

## 1. 本論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

はしがき

### 第1章 問題と分析視角

- 第1節 本論文の目的
- 第2節 資本市場研究の進化
- 第3節 本論文の課題と構成

### 第2章 金融商品の時価評価導入の背景と論理

- 第1節 分析のねらい
- 第2節 有価証券への時価評価導入の背景と論理
- 第3節 全面時価会計の論理
- 第4節 金融商品の時価評価にみる経営者の裁量的行動抑止

### 第3章 デリバティブがリスクに与える影響

- 第1節 デリバティブとリスクのリンク
- 第2節 リスク・マネジメントをめぐる論点と先行研究
- 第3節 リサーチ・デザイン
- 第4節 検証結果と解釈
- 第5節 包括的リスク・マネジメント

### 第4章 デリバティブと裁量的会計発生高による利益平準化と資本コスト

- 第1節 会計政策と財務戦略のリンク
- 第2節 検証すべき2つの課題
- 第3節 デリバティブと裁量的会計発生高によるボラティリティ制御の検証
- 第4節 利益平準化と資本コストの検証
- 第5節 経営者の裁量的行動と証券市場

### 第5章 金銭債権評価をめぐる経営者の裁量的行動と証券市場

- 第1節 金銭債権の公正価値と貸倒引当金
- 第2節 会計政策研究の新潮流
- 第3節 論点と先行研究
- 第4節 リサーチ・デザイン
- 第5節 検証結果と解釈
- 第6節 経営者のシグナリング

### 第6章 株式保有構造の変化と会計政策

- 第1節 金融商品の時価評価と持合株式の放出
- 第2節 株式保有構造と会計政策をめぐる先行研究と仮説構築
- 第3節 リサーチ・デザイン
- 第4節 検証結果と解釈
- 第5節 コーポレート・ガバナンスと会計政策

### 第7章 結論と展望

- 第1節 本論文の仮説と検証結果
- 第2節 会計における資本市場研究の課題

参考文献

## 2. 本論文の目的と分析視角

本論文の目的は、金融商品をめぐる経営者の裁量的行動とそれに対する証券市場の評価を浮き彫りにすることである。

経営者の裁量的行動あるいは会計政策とそれに対する証券市場の反応をめぐるこれまでの実証研究は、大別すると二つに分類することができる。一つは会計政策研究であり、会計情報の作成者である企業あるいは経営者を議論の俎上に載せている。こうした研究の目的は、経営者がどのようなインセンティブあるいはプロセスに基づいて会計数値をコントロールしようとしているのかを解明することである。会計政策研究では、エージェンシー理論や契約理論を基礎として、経営者の裁量的な会計行動を明らかにすることに重きをおいて

いる。いま一つは証券価格研究であり、会計情報が株価形成に与える影響を検証している。証券価格研究は効率的市場仮説、割引配当モデル、資本資産評価モデル(CAPM)などを理論的基礎としている。こうした研究では、企業の裁量的行動を所与としたうえで、経営者の裁量的行動が株価に与える影響を検証している。

そもそも両者は相互排他的ではない。経営者は証券市場からの評価を考慮に入れて、会計数値をコントロールする可能性もある。また投資家も経営者の裁量的な会計行動を意識したうえで企業評価を行うことが考えられる。それにもかかわらず、既存の先行研究ではリサーチ方法の限界などにより両者の融合を試みたりリサーチは少ない。経営者による会計方法の選択・変更を包括的に捉えることが困難であったからである。経営者が会計数値を一定の値に制御しようとする場合、その選択肢は多種多様である。しかし先行研究の多くは、一つあるいは少数の会計方法の選択・変更に焦点をあて、それが株価形成にどのように反映されているかを検証するというアプローチを採用してきた。

こうした限界を克服する手段として有用なのが会計発生高という概念である。会計発生高とは、さまざまな会計方針の選択に基づき計算される会計利益とキャッシュ・フローとの差額を指す。会計発生高を用いた分析アプローチは経営者の裁量的行動を包括的に捉えるうえで有用であり、証券価格研究との融合も比較的容易である。そこで、本論文は会計発生高の活用などを通じて企業の裁量的行動と株価形成を同一の議論の俎上に載せることで、会計政策研究と証券価格研究の融合を目指す。これが本論文の第一の特徴である。

本論文の第二の特徴は、技術的会計政策と実質的会計政策の両者を検証の対象とする点である。会計政策には技術的会計政策と実質的会計政策という二つのディメンジョンがあり、経営者は一定の目的を達成するために、双方を組み合わせていると考えられる。しかし会計政策研究あるいは会計政策研究と証券価格研究の融合を試みた既存の先行研究では、技術的会計政策に視軸を合わせたものが多い。とりわけ会計政策研究と証券価格研究の融合を試みた既存研究で、技術的会計政策と実質的会計政策の双方を取り上げたリサーチはきわめて少ない。技術的会計政策よりも実質的会計政策の方が会計数値に与える影響は大きい点を考慮すると、実質的会計政策も分析対象とした実証研究を行う必要がある。

第三の特徴は、経営者の裁量的行動と証券市場の評価を検討するうえで、金融商品会計に関連する論点に焦点を絞る点である。各章の個別的・独立的な検証を「縦系」とするならば、その「縦系」に金融商品という「横系」を織り込むのである。これには二つの理由がある。一つは、他の手段と比較すると、経営者が金融商品を通じて実質的会計政策を行使するコストが相対的に低いからである。例えば利益捻出を目的として会計数値を制御する場合、土地を売却するよりも保有有価証券を売却する方が迅速に所期の目的を達成することが可能である。同様に為替リスクをヘッジする場合でも、工場を海外に移転するよりもデリバティブ取引を活用する方が容易である。つまり、経営者が実質的会計政策を行う場合、その手段として金融商品を利用する可能性が高いのである。

いま一つは、金融商品に時価評価が導入されたことに伴い、従来行われてきた経営者の裁量的行動が一変すると考えられるからである。わが国では企業会計審議会が1999年1月に「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」を公表したことを受けて、2001年3月期から金融商品に時価評価が適用されている。時価評価に伴い、有価証券やデリバティブの保有損益が財務諸表に反映されることになり、会計数値のボラティリティが高まる。これを回避するため、経営者は金融商品を従来ほどには保有しなくなり、実質的会計政策として金融商品を利用することが困難になる。また時価評価の導入に伴い、コーポレート・ガバナンスが変容し、それが経営者の裁量的行動に与える影響が変化する。時価評価によって持ち合い株式が放出され、外国人による株式保有が増加すると予想される。これにより、外国人株主が経営者の裁量的行動に与える影響が高まると同時に、メインバンクや持ち合い株が裁量的行動に与える影響が相対的に低下する。つまり、株式保有構造の変化に伴い、経営者の裁量的行動が変わるのである。

経営者の裁量的行動とそれに対する証券市場の評価を解明することを目的とした本論文では、会計における資本市場研究(Capital Market Research in Accounting)で培われてきた概念や方法を援用する。

1960年代中頃までアメリカにおける会計研究はPaton and Littleton[1940]に代表されるように規範的アプローチによるものが主流を形成していた。規範的アプローチに基づく研究の発展は各研究者の想定する会計の目的に依存し、理論はその論理と演繹的論拠を基準にして評価された。その後、Ball and Brown[1968]やBeaver[1968]を嚆矢として1960年代後半から実証研究が会計研究の中心的役割を担うようになった。Watts and Zimmerman[1986]が論じたように、実証アプローチに基づく会計研究の目的は会計実務を説明し予測することであると考えた。こうした会計における資本市場研究の進化を促進したのは、実証経済学、効率的市場仮説とCAPM、それにエージェンシー理論などの隣接研究領域における理論的発展であった。本論文でもこうしたアプローチを活用して、第3章から第6章の実証分析を行う。

本論文は次のように構成される。第2章ではアメリカにおける金融商品の会計基準の変遷をトレースし、導入へ向けた議論が行われている全面時価評価会計を検討することで、時価会計導入の背後の論理を明らかにする。続いて第3章から第6章では、会計政策研究と証券価格研究の融合をめざす資本市場研究を行う。第3章から第5章では、経営者の裁量的行動あるいは会計政策とそれに対する証券市場の評価について経験的な分析を行う。一方、第6章では、証券市場ととりわけ株式保有構造が経営者の裁量的行動に与える影響を実証的に検証する。

### 3. 第2章 金融商品の時価評価導入の背景と論理

第2章では、アメリカにおける時価主義会計の系譜を跡づけると同時に、昨今かまびすしい議論が行われている全面時価評価を敷衍している。これによって、金融商品への時価評価導入の背後には経営者の裁量的行動を抑止しようとする論理があることを解き明かしている。

第一に、有価証券の時価評価導入の背後に、経営者の有価証券を通じた利益操作を排除しようとした政策的意図があることを明らかにしている。アメリカでは有価証券に時価評価を適用しようとする議論は1960年代から起きていたが、実際にはFASBが1993年にFAS115号を公表するまで時価評価は導入されなかった。1990年代に入って時価評価が導入されたのは、投資家を保護しようとするSECの強い意図があったのであ

る。1980年代にS&L危機が起り、取得原価主義会計に対する批判の声が強まった。取得原価主義の下では、経営者は含み益のある有価証券を売却することで利益を捻出し、含み損のある有価証券を保有し続けることによって損失の表面化を先送りすることが可能であったからである。こうした経営者の機会主義的な会計政策によって、金融システムが危機に瀕し投資家が損害を被っていると考えられた。そこで、経営者の有価証券の益出しという機会主義的行動を抑止するために有価証券に時価評価が適用されることとなったのである。

続いて、全面時価評価会計の検討を通じて、二つの次元において経営者の裁量あるいは意図が会計数値に反映されることを抑止しようとしていることを明らかにする。一つは、純利益とその他の包括利益との線引き、すなわち実現利益の決定における経営者の意図の排除である。1957年版会計基準では伝統的な実現概念からの拡大が図られた。その後、1964年報告書とFASBの概念ステートメントでは「実現」と「認識」とが分離され、実現に対して限定的な見方がとられるようになった。「実現」と「認識」とが切り離されることで、純利益に含めるべき実現利益とそれ以外の実現可能利益とを何によって区別するかという新たな問題が生じた。有価証券やデリバティブに時価評価を要求したFAS115号やFAS133号では、経営者の意図に依存した会計処理を指示していたので、実現利益とその他の包括利益の線引きは経営者の意図に委ねられていた。一方、全面時価評価会計の下では金融商品の時価変動が全て純利益すなわち実現利益に含まれるので、そもそも実現利益とその他の包括利益との線引きが必要でなくなる。いいかえると、全面時価会計が導入されると、現行の会計制度では反映されている経営者の意図が実現利益の決定から排除されるのである。ここから、全面時価会計では実現利益の決定に際して経営者の意図を排除しようとしている志向を見出すことができる。

いま一つは、公正価値の測定における経営者の見積りの排除である。公正価値には、購入価値、売却価値、使用価値の3つがある。FAS133号では公正価値の定義としてこの3つを併記し、いずれの価値によって金融商品を測定すべきかについては明示していない。それに対して、全面時価評価会計を提唱したFASBの予備的見解やJWGのスペシャル・レポートでは売却価値を公正価値として一義的に定義している。不完全・不完備市場を想定すると使用価値が投資家の意思決定において最も目的適合性であるにもかかわらず、である。「公正価値＝売却価値」とした背景には、使用価値を測定するためには経営者の主観的な見積りが入るので、それを排除することで中立性を維持しようとする論理がある。すなわち会計数値に経営者の意図が反映されることを制限しようとしたのである。ここにおいても、経営者の裁量を排除しようとする志向を見出すことができる。

つまり、有価証券の時価評価および全面時価評価会計の背後には、会計処理あるいは会計手続きから経営者の裁量を抑止しようとする論理があると考えられる。

#### 4. 第3章 デリバティブがリスクに与える影響

第3章では、銀行をサンプルとしてデリバティブ取引がリスクにどのような影響を与えるかについて実証的に検証している。

デリバティブによるリスク・マネジメントをめぐる先行研究は、大きく3つに分類することができる。第一の研究は、デリバティブの取引規模・利用目的・管理体制などを、ディスクロージャー資料の分析や質問票調査によって明らかにしたものである。こうした調査結果に共通するのは、金融機関がデリバティブをトレーディング目的とヘッジ目的で利用するのに対して、一般事業会社の多くはヘッジ目的に限定してデリバティブを取引しているということである。第二の研究は、デリバティブ取引のインセンティブを理論的あるいは実証的に解明したものである。これらの研究では、完全資本市場を前提とするとデリバティブによるリスク・マネジメントの経済的合理性は存在しないが、こうした仮定を緩和するとリスク・マネジメントを行うインセンティブが生じると論じられている。第三は、デリバティブ取引がリスクに与える影響を検証したリサーチである。デリバティブ取引の結果として株式投資収益率のボラティリティやベータなどのリスクは削減されているのか、あるいはより大きくなっているのか。第三の研究ではこうした問題意識に基づいてリサーチが行われている。ただし、デリバティブがリスクに与える影響を実証的に解明した研究は緒についたばかりであり、その大部分はベールに包まれている。そこで、第3章ではわが国の銀行をサンプルとして、デリバティブ取引が企業のリスクにどのような影響を与えているかを検証している。

分析の結果、デリバティブ取引と株式投資収益率の標準偏差、すなわちボラティリティとの間に正の関連があることが明らかになった。つまり、企業はリスクを削減することを目的としてデリバティブを取引しているにもかかわらず、実際にはリスクは低下するのではなくむしろ高まるのである。

こうした検証結果が得られたのは、次の二つの要因のいずれかによる可能性がある。一つは、分析ではデリバティブの利用目的を考慮していなかった点である。この解釈の是非を検討するために、デリバティブをヘッジ目的とトレーディング目的に分類したうえで検証を行った。しかしながら保有目的を考慮した分析でも、当初の分析と同様の結果が析出された。いま一つは、デリバティブをトレーディング目的で利用している銀行をサンプルに含んでいる点である。この点を考慮して、デリバティブをトレーディング目的で利用している銀行をサンプルから除外し、ヘッジ目的に限定してデリバティブを利用している銀行だけをサンプルとして分析を行った。分析の結果、デリバティブとリスクの間に統計的に有意な関連は見出されず、デリバティブによってリスクが低下していることを示唆する結果は示されなかった。

では、なぜデリバティブ取引によってリスクは削減されないのだろうか。これについて、企業のリスク・マネジメントにおいてデリバティブが占める比率はごく一部にしか過ぎないという解釈が成り立つ。したがって、デリバティブ以外のヘッジ手段も包含してリスク・マネジメントを検証する必要があるといえる。そこで第4章ではデリバティブと裁量的会計発生高を同時に分析し、企業がボラティリティを制御するうえで両者を活用し、それによって資本コストが低下することを示す。

#### 5. 第4章 デリバティブと裁量的会計発生高による利益平準化と資本コスト

第4章では、日本企業の利益平準化行動におけるデリバティブ取引と裁量的会計発生高の関連を浮かび上がらせ、それが証券市場でどのように評価されているかについて検証している。こうしたリサーチを進める理由は二つある。一つは、日本企業におけるデリバティブと会計発生高との関係を明らかにするためである。デリバティブは会計利益やキャッシュ・フローを平準化したり、そのボラティリティを制御するために利用されている。しかし経営者はデリバティブ取引を用いずとも、会計発生高を通じた会計政策によって利益を平準化することが可能である。そこで、経営者による会計利益のボラティリティ制御行動や利益平準化行動を浮き彫りにするには、デリバティブと会計発生高を同一の議論の俎上に載せ、その関連を説明する必要がある。

いま一つは、会計政策と資金調達戦略、とりわけ資本コストとの関係を明らかにするためである。伊藤[1985]は、会計政策と資金調達戦略の関係を“ミッシング・リンク”と呼んだ。会計行動と資金調達行動はいずれも企業にとって本質的に重要な行動であるにもかかわらず、両者の関係は必ずしも明らかでなかったためである。伊藤[1985]はこうした“ミッシング・リンク”を解く鍵を提示し、会計政策は資金調達戦略に貢献する財務戦略の重要な一部であると論じた。アメリカでは両者のつながりが実証研究の中で解き明かされつつある。しかしながら日本企業における両者の関係を実証的に解明した研究は進んでおらず、依然としてペールに包まれているといえる。そこでデリバティブと裁量的会計発生高を利用した、ボラティリティ制御あるいは利益平準化と資本コストの関係について実証的に検証することで、わが国における会計政策と資金調達戦略の関係を明らかにする。

まず利益平準化には、デリバティブを用いたキャッシュ・フローの制御と裁量的会計発生高による会計発生高の制御という二つの方法があることを理論的に示している。そのうえで、経営者が会計利益のボラティリティをコントロールするために、デリバティブと裁量的会計発生高を代替的に活用しているか否かを検証した。分析の結果、経営者は会計利益のボラティリティを制御するために、デリバティブと裁量的会計発生高を代替的に利用していることを示唆する結果が得られた。

次に、ボラティリティを制御あるいは利益を平準化することで、資本コストが低下しているかどうかを検証している。まず当期純利益の平準化が資本コストに与える影響について検証した。回帰分析の結果、当期純利益を平準化しても資本コストが低下しないことが示された。続いて、当期純利益を営業キャッシュ・フローと会計発生高に分割し、それぞれの平準化によって資本コストが下がるかどうかを検証した。分析の結果、キャッシュ・フローの平準化によって市場 $\beta$ あるいは資本コストは低下するが、会計発生高の平準化を実施してもそうした成果は達成できないことが明らかになった。この結果は、証券市場は当期純利益の平準化に反応するのではなく、その平準化方法を透視したうえで評価しているということを示唆する。いいかえると、投資家やアナリストはキャッシュ・フローの平準化と会計発生高の平準化とを区別しており、前者の場合にだけ資本コストは低くなるのである。

## 6. 第5章 金銭債権評価をめぐる経営者の裁量的行動と証券市場

第5章では、銀行をサンプルとして経営者が貸倒引当金を裁量的に設定しているか否か、またそれに対して証券市場はどのように評価しているかを明らかにしている。全面時価評価の下では、金銭債権等の金融商品の公正価値を測定する際に経営者の主観的要素が入る可能性がある。なぜなら、これらの金融商品の公正価値を測定するには、経営者が将来キャッシュ・フローを見積もる必要があるからである。そこで貸倒引当金を通じて、金銭債権評価における経営者の主観的見積もりに対する証券市場の評価を検証している。貸倒引当金を対象として分析を行うのは、貸倒引当金が貸出金の公正価値と取得原価の差額の一つの構成要素であると同時に、貸倒引当金の設定には経営者の見積もりが反映されるからである。

こうした検証を行うにあたり、本論文では不良債権の自己査定制度の導入後である1999年3月期を調査期間とした。自己査定制度の導入以前は大蔵省が償却対象となる不良債権の範囲を決定しており、金融機関の不良債権償却は横並びであったが、自己査定制度導入により経営者の間で不良債権償却行動に顕著な違いが生じると考えられたからである。

検証の結果、証券市場は貸倒引当金を経営者が非裁量的に計上した部分と裁量的に計上した部分に分解しており、非裁量的部分にはマイナスに評価し、裁量的部分にはプラスに評価していることが示された。すなわち貸倒引当金の非裁量的部分は貸出金の減損を示し、証券市場はこれに対してマイナスの評価をする。それに対して、裁量的部分は自行の将来の収益性に対する経営者の自信の表れであり、証券市場はこれをプラスに解釈すると考えられる。こうした結果は、わが国の銀行経営者も将来の収益性を示すシグナルとして貸倒引当金を利用することに成功していることを意味する。

また証券市場は当期純損失をプラスに評価しているが、当期純利益に対しては評価していないことを示す結果が得られた。このことから、証券市場は費用の追加計上によって当期純損失が拡大している企業ほど高く評価していると考えられる。一方、当期純利益を計上している企業に対しては、市場は不良債権処理への取り組みが遅れていると判断し、単に当期純利益を計上しているからといってプラスには評価しないのである。つまり、市場は当期純損失を将来の収益性に対する経営者のシグナルとして解釈しているのである。

## 7. 第6章 株式保有構造の変化と会計政策

第6章では、わが国における株式保有構造が経営者の裁量的行動に与えてきた影響を実証的に分析することを通じて、それらがコーポレート・ガバナンスにおいて果たしてきた役割を説明している。とりわけ日本の経営の特色ともいわれるメインバンクや株式持ち合いに着目し、それらが会計政策にどのような影響を与えてきたか、またどのように変容しているかを解き明かす。本章はこうした日本のコーポレート・ガバナンスの変容に焦点を当てると同時に、昨今持株比率を高めつつある外国人株主が会計政策に与える影響についても実証的に検証する。

わが国でも企業会計審議会が1999年1月に「金融商品に係る会計基準」を公表したことをうけて、金融商品に時価評価が導入されることとなった。これに伴い、従来のわが国の株式所有構造ならびにコーポレート・ガ

バランスが大きく変わる可能性がある。なぜなら、その他有価証券に分類された有価証券の時価が上昇すると、他の事情にして等しければROEが下落するので、経営者はそうした事態を回避する行動に出ると考えられるからである。つまり、金融商品を時価評価する会計基準が導入されることに伴い、株式持ち合いが解消されることが予想される。一方、その株式を取得するのが外国人株主である。時価評価に伴い株式保有構造が大きく変わる可能性があり、それと同時にコーポレート・ガバナンスも変容するであろう。そこで本論文では、1976年度から1999年度の上場企業をサンプルとして、株式保有構造が経営者の裁量的行動に与えてきた影響を検証する。

まず全調査期間をブール・データとして分析を行った結果、平均すると金融機関とその他法人が経営者の裁量的行動をモニタリングし、そうした行動が抑止されていることが示された。それに対して、外国人投資家は経営者の裁量的行動を助長していることが明らかになった。

次に調査期間を3分割して分析を行った。サンプル期間を3分割した分析を行ったのは、3期間の間で構造変化が起きていることが示されたからである。分析の結果、金融機関は一貫して経営者の裁量的行動を抑止していることが示された。つまり、メインバンクを中心とした金融機関は、経営者の会計政策の抑止という観点においては有効に機能してきたといえる。その一方で、外国株主は経営者の裁量的行動を助長していることを示唆する結果が析出された。いいかえると、外国人投資家は経営者に裁量的行動を行わせるようなプレッシャーを与えているのである。こうしたプレッシャーを外国人株主が経営者に与えている論拠の一つとして、外国人株主が短期的収益に強い関心をもつ近視眼的投資家であるからだということが考えられる。また一般事業法人による株式保有を経営者の裁量的行動抑止という観点から考察すると、1976年から1983年までは有効に機能していたが、それ以降は経営者の裁量的行動をモニタリングしなくなったことを示唆する結果が得られた。この分析結果から、株式持ち合いは、経営者の裁量的行動に対するモニタリングというコーポレート・ガバナンスの重要な一側面においてその有効性を失ったといえる。

## 8. 本論文の結論と残された課題

第7章では本論文における議論を総括し、本論文に残された課題について論じている。

本論文では金融商品をめぐる経営者の裁量的行動とそれに対する証券市場の評価を解き明かすことを目的として、第2章では金融商品への時価評価導入の論理を検討し、第3章から第6章では会計政策研究と証券価格研究を融合した実証研究を行った。本論文における分析結果から、次の三つのインプリケーションを得ることができる。

第一のインプリケーションは、経営者は多種多様な裁量的行動を行っているということである。第3章では銀行におけるデリバティブ取引の実態の一側面を明らかにした。また第4章の分析から、経営者はボラティリティを制御するうえでデリバティブと裁量的会計発生高を代替的に活用しており、その決定要因は企業ごとに異なることが示された。第5章では、経営者は貸倒引当金を設定する場合に、貸出金の減損である非裁量的な貸倒引当金を設定するだけでなく、将来の収益性をシグナルするために裁量的に追加的な貸倒引当金を計上していることが示された。つまり経営者は技術的会計政策と実質的会計政策を駆使し、会計数値をコントロールしようとしているのである。

第二のインプリケーションは、わが国の証券市場は効率的であり、セミ・ストロング・フォームの効率的市場仮説を支持できるということである。第4章の分析結果から、会計数値を平準化しても資本コストは低下しないことが示された。資本コストを低下させるためにはキャッシュ・フローを平準化する必要があり、会計発生高を平準化しても資本コストは下がらないのである。第5章では、証券市場は貸倒引当金のうち経営者が非裁量的に計上した部分と裁量的に計上した部分とを峻別したうえで、前者をマイナスに後者をプラスに評価していることを示唆する結果が得られた。第4章と第5章における分析結果から、証券市場は単に表面上の会計数値に誤導されるのではなく、経営者が裁量的にコントロールした会計数値の経済的事実を見透かしたうえで評価を行っていることが明らかになる。いいかえると、証券市場は機能的固定化を起こしていないのである。

第三のインプリケーションは、証券市場は経営者の裁量的行動をモニタリングし、抑止する機能をもっているということである。第6章の実証分析によって、金融機関は経営者の裁量的行動を抑止するのにに対して、外国人株主は経営者の裁量的行動を助長していることが明らかになった。つまり、経営者の裁量的行動に対するモニタリング効果という点に関して日本企業の株主は一律ではないが、少なくとも金融機関は経営者の裁量的行動を抑止したきたといえる。

証券市場は効率的であるというインプリケーションと、証券市場は経営者の裁量的行動をモニタリングする機能をもつというインプリケーションから、アメリカを中心とした金融商品に対する時価評価を要求した会計基準に対するアンチテーゼが得られる。第2章で金融商品の時価主義会計を検討することで、時価主義会計導入の背後には経営者の裁量や意図を排除しようとする論理があることが明らかになった。

しかし、少なくとも財務諸表の役割を投資家の意思決定有用性に限定するのであれば、そうした志向は杞憂に終わっているといえる。なぜならば証券市場は効率的であり、そもそも経営者の裁量的行動を抑止する投資家も存在するからである。また本論文の実証分析から、経営者の裁量的行動はその手法によっては資本コストを低下させたり、シグナルを送るうえで重要であることが示された。したがって、経営者の裁量あるいは意図を排除する会計基準は必ずしも適切ではないと考えられる。

最後に本論文に残された課題について指摘しておきたい。本論文では資本市場研究を行い、経営者の裁量的行動を浮き彫りにすると同時に裁量的行動に対する証券市場の評価を検証した。いいかえると、経営者の会計政策を明らかにし、裁量的行動が価格形成に与える影響を解き明かした。その結果、わが国の証券市場は効率的であるとの結果にいたった。

しかしながら、以前から証券市場が必ずしも効率的ではないことを示す実証結果が得られている。例えば、小型株の投資収益率が大型株の投資収益率よりも高い企業規模効果、1月の投資収益率が他の月よりも大きい1月効果などのアノマリーは比較的以前から知られている。また会計発生高に対して証券市場が過大評価していることを示す実証結果もある。

こうした証券市場のアノマリーあるいは非効率性を理論的に説明するのが、ビヘイビアル・ファイナンスであ

る。ビヘイビアル・ファイナスでは完全な合理性の仮定から離れ、「経済主体は限られた合理性しかもっていない」という限定合理性の仮定から議論をスタートする。そして、人間の心理や感情に注目して、意思決定における合理的ではない行動パターンや判断の方法を前提としたうえで経済的意思決定を検討するのである。会計における資本市場研究でもビヘイビアル・ファイナスを援用した議論が始まりつつある。

今後、資本市場研究あるいは会計政策研究と証券価格研究を行うのであれば、市場の非効率性を示すエビデンスやビヘイビアル・ファイナスの議論を踏まえたうえで、理論研究あるいは実証研究を行う必要があるだろう。例えば、市場の効率性を主張するのであれば、ビヘイビアル・ファイナスにおける理論や実証結果を咀嚼あるいは再解釈して、分析を行うべきではないだろうか。第1章で論じたように、1960年代に会計における資本市場研究が誕生し、その後成長を遂げたのは、他の研究領域の理論的發展を果敢に取り込んだからである。今後の資本市場研究においても、隣接研究領域の理論を積極的に援用する必要があるだろう。