

1. 本論文の構成

- 第1章 研究のねらいと本論文の構成
 - 第1節 研究のねらい
 - 第2節 新たな3つの分析視点
 - 第3節 本論文の構成

- 第2章 有価証券会計をめぐる世界的潮流
 - 第1節 分析のねらい
 - 第2節 米国における時価会計導入の潮流
 - 第3節 IASBにおける時価会計導入の潮流
 - 第4節 わが国における時価会計導入の潮流
 - 第5節 金融商品の全面時価評価へ向けた動き

- 第3章 わが国の会計基準における有価証券の取り扱い
 - 第1節 はじめに
 - 第2節 有価証券の時価と分類の基準
 - 第3節 有価証券の保有目的の決定および変更
 - 第4節 有価証券の貸借対照表上の表示方法
 - 第5節 その他の重要な変更点

- 第4章 金融商品から見る公正価値会計
 - 第1節 公正価値会計の史的展開
 - 第2節 市場価値から公正価値への転換?
 - 第3節 ワーキング・ドラフト「公正価値測定」の概要と意義
 - 第4節 概念フレームワークにおける公正価値
 - 第5節 公正価値に係る諸問題

- 第5章 有価証券時価情報の価値関連性-先行研究のレビュー
 - 第1節 公正価値会計の史的展開
 - 第2節 初期の実証研究
 - 第3節 米国での先行研究のレビュー
 - 第4節 わが国での先行研究のレビュー

- 第6章 時価情報の有用性—認識情報・開示情報に焦点をあてて
 - 第1節 研究のねらい
 - 第2節 認識情報と開示情報の価値関連性
 - 第3節 仮説構築とリサーチ・デザイン
 - 第4節 サンプルと変数の記述統計量
 - 第5節 実証結果
 - 第6節 結論と解釈

- 第7章 時価評価適用時期の決定要因と企業の意図
 - 第1節 分析のねらい
 - 第2節 先行研究のレビューと仮説構築
 - 第3節 変数の設定と符号の予測
 - 第4節 リサーチ・デザインとサンプル
 - 第5節 分析結果
 - 第6節 有価証券売却行動に関する追加的分析

- 第8章 有価証券時価評価と企業の利益調整行動
 - 第1節 分析のねらい
 - 第2節 先行研究のレビューと仮説構築?
 - 第3節 裁量的発生高の推定とサンプルの抽出
 - 第4節 結果と解釈
 - 第5節 財務的耐久力と利益調整の関係
 - 第6節 おわりに

- 第9章 結論と展望
 - 第1節 本論文の仮説と検証結果
 - 第2節 本論文で得られたインプリケーション
 - 第3節 実証的会計研究のゆくえ

2. 本論文の目的

本論文の目的は、わが国における有価証券時価評価の経済的影響を実証的アプローチによって明らかにすることである。ここでの経済的影響とは証券市場への影響および企業行動への影響を意味している。会計ビッグバンによってわが国の会計制度・ディスクロージャー制度は大きく変化を遂げてきたが、ここに来て、産業界や学界などでその経済的影響を検証しようという動きが活発となってきた。たとえば経済産業省が2004年10月に企業会計研究会を発足させ、会計ビッグバンの経済的影響についての検討を開始している。また、実証的会計研究の分野においても研究蓄積が進んでおり、証券市場および企業行動への影響が明らかにされつつある。しかしながら、検証すべき課題も依然として残されている。本論文は金融商品会計の中でも有価証券への時価評価導入による経済的影響を取り上げて、先行研究で課題として残された論点を中心に、新たな視点を加えながら実証分析を行う。

わが国では1999年1月22日に「金融商品に係る会計基準」(以下、新基準と呼ぶ)が公表され、2001年3月期から有価証券に時価評価が適用された。新基準は、いわゆる日本型の経営システムを根底から揺さぶる基準の1つであり、会計ビッグバンで企業経営に最も大きな影響を与えるものと予想される。会計ビッグバンの経済的影響を検証するにあたり、有価証券会計基準を取り上げた理由は大きく2つである。

第一に、わが国の一般事業会社が多額の有価証券を依然として保有していることである。一般事業会社の総資産に占める有価証券の割合は依然として大きい。先行研究では主に銀行業や保険業といった、多くの有価証券を保有する業界を対象にした研究が行われてきている。本論文では新興市場を含む全ての上場企業をサンプルとした検証を行っており、事業会社が多額の有価証券を保有しているという日本固有の経営環境の中で、上場企業全体を対象とした実証研究には意義が見出せよう。

第二の理由として、ここに来て金融商品会計に関する議論がグローバル、とりわけFASBおよびIASBで再び活発化してきていることである。グローバルでの議論は2つの視点に分けることができる。1つは現行の金融商品会計基準を改訂しようという動きである。次に、資産・負債に公正価値測定を適用することが議論されている中で、とりわけ金融商品会計に焦点が当てられていることである。

本論文では、日米で行われた有価証券を対象とした先行研究に対して新たに3つの分析視点を加えている。まず、有価証券時価評価の導入目的とその結果とを対応させながら検証している点である。時価評価導入の大きな目的の1つは有価証券を用いた経営者の恣意的な会計操作の排除にある。時価評価によって経営者の恣意性が排除されたか否かを本論文では検証しており、導入目的と結果との関連性を明らかにしている。次に、証券市場への影響と企業行動への影響とを同時に検証している点である。これまでの先行研究では両者を個別に分析していることが多く、相互関連についての研究蓄積が求められている。最後に、今後の有価証券会計のありべき動向を踏まえながら、会計基準設定に対していくつかの示唆を提供している点である。これら3つの視点による検証を行っていることに本論文の貢献があると考えられる。

3. 時価評価による経営者の恣意性の排除(第2章、第3章)

第2章および第3章では、米国、IASおよびわが国における金融商品会計の史的展開をトレースし、さらには新基準の概要をまとめている。その作業を通じて、有価証券への時価評価導入が、経営者の恣意的な会計操作の排除を目的としていたことを明らかにしている。また、それ以降に行う実証研究によって検証すべき課題を抽出する。

米国で時価評価が適用される契機となったのは、1980年代の貯蓄貸付組合(Saving & Loans, S&L)の相次ぐ倒産であった。S&Lの倒産に際して、S&Lの経営者が有価証券を用いて益出しなどの会計操作を行っていたことが明らかとなった。米国では有価証券の時価評価を導入することで、こうした経営者の恣意的な会計操作を排除することを目指した。わが国の新基準が米国基準にならって導入されたことを考えると、経営者の恣意性の排除という目的が受け継がれていると考えられる。

また、グローバルで金融商品の全面時価評価に向けた動きがここに来て再び活発化してきている。IASBは、2004年3月に金融商品ワーキング・グループを結成し、IAS第39号の抜本的な改訂に着手している。また、FASBも2005年10月にワーキング・ドラフト「公正価値測定」を公表し、資産・負債の全面公正価値測定に向けた指針の策定を目指している。さらには2005年4月にIASBとFASBが今後、両者の金融商品会計を収斂させることで合意に至っている。

IASBの金融商品ワーキング・グループは、「このワーキング・グループの目的は、IAS第39号を改善し、簡略化し、最終的には差し替えることにある。また公正価値の範囲と適用に関する幅広い問題を検証することである」と述べている。ここで“簡略化”の意味が、現行の混合属性モデルの前提を崩さずに基準を簡略化させるのか、または、全面公正価値測定への一本化を目指すのか、という点については触れられていない。しかしながら、FASBやIASBが金融商品の全面時価会計を目指していることは、多くの論者が指摘するところである。今後、現行の混合属性モデルのフレームワークが維持されたとしても、公正価値測定への一本化を志向しつつ、IAS第39号の簡略化が行われるのではないかと予想される。

わが国で導入された新基準は、SFAS第115号やIAS第39号の内容を大幅に取り入れて作成されている。しかしながら、似て非なる部分がある。たとえば、部分資本直入法を認めていることや、その他有価証券の時価評価導入に際して経過措置を設けていることである。とりわけ後者の経過措置からは、検証すべきいくつかの論点を指摘できる。第一に、同一の決算期においてその他有価証券評価差額という同一の会計情報について、一方で認識した企業と、他方で補足開示にとどめた企業とが混在していることである。第二に、その他有価証券の時価評価導入時期の差異である。2001年に時価評価を早期適用した企業がある一方で、2002年3月期から通常適用した企業もある。こうした論点を中心に以降では実証研究を行っている。

4. 金融商品から見た公正価値会計(第4章)

金融商品という視点からの米国の公正価値会計は、1991年に公表されたSFAS第107号が契機となったと考えられる。つまり、それまで同じ概念として用いられてきた市場価値と公正価値という用語が、公正価値に一本化され、その後の金融商品会計において市場価値概念と公正価値概念の乖離が進んだからである。金

融工学の発達や取引市場の拡充によって、市場価格を有さない金融商品の開発が進んだことで、各種バリュエーション手法による測定が増加したことが背景にあると考えられる。

一方で過度のバリュエーション手法への依存は、測定された公正価値情報の信頼性の低下をもたらしている。こうした中でFASBは、2005年10月にワーキング・ドラフト「公正価値測定」を公表している。ワーキング・ドラフトでは、これまで個々のSFASで個別対処的に述べられてきた公正価値の定義と測定方法を統一し、あわせて公正価値の測定方法についてのガイドラインを明示することを目的としている。公正価値会計に関する統一指針が設けられることで、今後、金融商品会計に関する議論が再び活発化し、SFAS第115号やIAS第39号といった混合属性モデルによる現行基準が改訂されていく可能性が高い。

公正価値会計については、その論理的根拠が脆弱であることや、監査上の問題などが指摘されている。こうした批判がなされる中でFASBは、「我々は、金融資産・負債に対しては、取得原価またはそれに基づいた測定よりも公正価値の方がより目的適格的かつ理解可能な情報であると考えている」(SFAS No.133, Appendix C, para.221)として、目的適合性や比較可能性の観点から公正価値会計の正当性を主張している。実際に、日米の先行研究からは取得原価情報をコントロールしてもなお、公正価値情報には増分情報内容があることが概ね確認されている。ただし、測定誤差が比較的小さいと考えられる金融商品を対象とした実証研究においても一部の研究ではアノマリーが報告されており、さらなる研究蓄積が必要とされている。

5. 有価証券時価情報の価値関連性(第5章、第6章)

公正価値情報の目的適合性が、取得原価主義情報よりも高いか否かを検証した日米の先行研究の結果からは、アノマリーが報告されているものの、金融商品の公正価値情報には増分情報内容があることが確かめられた。そこで本論文ではその他有価証券の評価差額を用いて、あらためて価値関連性研究を行っている。

新基準では2002年3月期からその他有価証券の時価評価が強制適用されたが、2001年3月期からの早期適用が認められている。また、2002年3月期から適用する企業であっても、2001年3月期に評価差額などの情報を補足開示することが求められている。本研究では2001年3月期に評価差額を認識した企業と、開示にとどめた企業とが混在していることに注目し、認識情報と開示情報との増分情報内容に差があるかどうかを検証している点に意義が見い出せる。

単年度のクロスセクション回帰の結果、まず、その他有価証券の評価差額は純利益と株主資本簿価をコントロールしたうえでなお、増分情報内容があることが確かめられ、統計的にも有意となった。したがって、有価証券の時価情報は価値関連性を有すると考えられる。これは先行研究の多くと一貫した結果である。

次に、評価差額を認識した企業が市場でポジティブに評価されているか否かを検証するために、定数ダミーおよび係数ダミーを加えたモデルによって検証した。その結果、これらのダミー変数の係数は有意とはならなかった。またF検定の結果、ダミー変数の0制約を棄却することもできなかった。つまり、市場はその他有価証券の評価差額について、認識されたものと開示されたものを区別することなく株価に織り込んでいいると考えられる。

認識情報と開示情報とで価値関連性が異ならなかった理由として、3つの可能性が考えられる。まず開示情報が充実しているために、その他有価証券に関する評価差額の情報内容を市場が十分に織り込んでいたと考えることができる。したがって投資者は、追加的な費用負担をそれほど負うことなく、認識企業と開示企業との会計処理方法の差を調整できていると考えられる。

次に、開示情報が認識されるまでの期間が短いことである。2001年3月期に評価差額を開示にとどめた企業であっても、2002年3月期からは財務諸表上での認識が強制適用となる。認識されるまでの期間が短い開示情報は、そうでない開示情報と比べて情報の質が高い傾向があるとされる。開示企業の評価差額は、翌期からは認識情報となることが明らかであるために、情報の質が高く、開示情報であっても市場がその情報内容を十分に織り込んでいいると考えられる。

さらに、投資者が会計的固定化に陥ることなく、会計処理方法の差異を調整していたと考えられる。投資者が評価差額に関して認識情報と開示情報との差異を調整するには深い知識は必要とされず、また調整作業そのものも比較的容易である。必要とされる知識と作業という観点では、認識情報と開示情報の差異を投資者が調整するのは比較的容易であったと考えられる。

6. 時価評価適用時期の決定要因と企業の意図(第7章)

その他有価証券の時価評価を2001年3月期に前倒して早期適用した企業と、2002年3月期から通常適用した企業とに焦点を当て、適用時期の決定に影響を与えた要因をプロビット分析によって検証した。先行研究では、収益性や安全性の総合指標としての財務特性が優れている企業ほど、新しい会計基準の導入に積極的に取り組むことが明らかにされている。その理由としては、自社の優れた財務特性に関する情報の非対称性を埋めようとする経営者のインセンティブなどが考えられる。

本研究では、先行研究において有意とされた変数のほかに、有価証券に関係する変数やコーポレート・ガバナンスに関係する変数を説明変数に加えている。分析の結果、まず、総資産に占める有価証券の割合が小さい企業ほど時価評価を早期適用することが分かった。次に株主資本比率が高い企業ほど、そして収益性が高い企業ほど時価評価を前倒して適用する傾向があった。これらの結果から、財務数値が総合的に優良な企業、つまり財務的耐久度が高い企業ほど時価評価を早期適用したと結論づけられる。また、株主資本に占める有価証券の評価差額の割合が大きい企業ほど前倒し適用していた。さらに、カバレッジアナリスト数が多い企業ほど時価評価を前倒して適用していた。

企業はその他有価証券の時価評価にあたって、財務特性の優劣に加え、自社が保有している有価証券やコーポレート・ガバナンスの状況などを総合的に判断して導入時期の決定を行っていると考えられる。会計ビッグバンに際しては、企業間に会計デバイドが生じるのではないかとする事前の推測がなされていた。つまり、新基準導入への積極的な対応ができないことが、ステークホルダーに対してネガティブな情報として伝わる可能性がある中で、財務特性が優良な企業は積極的な取り組みを通じて、市場と間の情報の非対称性

を埋めるインセンティブを持ったものと考えられる。

7. 有価証券時価評価と企業の利益調整行動(第8章)

有価証券への時価評価導入に焦点を当て、会計ビッグバンに際して経営者がどのような利益調整を行ったかを検証した。前章までのリサーチから、時価評価を通常適用した企業は、前倒して早期適用した企業と比べて財務的耐久度が相対的に劣っていると考えられる。時価評価を早期適用することを選択しなかった企業は、何らかの対策を講じることはなかったのであろうか。

情報開示の優劣によって企業価値に差が生じる現象は、ディスクロージャー・デバイドと呼ばれている。時価評価の導入時期の差がディスクロージャー・デバイドを生じさせると仮定すれば、通常適用企業は、ディスクロージャー・デバイドをより低減させようとするインセンティブを持つであろう。逆に、ディスクロージャー・デバイドが不可避であるとするのであれば、利益調整によるビッグバスを実施し、次期以降の業績回復を経営者は志向するかもしれない。日米の実証研究を筆者がサーベイした限りでは、新しい会計基準の導入時期と利益調整の関係を検証した研究は行われていない。ここに本研究の貢献があると思われる。

まず、キャッシュフロー修正Jonesモデルによって1998年3月期から2005年3月期までの裁量的発生高の推移を検証した。その結果、会計ビッグバンに際して企業が利益圧縮型の利益調整を実施していることが確認された。次に、時価評価を2001年3月期に早期適用した企業と2002年3月期に通常適用した企業とを比較すると、両サンプルともに利益圧縮型の調整を行っていたものの、その程度は通常適用企業の方が大きかった。通常適用サンプルは、費用の増加が見込まれる会計ビッグバンに際して利益圧縮型のビッグバスを行い、その後利益を増加させることで自社の評価の回復・最大化を図ったと考えられる。

追加的分析として、裁量的発生高を被説明変数として、時価評価導入時期の決定に影響を与えた要因を説明変数とした重回帰分析を行った。その目的は、財務的耐久度やコーポレート・ガバナンスの状況が企業の利益調整に与えている影響を検証することである。また、時価評価によって有価証券を用いた利益調整が抑制されたか否かもまた検証している。分析の結果、総資産に占める有価証券の比率や収益性、コーポレート・ガバナンスの代理変数が裁量的発生高に影響を与えていることが分かった。有価証券の比率が大きい企業ほど利益調整を行っている可能性があったが、2003年3月期以降には有価証券を用いた利益調整が抑制されたと考えられる。新基準の導入により含み経営の余地が狭まったためと推測される。このことは、時価評価による経営者の恣意性の排除という当初の目的が達成されていることを意味している。

コーポレート・ガバナンスと利益調整に関しては、金融機関持ち株比率が高い企業ほど利益調整行動が抑止されていると考えられる。金融機関持ち株比率が高いことで、コーポレート・ガバナンスが強まり、経営者の裁量による利益調整行動が抑止された可能性がある。一方で、外国人持ち株比率が高い企業ほど利益調整を活発に行っている可能性がある。外国人投資家を仮に短期的な利益の追求を目的とした近視眼的投資家とするのであれば、外国人投資家が求める利益水準を満たすために経営者が増加型の利益調整を行ったと考えられる。

8. 本論文で得られたインプリケーション

本論文の目的は有価証券時価評価の企業行動および証券市場への影響を実証的アプローチにより明らかにすることである。一連の実証分析からは次の3つのインプリケーションを得ることができた。

第一に、有価証券の時価情報に関して、市場は認識情報と開示情報とを等しく織り込んでいることである。先行研究では、認識情報と開示情報とでは、価値関連性が異なるという示唆が得られている。本論文のリサーチで先行研究とは異なる結果が得られた理由は、開示情報の質の高さによるものと考えられる。開示情報であっても、情報の質が高い場合には市場は認識情報と同等に価格に織り込んでいると考えられる。ここに、開示情報の認識情報化が起きていると考えられる。

会計情報のディスクロージャーに関する実証研究は蓄積が進んできており、認識と開示に関する研究もリサーチ・デザイン上の問題が克服されつつある。同一の会計情報が一方では認識され、他方では開示されるということは、企業間の会計情報の比較可能性が損なわれ、市場はその調整費用を負担することとなる。このたびの評価差額に関する開示情報のように、情報の質が高く認識情報化が起きている場合には、市場が負担する調整費用以上のベネフィットが生み出されているか否かを検証する必要がある。企業側の準備費用の削減額が、市場が負担する調整費用を上回るという明確な証拠がない限り、導入時期の選択という政策を基準設定機関は見直すことも考えるべきであろう。

第二のインプリケーションは、時価評価の導入時期の決定に際して、経営者が多彩な要因を考慮しつつ意思決定を行っているということである。具体的には、財務的耐久度が相対的に高い企業ほど時価評価を積極的に前倒して導入していることが明らかとなった。前倒し適用した企業は相対的に質の高い情報を提供することでディスクロージャー・オポチュニティの享受を企図していたと考えられる。

仮に早期適用企業がディスクロージャー・オポチュニティを獲得しているのであれば、早期適用しなかった企業とのディスクロージャー・デバイドが生じることとなる。会計基準設定機関が新基準の導入時期に幅をもたせる理由の1つは、企業が負担する準備費用を削減することである。しかしながら、そうした政策によってディスクロージャー・デバイドが生じるのであれば、導入時期の選択を容認することが政策的に正しいかどうかを議論する余地があろう。

第三のインプリケーションは、時価評価の導入に合わせて経営者が裁量的な会計行動を実施しているということである。時価評価を早期導入しなかった企業は、会計ビッグバンに際してマイナスの裁量的発生高を生み出すことで、ビッグバスを実施したと考えられる。一方でその後裁量的発生高を反転させることで利益を増加させていると考えられる。

時価評価を早期適用しなかった企業は、早期適用企業と比べてより多くの有価証券を保有している傾向があるが、そうした有価証券を用いて時価評価導入年までに利益圧縮型の調整を行っていた可能性がある。その結果、将来的に裁量的発生高を反転させることで自社の評価の最大化を図ったものと考えられる。

このたびの新基準導入の理由の1つは、グローバルでの金融商品会計基準への合流であるが、FASBが有価証券に時価評価を導入した背景には経営者の恣意性の排除があった。回帰分析の結果、時価評価導入以前には有価証券を用いて利益調整が行われていたが、時価評価の導入後は有価証券を用いた利益調整が抑制された可能性があることが明らかとなった。時価評価後に有価証券を用いた裁量的会計行動が抑止されたという点では、当初の目的を達成していると考えられる。

これら3つのインプリケーションを踏まえれば、企業は時価評価導入に際して多彩な企業行動をとっていると言えるであろう。本論文で検証できた論点は、こうした企業行動のごく一部である。現行の混合属性モデルの理論的妥当性についても議論の余地がある。また、JWGが2000年に全面時価評価を提唱する公開草案を発表して以降、金融商品の全面時価評価に関する議論には停滞感が感じられていたが、ここに来て金融商品会計に関する議論が再び活発化してきている。一連の動きからは今後、SFAS第115号やIAS第39号といった混合属性モデルによる現行の金融商品会計基準が改訂されていく可能性が高い。FASBやIASBが公正価値会計への移行を進める中で、とりわけ企業による有価証券の保有比率が高いわが国において、理論面および実証面からの更なる研究が求められている。