報告は投資家等の情報ニーズに適合しているかの視点から、企業価値を評価するにあたっての重要な情報が財務報告の対象になっていないことや情報利用者が入手できる情報源が豊富になり、相対的に財務報告の重要性が低下していると指摘した<sup>7)</sup>。

定性的・非財務的な情報は財務情報を補完するものとされてきたが、財務情報と非財務情報は相異なる二項対立的概念ではなく、連続した線上の位置づけである。本論文では、情報作成者の作成負担問題、情報利用者の利用負担問題や、情報の複雑化等の問題を解決するために、情報内容の階層化を行う。情報内容の階層化方法は、情報作成者の視点から利害調整、情報提供に関する軸と、情報利用者の視点からコア（重要）と詳細（網羅）の情報ニーズに関する軸で、同じ特徴を持つ情報

内容に分類する。その情報内容をもとに総合的情  
報開示の枠組みを形成する。

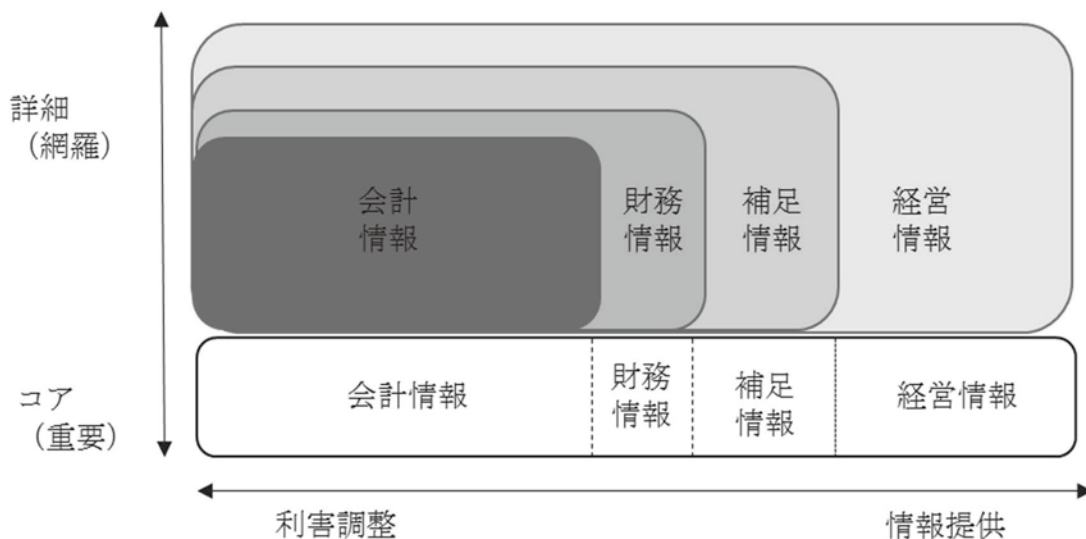
図4では情報内容の階層化を示している。情報  
内容の階層化では、情報内容を会計情報、財務情  
報、補足情報、経営情報に分類する。コア情報は  
情報作成者の視点から情報利用者との対話を充実  
させ、開示情報の拡張により企業実態を効果的・  
効率的に開示することを可能とする。これは一元  
的な情報を多目的に開示することで、コアな情報  
レベルで情報内容を構成し、企業情報を網羅的・  
体系的に開示することができる。総合的情報開示  
は情報作成者の要請と情報利用者の情報ニーズに  
応えるものになる。

情報利用者は、情報内容別に期待される役割や  
企業実態に関する情報を理解でき、企業を総合的  
に評価することが可能になる。層別化された情報  
内容は、情報利用者の経済的意思決定に有効な情  
報を提供することになる。情報開示の有効性は層  
別化された情報内容が企業である情報作成者と情  
報利用者の双方に、役立つことである。

情報開示には、アカウンタビリティが深く関係  
している。情報作成者は経営情報を情報内容とし  
る情報量が増え、それを部分的修正により対応し  
てきた。情報開示では開示内容が拡張し、企業の  
説明する範囲や作成負担が増している。

情報内容をコアと詳細な情報に分けることは、  
情報利用者の視点から情報ニーズによる情報内容  
の層別を行い、情報内容を理解可能にすること  
である。また情報内容は、情報作成者の視点から会  
計機能を用いて層別化する。情報作成者は利害調  
整と情報提供を目的としており、その目的を果た  
すために情報開示を行う。利害調整の目的には情  
報内容が財貨・用役の管理・保全に対する状況を  
示すための説明義務と責任の解除としての用途を  
もつのである。情報提供の目的では、情報内容が  
企業実態を示すための状況説明の用途をもつので  
ある。

図4 情報内容の階層化



<出典：筆者作成>

## 6. 階層的開示内容を利用した開示事例

最近では情報利用者の情報要求が増えている。それに伴い、情報作成者が開示する情報内容が増え、情報を作成する手間やコストも増えている。現在の情報開示では企業がインターネットを開示手段として利用することで、情報過多が進み、開示手段も多岐にわたり、開示量が増えている。

現状では強制開示に該当する報告書だけでなく、任意開示として企業が自ら報告書を作成し、ホームページで自主的に企業の経営活動に関する情報を開示している。それらを鑑みると、企業が開示する情報が溢れており、情報の受け手である情報利用者は利用できる情報に溢れている。

多様な情報に溢れ、情報が複雑になる現状では、情報利用者が経済的意思決定に利用できる情報に限られている。情報作成者が総合的企業情報を開示することで、情報利用者は効率的に情報を取得し理解でき、企業実態を理解する情報を容易に利用できる。情報利用者の立場では、情報量が増えるとノイズのような不要な情報が増え、その他の情報までも意味を持たなくなる。企業情報をまとめた形（インターフェース）で表示することは、

それらの情報内容を選別して、情報利用者が必要な情報だけを見ることができるようになる手段になる。

現状における企業の情報開示を検証していく。三菱重工業株式会社（以下、三菱重工業という）の情報開示の体系を考察する。三菱重工業は2014年3月期から株主、投資家やさまざまなステークホルダーに対して、企業実態を理解してもらうために、経営成績や財務状況の財務要因と経営戦略、環境や社会との関係性などの非財務要因を統合して一体的に伝えるレポートを開示している。そのレポートはMHIレポートといい、企業を理解するための重要な情報を集約して開示している。詳細な情報はウェブサイトに掲載し、開示している<sup>8)</sup>。

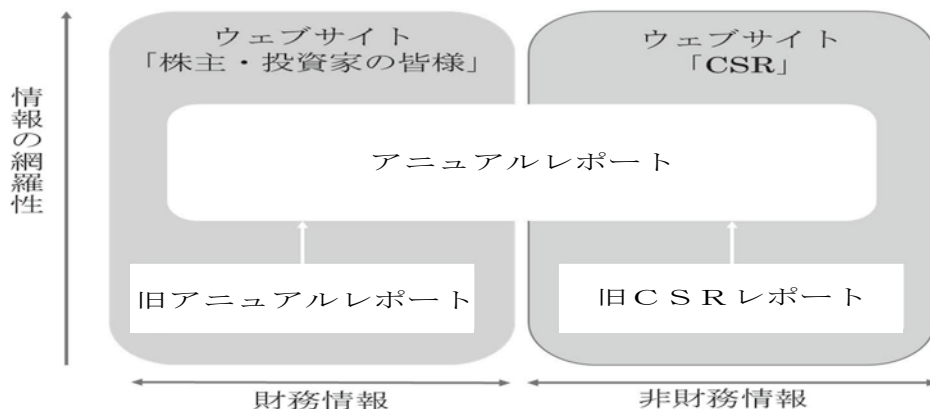
また協和発酵キリン株式会社（以下、協和発酵キリンという）は、これまで経営理念やビジョン、事業戦略や財務状況などを網羅的に報告するアニュアルレポートと、CSRの取り組みを報告するCSRレポートをそれぞれ発行してきたものから、経営側とステークホルダー側にとっての重要度で、各報告書の重要な情報を抽出・融合した「アニュアルレポート」を発行している。また、レポートに掲載できなかった情報は、その関連するデ

図5 三菱重工業の開示例



< 出典：三菱重工業株式会社のMHIレポートをもとに筆者作成 >

図6 協和発酵キリンの開示例



<出典：協和発酵キリンのCSR情報開示をもとに筆者作成>

ータを付加して、すべてのステークホルダーの関心事に応えるための情報提供を行っている<sup>9)</sup>。

このほか企業ウェブサイトの調査したところでは、株式会社神戸製鋼所、三菱マテリアル株式会社、TOTO株式会社が特徴的な開示をしていた。それらの企業は、IRサイト（株主・投資家のみなさまへ）を動的コンテンツとして、ナビゲーション機能を用いて、情報利用者の経済的意思決定に利用できる情報を集約した概観情報を示し、詳細情報へ掘り下げ導く方法を用いている。それにより情報利用者が求める情報を探しやすい、ウェブサイトの機動性を活かしたコンパクトかつ読みやすい内容を提供している。

## 7. 終わりに

本論文では、総合的企業情報開示において情報作成者の視点から利害調整と情報提供に関する軸と、情報利用者の視点からコア（重要）と詳細（網羅）の情報ニーズに関する軸で、同じ特徴を持つ情報内容に分類し、階層化を試みた。情報内容の階層化は、企業経営上の企業業績や財務内容の状況等の情報をコア情報と詳細情報のレベル別に構

成し、情報内容を網羅的・体系的に開示する。総合的企業情報開示は情報作成者の要請と情報利用者の情報ニーズに応え、情報の多様化と複雑化に対処するものである。

総合的企業情報開示は、アカウントビリティを達成するために、情報特性を生かした情報開示を行うことである。その情報開示手段は、企業情報の情報内容を作成者視点と利用者の視点から該当領域のセクションに分け、セクション領域から抽出された情報を見出しとして開示する。このような該当領域の情報を各階層に分けて開示することを開示ナビゲーションといい、階層化した情報開示体系は企業情報の読みやすさ、分かりやすさを重視した開示である。この情報開示では、情報の取捨選択を行ない、企業実態を総合的に評価でき、企業実態に関する説明力を上げる開示内容を提供する。開示ナビゲーション構造による総合的企業情報開示は、情報へのアクセスや分析を容易にすることができる点で有益である。今後の課題は、情報利用者の情報利用と評価から、開示ナビゲーションにおける情報内容の分析と利用方法を検討することである。

《注》

- 1) たとえば中條 (2005)、安藤 (2012) などの研究がある。中條は、財務報告の役割が時代の変遷とともに、その重心を移動させつつあるなかで、利害調整機能はどのような形で機能しているのかということ、情報提供機能と利害調整機能を包含する形で、財務報告制度を再構築することを考察している (中條 (2005))。利害調整機能を観察するときに、過去指向・将来指向の時間軸と取得原価・公正価値の評価軸でそのタイプ分けをしている。財務報告において将来指向が強まるにしたがって、利害調整に関しても将来指向的なタイプが表れると予想している。また利害調整機能と情報提供機能は相互に影響を及ぼし合い、進化し、共進するものである。それゆえ財務報告は、基本的に利害調整機能と情報提供機能という二つの機能を果たすものである。安藤は財務会計と財務報告ではその内容ないし守備範囲に違いがあるのではないかという問題意識から、会計において受託責任 (会計責任) が再浮上するという結論を導いている。IASC の概念フレームワークでは、経営者の受託責任の取扱いは消極的ないし副次的なものである。また ASBJ の概念フレームワークも同様である。しかし FASB・IASB の新概念フレームワークは、受託責任という言葉は出てこなくても、財務報告の目的は利用者が資源配分の決定のみならず、経営者が資源を効率的かつ効果的に使用したかどうかの決定を行うことを念頭にしている点から経営者の受託責任を再評価していると考察している。したがって資源配分の決定と並んで、経営者の受託責任の評価が大きく上昇していると結論付けている (安藤 (2012) p.24)。
- 2) 平松 (1991)、柴 (2002)、北村 (2008)、八田 (2008)、吉見 (2008)、経済産業省知的財産政策室 (2007)、広瀬 (2011) 等の研究がある。財務情報は、財務諸表の構成要素に係る基本的情報であり、経済活動および経済事象を貨幣額で表現した財務諸表本体そのものを成立させるために不可欠な情報である。注記および附属明細表は財務諸表に、経済活動および経済事象を表示するために生じる差を埋めるための補足情報としており、財務諸表本体に影響を及ぼさない情報としている。非財務情報は、現行制度では開示されていない貨幣額による情報や定性要因を含む数量情報および定性情報に該当するものである。現在および将来の情報利用者が合理的な意思決定を行うのに有用な情報を提供するものであり、提供される情報は企業価値の創造・向上プロセスを正しく理解できるものとするためのものである。
- 3) 久持 (2011)、円谷 (2012)、上野 (2015)、小西 (2015) 等の研究がある。とくに久持の研究では、企業が開示する情報は財務諸表本体および注記に掲載されている情報を財務情報とし、非財務情報は財務諸表外情報で、財務諸表本体および注記に掲載されない情報である。非財務情報の 1 つとして CSR・環境情報を扱っている。財務諸表の構成要素に合致すれば財務情報として財務諸表本体に掲載され、財務諸表本体の追加情報として財務諸表本体の明瞭性を高

- めるために注記になる。それゆえ、財務情報にも CSR・環境情報が含まれ、非財務情報にも CSR・環境情報が含まれると考えられ、開示する情報の外延が拡大されると指摘されている (久持 (2011) p.134)。
- 4) Marshall はある企業は経済活動を通じて、規模拡大するにつれて、費用が逡減する効果がみられるかを考え、企業の自助努力によって逡減するものは内部経済といい、産業全体の規模の拡大がその産業全体の環境を改善することを外部経済としている。外部経済について考えてみれば、市場を通じて影響を与えることを金銭的と呼び、市場を通さずに影響を与えるものを技術的と呼んでいる (Marshall (1920) (大塚訳 (1928)))。また Samuelson は Pigou の立場をもとに、各個人の行動が他者に影響を与えてしまうが、各個人は意思決定を行なう際にはそれを考慮にいれないので、技術的な要因の場合に当てはまると、他者に影響を与える唯一の違いを「外部経済ないし不経済」という用語で説明した (Samuelson (1947) (佐藤訳 (1967))、Samuelson (1958))。Coase は、ある人の意思決定がその意思決定にかかわってはいない誰かに影響を与えることとしている。たとえば、A と B との取引が、取引の当事者ではない、C、D、E に別の形で影響を与える結果となったときにおいて、その影響を外部性と呼んでいる (Coase (1988) (宮沢、藤垣、後藤訳 (1992)))。
- 5) Wallman (1995)、Wallman (1996) の研究である。Colorized Approach (階層別アプローチ) のモデルは、レイヤー 1 は認識規準を満たす項目を示すものである。レイヤー 2 は認識規準を満たすが、その信頼性が懸念される項目である。レイヤー 3 は認識規準を満たすが、その信頼性や定義が懸念される項目である。レイヤー 4 は認識規準を満たさない項目を示すものである。最後にレイヤー 5 は定義・信頼性・測定面で懸念がある項目である。
- 6) 伊藤 (2010)
- 7) 伊藤 (2011)
- 8) 三菱重工における IR 情報サイト (<https://www.mhi.com/jp/finance/> (2019年1月9日参照)) は以下の URL である。主には、経営方針・ガバナンス、財務・業績、IR ライブラリ、株式・社債などの項目で見出しを示している。ほかにも、CSR サイトも用意され、CSR マネジメント、ガバナンス、環境、社会等の情報が掲載されている。また MHI レポートに関する情報が掲載されたサイトがある。ここでは、「はじめに」として社是、目指す企業像などのイントロダクション、メッセージと沿革、スナップショット、「経営戦略」として、役員からのメッセージ、経営基盤の構築と ESG への取り組み、「事業による価値創造」としてセグメント別の詳細な業績情報と、経営戦略やリスクなどの詳細な経営情報、「コーポレート・ガバナンス」として、ガバナンス体制、社外取締役からのメッセージ、「財務データ」として有価証券報告書と過去のデータへと連携している。このように MHI レポートの詳細な情報内容となっている。 (<https://www.mhi.com/jp/finance/mr2017/introduction/index.html> (2019年1月9日参照))

- 9) 協和発酵キリンは、株主・投資家の皆様 (<https://ir.kyowa-kirin.com/ja/index.html>) (2019年1月9日参照) においてガバナンス、財務業績などIR情報が掲載されている。IRサイトとは別に、詳細な非財務情報に関しては「社会との共有価値 (元CSR)」として経営理念とCSV経営に関する取り組みを示し、社会課題への取り組み、社会的価値と経済価値の創造の両輪による企業価値向上を実践している (<https://www.kyowa-kirin.co.jp/csr/index.html>) (2019年1月9日参照)。その特徴は、SDGs目標に対する企業の取り組みを明示している。さらに「情報開示について」では、CSRの重要な情報を抽出・融合した開示 (図5参照のこと) をしている ([https://www.kyowa-kirin.co.jp/csr/group\\_csr/disclosure\\_policy/index.html](https://www.kyowa-kirin.co.jp/csr/group_csr/disclosure_policy/index.html))。さらに言えば、ESG項目に関するデータを時系列に示したり、GRIサステイナビリティ・レポート・スタンダードを参照し、GRIスタンダードの開示項目と企業の取組みについて該当情報と掲載箇所を示している。
- 《参考文献》
- 安藤英義, 2012. 「財務会計と財務報告の間」『企業会計』第64巻第4号, 17-24.
- Coase, Ronald H., 1988. *The Firm, the Market, and the Law*, University of Chicago Press. (宮沢健一・後藤見・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東洋経済新報社, 1992年)
- 八田進二, 2008. 「企業情報の拡大に伴う保証の範囲と水準」『会計』第173巻第6号, 75-94.
- 平松一夫, 1991. 「わが国会計情報開示制度の動向と課題」『会計』第139巻第3号, 1-19.
- 広瀬義州, 2011. 「財務報告の変革に関する研究の意義」, 広瀬義州編著『財務報告の変革』中央経済社, 3-31.
- 久持英司, 2011. 「CSR・環境情報開示の意義と開示実態」, 古賀智敏編著『IFRS時代の最適開示制度 - 日本の国際的競争力と持続的成長に資する情報開示制度とは』千倉書房, 131-152.
- 伊藤邦雄, 2010. 「ディスクロージャー学の展望と課題 - 会計基準のコンバージェンス問題を越えて」『企業会計』第62巻第10号, 4-13.
- 伊藤邦雄, 2011. 「財務報告の変革と企業価値評価」『企業会計』第63巻第12号, 48-57.
- 経済産業省知的財産政策室, 2007. 「知的資産経営報告の視点と開示実証分析調査報告書～「強み」の開示とステークホルダーとの対話～」経済産業省.
- 北村敬子, 2008. 「会計測定システムと非財務情報の開示」『会計』第173巻第6号, 24-36.
- 小西龍幸, 2015. 「IFRS会計思考の展開にみる統合報告の可能性」, 橋本尚編著『利用者指向の財務報告』同文館出版, 114-158.
- Marshall, A., 1920. *Principles of Economics: An Introductory Volume*, 8th edition. (大塚金之助訳『経済学原理 (第1-4分冊)』改造社, 1928年)
- 中條祐介, 2005. 「市場の情報ニーズと財務報告の役割」『会計』第167巻第5号, 34-47.
- Samuelson, P. A., 1947. *Foundations of Economic Analysis*, Harvard University Press (佐藤隆三訳『経済分析の基礎』勁草書房, 1967年)
- Samuelson, P. A., 1958. Aspects of public expenditure theories, *The Review of Economics and Statistics* 40-4, 332-338.
- 柴健次, 2002. 『市場化の会計学 - 市場経済における制度会計の諸相』中央経済社.
- 円谷昭一, 2012. 「非財務情報の報告」, 広瀬義州・藤井秀樹責任編集『体系現代会計学第6巻財務報告のフロンティア』中央経済社, 107-133.
- 上野清貴, 2015. 『財務会計の基礎 第4版』中央経済社.
- Wallman, S.M.H., 1995. The future of accounting and disclosure in an evolving world: The need for dramatic change, *Accounting Horizons* 9 -3, 81-91.
- Wallman, S.M.H., 1996. The future of accounting and financial reporting part II : The colorized approach, *Accounting Horizons* 10-2, 138-148.
- 吉見宏, 2008. 「非財務情報の監査 - 企業価値の向上に向けて - 」『会計』第173巻第4号, 69-80.
- 付記  
本投稿論文は、筆者によって編集委員会に提出された原稿について査読プロセスを経ることなく掲載したものである。



# 買収防衛策の導入と退職給付に係る負債

## *Introduction of Takeover Defense and Unfunded Pension Liabilities*

野 間 幹 晴(一橋大学)

*Mikiharu Noma, Hitotsubashi University*

### 論文要旨

本研究では、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響について実証分析を行う。Shleifer and Summer (1989) で提示されたトランスファー理論に基づくと、買収者は敵対的買収を通じて従業員などのステークホルダーから株主へと富を移転させる可能性がある。従業員の観点に立つと、敵対的買収が行われれば、確定給付年金から確定拠出年金へと移行したり、株主還元が増加するなど、富が株主に移転する可能性が高まる。これを事前に防ぐために、退職給付に係る負債が大きいくほど、買収防衛策を導入すると考えられる。操作変数プロビット法を用いた推定により、こうした仮説を支持する結果が得られた。

### Abstract

This study empirically analyzes the effect of liabilities on retirement benefits on the introduction of takeover defense measures. Based on the transfer theory presented in Shleifer and Summer (1989), acquirers may transfer wealth from stakeholders such as employees to shareholders through hostile takeovers. From an employee's point of view, their wealth may be transferred to shareholders by transitioning from a defined benefit plan to a defined contribution plan or an increase in payout to shareholders by a hostile takeover. In order to prevent this in advance, the greater the firm has the unfunded pension liability, the more likely it is to introduce takeover defense measures. The result of estimation using the instrumental variable probit analysis supports the hypothesis.

## 1. はじめに

本研究の目的は、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して与える影響について実証的に解明することにある。具体的には、操作変数プロビット法によって、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して影響を与えるか否か、与えるとするばどのような影響を与えるのかを明らかにする。

2005年5月27日、経済産業省及び法務省は「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」（以下、指針）を公表した。指針の目的は、同日に企業価値研究会が公

表した「企業価値報告書～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」(以下、企業価値報告書)を踏まえ、適法で合理的な買収防衛策の在り方を提示し、買収に関する公正なルールの形成を促すことであった。こうした指針が公表されたことにより、日本でも買収防衛策を導入する企業が増加した。

企業が買収防衛策を導入する論理については、これまでさまざまな実証研究が行われてきた。米国では、収益性、株価、流動性資産、経営者保身仮説、取締役会構成、経営者持株比率、企業規模、株式保有構造、負債比率、同一産業における導入状況などの観点から、買収防衛策導入の決定

---

謝辞：本研究は、平成30年度科学研究費助成事業（学術研究助成基金助成金）（基盤研究（C））（課題番号：18K01907）の支援を受けている。ここに記して深く感謝したい。

連絡先：野間 幹晴 〒101-8439 東京都千代田区一ツ橋2-1-2 学術総合センター8F 807（一橋大学大学院経営管理研究科）  
電話：03-4212-3108 Fax：03-4212-3020 E-mail：mnoma@hub.hit-u.ac.jp

要因について実証研究が蓄積されている (Malatesta and Walking (1988)、Strong and Meyer (1990)、Davis (1991)、Davis and Stout (1992)、Malette and Fowler (1992)、Comment and Schwert (1995)、Sundaramurthy (1996)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998))。日本でも、西山 (2006) や西山 (2008)、広瀬 (2008)、滝澤・鶴・細野 (2010) によって買収防衛策を導入する企業について検証が行われている。

これに対して、本研究ではトランスファー理論に依拠して、内部負債である退職給付に係る負債の観点から買収防衛策導入について実証分析を行う。内部負債とは、企業が経営者や従業員に対して支払う義務のある報酬のうち未払いかつ未積立であり、負債と同様のペイオフの特徴をもつものである (Anantharaman, et al. (2014))。例えば、未積立の確定給付年金、すなわち退職給付に係る負債や繰延報酬が内部負債に該当し、企業が破綻したときに他の債権と同じように請求権を持つ。Sundaram and Yermack (2007) や Wei and Yermack (2011) では、米国企業でも年金や繰延報酬などの内部負債がCEOの報酬の相当部分を占めていることが報告されている。内部負債は無担保かつ未積立であるため、内部負債が大きな企業では銀行や社債権者などの外部の債権者と経営者の利害が一致しやすくなる一方で、株主と経営者の利害は一致しなくなる。

指針が公表された背景には、水谷 (2006) や胥 (2007) で示されたようにキャッシュ・リッチかつ企業価値が低い企業が敵対的買収のターゲットになったという現象がある。この点に照らして考えると、内部負債である退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入すると考えられる。なぜならば、退職給付に係る負債と現金保有との関連について実証分析を行った野間

(2018) が明らかにしたように、退職給付に係る負債が大きい企業ほど多額の現金を保有するからである。この実証結果は、敵対的買収後の株主還元によって現金が社外に流出することを回避するために、退職給付に係る負債が大きい企業ほど買収防衛策を導入するという仮説の導出につながる。

本研究の貢献は2つある。1つは、トランスファー理論に立脚し内部負債である退職給付に係る負債が買収防衛策導入に与える影響を実証的に明らかにする点である。既存研究は、収益性、株価、流動性資産、経営者保身仮説、取締役会構成、経営者持株比率、企業規模、株式保有構造、負債比率、同一産業における導入状況などの視点から、買収防衛策を導入する論理を明らかにしてきた。しかしながら筆者の知る限り、トランスファー理論の観点から内部負債が買収防衛策の導入に与える影響について分析した研究はない。本研究が内部負債と買収防衛策との関連を分析した最初の研究であり、その貢献は大きい。

いま1つは、操作変数プロビット法を使用して、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響を分析している点である。本研究は、退職給付に係る負債が多額であれば、経営者は債権者と利害を共にし、株主に富が移転することを避けるために、買収防衛策を導入するという論理に基づいた仮説を構築する。ただし、買収防衛策を導入したために退職給付に係る負債が大きくなる可能性も否定できない。例えば、買収防衛策の導入によって敵対的買収の対象になる可能性が低くなったことで企業価値向上のために現金を有効活用するインセンティブが低下し、確定拠出年金の導入が遅れるなどの理由により、退職給付に係る負債が大きくなる可能性がある。退職給付に係る負債の多寡が買収防衛策の導入に影響を与えるという因果関係を明確にするために、本研究では操作変

数プロビット法による推定を実施する。

## 2. 買収防衛策

まず、日本で買収防衛策をめぐる諸制度が整備された背景を説明したい<sup>1)</sup>。

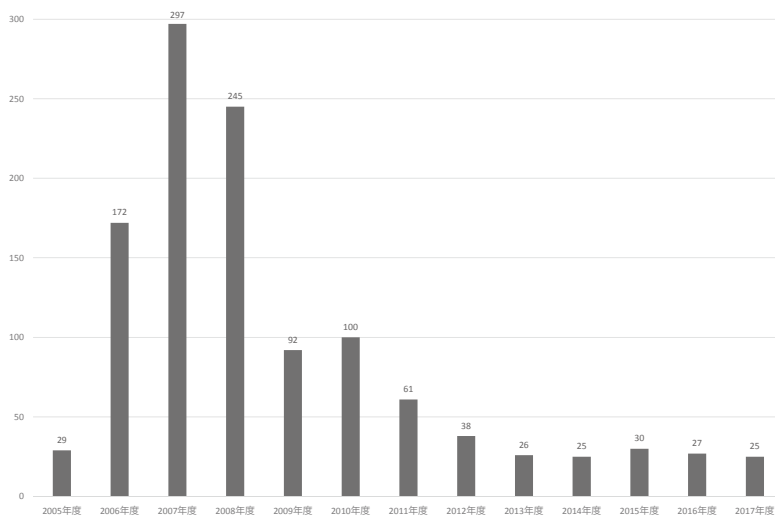
日本では1980年代後半に、不動産と株式のバブルを背景に事業会社やファンドによる敵対的買収や株式の買い占めが起きたが<sup>2)</sup>、90年代まで敵対的買収は稀であった。その後、2000年代前半に入ると村上ファンドによる昭栄への株式公開買付けや、スティール・パートナーズによるユシロ化学やソトーに対する株式公開買付けなどが行われるようになった。これらは敵対的買収であったものの、買収防衛策をめぐる公正なルールは整備されていなかった。それを象徴するのが2005年前半に起きたライブドアとフジテレビによるニッポン放送をめぐる経営権争いである<sup>3)</sup>。

2005年1月17日、ニッポン放送の発行済株式総数の12.3%を保有していたフジテレビは、ニッ

ポン放送の経営権取得を目指して株式の公開買付けを行うことを発表した。しかし、2005年2月8日、ニッポン放送の発行済株式総数の5.4%を保有していたライブドアは、証券取引所の時間外取引で発行済株式総数の29.5%を追加的に取得し、筆頭株主となった。これに対してニッポン放送は、フジテレビに発行済株式総数の1.44倍に相当する新株予約権を発行することを発表した。この新株予約権が行使されると、ニッポン放送の支配権はフジテレビに移転するため、ライブドアは東京地方裁判所に発行差止仮処分命令を申し立てた。東京地裁は、ライブドアによる新株発行の発行差止を認める仮処分を決定した。ニッポン放送は東京高等裁判所に抗告したものの、東京高裁も地裁の仮処分決定を支持し、ニッポン放送の抗告を棄却した。

ニッポン放送による新株予約権発行に関する東京高裁・地裁の一連の決定では、買収者が出現してから講じる買収防衛策(有事導入・有事発動型)は原則的に違法であると判示したものの、平時に

図1 年度ごとの買収防衛策の導入企業数



出所) レコフのM&Aデータベースより作成。

導入する買収防衛策の適法性については工夫の余地があるとした。こうした買収防衛策をめぐる公正なルール形成に対する期待の高まりを受け、2005年5月27日、経済産業省及び法務省は「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表した。

図1は2005年度から2017年度までの間に買収防衛策を導入した企業の推移を示している。2005年度には、29社が買収防衛策を導入した。2005年に指針が公表されたことを受けて、2006年度には172社、ピークの2007年度には297社が買収防衛策を導入した。その後、2008年度に245社が導入したものの、2009年度には92社、2010年度には100社と、2008年度以降、買収防衛策を導入する企業は減少に転じた。しかしながら買収防衛策を導入する企業が皆無になったわけではなく、2017年度にも25社が買収防衛策を導入している。

### 3. 先行研究と仮説の導出

次に、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響についての仮説を構築するために、敵対的買収とトランスファー理論をめぐる先行研究を紹介する。こうした先行研究をレビューする理由は2つある。1つは、経済産業省及び法務省による指針が公表された背景からも明らかなように、企業による買収防衛策の導入や買収防衛策をめぐる制度設計が求められるようになった要因の1つに敵対的買収の増加があるためである。いま1つは、敵対的買収に副作用が存在することを指摘したShleifer and Summers (1989) で提示されたトランスファー理論 (transfer theory) が本研究で検証する仮説と密接に関連しているからである。

#### 3.1. 敵対的買収の対象をめぐる先行研究

まず、敵対的買収のターゲットとなる企業の財務的特徴を先駆的に明らかにした水谷 (2006) を紹介する。水谷 (2006) はスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド (以下、スティール・パートナーズ) と村上ファンド、ダルトンインベストメンツ、タイヨウファンド、T-ZONEを敵対的買収者と位置づけ、これら敵対的買収者のターゲットとなった64社を分析の俎上に載せている。そして、ターゲット企業の財務的特徴を浮き彫りにすると同時に、株式時価総額やEV/EBIT倍率、EV/EBITDA倍率などの株式市場からの評価についてその推移を分析している。

その結果、ターゲット企業は多額の現金及び現金同等物や長期保有目的有価証券を保有する一方で、正味有利子負債はマイナスであることが明らかになった。また、日本でも敵対的買収が注目されるようになった2005年以降に、ターゲット企業だけでなく全上場企業でEV/EBIT倍率やEV/EBITDA倍率が上昇していることがわかった。EV/EBIT倍率やEV/EBITDA倍率が上昇した論理として水谷 (2006) は、株式時価総額が上昇したことと、現金及び現金同等物の減少に伴い正味有利子負債が増加したことをあげている。そのうえで、敵対的買収が出現したことで、経営者が株主還元積極的に変わったと論じている。

胥 (2007) は村上ファンドとスティール・パートナーズのターゲットとなった企業を検証対象とし、どのような企業が投資ターゲットになるかを明らかにすることを試みている。胥 (2007) の実証分析の目的は、2つの投資ファンドのターゲット企業を対象にフリー・キャッシュフロー仮説を検証することにあつた。ロジット分析の結果、現預金・有価証券・投資有価証券の資産合計に占める比率が高く、かつ企業価値が低い企業がター

ゲットになりやすいという証拠を提示している。このことは、資本コストを上回るリターンを生む投資機会がないにもかかわらず、株主に還元すべきキャッシュフローを株主に還元しない企業が投資ターゲットとなっていることを示唆しており、フリー・キャッシュフロー仮説を支持する結果であるといえる。

また胥（2007）では、投資ファンドがターゲット企業にどのような影響を与えたかについて、雇用調整およびROE、配当政策の観点から検証している。分析の結果、ターゲットとなる前後で正社員増減率とROEは変化しないのに対して、剰余金分配率<sup>4)</sup>が統計的に有意に高まったことがわかった。このことから、村上ファンドとスティール・パートナーズ・ジャパンの目的は、経営権を取得することではなく、増配や自社株買いなどによって剰余金を分配させ、株価上昇後に持ち株を売却することにあると指摘している。

上記の分析から、胥（2007）は「村上ファンドとスティール・パートナーズの敵対的買収やモノ言う株主の圧力は、企業価値を高める可能性が高く、企業価値を毀損するおそれは少ないと思われる。換言すれば、敵対的買収の脅威は経営者に対する脅威であり、企業価値に対する脅威ではない。このような企業価値が低く、かつフリーキャッシュフローが豊富である企業は経営者保身につながる危惧が大きい防衛策を導入すべきではない」と主張している。

こうした胥（2007）の議論の特徴は3つある。第1に、フリー・キャッシュフローが多いものの企業価値が低い企業に対する規律付けという観点から敵対的買収の有効性を認めただうえで、こうした企業は買収防衛策を導入すべきでない論じている点である。第2に、敵対的買収は経営者にとっては脅威であるものの、企業価値に対する脅威ではないとしている点である。第3に、投資ファ

ンドのターゲットとなった後に雇用調整が発生したかどうかを分析することで、従業員を分析対象に含めているものの、雇用調整に対する影響がなかったことから、敵対的買収が従業員に与える影響についてはそれ以上の深い議論が行われていない点である。

### 3.2. トランスファー理論をめぐる先行研究

これに対してShleifer and Summers(1988)は、「敵対的買収とは従業員などのステークホルダーから敵対的企業買収を試みる企業や株主への富の再配分に過ぎない」というトランスファー理論を提示している。そのうえで、事例研究を通じて敵対的買収が従業員に与える影響について慎重な議論を行い、敵対的買収には副作用があることを論じている。Shleifer and Summers（1988）は、企業とは契約の束であり、いくつかの契約は株主とシェアホルダーとの間の暗黙的なものであるというCoase（1937）やFama and Jensen（1983）の議論に基づいて議論している。Williamson（1985）で述べられたように、暗黙的な契約が結ばれた多くの企業は、機会主義的行動に関連した問題を最小化するように設計されている。Shleifer and Summers（1988）は、敵対的買収によってステークホルダーを犠牲にした機会主義的行動が促進され、買収者はステークホルダーから株主に富を移転させることができると述べる。

従業員などのステークホルダーによる企業特殊な投資を促すためには、株主とステークホルダーとの間の長期的契約が必要になる<sup>5)</sup>。長期的契約によって、従業員を含むステークホルダーは企業特殊な投資に対する報酬を受け取ることが可能になる。企業特殊な投資を行うことを従業員に動機づけることを想定すると、企業は最低限の給与水準に加えてインセンティブ報酬に対応した追加的報酬を支払うこと約束する必要がある。こ

うした企業特殊な投資とそれに関連した追加的報酬を指定すると、これらは敵対的買収による利益の源泉となる可能性がある。すなわち、敵対的買収によって現経営陣を追放した後に、従業員に約束していた将来の報酬を削減する、あるいは従業員を解雇することによって利益を捻出することが可能になる。

Shleifer and Summers (1988) は、1985年のカール・アイカーンによるTWA (Trans World Airlines) への敵対的買収などを事例として、敵対的買収により生じた利益の多くは大幅な賃金削減に起因することを示した。この結果から、敵対的買収が経営者と従業員、あるいは顧客や取引企業などのステークホルダーとの間の背信 (breach of trust) につながるならば、望ましくないと強調している。現在の経営陣との間で構築した暗黙の契約関係が新しい経営陣によって破棄されることが予測されると、従業員などのステークホルダーにとって、こうした暗黙的な契約関係の下で初めて可能になる企業特殊な投資を行うインセンティブがなくなるからである。

加えてShleifer and Summers (1988) は、敵対的買収による価値移転について分析するうえで、退職給付債務よりも年金資産が多く積み立てられた確定給付年金において年金資産が母体企業に返還される現象に着目することが有用であると論じて擱筆している。なぜならば、退職者が受け取る多くの給付はERISA法によって保護される公式な年金契約ではないからである。

Shleifer and Summers (1988) で提示されたトランスファー理論については、さまざまな実証研究が蓄積されている<sup>6)</sup>。例えば、Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) は敵対的買収と年金資産の返還との関連について、またIppolito and James (1990) はLBOと確定給付年金から確定拠出年金への移行との関連について実証分析を行

っている。

なお、トランスファー理論の説明力を検証するうえで、確定給付年金が分析の俎上に載せられるのは、Ippolito (1985) が議論を展開したように退職給付債務が暗黙的契約だからである。すなわち、企業は確定給付年金を変更することが可能であり、従業員は過去の給与に付随する年金の受け取りは保証されているものの、将来の給与に付随する年金については受け取りを保証されていない。母体企業の制度変更により、従業員が将来受け取ることを期待していた確定給付年金の金額が減少する可能性がある。

Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) は413件の敵対的買収について検証し、母体企業への年金資産の返還が敵対的買収後に発生しやすいことを示す証拠を提示している。買収後から2年のうちに年金資産が返還される確率は、友好的な買収では8.4%であったのに対して、敵対的買収では15.1%と約2倍に達した。Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) はまた、年金資産の返還によって買収プレミアムの約11%が説明可能であると論じている。こうした結果から、敵対的買収は企業と従業員との暗黙的契約を反故にする取引であると結論づけている。

Ippolito and James (1992) は、LBOに伴う従業員から株主への価値移転を分析している。LBOによる株主価値向上の源泉については、2つの理論がある。1つは、Jensen (1986) で論じられた効率性理論 (efficiency theory)、すなわちLBOを通じて企業の効率性が高まることで株主価値が高まるという理論である。いま1つは、Shleifer and Summers (1988) で提示されたトランスファー理論、すなわち従業員などのステークホルダーから株主に価値が移転することで、株主価値が向上するという理論である。Ippolito and James (1992) は、LBO発表前後に実施さ

れた工場閉鎖などについても考慮すると、Jensen (1986) で主張されたように効率性理論によってLBOの大部分を説明することができるとしている。ただし、LBOが発表された年およびその翌年に確定給付年金から確定拠出年金に移行する傾向が強まるというトランスファー理論を支持する証拠も発見している。

トランスファー理論は、ステークホルダーと企業との間の長期的かつ暗黙的な契約が敵対的買収などによって破られる結果、従業員などのステークホルダーから株主に価値が移転すると説く。すなわち、トランスファー理論はステークホルダーと企業との長期的かつ暗黙的な契約が企業価値の源泉であると考えており、敵対的買収によってこうした契約を安易に破棄することに警鐘を鳴らしているといえる。

こうしたトランスファー理論の考え方は、企業価値報告書にも反映されている。重要な論点なので長いが引用しよう。

「機関投資家を始めとした株主は、長期的な株価値向上を目的とするものが多い。また、日本の優良企業の経営者には、株主を重視しながらも、長期的な企業経営を展開することに強みを見出している者が多い。…これからは、強まる株主還元要求に応じて、内部留保と株主還元のバランスを再度見直すことも必要となる。他方で、差別化を生み出す企業固有の人材育成、優秀な取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済からの厚い信頼を形成するには、長期的な視野での経営戦略が必要であることには変わりない。防衛策の議論を一つの契機として、長期的な企業価値向上をもたらす企業の強みとは何か、その強みを強化するためにどのような事業戦略や財務戦略が必要になるのか、ステークホルダーに対するインセンティブをどう強め、長期的な株主利益の向上につなげていくのか、といった点について、長期的な利益向

上を求める戦略的な株主と長期的な企業価値向上を旨とする企業経営者の間で、緊張感ある連携関係が生まれることにも期待したい。」

「株主を重視しながらも、長期的な企業経営を展開する」という文言からは、ややもすれば株主重視と長期的な企業経営が二律背反となりうることが示唆される。また「機関投資家を始めとした株主は、長期的な株価値向上を目的とするものが多い」という記述は、敵対的買収者が短期的な株価値の上昇を目的としているということを示している。このため、敵対的買収者が株主となった企業では、企業固有の人材育成、取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済からの信頼形成が困難となることを意味する。従業員の観点では、長期的でありかつ暗黙的な契約が継続されるからこそ、将来受け取ることが可能な報酬がある。しかしながら敵対的な買収の対象になると、こうした報酬を受け取ることができなくなる。いうまでもなく、敵対的買収後には確定給付年金の制度変更などが行われる可能性があり、それはまさに背信的な契約の破棄である。

以上の議論から、年金資産と退職給付債務の差額である退職給付に係る負債が大きいほど、企業は敵対的買収のターゲットになることを回避しようとすると考えられ、買収防衛策を導入する傾向が高まるであろう。したがって、退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入するという仮説が導出される。

## 4. リサーチ・デザイン

### 4.1. サンプル選択

本研究では、2006年4月1日から2018年3月31日の間に導入された買収防衛策を分析の組上に載せる。買収防衛策は株主総会決議を経て導入されるので導入直前の決算情報を利用する。本研

究は3月決算かつ12ヶ月決算企業を対象とするので、2005年3月期から2017年3月期の会計情報を使用する。東京証券取引所に上場している企業を対象とし、会計情報については連結決算を用いる。ただし、銀行・証券・保険業の産業に分類される企業、および分析に必用なデータを入手できない企業はサンプルから除外する。なお、本研究に必要なデータのうち、買収防衛策についてはレコフのMARR Onlineから、社長の在任期間は日本経済新聞社の役員データから、それ以外のデータはQUICKのQUICK WORKSTATION Astra Managerから取得する。この結果、分析対象に含まれるのは合計18,133企業・年であり、買収防衛策を導入したのはそのうち715件である。

#### 4.2. 操作変数プロビット

本研究では、退職給付に係る負債が買収防衛策導入の意思決定に与える影響を分析するために、後述の通り、(1)式から(4)式の操作変数プロビット法を用いた推定を行う。

従属変数は、買収防衛策を導入すれば1、そうでなければ0とする二値変数である。本研究は、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響を検証するため、独立変数として退職給付に係る負債(ONUFPL)を含める。退職給付に係る負債が大きければ、敵対的買収のターゲットとなることを回避するために、買収防衛策を導入するはずである。したがってONUFPLの係数はプラスになると考えられる。

ONUFPLの他に、先行研究で買収防衛策の導入と関連があることが示された変数をコントロール変数に含める。

まず、利益率が買収防衛策導入に与える影響をコントロールするために、本研究では総資産当期純利益率(ROANI)あるいは総資産経常利益率

(ROAOI)をコントロール変数として用いる。Manne(1965)で議論されたように、株主に対して十分なリターンをもたらしていないという意味で企業が非効率的に経営されていれば、株価が低下するため、買収のターゲットになる可能性が高まる。したがって買収防衛策を導入する企業の利益率は低いと考えられる。例えば、Malaesta and Walking(1988)は、1982年12月から1986年3月の間に買収防衛策を導入した企業では、導入前年の利益率が産業平均よりも低いことを確認している<sup>7)</sup>。利益率が低いほど買収防衛策を導入することが考えられ、ROANIとROAOIの係数は、共にマイナスになることが予測される。

次に、企業価値を示す変数としてPBRあるいはTOBIN'Qをコントロール変数に含める。既に紹介したように、Manne(1965)は買収防衛策を導入する企業では、非効率的な経営が行われているため、株価が低迷している可能性を指摘している。例えば、Strong and Meyer(1990)は買収防衛策を導入した企業のPERが1.14倍である一方、非導入企業のPERは1.77倍であり、導入企業のPERが有意に低いことを報告している。ただし、Davis(1991)やSundaramurthy(1996)、Davis and Greve(1997)では株式市場からの評価としてPBRを、また滝澤・鶴・細野(2010)ではPBRとTOBIN'Qを用いているものの、必ずしも明確な関係を見出すにはいたっていない。

一方、西山(2006)や西山(2008)は、2006年3月期時点と2008年時点で買収防衛策を導入していた企業を分析の組上に載せた結果、それらの企業のROEやPBRが市場平均を下回っていることを確認している。このように企業価値が低いほど買収防衛策を導入すると考えられるため、企業価値を示すPBRやTOBIN'Qの係数はマイナスになるであろう。

利益率を示す変数としてROANIあるいは



ROAOIを、また企業価値を表す変数としてPBRあるいはTOBIN'Qを使用するが、ROANIとROAOI、PBRとTOBIN'Qを、それぞれ同時にコントロール変数として用いるわけではない。利益率と企業価値を示す変数が2つずつ存在し、高い相関関係があると考えられるため、利益率と企業価値の代理変数としてそれぞれ1つずつを選択し、後述のような（1）式から（4）式の合計4パターンの分析を行う。

日本では、総資産に占める現金同等物<sup>8)</sup>の比率が高い企業では、これらの価値が株価に十分に反映されないため、買収ターゲットになることがある。例えば、野間・本多(2005)はスティール・パートナーズによる株式公開買い付けの対象となったソトーを事例として、同社の現金や有価証券、投資有価証券が株価に十分に反映されていないことを説明している。また胥(2007)は、村上ファンドやスティール・パートナーズの投資ターゲットになった企業では、そうでない企業に比べて現金同等物の比率が高いことを報告している。滝澤・鶴・細野(2010)でも、2005年度に買収防衛策を導入した企業では現金同等物が資産に占める比率が高いことを確認している。つまり、日本企業では多額の現金や有価証券、投資有価証券を保有する企業は買収ターゲットになりやすいため、買収防衛策を導入する傾向が高いと考えられる。本研究でも現金同等物(Cash)をコントロール変数に含め、その係数はプラスになると予測する。

コーポレート・ガバナンスに関連する変数として、社外取締役比率(OutsideDirector)および経営者持株比率(MH)、その他法人持株比率(OTHERH)、外国法人持株比率(FORH)をコントロール変数に含める。

Fama(1980)やFama and Jensen(1983)で論じられたように、社外取締役は株主価値を最大

化するために経営をモニタリングすることが期待される。理論的には社外取締役が少ない方が経営陣との利害が一致すると考えられるため、社外取締役が取締役に占める比率が高いほど、買収防衛策を導入する確率は低下すると考えられる。ただし、米国企業を対象として実証分析を行ったMallette and Fowler(1992)やSudaramurthy(1996)、Danielason and Karpoff(1998)、Davis(1991)、Davis and Greve(1997)では、こうした理論と首尾一貫した結果が得られていない。Danielason and Karpoff(1998)は社外取締役が多い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向があることを確認しているものの、他の先行研究は統計的に有意な関係を発見していない。同様に、日本企業を対象に分析した滝澤・鶴・細野(2010)も社外取締役比率と買収防衛策との間に有意な関係を見出していない。ただし、本研究では、社外取締役が多いほど買収防衛策が導入されにくくなると考えることから、社外取締役比率(OutsideDirector)の係数はマイナスになると予測する。

経営者持株比率と買収防衛策については、理論的に2つの関係がありうる。1つは、経営者持株比率が高いほど、買収防衛策を導入しないという関係である。Malatesta and Walking(1988)やDavis(1991)、Mallette and Fowler(1992)で論じられたように、経営者持株比率が高ければ株主と利害が一致するので、買収防衛策は導入されにくくなると考えられる。いま1つは、経営者持株比率が高いほど、買収防衛策を導入するという関係である。すなわち、経営者の持株比率が高ければ、経営者の保身を助長する可能性もありうる(Fama and Jensen(1983)、Demsetz and Lehn(1985))。このように理論的には、経営者持株比率と買収防衛策との関連について2つの関係が考えられるが、実証研究では経営者の持株比率が低い企業で、買収防衛策が導入される傾向があるこ

とが確認されている (Strong and Meyer (1990)、Davis (1991)、Malette and Fowler (1992)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998)、Malatesta and Walking (1998)、滝澤・鶴・細野 (2010))。これに対して、Sundaramurthy (1996) は経営者持株比率と買収防衛策導入との間に、非線形的な関係があることを確認している。すなわち経営者の持株比率が低い時にその比率が上昇すると買収防衛策が導入されにくくなる一方で、持株比率が高い水準の場合はより高くなるほど買収防衛策が導入される傾向があることを報告している。本研究では、経営者持株比率が低いほど買収防衛策は導入されにくくなるので、経営者持株比率 (MH) の係数はプラスになると予測する。

また、その他法人持株比率 (OTHERH) を株式持ち合いの代理変数として使用する。株式の持ち合い比率が高い企業に対して敵対的買収を行うことは困難であるため、こうした企業では買収防衛策を導入するインセンティブが低いであろう。一方、株式持ち合いの比率が小さければ、敵対的買収のターゲットになりやすいため、買収防衛策を導入すると考えられる。事実、胥 (2007) では株式持ち合い比率が低い企業ほど敵対的買収のターゲットになる傾向があることが確認されている。しかし滝澤・鶴・細野 (2010) は、株式持ち合い比率が高い企業で買収防衛策が導入される傾向が高いことを示している。このように先行研究では必ずしも一貫した傾向が確認されないものの、本研究ではその他法人持合比率 (OTHERH) が低いほど買収防衛策が導入されるとの考えに立ち、その係数はマイナスになると予測する。

さらに、本研究では外国人持株比率 (FORH) をコントロール変数に含める。Davis and Stout (1992) や Mallette and Fowler (1992) で論じられたように、純粋投資を目的とする外国人等の

機関投資家は買収者の TOB に賛同しやすいことから、外国人の持ち株比率が高ければ買収防衛策を導入する傾向が高いと考えられる。その一方で、Sundaramurthy (1996) が述べたように、一般株主の観点から買収防衛策に反対する機関投資家も多いため、外国人持株比率が高ければ買収防衛策は導入されにくくなることも考えられる。

実証研究では、機関投資家あるいは外国人の株式保有と買収防衛策との間にはいくつかの関係が報告されている。まず、Davis (1991) や Strong and Meyer (1990)、Malette and Fowler (1992)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998) などは、機関投資家による株式保有比率が高い企業ほど買収防衛策を導入していることを発見している。これに対して、Sundaramurthy (1996) では機関投資家による株式保有比率と買収防衛策との間に統計的に有意な関係は見出されていない。また滝澤・鶴・細野 (2010) は、平均値の差の検定により買収防衛策を導入した企業は非導入企業よりも外国人持ち株比率が高いことを報告しているものの、プロビット分析では有意な関係を示していない。本研究では外国人による保有比率が高い企業ほど買収防衛策を導入すると考えるので、外国人持株比率 (FORH) の係数はプラスになると予測する。

さらに、経営者の保身に関連する変数として、社歴 (FirmAge) と社長の在任期間 (Tenure) もコントロール変数として含める。Davis and Stout (1992) は、社歴の長い企業ほど敵対的買収の対象になりやすいことを示す証拠を発見している。同じように滝澤・鶴・細野 (2010) も、平均値の差の検定から社歴の長い企業ほど買収防衛策を導入する傾向があることを報告している。社歴の長い企業ほど買収防衛策を導入すると考えると、社歴 (FirmAge) の係数はプラスになるであろう。

社長の在任期間（Tenure）が長くなると、他の取締役の選任や解任などを通じて取締役会に対する影響力も強くなるなど、社長自身が保身を行う可能性が出てくる。Mallette and Fowler(1992)が主張したように、敵対的買収の対象になると、現社長の企業に対する影響力は低下するので、在任期間が長い社長ほど買収防衛策を導入するようになると考えられる。その一方で、滝澤・鶴・細野（2010）が論じたように、在任期間が短い経営者がその任期を全うするために、買収防衛策を導入する可能性もある。Mallette and Fowler（1992）は在任期間と買収防衛策との間に明確な関係を見出していないのに対して、滝澤・鶴・細野（2010）は在任期間が短い社長が買収防衛策を導入する傾向が高いことを示す証拠を発見している。

本研究では株式時価総額（MVE）と負債比率（Debt）もコントロール変数に含める。株式時価総額が大きい企業を買収することは困難であるため、時価総額が小さい企業ほど敵対的買収のターゲットになりやすい。事実、Davis（1991）やDavis and Greve（1997）では、株式時価総額が小さい企業ほど買収防衛策を導入することが報告されている。一方、Comment and Schwert(1995)は総資産が大きいほど買収防衛策を導入していることを確認しているほか、滝澤・鶴・細野(2010)もまた株式時価総額が大きいほど買収防衛策を導入する確率が高まることを示している。先行研究では必ずしも首尾一貫した結果が得られていないものの、本研究では株式時価総額（MVE）が小さい企業で買収防衛策を導入する傾向が高まると考え、株式時価総額（MVE）の係数はマイナスになると予測する。

負債比率（Debt）もまた買収防衛策の導入に影響を与えられと考えられる。Jensen（1989）で解き明かされたように、米国における敵対的買収

の主要な目的の1つは、負債比率が低い企業に対してレバレッジを高めることを通じて、フリー・キャッシュフローを分配させることであった。日本でも、胥（2007）によって負債比率が低い企業が敵対的買収のターゲットになることが報告されている。負債比率が低い企業は敵対的買収の対象になることを回避するために、買収防衛策を導入すると思われる。実証研究でも、Davis and Stout（1992）や滝澤・鶴・細野（2010）において負債比率が低い企業ほど、買収防衛策を導入することが確認されている。本研究でも、負債比率（Debt）の係数はマイナスになると予測する。

最後に、同一産業導入比率（Industry Adopter）をコントロール変数に含める。Davis（1991）で論じられたように、同一産業内で他社が敵対的買収のターゲットになっていると、同じように買収防衛策未導入企業が敵対的買収のターゲットになることが考えられる。このような状況では、買収防衛策を導入していなければ敵対的買収の対象になるため、同一産業で買収防衛策を導入している企業が多いほど、買収防衛策を導入する傾向が高くなると考えられる。したがって、同一産業導入比率（Industry Adopter）の係数はプラスになるであろう。

本研究では、以下の（1）式から（4）式を推定するにあたり、操作変数プロビット法を用いる。なぜならば、買収防衛策の導入と退職給付に係る負債との間に同時決定等の可能性があるからである。例えば、退職給付に係る負債が大きいから、従業員から株主への価値移転を防止するために買収防衛策を導入するという論理が成り立つ。それと同時に、買収防衛策を導入しているために、株主からの圧力が弱く、確定拠出年金が導入されずに確定給付年金が維持されるという論理も成立する。こうした同時決定の可能性を考慮し、退職給付債務の割引率（Discount Ratio）を操作変数と

して使用する。割引率は退職給付債務の多寡と退職給付に係る負債に影響を与えるのに対して、買収防衛策の導入とは関連がないと考えられるからである。

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{POISON}) = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} + \beta_2 \text{ROANI} \\ & + \beta_3 \text{PBR} + \beta_4 \text{Cash} + \beta_5 \text{OutsideDirector} \\ & + \beta_6 \text{MH} + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{POISON}) = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} + \beta_2 \text{ROAOI} \\ & + \beta_3 \text{PBR} + \beta_4 \text{Cash} + \beta_5 \text{OutsideDirector} \\ & + \beta_6 \text{MH} + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{POISON}) = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} \\ & + \beta_2 \text{ROANI} + \beta_3 \text{TOBIN}'\text{Q} + \beta_4 \text{Cash} \\ & + \beta_5 \text{OutsideDirector} + \beta_6 \text{MH} \\ & + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{POISON}) = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} \\ & + \beta_2 \text{ROAOI} + \beta_3 \text{TOBIN}'\text{Q} + \beta_4 \text{Cash} \\ & + \beta_5 \text{OutsideDirector} + \beta_6 \text{MH} \\ & + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} \\ & + \beta_{11} \text{MVE} + \beta_{12} \text{Debt} \\ & + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (4)$$

POISON：買収防衛策導入を導入すれば1、導入しなければ0とする

ONUFPL：退職給付に係る負債÷総資産

ROANI：当期純利益÷総資産

ROAOI：経常利益÷総資産

PBR：株式時価総額÷自己資本

TOBIN'Q：(株式時価総額+負債合計)÷総資産

Cash：現金同等物÷総資産。なお、現金同等物=現金+有価証券+投資有価証券とする

OutsideDirector：社外取締役人数÷取締役人数

MH：経営者持株数÷発行済株式総数

OTHERH：その他法人所有株数÷発行済株式総数

FORH：外国法人等所有株数÷発行済株式総数

FirmAge：社歴の自然対数

Tenure：社長の在任期間の自然対数

MVE：株式時価総額の自然対数

Debt：(短期借入金・社債合計+長期借入金・社債・転換社債)÷自己資本

Industry Adopter：同一産業導入比率<sup>9)</sup>

## 5. 実証結果

### 5.1. 記述統計量

表1は、本研究で使用する変数の記述統計量を示している。買収防衛策導入(PoisonPill)の平均値が0.039であることから、サンプルの3.9%で買収防衛策が導入されていることがわかる。また退職給付に係る負債(ONUFPL)の平均値は0.036であり、総資産に占める退職給付に係る負債の平均値は3.6%であることが確認される。

表2は、変数間の相関関係を表示している。買収防衛策導入(PoisonPill)と退職給付に係る負債(ONUFPL)の相関は、PearsonとSpearman

のいずれにおいてもマイナスになっている。ROANIとROAOI、PBRとTOBIN'Q、またFORHとMVEについて強い相関関係が確認されるが、他の変数間で強い相関はないといえる。

## 5.2. 実証結果

表3は、買収防衛策導入企業と非導入企業との間で各変数の平均値と中央値の差があるかをt検定とウィルコクソンの順位和検定で試した結果を要約している。

買収防衛策導入企業における退職給付に係る負債(ONUFPL)の平均値が3.4%であるのに対して、非導入企業では3.6%である。同様に導入企業の中央値が2.7%であり、非導入企業では2.6%である。すなわち、平均値と中央値のいずれにおいても、両者の間に統計的に有意な差がないことがわかる。

表4は、(1)式から(4)式について操作変数プロビット法による推定を行った結果を示している。ワルド検定の結果から、全ての式において内生性がないという帰無仮説が棄却されるので、操作変数プロビット法による推定が採択されるべきであることが確認される。また全ての式で退職給付に係る負債(ONUFPL)は統計的に有意なプラスである。このことは、退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入する傾向にあることを示唆している。いいかえれば、退職給付に係る負債が大きいほど、敵対的買収の対象になることを防ぐために、買収防衛策を導入するのである。

## 6. おわりに

本研究では退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して与える影響について、操作変数プロ

表1 記述統計量

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
PoisonPill	0.039	0.000	0.000	1.000	0.195
ONUFPL	0.036	0.026	0.000	0.177	0.033
ROANI	0.026	0.026	-0.141	0.121	0.030
ROAOI	0.051	0.046	-0.068	0.183	0.037
PBR	1.076	0.893	0.250	5.228	0.666
TOBIN'Q	1.005	0.942	0.493	2.796	0.310
Cash	0.222	0.202	0.029	0.626	0.119
OutsideDirector	0.123	0.111	0.000	0.571	0.131
MH	0.040	0.008	0.000	0.407	0.069
OTHERH	0.262	0.235	0.011	0.729	0.164
FORH	0.114	0.080	0.000	0.494	0.108
FirmAge	1.748	1.799	0.477	2.061	0.226
Tenure	1.027	1.041	0.000	1.663	0.354
MVE	4.518	4.426	3.124	6.463	0.687
Debt	0.622	0.326	0.000	6.538	0.850
IndustryAdopter	0.029	0.015	0.000	0.159	0.034
DiscountRatio	1.774	2.000	-0.200	15.120	1.097

表2 相関関係

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1)PoisonPill		-0.011	0.006	0.016	0.057	0.050	-0.009	-0.024	-0.046	-0.076	0.048	0.032	0.024	0.075	0.006	0.241	0.071
(2)NONUPL	-0.001		-0.079	-0.112	-0.026	-0.047	-0.011	0.015	-0.109	0.063	-0.137	0.082	-0.075	-0.153	-0.018	0.037	0.000
(3)ROANI	0.004	-0.092		0.849	0.324	0.401	0.201	0.086	0.031	-0.010	0.252	-0.036	0.057	0.239	-0.305	-0.030	-0.092
(4)ROAOI	0.018	-0.108	0.896		0.397	0.485	0.227	0.055	0.098	-0.019	0.302	-0.105	0.063	0.267	-0.338	0.010	-0.050
(5)PBR	0.065	-0.036	0.401	0.435		0.900	0.009	0.103	0.032	-0.096	0.300	-0.091	0.008	0.454	0.185	0.115	0.022
(6)TOBIN'Q	0.062	-0.033	0.379	0.407	0.956		0.061	0.104	0.033	-0.106	0.337	-0.108	0.026	0.461	0.049	0.106	0.008
(7)Cash	-0.001	-0.014	0.229	0.220	0.008	-0.032		0.042	0.101	-0.062	0.122	-0.052	0.114	0.017	-0.403	-0.076	-0.084
(8)OutsideDirector	-0.024	0.004	0.096	0.056	0.106	0.089	0.033		-0.132	0.039	0.216	-0.021	-0.102	0.188	-0.024	-0.213	-0.176
(9)MH	-0.047	-0.115	0.051	0.069	-0.160	-0.137	0.158	-0.206		-0.139	-0.189	-0.302	0.286	-0.279	-0.021	0.003	-0.008
(10)OTHER	-0.074	0.028	-0.035	-0.031	-0.151	-0.144	-0.051	0.017	0.000		-0.353	-0.040	-0.173	-0.221	-0.047	-0.038	-0.087
(11)FORH	0.063	-0.150	0.299	0.324	0.346	0.308	0.132	0.194	-0.374	-0.353		0.017	-0.054	0.718	-0.116	-0.014	0.083
(12)FirmAge	0.030	0.121	-0.075	-0.136	-0.059	-0.066	-0.048	0.094	-0.394	-0.078	0.110		0.027	0.074	0.019	0.055	0.031
(13)Tenure	0.020	-0.076	0.049	0.057	-0.011	-0.003	0.112	-0.106	0.468	-0.098	-0.091	-0.113		-0.112	-0.053	0.042	-0.012
(14)MVE	0.084	-0.146	0.262	0.290	0.553	0.506	0.033	0.179	-0.502	-0.225	0.758	0.182	-0.126		-0.010	0.038	0.101
(15)Debt	0.018	0.020	-0.379	-0.392	0.093	0.148	-0.549	-0.030	-0.138	-0.087	-0.153	0.121	-0.054	-0.046		0.022	0.082
(16)IndustryAdopter	0.210	0.051	-0.042	0.002	0.104	0.097	-0.048	-0.242	0.001	-0.049	-0.008	-0.017	0.050	0.019	0.016		0.237
(17)DiscountRatio	0.102	0.038	-0.156	-0.090	0.059	0.060	-0.122	-0.336	-0.100	-0.077	0.037	-0.013	-0.018	0.099	0.117	0.429	

注) 右上三角行列がPearson相関、左下三角行列がSpearman相関。

表3 差の検定結果

	導入企業		非導入企業		t値	z値
	平均値	中央値	平均値	中央値		
ONUFP	0.034	0.027	0.036	0.026	1.538	0.194
ROANI	0.027	0.026	0.026	0.026	-0.801	-0.596
ROAOI	0.054	0.049	0.051	0.046	-2.128 *	-2.411 *
PBR	1.263	1.080	1.069	0.886	-7.655 **	-8.729 **
TOBIN'Q	1.083	1.016	1.002	0.939	-6.798 **	-8.398 **
Cash	0.216	0.201	0.222	0.202	1.240	0.147
OutsideDirector	0.108	0.083	0.124	0.111	3.174 **	3.172 **
MH	0.024	0.005	0.040	0.008	6.148 **	6.287 **
OTHERH	0.200	0.172	0.264	0.238	10.314 **	9.953 **
FORH	0.139	0.123	0.113	0.078	-6.435 **	-8.428 **
FirmAge	1.783	1.799	1.747	1.799	-4.246 **	-4.059 **
Tenure	1.069	1.114	1.025	1.041	-3.236 **	-2.634 **
MVE	4.773	4.743	4.507	4.410	-10.179 **	-11.299 **
Debt	0.646	0.378	0.621	0.323	-0.753	-2.369 *
IndustryAdopter	0.069	0.058	0.027	0.014	-33.405 **	-28.207 **

注) \*\*, \*はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。

表4 操作変数プロビット法の推定結果

	(1)式		(2)式		(3)式		(4)式	
	係数	z値	係数	z値	係数	z値	係数	z値
ONUFP	28.49	11.29 **	28.41	11.13 **	28.60	11.67 **	28.50	11.44 **
ROANI	1.94	3.93 **			1.88	4.09 **		
ROAOI			2.82	6.48 **			2.81	7.03 **
PBR	-0.18	-6.94 **	-0.21	-7.79 **				
TOBIN'Q					-0.32	-7.31 **	-0.40	-8.65 **
Cash	0.02	0.16	0.00	0.04	0.00	-0.04	-0.02	-0.16
OutsideDirector	-0.22	-2.02 *	-0.19	-1.75	-0.24	-2.19 *	-0.21	-1.92
MH	1.08	1.73	0.93	1.52	1.05	1.73	0.90	1.5
OTHERH	-0.31	-1.28	-0.36	-1.5	-0.31	-1.28	-0.36	-1.51
FORH	0.35	1.89	0.23	1.24	0.40	2.11 *	0.28	1.49
FirmAge	-0.30	-5.96 **	-0.28	-5.59 **	-0.30	-6.11 **	-0.29	-5.76 **
Tenure	0.26	6.76 **	0.26	6.82 **	0.26	6.72 **	0.26	6.8 **
MVE	0.36	15.55 **	0.36	15.48 **	0.34	14.59 **	0.35	14.71 **
Debt	0.08	4.13 **	0.10	5.11 **	0.06	3.45 **	0.08	4.5 **
IndustryAdopter	3.42	1.59	3.53	1.66	3.19	1.46	3.32	1.54
Constant	-3.13	-9.83 **	-3.24	-10.68 **	-2.88	-8.37 **	-2.94	-8.88 **
Wald test of exogeneity		10.76 **		11.25 **		10.50 **		10.96 **

注) \*\*, \*はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。

ビット法による実証的な推定を行った。本研究の貢献は、次の2つである。

1つは、Shleifer and Summer (1989) を嚆矢とするトランスファー理論に基づき、買収防衛策導入に対し退職給付に係る負債が与える影響をめぐる仮説を構築したことである。すなわち、敵対的買収によって買収者が従業員などのステークホルダーから株主に富を移転する可能性があり、それを回避するために退職給付に係る負債が大きい企業は買収防衛策を導入するであろうという仮説を設定した。

いま1つは、操作変数プロビット法を用いて、退職給付に係る負債が多い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向があることを示したことである。内生性を考慮したうえで、その影響を検証したという点で頑健な結果といえる。

本研究にも課題がある。図1で示したように、買収防衛策を導入する企業は減少傾向にある。つまり、かつて買収防衛策を導入していた企業が導入しなくなったことを意味しているが、その論理については本研究の分析の対象に含めていない。同時期、退職給付制度を確定給付年金から確定拠出年金へ移行させた企業は多い。このことは、退職給付に係る負債の増加に歯止めがかかった企業が多いことを示唆し、それと買収防衛策導入撤回との間に関係性があることは否定できない。こうした論点については、今後の課題としたい。

#### 《注》

- 1) 新株予約権による買収防衛策については課税関係に関しても論点となっている。この点について、2015年7月7日、経済産業省と国税庁は、自民党総合経済調査会企業統治に関する委員会で、買収者等にも新株予約権の第三者への譲渡を認めているライツプランであれば、ライツプラン発動時に買収者以外の株主に課税関係は発生しないことを明らかにした。なお、ここで想定されたライツプランとは、時価よりも大幅に低い価額で権利行使できる新株予約権を全株主に発行し、特定の買収者のみ権利行使できないことと

する買収防衛策である。

- 2) コーリン産業による蛇の目ミシンや国際航業の株の買い占め、ミネベアによる三協精機の株の買い占め、ブーン・ピケンズ氏による小糸製作所の株の買い占めなど(菊地[2010]参照)。
- 3) 田邊(2005)を参照。
- 4) 胥(2007)では、剰余金分配率を(配当+自己株式の消却+自己株式の取得)÷(その他資本剰余金+その他利益剰余金-自己株式)として定義している。
- 5) 敵対的買収と従業員による企業特長的な人的資本形成については、Osano(1996)や小佐野(2005)を参照されたい。
- 6) 本研究では、トランスファー理論をめぐる実証研究のうち敵対的買収やLBOが企業年金に与える影響について検証したものだけを挙げている。この他にも、Bhagat, Shleifer and Vishny(1990)、Franks and Mayer(1996)、Lichtenberg and Siegel(1990)などがトランスファー理論に関する実証研究を行っている。Bhagat, Shleifer and Vishny(1990)は1984年から1986年の間に米国企業を対象として起きた62件の敵対的買収を検証した。その結果、敵対的買収によって生じる従業員の解雇は、平均的に利益の源泉の10%から20%であることを確認している。Franks and Mayer(1996)は1985年と1986年にイギリスで起きた敵対的買収80件をサンプルとして実証分析を行っている。その結果、敵対的買収以前に敵対的買収のターゲットとなった企業のパフォーマンスは悪くなかったにもかかわらず、買収後に役員の交替やリストラクチャリングが起きる傾向があることを報告している。Lichtenberg and Siegel(1990)は1981年から1986年の間に米国で起きたLBOに関連する1132箇所の事業所のデータを用いてLBOの影響を検証している。実証分析から、敵対買収後に生産部門の社員の賃金や雇用は削減されないのに対して、非生産部門では削減される傾向があることを見出している。
- 7) ただし、1988年のデータを使用したMallete and Fowler(1992)では、買収防衛策導入とROEの間に統計的に有意な関連を発見していない。
- 8) 胥(2007)にならい、本研究では現金同等物を「現金+有価証券+投資有価証券」として定義する。
- 9) 前年の同一産業における買収防衛策導入企業の比率と定義する。

#### 《参考文献》

- Anantharaman, D., Fang, V. W., Gong G., 2014. Inside debt and the design of corporate debt contracts, *Management Science* 60, 1260-1280.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1990. Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-84.
- Coase, R. L., 1937. The nature of the Firm, *Economica* 4, 386-400.



- Comment, R., Schwert, G. W., 1995. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- Danielson, M., Karpoff, J., 1998. On the uses of corporate governance provisions, *Journal of Corporate Governance* 4, 347-371.
- Davis, G., 1991. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network, *Administrative Science Quarterly* 36, 583-613.
- Davis, G., Greve, H., 1997. Corporate elite networks and governance changes in the 1980s, *American Journal of Sociology* 103, 1-37.
- Davis, G., Stout S., 1992. Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990, *Administrative Science Quarterly* 37, 605-633.
- Demsetz, H., Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Fama, E., 1980. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. F., Jensen, M. C., 1983. Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-324.
- Franks, J., Mayer, C., 1986. Hostile takeovers and the correction of managerial failure, *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- 広瀬純夫, 2008. 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴－防衛策導入の初期の状況」『日本労働研究雑誌』第570号, 4-13.
- Ippolito, R. A., 1985. The labor contract and true economic pension liabilities, *American Economic Review* 75, 1031-1043.
- Ippolito, R. A., James, W. H., 1992. LBOs, reversions and implicit contracts, *Journal of Finance* 47, 139-167.
- Jensen, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M., 1989. The eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- 菊地正俊, 2010. 『日本企業を強くするM&A戦略』, PHP研究所.
- Lichtenberg, F. R., Siegel, D., 1980. The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Malatesta, P., Walkling, R., 1998. Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 20, 347-376.
- Mallette, P., Fowler, K., 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pill, *Academy of Management Journal* 35, 1010-1035.
- Manne, H., 1965. Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73, 110-126.
- 水谷謙作, 2006. 「敵対的買収ターゲット企業の財務的特徴－敵対的買収者出現による資本市場への影響」『証券アナリストジャーナル』第44巻第12号, 74-85.
- 西山賢吾, 2006. 「議決権行使と買収防衛策」『財界観測』第69巻第2号, 94-121.
- 西山賢吾, 2008. 「議決権行使から見た日本企業」『財界観測』第71巻第3号, 46-71.
- 野間幹晴, 2018. 「退職給付に係る負債と現金保有」『産業経理』第78巻第2号, 131-143.
- 野間幹晴・本多俊樹, 2005. 『コーポレートファイナンス入門－企業価値向上の仕組み－』共立出版.
- 小佐野広, 2005. 『コーポレートガバナンスと人的資本』, 日本経済新聞社.
- Osano, H., 1996. Breach of contracts and renegotiation in corporate takeovers, *Japanese Economic Review* 47, 346-367.
- Pontiff, J., Shleifer, A., Weisbach, M. S., 1990. Reversions of excess pension assets after takeovers, *The RAND Journal of Economics* 21, 600-613.
- Shleifer, A., Summers, L., 1988. Breach of trust in hostile takeovers, in A. Auerbach eds., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, 33-69.
- 胥鵬, 2007. 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編著『日本のM&A』東洋経済新報社, 197-221.
- Strong, J., Meyer, J., 1990. An analysis of shareholder rights plans, *Management and Decision Economics* 11, 73-86.
- Sundaramurthy, C., 1996. Corporate governance within the context of antitakeover provisions, *Strategic Management Journal* 17, 377-394.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫, 2010. 「どのような企業が買収防衛策を導入するか」『金融経済研究』第30号, 1-20.
- 田邊光政, 2005. 「企業買収の防衛策について」『立命館法学』304号, 127-156.
- Williamson, O. E., 1986. *The Institutions of American Capitalism*, Basic Books, New York.

#### 付記

本投稿論文は、筆者によって編集委員会に提出された原稿について査読プロセスを経ることなく掲載したものである。

# 資 料

資料2 - 資料4に掲載している所属名称は開催当日のものです。

## 【資料1】

**2018年度日本ディスクロージャー研究学会役員一覧**  
**(任期：2018年4月1日～2021年3月31日)**

- [会長] 坂上 学 (法政大学)
- [名誉会長] 黒川 行治 (慶應義塾大学)  
柴 健次 (関西大学)
- [副会長] 中條 祐介 (横浜市立大学) 総務 (会員担当)  
吉田 和生 (名古屋市立大学) 総務 (会報担当)、研究 (中部地区担当)
- [常任理事] 石川 博行 (大阪市立大学) 研究、会誌 (『現代ディスクロージャー研究』担当)  
太田 康広 (慶應義塾大学) 研究、会誌 (英文レター担当)  
音川 和久 (神戸大学) 総務、研究 (西日本地区担当)  
乙政 正太 (関西大学) 総務、データベース協議会担当  
木村 史彦 (東北大学) 総務、研究 (東日本地区担当)  
町田 祥弘 (青山学院大学) 総務、会計  
吉田 靖 (東京経済大学) 研究、会誌 (『年報 経営ディスクロージャー研究』担当)
- [理事] 浅野 敬志 (首都大学東京) 浅野 信博 (大阪市立大学)  
稲葉 喜子 (はやぶさコンサルティング) 上野 雄史 (静岡県立大学)  
薄井 彰 (早稲田大学) 榎本 正博 (神戸大学)  
海老原 崇 (武蔵大学) 大鹿 智基 (早稲田大学)  
太田 浩司 (関西大学) 奥田 真也 (名古屋市立大学)  
奥村 雅史 (早稲田大学) 加賀谷哲之 (一橋大学)  
阪 智香 (関西学院大学) 首藤 昭信 (東京大学)  
中島 真澄 (金沢学院大学) 中野 貴之 (法政大学)  
古山 徹 (日経メディアマーケティング) 村井 秀樹 (日本大学)  
山本 達司 (同志社大学)
- [監事] 神谷 健司 (法政大学) 田宮 治雄 (東京国際大学、公認会計士)
- [幹事] 川島 健司 (法政大学) 高橋美穂子 (法政大学)  
高橋由香里 (武蔵大学)

## 【資料2】

### 日本ディスクロージャー研究学会第17回研究大会プログラム

2018年5月19日(土)～20(日)

横浜市立大学金沢八景キャンパス

5月19日(土)

#### ■自由論題報告 (10:00～11:30)

○第1会場「会計ディスクロージャーに関する実証研究」

司会：石川 博行 (大阪市立大学)

第1報告 「企業の地理的分布が連結企業内の実体的利益調整に与える影響」

山田 哲弘 (中央大学)

第2報告 「退職給付に係る負債が社外取締役の導入に与える影響」

野間 幹晴 (一橋大学)

第3報告 「地方銀行単体の業績指標の価値関連性」

海老原 崇 (武蔵大学)・赤塚 尚之 (滋賀大学)

○第2会場「会計ディスクロージャーと会計情報システム」

司会：奥田 真也 (名古屋市立大学)

第1報告 「有価証券報告書における定性情報の固定化～XBRLデータによる『対処すべき課題』と『事業等のリスク』に関する測定～」

金 奕群 (早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程)

第2報告 「非上場及び中小企業の情報開示方法(システム)に関する一考察」

高市 幸男 (日本薬科大学)

第3報告 「日本のIFRS任意適用企業における企業行動についての考察～情報利用の観点から、「有価証券」「退職給付会計」「のれん」に注目して～」

松山 将之 (日本政策投資銀行)・竹村 光広 (有限責任監査法人トーマツ)・

小河 孝之 (有限責任あずさ監査法人)・下山 益里佳 (有限責任監査法人トーマツ)

理事会 (11:30～12:20)

■会員総会・学術賞授賞式 (12:20～13:10)

■特別プロジェクト最終報告（13：20～14：00）

○第1会場 「法廷会計学の創成—会計不正理論と実務教育との融合—」

司会：亀川 雅人（立教大学）

主査：中島 真澄（金沢学院大学）

○第2会場 「銀行業と銀行・企業間関係の会計制度と実証」

司会：木村 史彦（東北大学）

主査：梅澤 俊浩（北九州市立大学）

■統一論題シンポジウム（14：30～16：00）

テーマ：「ガバナンスがディスクロージャーに与える影響」

司会・パネリスト：円谷 昭一（一橋大学）

パネリスト： 岩崎 拓也（関西大学）

染谷 浩史（金融庁総務企画局企業開示課）

■最優秀論文賞受賞記念講演（16：10～16：50）

「新規参入企業に対するプレアナウンスメントの戦略的效果」

三輪 一統（神戸大学）・椎葉 淳（大阪大学）

司会：太田 康広（慶應義塾大学）

■統一論題ディスカッション（17：00～17：50）

テーマ：「ガバナンスがディスクロージャーに与える影響」

司会・パネリスト：円谷 昭一（一橋大学）

パネリスト： 岩崎 拓也（関西大学）

染谷 浩史（金融庁総務企画局企業開示課）

■懇親会（18：00～20：00）

5月20日（日）

新旧合同理事会（9：30～10：50、かながわ県民センター）

## 【資料3】

### 日本経営分析学会・日本ディスクロージャー研究学会連合大会2018 (日本ディスクロージャー研究学会第18回研究大会) プログラム

2018年10月13日(土)～14日(日)

10月13日(土) 日本経済新聞社大阪本社

#### ■【連合大会シンポジウムⅠ】(10:00～11:30)

テーマ:「経営分析の研究および教育の今後」

司会・コーディネータ挨拶および趣旨説明

中條 祐介(横浜市立大学教授、日本ディスクロージャー研究学会副会長)

講演

薄井 彰(早稲田大学教授、日本経営分析学会会長)

坂上 学(法政大学教授、日本ディスクロージャー研究学会会長)

坂本 恒夫(明治大学名誉教授、日本経営分析学会元会長)

柴 健次(関西大学教授、日本ディスクロージャー研究学会元会長)

パネルディスカッション

#### ■会員総会・推戴式(11:30～12:40)

#### ■【連合大会シンポジウムⅡ】(14:30-17:00)

「わが国の会計、監査、およびディスクロージャーの在り方」

司会・コーディネータ挨拶および趣旨説明

奥村 雅史(早稲田大学教授、日本経営分析学会副会長)

基調講演

「日本の会計、監査、およびディスクロージャーの研究とグローバルスタンダード」

薄井 彰(早稲田大学教授、日本経営分析学会会長、日本ディスクロージャー研究学会前会長)

「わが国の公認会計士監査と公認会計士の果たすべき役割」

関根 愛子(日本公認会計士協会会長)

「投資家から見たディスクロージャーの課題」

前田 昌孝(日本経済新聞社編集委員)

パネルディスカッション

#### ■懇親会(17:30～19:30)

10月14日（日）関西学院大学大阪梅田キャンパス

■【データベース協議会】（10：40～12：10）

○1401教室

日経メディアマーケティング株式会社  
株式会社QUICK

○1402教室

株式会社ネオステージ  
マージェント・ジャパン株式会社

■【自由論題報告Ⅰ】（10：40～12：10）

○第1会場「BAA 01—経営分析（会計分析）」

司会：向 伊知郎（愛知学院大学）

「中国会計基準のIFRSsへのコンバージェンスと会計情報の質」

蔣 飛鴻（実践女子大学）

「グラフによる売上債権異常発見法」

井端 和男（井端和男公認会計士事務所）

○第2会場「JARDIS 01—会計ディスクロージャー」

司会：木村 史彦（東北大学）

「経営者の在任期間と業績予想に対するバイアス」

石田 惣平（埼玉大学）・蜂谷 豊彦（一橋大学）

「地域銀行における部分直接償却、貸出金償却および償却債権取立益の関係」

梅澤 俊浩（北九州市立大学）

○第3会場「JARDIS 02—社会ディスクロージャー」

司会：林 隆敏（関西学院大学）

「医療法人における財務状況の現状と課題—医療法人事業報告データを用いた実態分析—」

黒木 淳（横浜市立大学）

「社会福祉法人のディスクロージャーにおける一試論—統合報告書作成を中心に—」

平田 沙織（長岡大学）

■【自由論題報告Ⅱ】 13：00-14：30

○第4会場「BAA 02—経営分析（業種別経営分析）」

司会：山本 達司（同志社大学）

「日本における旅客鉄道事業の輸送密度と営業収支の関連性—平成27年度鉄道統計年報を基にして—」

秋葉 健（高崎経済大学）

「建設会社における生産性と営業力の役割」

加藤 仁史（明治大学）

○第2会場「JARDIS 03—市場ディスクロージャー」

司会：北川 教央（神戸大学）

「ディスクロージャーと利益の関係性が配当政策に与える影響—当期純利益はいかなる時に相対的に有用財務情報となりうるか—」

根建 晶寛（福島大学）

「決算短信におけるXBRL適用と投資家のアンダーリアクション—適用前後の株価ドリフトの分析—」

金 奕群（早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程）

○第3会場「BAA & JARDIS 01—コーポレートガバナンス」

司会：音川 和久（神戸大学）

「経営者の自信過剰と租税負担削減行動」

大沼 宏（東京理科大学）・石黒 武秀（東京理科大学）

「ゴーイング・コンサーン情報開示と監査人の交代」

今西 史弥（大阪市立大学）

**日本経営分析学会・日本ディスクロージャー研究学会理事会**（14：40～17：00）



【資料 4】

第4回JARDISワークショッププログラム

2018年8月20日(月)～22日(水)

小樽商科大学

8月20日(月)

13:30～13:40 開会挨拶 第4回JARDIS Workshop準備委員会委員長 市原 啓善(小樽商科大学)

■研究報告1 (13:40～15:00)

司会：山本 達司(同志社大学)

「財務制限条項に係るモニタリングと経営者の実体的裁量行動」

稲村 由美(新潟大学)

■研究報告2 (15:30～16:50)

司会：吉田 和生(名古屋市立大学)

「日本版不動産投資信託における配当ベースの利益マネジメント」

木村 史彦(東北大学)

8月21日(火)

■研究報告3 (10:00～11:20)

司会：榎本 正博(神戸大学)

「経営者交代と業績予想情報」

石田 惣平(埼玉大学)・蜂谷 豊彦(一橋大学)

■ランチセミナー (11:30～12:30)

司会：乙政 正太(関西大学)

「日経メディアマーケティングのデータベース紹介と研究利用事例」

日経メディアマーケティング株式会社

「ESGレーティングとESGレーティングを活用した指数に関して」

マージェント・ジャパン株式会社

■研究報告4 (12:40～14:00)

司会：乙政 正太(関西大学)

「IFRS適用が企業買収に与える影響」

井上 謙仁(大阪市立大学)

■セミナー 1 (14:10~15:30)

司会：薄井 彰 (早稲田大学)

「会計情報に基づく現在価値関係に関する研究について」

椎葉 淳 (大阪大学)

■セミナー 2 (16:00~17:20)

司会：木村 史彦 (東北大学)

「実証研究における交差項を含むモデルの考察」

太田 浩司 (関西大学)

■懇親会 (18:00~20:00)

8月22日 (水)

■セミナー 3 (9:00~10:10)

司会：吉田 靖 (東京経済大学)

「FinTechのコア技術ブロックチェーンの会計的理解」

坂上 学 (法政大学)

■研究報告 5 (10:20~11:40)

司会：岩崎 拓也 (関西大学)

「ファミリー企業における経営者交代の決定要因」

柳田 具孝 (北海道大学大学院経済学研究科博士後期課程)

■「社会遺産のディスクロージャー」(12:00~)

「ニッカウキスキー北海道工場余市蒸溜所見学 (近代化産業遺産・北海道遺産)」

年報 経営ディスクロージャー研究（第18号）編集委員会

編集委員長・主席編集者：吉田 靖（東京経済大学）

編集者：浅野 敬志（首都大学東京）

浅野 信博（大阪市立大学）

海老原 崇（武蔵大学）

奥田 真也（名古屋市立大学）

木村 史彦（東北大学）

年報 経営ディスクロージャー研究  
第18号

---

発行 2019年3月31日

編集人 吉田 靖

発行人 坂上 学

---

日本ディスクロージャー研究学会 ©2019年

〒102-8160 東京都千代田区富士見2-17-1

法政大学経営学部川島健司研究室気付

---

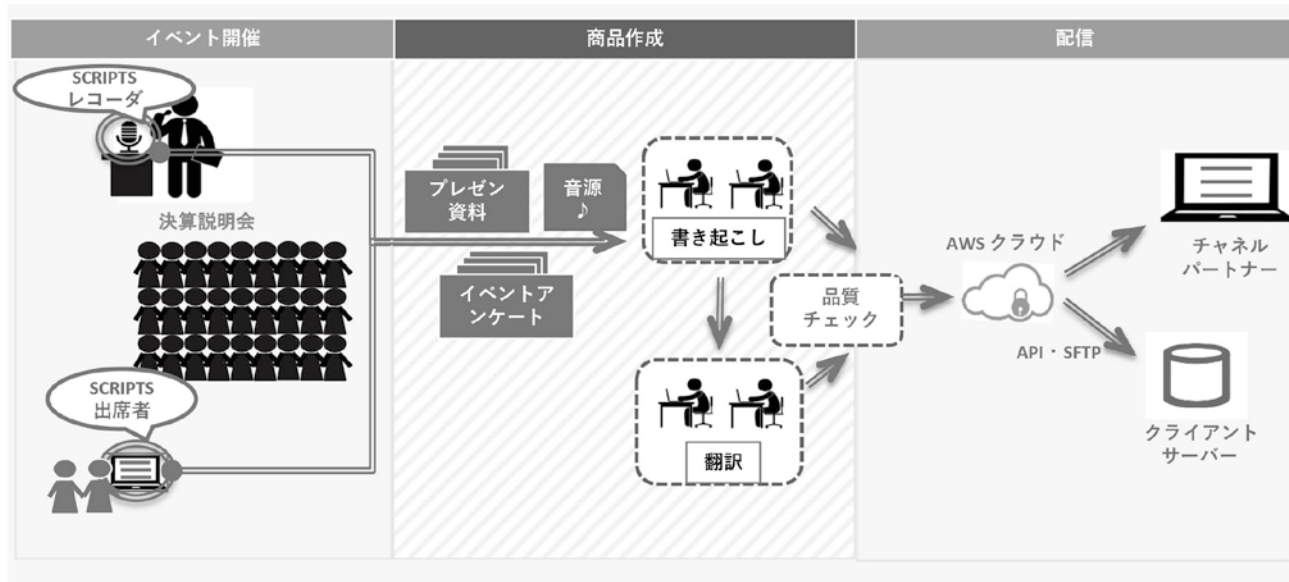
# 日経MM X SCRIPTS Asia

決算説明会・アナリスト向け説明会・中期経営計画

**NIKKEI** SCRIPTS Asiaは、日本経済新聞社とパートナーシップを結んでいます。

## SCRIPTS Asiaについて

海外企業において、トランスクリプト(企業イベント内容の書き起こし記事)の開示は、15年以上コーポレート・ディスクロージャーの一環として取り組まれてきました。日本においても公平かつタイムリーなディスクロージャーを企業に促す近年の流れを受け、国内外の投資家からのトランスクリプトに対する需要は今後更に拡大することが予想されます。SCRIPTS Asiaは、海外企業のトランスクリプト開示の取り組みをアジア・パシフィックの企業に拡大し、グローバル投資家のニーズに応えるべく設立されました。



- カバーイベント： 決算説明会 中期経営計画説明会 アナリスト説明会 株主総会 など
- 配信コンテンツ：書き起こし記事(ローカル/英語)、イベントスケジュール、音源、概要データ(メタデータ)
- 配信時間(イベント終了後)：
  - 音声ファイル：1時間以内
  - 日本語記事：同日/24時間以内
  - 英語記事：48時間以内
- 会社カバレッジ数は2019年末に約400社を予定
- イベントカバレッジ数は2019年末に最低1,000件を予定

お問い合わせ：

日経メディアマーケティング株式会社

☎03-5295-6227

✉webinfo@nikkeimm.com

WEB <https://www.nikkeimm.co.jp>

📍東京都千代田区内神田2-2-1 鎌倉河岸ビル3階

SCRIPTS Asia株式会社

☎03-4405-3160

✉sales@scriptsasiasia.com

WEB <http://www.scriptsasiasia.co.jp>

📍東京都港区六本木1-4-5アークヒルズサウス 17階

日本ディスクロージャー研究学会の皆様へ

Neostage

## 先生方の学術研究をサポートする ネオステージのデータサービス



圧倒的な低コストで、先生方の個人ユースにも最適

## 『開示Net』 企業分析データベース

有価証券報告書・決算短信等、財務諸表データ、  
監査人検索、XBRL科目検索、定量&定性分析

- ・過去～最新の開示情報の一括入手
- ・企業活動の事例収集も容易
- ・監査人、監査報酬額のデータも収録
- ・公認会計士2万人が利用中

項目	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
売上高百万円	1,234	1,345	1,456	1,567
売上総利益百万円	321	345	367	389
営業利益百万円	456	478	500	521
経常利益百万円	567	589	610	631
純利益百万円	678	700	721	742

全国約50,000法人の医療法人情報・財務情報

## 医療法人 事業報告書等データ

全国から事業報告書を収集してデータ化  
医療法人の財務諸表データ等を提供

- ・医療法人から提出された事業報告書を各都道府県から収集
- ・法人ごとの貸借対照表・損益計算書データをEXCEL形式/CSV形式で提供
- ・病院・診療所、病床数などの施設情報も収録

【NEW】ASP形式データベースも2018年12月より提供開始



各種法人の事業報告書や公開情報等の収集・データ化、  
データベース構築のお手伝いをしていますので、ご相談ください。

- お問い合わせ先 -

株式会社ネオステージ 営業企画部

http://www.neostage.co.jp/ mail: sales@neostage.co.jp tel: 03-6206-0151



dun & bradstreet

# CONNECT WITH YOUR BUSINESS COMMUNITY

Mergent has been serving public and academic libraries for over 100 years. As the exclusive provider of Dun & Bradstreet Library Solutions, we provide complete solutions to libraries and their patrons in the form of global business and financial data in easy to use products for academic, small business, consumer and job research.

[Mergent.com](https://www.mergent.com)

# QUICK FactSet

## グローバルデータフィードソリューションズ

信頼性ある世界中の各種データベースをお客さまのニーズに応じて提供します

### 大学・研究機関向けおすすめFactSetデータベース

#### ■経済的な依存関係の分析に最適なサプライチェーンデータ

サプライヤー、カスタマー、パートナーと競合他社(4分類13サブ分類)を使い、  
経済的な依存関係の分析が可能

- ・カバレッジ 約20,000社
- ・履歴 北米 2003年~現在
- 北米外 2011年~現在

#### ■FactSet独自の事業分類

FactSet Hierarchy 複合企業体の多面的な分析を実現

財務および経済分析を行うために必要なグローバル企業のマルチセクター・  
マッピングを提供。

FactSet事業セグメント別収益エクスポージャー

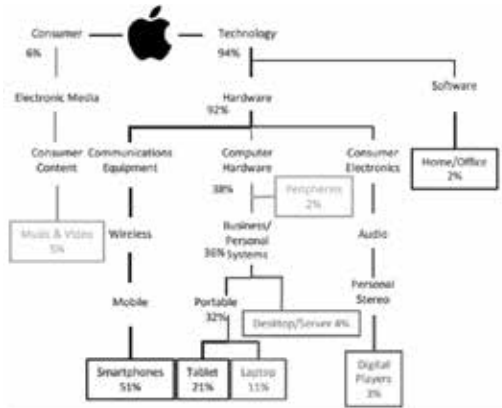
事業セグメントを標準化。企業のエクスポージャーと収益の源泉を明らかに。

#### ■FactSet Ownership

機関投資家・投資信託・ヘッジファンド、利害関係者等の株主情報を提供。

- ・カバレッジ世界120か国、28,000の機関投資家、約42万の内部利害関係者
- 42,000本の投資信託、PE/VC10,143社、ヘッジファンド3,872社

### Apple社を例にした 事業セグメント別収益エクスポージャー



### 主なコンテンツ

データベース	収録期間 (年~)				内容
	日本	アジア	北米	欧・中東 アフリカ	
株価関連	1985	1985	1984	1985	四本値、売買代金、コーポレートアクションなど
財務データ	1980	1980 新興1990	1980	1980 新興1990	会計項目の標準化、業種特有項目、セグメント、注記
業績予想	2000	2000	2000	1997	ブローカーコンセンサス予想、45以上のBS/PL項目、業種特有予想項目
企業エンティティ	1978	1978	1978	1978	証券、発行体、関連会社、親会社までを紐づけた企業エンティティ
サプライチェーン	2013	2015	2003	2011	サプライヤー、カスタマー、提携先、共同研究といったサプライチェーン・ネットワーク
RBICS業種分類	2011	2011	2003	2011	独自の業種分類法を用いて企業の主たる事業を6階層約1400業種に分類
ヒエラルキー	2015	2015	2003	2014	企業の各事業、商品レベルをボトムアップアプローチで分類。競合他社抽出、テーマ別企業抽出も
事業別セグメント 収益エクスポージャー	2014	2014	2012	2014	各企業の事業別セグメントをRBICS業種分類で標準化し、事業単位で収益を把握
地域別セグメント 収益エクスポージャー	2007	2007	2003	2007	各企業の地域別セグメントを標準化し、国・地域単位で収益を把握
株主情報	1999	1999	1999	1999	機関投資家、投資信託、ヘッジファンド、内部利害関係者まで信託財産口の裏にある詳細な株主情報
M&A	2003	2003	1992	欧主要 2000	発表された合併・吸収および子会社・事業の売却に関する情報。取引条件、発表日、締切日、財務・法律顧問、手数料といった包括的な取引データ。
負債構造	2006	2006	2006	2006	発行体の負債構造、発行社債・CB等を網羅
ベンチマーク	プロバイダーによる				全てのベンチマークを単一フォーマットに標準化、IDの一元管理
人物情報	データベースによる				上場/未上場企業の役員・ファンドマネージャーなどの人物情報
イベント/議事録	データベースによる				カンファレンスコールの詳細情報・IR関連などの企業イベント情報
FactSet Shipping	2013年11月~				米国税関・国境警備局提供の輸送物に関するデータ

サービスの詳細や活用事例は、こちらからご確認ください。

QUICK 大学

検索

[http://biz.quick.co.jp/lp\\_ac/](http://biz.quick.co.jp/lp_ac/)

ご契約・情報内容等のサービス詳細につきましては、弊社営業担当の村山・長谷川までお問い合わせください。

**JARDIS**

年報

経営ディスクロージャー研究

第18号 / 2019年3月