

1. 論文の構成

本論文の構成は以下のとおりである。

第1章 研究課題と構成

- 第1節 研究課題
- 第2節 本論文の構成

第2章 会計情報の価値関連性及び利益操作の影響に関する先行研究のレビュー

- 第1節 はじめに
- 第2節 会計情報の価値関連性に関する先行研究のレビュー
- 第3節 利益操作における資本市場的インセンティブおよびこれに関連する先行研究のレビュー

第3章 会計利益および株主持分の簿価の価値関連性の時系列変化

- 第1節 はじめに
- 第2節 日本の財務報告環境における会計情報の必要性
- 第3節 リサーチ・デザイン
- 第4節 検証結果及び解釈

第4章 会計利益及び株主持分の簿価の価値関連性の変化に与える経済的要因及びガバナンス要因の影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 経済的要因及びガバナンス要素の説明
- 第3節 リサーチ・デザイン
- 第4節 検証結果および解釈

第5章 会計に基づく企業評価モデルにおける配当の価値関連性

- 第1節 はじめに
- 第2節 配当の無関連性における議論
- 第3節 将来の利益予測における配当の役割
- 第4節 検証結果及び解釈

第6章 利益操作を行う市場的インセンティブ

- 第1節 はじめに
- 第2節 日本人経営者はアナリスト予測を上回るように利益を操作するか
- 第3節 利益を操作する企業は投資家にとってどのように評価されるか
- 第4節 リサーチ・デザイン
- 第5節 検証結果及び解釈

第7章 会計情報の価値関連性に与える利益操作の影響

- 第1節 はじめに
- 第2節 利益操作の二つの逆説的役割：機械的利益操作対プライベート情報の報告
- 第3節 利益操作測定尺度
- 第4節 リサーチ・デザイン
- 第5節 検証結果および解釈

第8章 結論と課題

- 第1節 はじめに
- 第2節 分析結果の概要
- 第3節 分析結果のインプリケーション
- 第4節 今後の研究課題

2. 研究課題と構成(第1章)

財務会計に関する研究の分野において会計数値と株価の関係の研究は革命的といっても過言ではない。Ball and Brown (1968)や Beaver (1968)を始め、多くの研究者達が過去30年間で会計数値と企業価値との関係を研究することに力を注いできている。これは資本市場に基づく会計研究(Market-based accounting research, MBAR)と呼ばれている。この研究パラダイムにおいては、会計利益と他の会計変数が市場利益率を説明する。しかしのパラダイムの重要性にもかかわらず、既存の会計的理論ではなぜ会計利益と市場収益率を関係するのかについて、明確な説明は存在しない。市場価値と会計利益をよりうまく説明できる理論では利益の役割を提供し、また利益と他の情報を比較しなければならない。1995年に発表されたOhlsonモデルは、この複雑な問題に適切な解答を与える新しい理論的枠組みの一つとして近年注目されるようになった。Ohlsonモデルは、キャッシュ・フローに変換することなく会計情報を直接用いて株主価値を算出するモデルである。Ohlsonモデルは、(i) 配当割引モデル、(ii) クリーン・サープラス会計、(iii) 線型情報ダイナミック

に基づいている。Ohlsonモデルによれば、株価は企業の純資産簿価と将来超過利益の割引現在価値の合計で示される。

Ohlsonモデルの実証研究は、二つの方向へ分かれた。一つはOhlsonモデルを直接研究するものである。特に線型情報ダイナミック条件の性格を研究することに焦点が当てられた。いま一つはOhlsonモデルの直接的な研究ではなく、株主持分の簿価と会計利益の株価説明力を検証するものである。これらの研究は会計情報の価値関連性に関する研究(Value relevance of accounting information research)と呼ばれている。

本研究では後者の研究方法を用いて、まずは時系列で株主持分の簿価および利益の総合的説明力と株主持分の簿価または利益のそれぞれの追加的説明力の変化を検証する。そして、これらの変化に影響を与える要素、特に、日本の特殊なコーポレート・ガバナンスの主な三つの要素の影響を検討する。この背景には二つの理由がある。一つは、1990年代に入って世界の経済がハイテク経済へシフトすることに伴い企業の資産の中で無形資産が占める部分が拡大していると思われることである。しかし現在の一般に認められている会計原則ではこれらの無形資産の多くを認識しない、または認識しても資産ではなく費用として計上する。したがって、現在の投資家などは、原価主義に基づいて作成されている財務諸表を使用しないというような声は特にアメリカにおいて上がってきている。日本も経済的に優先しているため、この問題に直面する可能性が非常に高い。いま一つは、日本の特殊なコーポレート・ガバナンスにおける変化である。特に1990年代に入ってから今日まで、日本企業を支えてきた銀行はバブル経済の崩壊の影響を受けて、企業に貸し付けることができなくなっていた。したがって、日本企業が負債より市場から必要な資本を調達することに焦点を当て始めた。市場の投資家と企業の間における情報の非対称が存在するため、経営者がそれを緩和するためのより質の高い財務諸表を提出しつつある。

本研究ではOhlsonモデルを直接的な検討対象とはしないがモデルの一つの前提は検討すべきであると考えている。それは企業価値を評価する際、配当を無視してよいというMiller and Modigliani(1961)が提案した前提が日本において当てはまるかどうかを検討することである。アメリカではこの仮定について数多くの研究が行われてきた。これらの結果、配当の発表は株価に変動をもたらすということがわかった。なぜなら、アメリカでは投資家と企業側の間では情報の非対称性およびエージェンシー・コンフリクトの存在があるため、配当によって経営者がプライベート情報を市場に知らせることができるからである。しかし、日本の場合情報の非対称性とエージェンシー・コンフリクトが欧米と比較的低いため、配当の重要性も低くなるはずである。そこで、日本では配当項目が価値関連性をもたないのではないかと仮説を設定しそれを検証する。

前章までの議論では、会計情報、すなわち株主持分の簿価、会計利益および配当の価値関連性に焦点を当ててきた。そこでの議論では、以下の2つの前提を置いていた。一つは、財務諸表における会計数値に経営者のバイアスはかけられていないという前提である。いま一つは、仮に経営者が私利のために会計数値を操作したとしても、投資家はそうした行動を透視し、株価に反映される(効率的市場仮説)という前提である。前章までの議論では、これらの2つの前提を検討することではなく、これらのうち少なくとも一つが成立していなければならないと仮定をベースにして会計情報の価値関連性を検証してきた。前述したとおり会計情報の価値関連性に関する議論は、伝統的な産業経済からハイテク経済へと経済の中心が移行してきていることに関係している。こうした経済的移行において、原価主義に基づいて作成されている財務諸表は投資家にとって妥当な情報を提供していないという疑問が浮かび上がってきている。そこでは、前章までの価値関連性に関する議論は、経済の構造的変化に直面した会計数値の価値関連性の変化を検証するうえで有益であろう。

論文の後半は、前述した2つの仮説を直接検証する試みである。特に、日本の経営者が利益を操作する様々なインセンティブの中、アナリストの利益予想を満たすあるいは上回るため利益を操作するか、また操作するとすれば、投資家はこれらの企業をどのように評価するのかについて検証する。しかし、経営者はこれ以外の様々な目的を達成するため(例えば、自己報酬を最大化する、新株公開における払込額を最大化する、あるいは政治的コストを避けるなど)にも利益を操作するだろう。でもこれらのインセンティブに関する実証研究はこの論文の対象から除かれている。従って、一般的な経営者はどの程度の利益操作を実施しているのかを把握することと、会計情報に与えるこれらの利益操作の影響を検証することがある意味でこれらのインセンティブの総合的尺度として間接的処置を提供することになる。

以下ではこれらの問題意識あるいは仮説の詳細な説明と研究結果を述べる。

3. 株主持分の簿価および会計利益の価値関連性における変化(第3章)

実証研究の出発点となる第3章では財務諸表の二つの主な会計数値、株主持分の簿価および会計利益の価値関連性の時系列変化を実証的に検証する。この研究の目的は以下の通りである：

(a)日本企業の単体及び連結ベースで作成されている財務諸表の主な会計数値、すなわち株主持分の簿価及び会計利益の株価に対する総合的説明力と株主持分の簿価または会計利益のそれぞれの追加的説明力の変化を時系列で検討すること、(b)連結ベースの株主持分の簿価及び会計利益は株価を説明する際、単体ベースに比べて追加的情報内容をもつかどうかを検討すること。

日本の財務報告環境では、経営者が作成する財務数値の重要性に関して二つの逆説的な見方がある。一つは、歴史的にみて日本の企業を支えてきたのが銀行であることに関連する。このような金融システムでは、企業と銀行が密接な関係をもつことから銀行が直接企業に関する必要な情報を入手できる。そのため財務諸表の重要性が低くなってしまふ。これに対して、個人投資家にとって経営者が作成する財務数値は投資を行う際に非常に重要になってくる。なぜならば、日本でアメリカのような財務諸表以外の様々の情報源が充実していないからである。そのため、日本では財務諸表における会計数値、特に会計利益及び株主持分の簿価の価値関連性を実証的に見るしかない。アメリカに比べて日本の財務会計環境のいま一つの特徴は、日本では単体ベース及び連結ベースで財務諸表の作成が認められている。そこで、単体ベースに比べて連結ベースの会計数値は株価を説明するに当たって追加的情報内容を提供するかどうか興味深い研究テーマになる。

この章では1976年から1999年にかけて17,900社年(Firm-year observations)単体ベースのサンプルと1984

年から1999年にかけて11,980社年連結ベースのサンプルを対象として回帰分析を行った。その結果は以下の通りである：

(a) 会計利益及び株主持分の簿価という二つの基本的な会計数値は、株価に対する総合的説明力は統計的に有意であり、また株価に対して高い説明力をもつことからこれらの二つの会計数値は価値関連性をもつといえる。

(b) 単体及び連結ベースの会計利益の株価に対する追加的説明力が年々増加してきている。また会計利益及び株主持分の簿価の株価に対する総合説明力は両ベースでは増加しているが連結ベースのみ統計的に有意である。この結果は前述したように、無形資産の急激な増加によって会計情報の価値関連性が損じているという仮説を対立する。

(c) 連結ベースの会計利益及び株主持分の簿価は追加的情報内容を提供する。

4. 会計利益及び株主持分の簿価の価値関連性の変化に与える基本的な経済的要素及びコーポレート・ガバナンス要素の影響(第4章)

前章では時間の変化と共に会計情報の価値関連性における変化を回帰分析によって明らかにした。この章の目的は、これらの変化に影響を与える六つの要素を、(i) 経済的要素と(ii)コーポレート・ガバナンスに関する要素という二つのグループに分けて検討することである。前者に属する要素は、(a)企業の成長、(b)収益性(profitability)、(c)企業の規模である。また、後者に属する要素は、(a)株主構成パターンの変化、(b)負債資本比率の変化、(c)系列グループに属する企業とそうではない企業である。

経済要素：企業の成長が高ければ高いほど会計情報の重要性が低くなるという主張が頻繁なされている。その仮定によれば、これらの企業の資産の多くが無形資産であり、周知のように現在の一般に認められる会計原則ではこれらの無形資産の多くを認識しない、また認識しても資産ではなく費用として計上されるから投資家が必要な情報を入手できないことになる。赤字を出している企業の場合、投資家は利益より株主持分の簿価を重要な会計数値として認識する。なぜなら、赤字を出している企業は破産する可能性が高いため清算価値として株主持分の簿価の役割が重要になってくる。企業の規模において、規模の小さい企業が企業の大きい企業と比べると赤字より赤字を出す傾向が高い。先に述べたように、赤字を出している企業の場合、利益より株主持分の簿価の役割が重要になってくるので、規模の小さい企業において株主持分の簿価の株価に対する追加的説明力が利益の追加的説明力より高くなる。

コーポレート・ガバナンスに関する要素：個人投資家の増加によって会計情報の価値関連性が高くなると思われる。なぜなら、これらの個人投資家が銀行のような機関投資家と比べて企業から直接必要な情報を入手できないため財務諸表によって作成される会計数値に積極的に依存する。したがって、個人投資家の割合が高い企業において会計利益及び株主持分の簿価の価値関連性が高くなる。負債資本比率が高ければ高いほど財務及び倒産リスクが高いし、経営者が財務制限条項を抵触しないように、必要であれば利益を操作する可能性も高い。したがって、負債資本比率の高い企業において会計数値の価値関連性が低いと思われる。最後に、系列グループに属している企業間では密接な関係があることから財務諸表に依存しなくても必要な情報の交換は可能である。したがって、系列グループの企業における会計数値の価値関連性がそれらに属してない企業と比べて低くなるはずである。

回帰分析の結果は、基本的経済要素の三つの仮定の全てを支持するものである。コーポレート・ガバナンスにおいて、個人投資家の増加と価値関連性の増加の間に正の相関があり、負債資本比率と会計情報の価値関連性の間に負の結果がでた。両方とも予測通りである。系列対グループに属する企業とそうではない企業グループのケースにおいて、前述した仮定とは違って、系列グループの会計情報の価値関連性が高いという結果がでた。これは、系列グループにおいてメイン・バンクのモニタリングが厳しいことから経営者が利益操作を自由に行われないうちにこの結果が出たと思われる。

5. 会計に基づく企業評価モデルにおける配当の価値関連性(第5章)

会計に基づく企業評価モデルの基本的な考え方は、株価は将来の配当の現在割引価値である。しかし、Ohlson (1995)が提案したモデルでは株価は今期の株主持分の簿価及び将来に異常収益の現在割引価値であることが分かった。Ohlsonはこのモデルを構築する際、株価を決定する際配当を無視して良いというMiller and Modigliani (M&M 1961)の配当無関連仮説に基づいた。M&Mは、完全な資本市場において配当を無視すれば良いと提案した。しかしながら、実際の資本市場では情報の非対称性、エージェンシー・コンフリクト、配当及びカピタル・ゲインにおける異なった税金のような様々な不完全性が存在する。これらの不完全性を緩和するには配当の価値関連性においてアメリカでは広く研究が行われた。これらの研究から情報の非対称性あるいはエージェンシー・コンフリクトのような不完全性を緩和するにおける配当の重要性が明らかになった。

しかしながら、同じようなことは日本において当てはまるかどうかは一つの興味深い課題になると思われる。なぜなら、前述したように日本の特殊なコーポレート・ガバナンスシステムでは情報の非対称性が欧米と比較的低いし、メインバンクのモニタリングによってエージェンシー・コンフリクトも低くなる。こうした環境のなかでは、配当の価値関連性が低いという問いを検討するのがこの章の目的である。配当の無関連性におけるもう一つの理論は、個人投資家が長期的に株を保有するより頻繁に取引する方が主な手段であるから彼らは配当よりカピタル・ゲインの方を重視する。しかしながら、長期保有目的で株をもつ場合では逆に配当の方が重視される。後者に属するのが系列グループの企業である。したがって、系列に属する企業の場合、配当が重視されると思われる。

回帰分析の結果、株価を説明するにあたって、会計利益及び株主持分の簿価に比べると配当の価値関連性は統計的に有意ではない。しかしながら、系列グループ、またそうではないグループの両方の場合配当変数が統計的に有意であるが前者における配当の係数が後者より高い。また、将来の利益及び異常利益を説

明する際、配当のみが説明変数の場合これが利益及び異常利益と正の関係を持ち、統計的に有意である。しかしながら、配当だけでなく、会計利益及び株主持分の簿価も説明変数として取扱う時点では配当の有意性を失ってしまう。これらの結果は、日本において配当の無価値関連性の証拠として挙げられる。

6. 利益操作を行う市場的インセンティブに関する実証研究(第6章)

前章までの議論では、会計情報、すなわち株主持分の簿価、会計利益および配当の価値関連性に焦点を当ててきた。そこの議論では、以下の2つの前提を置いていた。1つは、財務諸表における会計数値に経営者のバイアスはかけられていないという前提である。いま1つは、仮に経営者が私的利益のために会計数値を操作したとしても、投資家はそうした行動を透視し、株価に反映される(効率的市場仮説)という前提である。前章までの議論では、これらの2つの前提を検討することではなく、これらのうち少なくとも1つが成立していなければならないと仮定をベースにして会計情報の価値関連性を検証してきた。

論文の後半は、これらの2つの仮説を直接検証する試みである。まずは利益を操作するインセンティブはなぜ生まれてくるのだろうか。ある国の一般に認められる会計原則では棚卸資産、減価償却、研究開発の会計において厳密なルールではなく、いくつかの代替的処理方法を経営者に認めている。これは、企業の将来性をもっと明確に投資家に伝えるためである。しかしながら、投資家と経営者の間、情報の非対称が存在するから、経営者はこれらの柔軟性を用いて自らのベネフィットを最大化するため利益を操作することも可能である。現行の会計研究では経営者がいくつかのインセンティブに基づいて利益を操作することが明らかになった。例えば、新株式公開における資金調達を最大化する、経営者の報酬を最大化するまたはアナリストの予想を上回るインセンティブなどが挙げられる。

この章では、日本の経営者がアナリストの予想を満たすあるいは上回るため利益を操作するかまたはするとすれば投資家はそれに対してどのように反応するのかを検討する。日本の経営者は短期的財務業績ではなく長期的価値創造を目的とするというのが一般である。それが正しければ、経営者はアナリストが予想する今期の利益数値に重点を置かない。しかし、バブル崩壊後、日本の企業は銀行ではなく市場から直接資金を調達するようになった。市場に参加する投資家にとって、アナリストの予想が重要な情報を提供する一つの原因である。そうであれば、経営者も当然なことながら、アナリストの予想を上回るために必要であれば利益を操作する。

この研究では、裁量的発生処理高[修正Jones (1995) モデル]を利用して利益操作を測定した。1995年から1999年にかけて、個別ベースで4,397社年及び連結ベースで3,315社年をサンプルした研究の結果では、経営者がアナリストの利益予想を満たすあるいは上回るため正の裁量的発生処理高を利用したということが明らかになった。特に、興味深い結果は、系列に属する企業が独立している企業に比べてこのような行動を数多くとる。一つの解釈として、これらの企業が普段銀行からの必要な資金を調達してきたが、バブル崩壊の影響によって銀行のサポートが低くなってしまった。そこでこれらの企業が、市場から資金調達する際、利益を上げなければ投資家を満足し、必要な資金を調達できないということの重要性が浸透してきた。

それでは、経営者のこのような行動に対して投資家はどのように反応するだろうか。回帰分析の結果、投資家が経営者のこのような機動的行動を把握し、株価を低く評価することが明らかになった。

7. 会計情報に与える利益操作の影響(追加的テスト)(第7章)

前章では裁量的発生処理高を利用してアナリストの利益予想を満たす、あるいは上回る経営者の目的に関する実証研究が行われてきた。しかし、経営者がこれ以外の様々な目的を達成するため利益を操作するだろう。例えば、経営者報酬を最大化する、新株公開における払込額を最大化する、政治的コストを避けるなどのインセンティブが挙げられる。しかしながら、この論文ではこれらの様々なインセンティブを研究の対象から除かれているから、一般的経営者はどの程度の利益操作を実現しているのかを把握することと会計情報に与えるこれらの利益操作の影響を検討するのが興味深いだろう。

そこで、この章では利益操作を測定できる包括的な尺度の三つを取り上げる。まずは、利益平準化(Income smoothing)である。いま一つは、利益操作である。前者は、財務諸表に計上される利益の変動性を減少するための経営者の裁量性(discretion)を表す。後者は、企業の実際の状態を隠すため経営者の利益操作の道具である。三番目の尺度は、これらの二つの尺度の統合である。利益平準化を二つの尺度によって定量化される。(i)経常利益の標準偏差/営業キャッシュ・フローの標準偏差。この数値が低ければ低いほど経営者の利益変動を平準化する傾向が高い。(ii)会計処理高及び営業キャッシュ・フローの因果関係。営業キャッシュ・フローは利益から処理高を引いて計算されているから当然なことながら、これらの二つの間には強い負の関係が存在する。それにもかかわらず、この因果関係があまりにも強ければ強いほど経営者の利益を平準化する傾向が高い。

同じく、利益操作も二つの尺度によって定量化される。(i)会計処理高の絶対額/営業キャッシュ・フローの絶対額の中央値。この数値が高ければ高いほど経営者の処理高によって利益を操作する傾向も高い。(ii)二番目の尺度は、利益が黒字の企業と営業キャッシュ・フローが赤字の企業の比率である。これは、営業キャッシュ・フローがマイナスなのに、処理高によって利益をプラスにする傾向を表す。

前述した包括的な尺度を産業別にランクされた。何故産業ベースで計算したかという、一つ一つ産業の利益を操作する傾向あるいは機会が異なっているからである。一方、会計情報に与えるこれらの尺度の影響を明らかにするため、会計利益及び株主持分の簿価の関連性を調整済みR2によって定量化してこれも産業ベースでランクされた。そして、産業ベースの調整済みR2を被説明変数と利益操作の産業ベースのランクを説明変数として取り扱い回帰分析を行った。分析の結果、連結数値の場合、利益操作の産業ベースのランクが負の関係を持ち、統計的に有意であることが明らかになった。というのは、投資家が利益を行う傾向が高ければ高いほど企業をきちんと分析して、これらの企業を低く評価するといえるだろう。

8. 論文の結論とインプリケーション及び残された課題（第8章）

論文の前半では、会計情報の価値関連性の変化を時系列で検証することにした。会計利益及び株主持分の簿価の価値関連性における実証研究の結果から個別及び連結ベースでこの二つの主な会計数値の株価に対する総合的説明力が時間と共に増加している結果が明らかになった。また、会計利益の追加的説明力も時間と共に増加した。これらの変化はどのような要素によって左右されているのか。特に、有意な結果としては、個人所有持ち株比率が高ければ高いほど、総合的説明力及び会計利益の追加的説明力も高いことが挙げられる。次に、配当の価値関連性に関する実証研究の結果は、株価に対して配当項目の追加的説明力が存在しないという結果が得られた。ただ、赤字を出している企業が配当を支払う場合と持続性のある利益グループにおいて配当が価値関連性をもつ。論文の後半では、利益操作を行うインセンティブの一つを取り上げ、それに対する投資家の判断を研究した。特に、経営者がアナリストの利益予想を満たすあるいは上回るため正の裁量的発生処理高を利用して利益を上げる傾向が研究結果から明らかになった。しかし、最も重要な結果として、投資家がこのような行動をきちんと把握し、企業を正しく評価することが挙げられる。しかしながら、このような研究では経営者の利益操作を行う全てのインセンティブを取り上げることができないから、その代わりに一般的に利益操作測定尺度を取り上げ、会計情報の価値関連性に与えるその影響を検討した。結果は、利益操作は会計情報の価値関連性に負の影響を与えていることが明らかになった。

それでは、日本における会計情報の価値関連性の増加はどのようなインプリケーションをもたらすのか。特に、このような変化が日本のこれまでのメイン・バンクを中心としたガバナンス・システムを市場を中心とする、特にアメリカのガバナンス・システムの方向へ向かう傾向の一つのサインとして表現できるだろうか。いうまでもなく、会計情報の価値関連性が時間と共に増加しているということから、日本ガバナンス・システムが変わりつつあるというのは非常に単純な説明だろう。なぜならば、日本のガバナンス・システムがアメリカンモデルに収斂しているかどうかを測るためには、株主持分パターンの変更及び銀行より市場の監視が重視されているかどうかを確認しなければならいからである。現状の研究分野ではこれらの二つの要素がコーポレート・ガバナンス・システムの収斂の尺度となっている。この論文で述べられた結果から、個人株主所有持分の増加が会計情報の価値関連性の増加と密接な関係をもち、また経営者が市場の期待を満たす、あるいは上回るため利益を操作することから、日本のガバナンス・システムが徐々にアメリカンモデルの方向へ向かっているのではないかと結論づけるのが間違いとはいえないだろう。

限定的であるが、ガバナンスと会計情報の関係をもっと深く分析する必要がある。特にガバナンスをもっと包括的尺度で測定するのが次の課題になると思われる。また、利益操作に関して、この論文ではアナリストの予想を満たすあるいは上回るのみをインセンティブとして取り扱われた。しかしこれ以外にも経営報酬、政治コスト、などを考察しながら研究すればもっと興味深い研究になるのではないかなと思われる。

以上