

マクロ会計政策の評価

山地秀俊 編著

辻川尚起
浅野信博
八重倉孝彦
中村恒桂
大石桂一
後藤雅敏
音川和久
松田昌史
山岸俊男

著

神戸大学

経済経営研究所

2001

マクロ会計政策の評価

山 地 秀 俊 編著

辻 川 尚 起
浅 野 信 博
八重倉 孝
中 村 恒 彦
大 石 桂 一 著
後 藤 雅 敏
音 川 和 久
松 田 昌 史
山 岸 俊 男

神 戸 大 学

経 済 経 営 研 究 所

2 0 0 1

序

会計ビッグバンといわれて数年が過ぎようとしているが、徐々にこれまでの規定から新しい規定に基づいた会計情報が出回り始めており、会計学者にとってその経済社会への影響は気になるところである。会計ビッグバンを始め一般的に会計制度の改変をどのように評価するかということは、我々会計学者にとって重要なテーマであり、また「政策評価」という昨今の一般的・政治的動向にも通じる。かつての審議会形式による官僚主導の政策決定の弊害是正、すなわち、審議会形式で学者が官僚の作文に承認をあたえるだけという従来の政策決定が昨今批判されて、研究者主導型の発言をしてもよいのではないかという主張が官僚側からさえも聞かれる傾向にある。そうした新たな課題に答えるべく、「マクロ会計政策の評価」と題した、2001年度の第5回神戸フォーラムを7月27日(金)28日(土)に開催した。規制論の援用、会計規制の影響の直接的・実証研究の採用、経路依存概念の援用、実験経済学の援用、オルソン・モデル下での制度・政策評価、情報の非対称下での制度・政策評価等、多様な視角からのマクロ会計制度・政策の評価にチャレンジした論文を基に議論が展開され、参加者一同、政策評価の重要性を改めて認識する機会となった。

これまで過去4回の神戸フォーラムの中心であった中野 勲先生がご退官になられたので、第5回神戸フォーラムから、以下のような新しいメンバーで準備・開催していくことになった。

第5回神戸フォーラム準備委員会 山 地 秀 俊
須 田 一 幸
梶 原 晃
関 口 秀 子

目 次

序	i
開 題	

第 I 部 マクロ会計政策の実証的評価

第 1 章 会計規制の政策評価……辻川 尚起

—90年代末の金融不安・貸し渋りの解消を目的とした会計基準の効果測定—

1 はじめに	1
2 90年代末のわが国金融不安・貸し渋り問題とRAP	2
2-1 銀行に対する会計規制	2
2-2 90年代後半の金融不安および金融システム安定化への対処	4
2-3 90年代末のわが国金融不安・貸し渋り問題の際のRAP	5
3 政策評価と仮説検証の方法	10
3-1 政策評価の目的と結果の反映	10
3-2 政策評価の方法	11
3-3 仮説検証の方法	13
4 貸し渋りの解消に関する効果	15
4-1 仮説の設定	16
4-2 データと変数の選択	18
4-3 重回帰分析	19
5 不良債権処理に関する効果	23
5-1 仮説の設定	24
5-2 データと変数の選択	25
5-3 重回帰分析	26

6	銀行の破綻・存続に関する効果	29
6-1	仮説の設定	30
6-2	データと変数の選択	31
6-3	重回帰分析	32
7	おわりに	35
	資料	40

第2章 会計利益の質的差異と資本市場……浅野 信博

1	はじめに	43
2	先行研究のレビュー	45
3	仮説の設定	49
4	リサーチデザイン	50
4-1	検証モデル	50
4-2	変数の説明	51
4-3	サンプルの選択	54
5	検証結果および解釈	55
5-1	基本統計量	55
5-2	仮説1の検証	59
5-3	仮説2の検証	64
6	追加的検証	68
6-1	仮説1に対する追加的検証	68
6-2	仮説2に対する追加的検証	70
7	おわりに —今後の課題—	72

第3章 マクロ会計政策の評価……八重倉 孝

1	はじめに	81
---	------	----

2	実証研究による政策評価の問題点	81
2-1	ベンチマークの設定	81
2-2	コスト・ベネフィットの測定	82
2-3	リサーチ・デザインの問題	82
3	実証研究によるマクロ会計政策の評価－米国の経験－	83
4	実証研究による政策評価－我が国の会計ビッグバンの評価－	84
4-1	Chow検定による構造変化の検証	84
4-2	シミュレーションによる会計数値の有用性の期間比較	87
4-3	小括	90
5	おわりに	90

第Ⅱ部 マクロ会計政策の形成過程評価

第4章 アメリカ研究開発費会計の経路依存……中村 恒彦

1	はじめに	93
2	研究開発費会計の費用化と資本化の意味	94
3	アメリカ研究費開発の経路依存	97
3-1	アメリカ研究開発費会計の制度変化	97
3-2	アメリカ研究開発費会計の制度変化の経路	113
4	日本の研究開発費会計への含意	116
5	おわりに	118

第5章 会計政策決定に影響を及ぼす制度的要因……大石 桂一

1	はじめに	125
2	規制の理論－規制はどのように説明されるか－	126
2-1	公益理論	127

2-2	利益集団理論	127
2-3	私益理論	127
2-4	アイデアの力による説明	128
2-5	制度理論	129
2-6	小括	130
3	会計政策決定の構図と連邦議会における法案審議	130
4	石油・ガス会計をめぐる動きークロニクルー	133
4-1	SFAS第19号の公表まで	133
4-2	SFAS第19号の公表以降	136
5	議員の投票行動ー利益および／またはイデオロギーー	138
6	政策管轄のオーバーラップ	142
7	おわりに	146

第6章 企業内のエイジェンシー関係と会計情報

……後藤 雅敏・音川 和久・山地 秀俊

1	はじめに	155
2	過去の研究の概観	156
3	リサーチ・デザイン	159
3-1	背後にある具体的な思考過程	159
3-2	具体的実験・検証手続き	160
4	実験結果	164
5	おわりにー要約と限界ー	175
	実験インストラクション	180

第7章 ネットワーク型取引状況における**評判制度の設計と有効性の検証に関する実験研究**

……松田 昌史・山岸 俊男

1	はじめに	193
1-1	モン市場	193
1-2	評判	195
2	実験	196
2-1	実験の概要	196
2-2	方法	196
2-3	条件	199
3	結果	200
4	考察	203

執筆者紹介

- 編著者 山地秀俊 神戸大学経済経営研究所 教授
(yamaji@rieb.kobe-u.ac.jp)
- 第1章 辻川尚起 神戸大学大学院経営学研究科 院生
(naotuji@silver.ocn.ne.jp)
- 第2章 浅野信博 追手門学院大学経営学部 助教授
(nasano@res.otemon.ac.jp)
- 第3章 八重倉孝 筑波大学社会工学部 講師
(ty57@cornell.edu)
- 第4章 中村恒彦 神戸大学大学院経営学研究科 院生
(tsunehiko@oct.zaq.ne.jp)
- 第5章 大石桂一 佐賀大学経済学部 助教授
(oishik@cc.saga-u.ac.jp)
- 第6章 後藤雅敏 神戸大学経営学研究科 教授
(gotou@kobe-u.ac.jp)
- 音川和久 神戸大学経営学研究科 助教授
(otogawa@rose.rokkodai.kobe-u.ac.jp)
- 山地秀俊 神戸大学経済経営研究所 教授
- 第7章 松田昌史 北海道大学文学研究科 院生
(matuda@lynx.let.hokudai.ac.jp)
- 山岸俊男 北海道大学文学研究科 教授

開 題

マクロ会計政策の評価という今回のフォーラムの共通課題は、多くの寄稿者が意識しているように、昨年公表された政策評価の手法等に関する研究会、政策評価制度の法制化に関する研究会の研究結果・提言を意識した上での選択である。第1章でも指摘されているように、そこでは、①国民に対する行政の説明責任（アカウンタビリティ）を徹底すること、②国民本位の効率的で質の高い行政を実現すること、③国民的視点に立った成果重視の行政への転換を図ることの3つがあげられている（行政管理研究センター編[2001]、32-33、113-114頁）²。したがって以下の諸章からも明らかなように、何らかの形で、本書での諸研究は、こうした課題に会計学の立場を踏まえて答えようとしている。しかし言うまでもないが、政策評価実施要項に沿うというような意図はまったく無く、その学問的意義を検討することにある。

しかし周知のように、従来の会計学研究では、こうした意識はきわめて薄く、ひたすら制度化された会計計算構造の規定を規範・後追いで説明・解釈することに終始している感がある。そこで、会計学研究にも上で指摘したような政策立案・遂行上の課題を認識して研究する必要があることを痛感して、本書が編まれている。本書は、会計学において、会計基準の設定問題の研究を政策研究思考の下で取り組んだ最初の著作といいであろう。しかしこのことは従来の会計学研究の主たる流れが不十分であったと言っているのではない。従来型の規範的・後追い・意味付け研究は、無限とも思われたアメリカ市場を前

1 それぞれ「政策評価制度の在り方に関する最終報告」「政策評価制度の法制化に関する研究会報告」という報告書が、総務省から出ている。

2 これら研究会の報告に関して、その会計学研究上の重要性を最初に指摘したのは徳賀論文である。徳賀芳弘、「マクロ会計政策の評価 - 『政策評価』は可能か -」企業会計、第53巻第7号、84-85頁。

提に安定した経済・企業成長を遂げてきた第2次世界大戦後の日本において、同じくアメリカ政治の傘の下での安定した政治環境の中で、アメリカを模範とした既定会計政策を政治レベルで作り上げて、それを日本経済社会で遍く実施するための支持獲得政策としての性格があった。90年代以後、そうしたパターンが徐々に崩れ始めたことに問題がある。したがって今日では、従来のパターンでは問う必要が無かった政治上の政策立案次元にまで、支持獲得努力が必要になったのである。政策評価次元の研究の必要性は、こうした实际社会の動向に対応しているといえよう。

政策評価にはまず常識的に事前的評価と事後的評価という二つの視角が考えられる。今回のフォーラムでは、会計政策の事後評価課題に対しては、想定された会計政策の目的通りの成果が達成されているか否かという点を実証的に検討するという研究アプローチを採る論文（第1章から第3章まで）が、当該課題を遂行していると言えよう。事前評価という課題にはさらに二つのアプローチからの論文群がそれに対応している。一つは、同種の会計政策の他国での設定過程を具に観察することによってその特殊性を見極めた上で、日本での導入に提言・警告するという方向性である。具体的には会計先進国アメリカの会計基準制定過程を特定の方法に立脚して分析するという2本の論文（第4章及び第5章）が収められている。今一つは、最近注目され始めた実験技法を採り入れた、文字通り事前に政策の結果をシミュレーションするという方法であり、やはり2本の論文（第6章及び第7章）が収められている。

また会計政策の評価という研究課題上、さらに幾つかの検討課題が考えられる。一つは政策の影響が現れる、すなわち政策効果の評価領域が証券（株式）市場であるか否かという問題である。本著の多数の章では証券市場での評価ということが明示的・暗示的に肯定されているといえよう。その点では、もう少し広く、労働市場等での影響等を考慮した研究を包摂する必要があったと反省している。今一つは、特定産業の規制を企図した、特定の会計手続きの設定・

選択を評価するのか、多くの産業に普遍的に適用される会計手続きの新たなセット——アメリカでいうGAAP、日本でいう企業会計原則——を一括して評価するのかという問題であるが、両方の立場の研究が本著には収められている。

また、一つの特徴・限界として指摘しておくべきことは、政策評価を事前で行う研究と、事後で行う研究の間で、それらが寄って立つ経済学思想・方法の上で差異が認められる点である。事後評価には財務論の成果が援用され、新古典派経済学的アプローチが援用され、事前評価では新制度派経済学的思考が援用される³。

第 I 部 マクロ会計政策の実証的評価

第 1 章（辻川論文）では、特定産業の規制を企図した特別な会計手続き（Rap; Regulatory Accounting Principles）の実施効果を事後的に評価することを企図している。具体的には1990年代末のわが国における金融システム不安および銀行の貸し渋りを解消することを目的として設定された会計基準の効果を実証的に測定することを課題とする。さらに当該実証結果と考察を踏まえた上で会計規制の政策評価について論じることを目的としている。すなわち、90年代後半、大手金融機関の経営破綻に象徴される金融システム不安、低迷する株価、増大する銀行の不良債権、銀行の貸し渋りによる企業のさらなる資金繰り悪化といった問題が深刻化していったが、このような社会経済的背景のもとで設定された、①公的資金の資本注入による資本の増加、②有価証券評価方法の任意選択の許容、③土地再評価法による土地の再評価、④税効果会計前倒し導入という4つ会計基準が、①銀行の存続・破綻に影響を及ぼしたか、②貸し渋

3 各々の経済思想の会計学的研究上での意味については、Shyam Sunder and Hidetoshi Yamaji eds., *The Japanese Style of Business Accounting*, Quorum Book, 1999, Chapter 1 Institutional Accounting Research: An Introductionを参照。

りの解消つまり貸出の増加に効果があったか、③不良債権の処理に対して影響を及ぼしたか、という観点から実証的に検討されている。そして肯定的な結果が報告されている。

第2章（浅野論文）では、証券市場の情報効率性問題とアノマリー問題を、近年注目され始めた会計発生高（Accounting Accruals）概念に着目しつつ実証的に検討する。結果、証券市場の情報の質に対する効率性の特徴によって、当然、会計政策の評価にも影響が出ることとなり、会計政策立案段階で当該特徴を考慮する必要性があることを説く。すなわちより具体的には以下のようなものである。現行の会計利益数値は、将来利益を予測する点から質的に差異が存在する複数の構成要素から形成されているが、そして株式投資には、企業間の会計利益情報の質的差異について注目すべきであることについては、過去の多くの文献で指摘されているところであるが、このような指摘があるにも関わらず、投資家は会計利益について機能的固定化（functional fixation）を行っており、会計利益の質的差異を見抜けない場合があることを支持する実証研究がある。また逆に、質的差異を見抜いて将来利益をよりよく表象すると考えられる利益要素が多い企業の株価は、そうでない企業に比べてより高い株価が付されるということ裏付ける実証結果も存在する。そこで日本の企業データを使って、会計利益とキャッシュフローの差額である会計発生高に着目して、経営者による裁量の有無、短期・長期および透明度の3つの次元で注目することによって、利益の質的差異がいかなる状況において生じ、それが資本市場においてどのように評価されるのかについて、すなわち日本の証券市場の情報効率性とアノマリーの存在の有無について、実証的に検討している。

第3章（八重倉論文）では、近年の会計ビッグバンによる各種会計基準の変更が、新たな会計基準を通して導出される会計情報の有用性に（1）影響をおよぼしているか、（2）影響があったとすれば、それは「良い」影響であったか否かを検証している。その意味では、複数の会計手続きのセットが変更された

という政策の証券市場への影響評価である。米国における先行研究では会計情報の有用性の時系列的変化について、中長期的な変化を観察対象としているが明確な結論は得られていない。日本においては会計基準の変更が一気に進行したため、会計基準変更が会計情報の有用性に与える影響をより明確に観察できる可能性がある。具体的には会計手続きがセットで変更された以前と以後で、会計基準評価の標準基準となりつつある「企業価値評価に影響を与えたか否か」という観点から、企業価値評価モデルに構造変化があったか否かを、Chowテストを適用して推定する。結果、構造変化が起っていたことは確認できたが、良い方向での変化か否かは確定できなかったことを報告する。

以上が、第Ⅰ部での議論であるが、いずれも実証研究を通して、特定の会計制度改革の経済実体への影響を実証的に観察することをもって、政策の影響・効果としていた。さらに将来期待されるべき研究方向としては、こうして観察された影響・効果がより高い次元での「社会的厚生」に鑑みて肯定されるか否かという古くて新しいテーマを会計学の領域でより具象化して検討することであろう。その意味からも他領域での会計政策の影響評価に関する実証的検討が必要となる。

第Ⅱ部 マクロ会計政策の形成過程の評価

第4章（中村論文）では、ノース（Douglas North）の経路依存概念を用いてアメリカの研究開発費会計の制定過程を考察する。政策評価としては、アメリカの先行事例を研究して日本の政策評価に生かそうとする方向性である。経路依存は、当該時代の人々がどのように歴史的事象を認識したかによって、なぜ制度が変化したのかという問題（制度変化）と、なぜ制度が継続するのかという問題（制度変化の経路）を明らかにする方法である。制度変化と制度変化の経路は、現在の会計政策の成り立ちばかりでなく、現在の状況と比較すること

によって会計基準の問題点も明らかにすることができるのと考え方に依拠している。具体的にはアメリカの会計基準審議会（FASB）によって1970年代に研究開発費が全額費用化される政策が採られたが、その政策形成過程を観察して、その歴史特殊性と普遍性を経路依存概念を使って指摘する。その上で、昨今の日本における会計ビッグバンの一環として研究開発費全額費用化政策採用の問題点を指摘する。

第5章（大石論文）では、まず規制論の様々な形態を一般論として概観した後、1970年代後半における米国の石油ガス会計基準（SFAS第19号など）が形成された過程を、当該概観を踏まえて規制論の立場から考察している。それによって会計政策決定に影響を及ぼす様々な制度的要因（連邦制、二院制、委員会制、独立規制機関制、民間機関による会計基準設定、etc.）を明らかにしようとする。石油ガス会計は非常に特殊なケースだと思われるかもしれないが、だからこそ、様々な制度的要因が介在してくるため、そこには米国的会計規制制度の特徴が端的に表れているという考え方に依拠している。結果、アメリカの議会では政策管轄を伴う委員会制度を通して、選挙区への政策の「分配」が行われていることを指摘し、政策管轄のオーバーラップが起こったときの政策の不安定性を指摘する。この指摘は日本における会計基準設定機構改革（日本版FASB構想）と会計制度形成に対するインプリケーションあるいは警告ともなっている。

第6章（後藤・音川・山地論文）では、企業のガバナンスの差異によって、株価形成にどのような差があるかをビジネス・ゲーム的環境を用いて実験的に検証している。株主優先型ガバナンスの方が、経営者の報酬を低く抑えながら企業効率を高度化でき、したがって株価形成にもプラスに作用することを確認するとともに、しかし経営者優先ガバナンスでも経営者への報酬構造次第では、株主優先ガバナンスよりも社会全体の富の総価値が高まる可能性を示唆する。またガバナンスの差異と会計情報の質の差異との間での相互作用についても同

様の環境で検証している。そうすることによって、他の条件が等しいとき経営者報酬を低く誘導するような会計数値をもたらす会計制度改革は、個別企業次元の経営者の作為的操作という反対に遭う可能性を示唆し、会計政策策定に、事前評価という新たな視角から一つの提言を行っている。

第7章（松田・山岸論文）では、独立し孤立した2者関係を越えたより広い対人関係ネットワークにおける信頼関係形成プロセスを取り扱い、人々に関係拡大・信頼関係形成を可能とさせる制度的基盤としての「評判システム」の設計と有効性を実験で検討している。本研究では、参加者間に情報の非対称性が存在し、ネットワーク状況で相互作用相手を選択する実験状況、すなわちアカロフがレモン市場（中古車市場）で分析した市場環境を用いる。当該市場環境では、情報の非対称性により、参加者は他者から搾取される可能性があるが、協力的な相手との相互作用を継続することでより大きな利益を得ることができる状況である。そこでは、他者を信頼するというリスク選択を行うことではじめてより大きな利益の獲得が可能となるが、相手の選択如何によっては重大な損害をもたらす可能性がある。このような状況において、人々の間接的モニタリングシステムである「評判」の重要性を検討している。当該研究には、直接には会計というタームは考慮されていないが、監査制度の設計等にも有益で、マクロ会計政策の評価という研究視角からみて、多くの示唆に富んでいる。

以上、第Ⅱ部の概観であるが、第Ⅱ部前半の分析では、会計制度改革が必ずしも経済的合理性だけで行われているわけではなく、政治環境やイデオロギーの影響を無視できない環境下で行われている状況が描き出せていると考える。そうした次元への配慮が政策策定には必須であろう。第Ⅱ部後半の分析では、会計制度変革に影響を及ぼす多様な変数をコントロールして、制度改革を実施する際の問題点を見出そうとする新たな方向性が提示されている。

本書の構成は実際の政策評価を逆転させた形になっている。本来は政策の事

前評価そして事後評価とすべきところであろう。そこで再度本著の分析から得られる一般的主張をこの順序に再構成して提示するならば、以下のようになる。すなわち、事前評価としては、まず日本でなすべき新たな会計政策の可能性を、経済状況を勘案して絞り込み、もしそうした政策の先例が諸外国にあるならばその設定過程を具に観察し、そうした会計政策を可能ならしめた当該国の歴史特殊要因と普遍要因を峻別し、参照すべき諸点を抽出する。次にその要因を踏まえ日本的要因を加味した社会科学的実験を行い、再度問題点を洗い直す。その上で、政策を設定し、実施するが、早い段階で今度は当該制度の影響について実証的検討の遡上に乗せて、当該政策の意義を再検討する。このような一連の手続きが考えられよう。多分これまでの規範的解釈学の意義は、こうした一連の政策過程で政策を円滑に遂行するための同意形成・支持獲得過程での意義ということになろう。

第 I 部 マクロ会計政策の実証的評価

第1章 会計規制の政策評価

－90年代末の金融不安・貸し渋りの解消を目的とした
会計基準の効果測定－

1 はじめに

本章は、1990年代末のわが国における金融システム不安および銀行の貸し渋りを解消することを目的として設定された会計基準の効果を測定し、当該実証結果と考察を踏まえた上で会計規制の政策評価（policy evaluation）について論じることを目的としている。

本章では、議題設定（agenda setting）過程、議題設定後から政策決定にいたる設定過程（setting process）¹、政策決定後から実施過程を経て政策評価にいたるまでの3つの過程をそれぞれ分析するという会計規制の政策過程分析のうち、実施過程における政策評価に焦点を絞る²。後述のように有効性という政策評価の視点により、一般に認められた会計基準（Generally Accepted Accounting Principles: GAAP）ではなく、規制を定める目的が示されている「特定の規制目的に基づいて認められた会計基準（Regulatory Accounting Principles: RAP）」³に関して政策評価を行う。

かかる検討の具体的事例として、90年代末の金融監督規制に関係するRAPをとりあげ、政策評価を行うこととしたい。90年代末の金融システム不安という

1 多様な利害関係者が会計規制の形成過程に働きかける機制（mechanism）については辻川[2000a]を検討のこと。

2 会計規制の政策過程分析については辻川[2001a]を参照。

3 本章で取り上げるRAP以外にも、GAAPとは異なるRAPは数多く存在する。わが国論者によるRAPの紹介・検討として以下の論稿がある。田中[1990]；宮崎[1992]；149-152頁；高尾[1994]，26-33頁；星野[1999]，39-58頁；音川[2000]，75-96頁；石川[2000]。米国での事例は辻川[1999]をみられたい。

社会経済的背景のもとで、金融システム安定化へ向けた政治的対応の手段の1つとして用いられた会計基準が、①貸し渋りの解消に対して及ぼした影響、②不良債権処理に対して及ぼした影響、③銀行の存続・破綻に対して及ぼした影響に関して仮説を設定し検証する。すなわち本章は、「マクロ会計政策の評価」をマクロ政策（金融監督規制）と関連する会計規制の政策評価と解して検討するものである。

以下では、次の構成に従い議論を進めたい。まず次節では対象となるRAPが設定されるに至った90年代末の金融不安という社会経済的背景と金融システム安定化へ向けた政治的対応そして4つのRAPの各概要について述べる。また第3節で仮説設定に関連する研究の位置付けを確認し、4つのRAPの効果測定を通じた仮説検証の方法について論じる。4つのRAPの効果測定に関する具体的な仮説検証は、①貸し渋りの解消に関する効果を第4節で、②不良債権処理に関する効果を第5節で、③銀行の存続・破綻に関する効果を第6節で、それぞれ行う。そして終節となる第7節において、前節までの検討を踏まえた上で、会計規制の政策過程における政策評価分析の意義と含意について結論を述べる。

2 90年代末のわが国金融不安・貸し渋り問題とRAP

2-1 銀行に対する会計規制

銀行が受ける会計規制は概ね他の事業会社と同様である。ただし、金融産業という特性から、他の事業会社とは異なるいくつかの追加的な会計規制をRAPとして受けている。さらにこのRAPについても2つのものがあると考えられる。1つは常設されているRAPとしての銀行に対する会計規制および自己資本比率規制であり、もう1つは非常設的なRAPとして臨時に設定された会計規制であ

4 自己資本比率規制については辻川[2001c]、54-55頁を参照されたい。

る。

前者の1つとして、銀行が適用する会計処理に関する規制として銀行経理基準がある⁵。これは、大蔵省通達「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」および大蔵省事務連絡「普通銀行の業務運営に関する基本事項に係る留意事項等について」における決算経理基準が該当する。同基準はその公表以来、銀行の会計処理基準として重要な位置付けを与えられていた。しかしながら、98年6月10日、大蔵省はおりからの規制緩和の一環として、大蔵省通達「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」ならびに大蔵省事務連絡「普通銀行の業務運営に関する基本事項に係る留意事項等について」を廃止した。これに対して、全国銀行協会連合会（以下、全銀協⁶）は、約3ヶ月の空白期間の後、98年9月7日、旧大蔵省通達・事務連絡による銀行経理基準を踏襲する形で「銀行業における決算経理基準等」を全銀協の自主規制として定めた。この「銀行業における決算経理基準等」はその後改正され、現在では「銀行業における決算経理要領等」により銀行の会計処理基準は規制されている。

また、銀行の会計情報開示にかかわる規制として全銀協の統一開示基準がある。同統一開示基準は87年に制定されたもので、全銀協加盟銀行が従う自主的ルールとして定められた。だが98年に金融システム改革法が制定され、これを受けた銀行法の改正によって銀行の情報開示基準が法制化されたため、全銀協統一開示基準は99年3月に廃止された（全銀協[1999], 4頁；床井[2001], 41-42頁）。

5 銀行経理基準に関する制度改革・変更については、全国銀行協会企画部の大坂元一さんからお伺いした（平成13年7月上旬）。ここに記して謝意を表したい。以下で論じる当該箇所は大坂さんから伺った話しに拠っている。なお、大坂さんのお話をうかがった時点において、全国銀行協会の定める決算経理要領は、一般に公表していないという。

6 全国銀行協会連合会は、99年4月20日に組織改革を行い、現在では全国銀行協会となっている。

2-2 90年代後半の金融不安および金融システム安定化への対処

90年代末のわが国の金融について特に注目すべきは、金融システム改革の流れと、金融不安、そして金融システム安定化を意図し提出された関連立法の制定である。90年代後半における金融全体の経過を、第1-1表にまとめている。

まず96年頃から進められた金融システム改革に注目したい。この金融システム改革では、金融業界全体を通じた規制緩和、早期是正措置の導入、破綻処理

第1-1表 90年代後半の金融不安および金融システム安定化への対処

年	月	金融不安	金融システム安定化への対処
95年	2月	東京協和、安全信用組合破綻	
	7月	コスモ信用組合破綻	
	8月	木津信用組合、兵庫銀行破綻	
	9月	大和銀行NY支店事件	
96年	3月	太平洋銀行破綻	
	6月		金融関連6法成立
	11月	阪和銀行破綻	金融ビッグバン構想発表
97年	6月		大蔵省「金融システム改革のプラン」
	夏	アジア金融（通貨）危機（タイ・インドネシア・韓国）	
	9月	拓銀と北海道銀行の合併延期	
	10月	京都共栄銀行破綻	
	11月	三洋証券会社更生法申請 その後デフォルト発生 拓銀、山一証券、徳陽シティ銀行破綻	
	12月		金融システム安定化30兆円計画
98年	2月		金融機能安定化法成立
	3月		公的資金注入（大手21行）、土地再評価法
	5月	阪神銀行・みどり銀行、福徳銀行・ななわ銀行合併	
	6月		金融監督庁発足
	10月	長銀破綻	金融機能再生緊急措置法、早期健全化法成立
	12月	日債銀破綻	金融再生委員会発足
99年	3月		公的資金注入（大手15行）、土地再評価法改正
	4月	国民銀行破綻	
	5月	幸福銀行破綻	
	6月	東京相和銀行	
	7月		金融監督庁「金融検査マニュアル」
	8月	なみはや銀行破綻	
	9月		公的資金注入（地銀・第2地銀4行）
	10月	新潟中央銀行破綻	

（出所）金融監督庁[1999]，16-26頁，[2000]，10-21頁；花崎[2000]，42-52頁；白塚・田口・森[2000]，135頁；堀江[2001]，20頁等より筆者作成。

の枠組みなどが取り扱われている。ただし、この時点での新たな金融システム制度において、97年秋以降の金融危機に対して打ち出された公的資金導入の枠組みや、その後追加される新たな破綻処理の枠組みは、予定されていなかった。逆にいえば、97年秋以降の金融システム不安は、当初の想定以上のものだったといえる。

次に97年秋の金融危機とこれを受けた金融システム安定化対策をとりあげる。三洋証券に関する戦後初のコール市場での債務不履行（デフォルト）の発生、金融機関大手の北海道拓殖銀行、山一証券の破綻などに象徴される金融システムに対する不安と銀行による貸し渋りという二重苦が、97年秋頃からのわが国の金融危機を物語っている。政府・与党は、これらの問題解決策の1つとして、金融機能安定化法などを取り急ぎ立法化し、公的資金導入を進める。

しかしながら、その後も金融機関の経営破綻はとどまらず相次ぐ。98年10月には長銀が、同12月には日債銀が経営破綻した。政府・与党は、大手銀行の破綻処理のための枠組みを定める金融再生関連法、公的資金を銀行が破綻する前に投入できる制度を整えるための早期健全化法の立法化を行い、また金融監督庁による早期是正措置に伴う自己査定厳格化も進められ、そのためのマニュアルも99年7月に公表された。

2-3 90年代末のわが国金融不安・貸し渋り問題の際のRAP

前項で示された90年代末の金融システム不安という社会経済的背景のもとで設定された4つのRAPを本項では取り上げる。具体的には、①公的資金の資本注入による資本の増加、②有価証券評価方法の任意選択の許容、③土地再評価法による事業用土地の再評価、④税効果会計前倒し導入の4つの会計基準がこれに該当する。

なお、各RAPの採用状況をまとめると第1-2表のようになる。

第1-2表 RAPの採用状況

RAP	採用期	都銀	長信・信託	地銀	第2地銀	合計
公的資金	98年3月期	9/9	9/10	3/64	0/61	21/144
	99年3月期	8/9	6/8	1/64	0/56	15/137
有価証券原価法	98年3月期	8/9	8/10	14/64	45/61	75/144
	99年3月期	8/9	8/8	19/64	46/56	81/137
土地再評価	98年3月期	8/9	3/10	34/64	34/61	79/144
	99年3月期	8/9	4/8	40/64	50/56	102/137
税効果会計	99年3月期	9/9	8/8	60/64	56/56	133/137

2-3-1 公的資金の資本注入による資本の増加

金融システム不安への対応の一環として、銀行への公的資金による資本注入が金融機能安定化法に基づき98年3月21行⁷に対して、そして早期健全化法に基づき99年3月15行⁸に対して、それぞれ行われた。金融機能安定化法に基づく98年3月の資本注入では、転換型優先株式で3,210億円、永久劣後債・永久劣後ローン・期限付劣後債で計1兆4,946億円、投入された形となっている。また早期健全化法に基づく99年3月の資本注入では、転換型および非転換型優先株式で6兆1,592億円、永久劣後債・永久劣後ローン・期限付劣後債・期限付劣後ローンで計1兆3,000億円、投入された形となっている(預金保険機構[2000], 73-74頁)。自己資本比率規制上、分子の自己資本として、優先株式はTier1に含まれ、劣後債と劣後ローンはTier2に含まれることとなり、銀行にとって公

- 7 公的資金による資本注入を受けた銀行は、東京三菱銀行、第一勧業銀行、さくら銀行、住友銀行、富士銀行、三和銀行、東海銀行、あさひ銀行、大和銀行、日本興業銀行、三菱信託銀行、住友信託銀行、三井信託銀行、安田信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、横浜銀行、北陸銀行、足利銀行、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行である。
- 8 公的資金による資本注入を受けた銀行は、第一勧業銀行、さくら銀行、住友銀行、富士銀行、三和銀行、東海銀行、あさひ銀行、大和銀行、日本興業銀行、三菱信託銀行、住友信託銀行、三井信託銀行、東洋信託銀行、中央信託銀行、横浜銀行である。なお早期健全化法による資本増強はその後も行われており、99年9月に足利銀行、北陸銀行、琉球銀行、広島総合銀行、11月に足利銀行、2000年2月に熊本ファミリー銀行、3月に北海道銀行、日本長期信用銀行が、それぞれ資本注入を受けている。

的資金を注入することつまり同RAPを採用することは、自己資本比率規制の実質的緩和という効果をもたらす。

2-3-2 有価証券評価方法の任意選択

銀行の有価証券の評価方法は、銀行経理基準として知られる大蔵省銀行局長通達「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」（昭和57年4月1日付第901号）により、上場株式に関して、転換社債を除く国債その他の債券については原価法または低価法のいずれかによって、子会社株式を除くその他の有価証券については低価法によって評価が行われるものと規定されていた。しかしながら、97年12月24日に公表された大蔵省の「いわゆる『貸し渋り』への対応について」において、短期売買目的の上場株式を除く上場株式について新たに原価法の採用もみとめることが提案される。これをうけて98年2月27日、「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」（大蔵省銀行局長通達）が改正され、同時に「銀行法施行規則の一部を改正する省令」（平成10年大蔵省令第9号）および「銀行法第14条の2の規定に基づき自己資本比率の規準を定める件の一部を改正する件」（平成10年大蔵省告示第55号）が公布され、98年3月末決算期より、銀行の上場株式に関する評価方法は低価法と原価法とのいずれかからの選択制が認められることとなった。

一方、日本公認会計士協会は監査委員会正副委員長会議および常務理事会で意見を聴取し、98年4月27日付で当該制度変更に対する見解として日本公認会計士協会リサーチ・センター審理情報No.7「銀行における上場株式等の評価基準の変更について」を公表した。同審理情報によれば、「平成10年2月27日付けの通達改正に伴い、平成10年3月又はそれ以降の期の決算において、銀行が上場株式等の評価基準を低価基準から原価基準へ変更した場合には、監査上、当該変更を会計方針の変更として取り扱い、監査報告書に、その変更が正当な理由に基づいているか否かを理由を付して記載するとともに、当該変更が財務

諸表等に与えている影響額を記載しなければならない」とされている。

自己資本比率規制上、分子の自己資本として、有価証券の含み損益はTier2に含まれることとなり、銀行にとって有価証券評価方法を低価法から原価法に変更することは、自己資本比率規制上の自己資本の減少抑制という効果をもたらす。

2-3-3 土地再評価法による土地の再評価

90年代末の金融システム不安の大きな問題の1つとして貸し渋り問題があげられる。97年後半頃から銀行による貸し渋りが顕著になってきたのに対して、行政府や銀行監督規制主体は、銀行が自己資本比率規制を満たし貸し渋りを解消するための方策として、先に述べたように公的資金導入による自己資本の増強を打ち出す。また、BIS規制上は本来Tier2資本項目として算入することが可能であるにもかかわらずわが国では未算入とされてきた土地再評価益の取り扱いについても、与党自由民主党の大原一三衆議院議員の提起により一気に関心が高まった。そして土地再評価の会計は、98年3月31日施行「土地の再評価に関する法律」（以下、土地再評価法）と翌年3月31日施行「土地の再評価に関する法律の一部を改正する法律」（以下、改正土地再評価法）の成立によって、⁹ 時限立法として制度化された。

自己資本比率規制上、分子の自己資本として事業用土地の簿価と時価の差額である再評価差額の45%をTier2に含めることができ、銀行にとって同RAPを採用することは、自己資本比率規制の実質的緩和という効果をもたらす。

9 土地再評価法および99年同改正法での土地再評価の会計については辻川[2001c], 59頁, 注12をみられたい。

また、同法は、2001年3月30日付で改正され、土地再評価の期限が2002年3月31日までに延長され、対象法人についても証券取引法に基づき監査を受けている法人に拡大された。これにより、同法は3月決算企業にとっては実質2年延長されたことになり、また対象法人も約400社増えることになると言われている（151回国会-衆-法務委員会-05号議事録）。

2-3-4 税効果会計1年前倒し導入

他の3つのRAPと異なり税効果会計1年前倒し導入は、銀行の不良債権処理の促進等の金融システム安定化を意図したRAPであるとは必ずしも断言できない。よって税効果会計1年前倒し導入については、銀行側の視点からみて、それまでのGAAPとは異なる会計基準が選択できることとなったこと、1年前倒しという一度限りの選択であること、不良債権処理を進める上で税効果会計の採用が有利なこと等を理由として、暫定的にRAPと位置付けておく¹⁰。

税効果会計に係る会計基準によれば¹¹、税効果会計とは「企業会計上の資産又は負債の額と課税所得計算上の資産又は負債の額に相違がある場合において、法人税その他利益に関連する金額を課税標準とする税金の額を適切に期間配分することにより、法人税等を控除する前の当期純利益と法人税等を合理的に対応させることを目的とする手続である」と定義される。企業会計上の当期利益と税法上の課税所得との間の差異には一時差異と永久差異があり、このうち税効果会計基準の設定当時における銀行にとって重要だったのは、一時差異に含まれる将来減算一時差異である。不良債権処理と税効果会計との関係から考えると、将来減算一時差異には引当金繰入限度超過額や貸倒損失の否認額が含まれており、不良債権処理を促進させたい銀行は当該項目に関心をもっていただろうと考えられる¹²。また、税効果会計に係る会計基準は、実施時期を「平成11年4月1日以後開始する事業年度」と定めていた。またこれに加え、「平成11

10 一方で、税効果会計基準の1年前倒し導入をRAPと位置付けている論稿として、徳賀[2001b]がある。

11 税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書は、次のような企業会計審議会での審議過程を経ている。まず98年4月17日、第1部会において「税効果会計に係る会計基準の論点及び具体的考え方(案)」および「税効果会計に係る会計基準(案)」が事務局より提出され、検討される。2ヶ月後の6月12日同じく第1部会で「税効果会計に係る会計基準の設定に関する意見書」の公開草案原案が審議され、同16日の総会を経て、同18日公開草案を公表、8月31日を期限に関係各所よりコメント・レターを受け付ける。コメント・レター受付期限終了後、9月25日および10月9日の第1部会でのさらなる審議を経て、10月30日の総会において「税効果会計に係る会計基準」が採択され、即日公表された。

年4月1日前に開始する事業年度」についても税効果会計適用を認める旨も記されており、実際に税効果会計を1年前倒し導入した銀行・企業は少なくない。¹³

自己資本比率規制上、分子の自己資本として、剰余金に含まれる分はTier1に、さらに一般貸倒引当金は分母の1.25%を上限にTier2に含めることができ、銀行にとって同RAPを採用することは、自己資本比率規制の実質的緩和という効果をもたらす。

3 政策評価と仮説検証の方法

3-1 政策評価の目的と結果の反映

政策評価を行う目的については、政策評価の手法等に関する研究会[2000]、「政策評価に関する標準的ガイドライン」、政策評価制度の法制化に関する研究会[2000]において一様に、①国民に対する行政の説明責任（アカウンタビリティ）を徹底すること、②国民本位の効率的で質の高い行政を実現すること、③国民的視点に立った成果重視の行政への転換を図ることの3つがあげられている（行政管理研究センター編[2001]、32-33、113-114頁）。

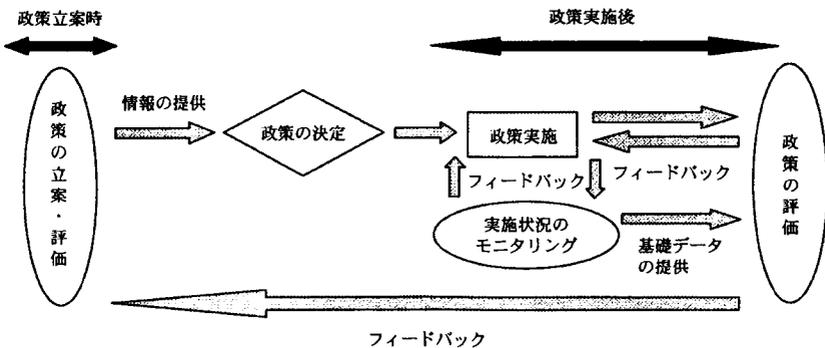
かかる政策評価の目的をより効果的に達成するには、政策評価の制度的な枠組みとして政策評価の結果を政策へと反映させることが必要と考えられる。後述するように、政策評価を行う時点による政策評価の分類として事前評価・事後評価等が考えられる。いずれの時点における政策評価も、この政策へのフィードバックが欠かせないといえる。

12 税効果会計適用初年度の税効果会計関連項目としては、損益計算書項目に法人税等調整額、過年度税効果調整額、税効果会計適用に伴う諸準備金等取崩額があり、貸借対照表項目に繰延税金資産、繰延税金負債、再評価に係る繰延税金負債、再評価差額金（資本）がある。

13 非導入行は、青森銀行、みちのく銀行、広島銀行、肥後銀行の4行である。

事実、政策評価を法制面で支える「行政機関が行う政策の評価に関する法律」では、政策評価の結果を政策に反映させることを次の通り明文化している。そこでは、「行政機関は、その所掌に係る政策について、適時に、その政策効果を把握し、これを基礎として、必要性、効率性又は有効性の観点その他当該政策の特性に応じて必要な観点から、自ら評価するとともに、その評価の結果を当該政策に適切に反映させなければならない」とされ（行政機関が行う政策の評価に関する法律、第三条）、また「政府は、政策評価の結果の取扱いについては、予算の作成及び二以上の行政機関の所掌に係る政策であってその総合的な推進を図ることが必要なものの企画及び立案に当たりその適切な活用を図るように努めなければならない」と規定されている（行政機関が行う政策の評価に関する法律、第四条）。

政策評価の枠組みと評価結果の政策への反映に関する関係を図示すると下図のようになる。



第1-1図 政策過程と政策評価の関係

（出所）通商産業省大臣官房政策評価広報課[1999]，7頁の「1，政策プロセスと政策評価の関係」。

3-2 政策評価の方法

次に、実際に政策評価を行うに際しての評価方法として、政策評価の方法に

よる分類と時点による分類に目を向けよう。

はじめに注目するのは、政策評価の方法による分類についてである。政策評価を行う際の評価方法についての主たる観点として、有効性 (effectiveness) と効率性 (efficiency) という2つの観点がある。前者は、政策の策定段階において意図した目的と実施後の効果の達成度合との関係を比較計量することを中心に政策評価を行うという観点であり、後者は政策実施に対する資源の投入とそれによってもたらされる便益との関係を比較計量することを中心に政策評価を行うという観点である。両者の共通点は効果がえられると期待されるか否か、もしくは実際に得られているか否かを測定する点であり、他方として、両者の差異は、有効性の観点では政策目的を重視し、効率性の観点では投じるコストを重視するという点であろう (政策評価研究会[1999], 62-99頁; 行政管理研究センター編[2001], 45-48, 121-122頁)¹⁴。本章では、会計規制についてはコスト・ベネフィット分析が容易ではなく (Watts and Zimmerman [1986], pp.167-172 (須田訳[1991], 155-162頁)), RAPの場合、有効性からの分析が可能であるという理由から、有効性を採用することとした。

つぎに注目するのは、政策評価の時点による分類についてである。政策評価研究会[1999]は、政策評価を行う時点として、政策過程の中で、議題設定ないし設定過程において行う政策評価として事前評価を、政策決定後の実施過程において行う政策評価として事後評価をそれぞれ示している。そこでは、事前評価とは、企画立案段階で最適な施策等を選択する上で有用な情報を得るための評価であり、事後評価とは、一定期間経過後または終了後に、当初想定した便益、効果をもたらしたかを分析し、改善策の提示、将来への教訓等の抽出等を行うための評価と言及されている (政策評価研究会[1999], 58-61頁)。

それぞれの各時点における政策評価の意義として、事前評価では、「政策の

14 政策評価に関するその他の観点としては、必要性、公平性、優先性の観点等が考えられる (行政管理研究センター編[2001], 45-48, 121-122頁)。

採択や実施の可否を検討したり、複数の政策代替案の中から適切な政策を選択する上で有用な情報を提供でき」、事後評価では、「政策の効果に関し実際の情報・データなどを用いて実証的に評価を行うことができ、政策の改善・見直しや新たな政策の企画立案及びそれに基づく実施に反映させるための情報を提供できる」という点が考えられる（行政管理研究センター編[2001]，120頁）。本章では、これまでの事後評価のストックが少ないということと実験的な手法を採用しないという理由から、事前評価ではなく事後評価を行うこととしたい。

以上をまとめると、本章で採用する政策評価の方法は、時点による分類から言えば事後評価になり、方法による分類から言えば有効性に関する政策評価になる。

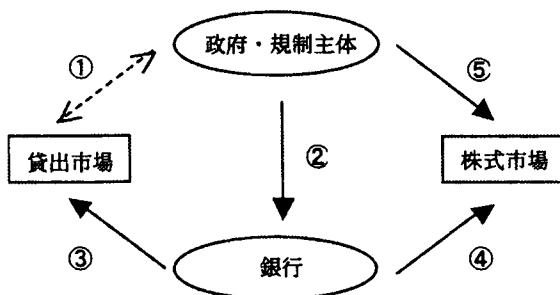
また、政策評価の具体的対象となる会計基準について、GAAPではなくRAPを選択する理由を述べておく。会計規制の政策評価にそくして言えば、GAAPを対象とした検証は、GAAPの目的が一般に公共の利益に求められることから考えて難しい。一方、RAPはその訳語が示す通り、「特定の規制目的に基づいて認められた会計基準」であるがゆえに、設定目的が明らかで、かつ当該目的と効果が計量化できる場合があるという特質が認められる。ゆえに、政策評価において重要な目的と効果の測定が可能なRAPを、本章での政策評価の対象として検証することにしよう。

3-3 仮説検証の方法

本章で検証する仮説は、RAPの採用が、①貸し渋りの解消つまり貸出の増加に効果があったか、②不良債権の処理に対して及ぼした影響について、③銀行の存続・破綻に及ぼした影響についてである。以下では、当該仮説を有効性の観点から政策評価を行うための具体的な方法と検証する仮説について述べよう。

まず貸し渋りの解消に関する検証について考える。下図を見られたい。第1-2

図は、貸し渋りの解消を目的とした会計基準がどのような影響を及ぼすか、そして貸し渋りの解消に関する会計基準が会計研究においてどのように取り扱われてきたかについて示した図である。



第1-2図 貸し渋りの解消に関する効果

銀行の貸し渋りはいわゆる貸出市場内において生じる問題であることから、政府などがこの貸し渋り問題を解消するための政策を打ち出すという場合、それは政府・規制主体の発動した政策が貸出市場にいかに関与を及ぼしたかを観測しなければなるまい（矢印①）。だが、通常、金融政策や銀行監督規制は¹⁵、これを受けて実施する銀行行動を媒介して（矢印②）、貸出市場に反映されることとなる（矢印③）。また、社会経済の代表的な代理指標市場である株式市場で、当該銀行行動は、投資判断材料として証券投資家の評価が下される（矢印④）。他方として、同経済政策は政策の制定それ自体が公表されると同時に株式市場に情報伝達され、政策判断が即断されることになる（矢印⑤）。

本章で採用する貸し渋りの解消に関する効果測定の方法としては、①を検証すること、つまり②を経由し③にいたる派生効果を測定することが実施されなければならない。なぜなら、銀行の貸し渋り問題は株式市場の反応によって展開されているのではなく、貸出市場において発生しているものであり、貸出市場

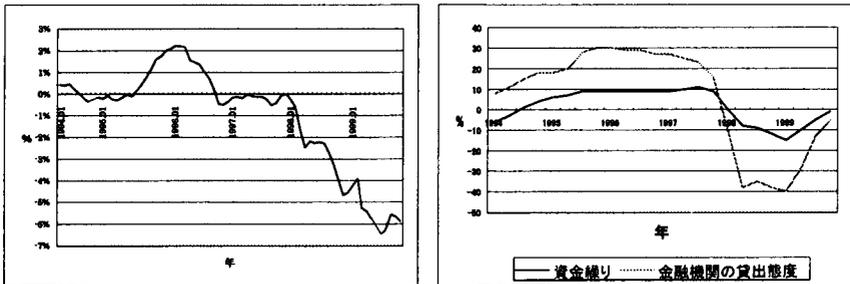
15 厳密に表現すれば、銀行監督規制の一時的な規制緩和という言うべきかもしれない。

でのとらえられ方を検出することが当該問題での政策評価となり得るからである。¹⁶

また、RAPの不良債権処理に関する効果、銀行の存続・破綻に関する効果に対する仮説検証に対しても、¹⁸同様に③の派生効果に関する測定方法を用いる。

4 貸し渋りの解消に関する効果

90年代末のわが国における銀行の貸出行動の厳格化つまり貸し渋りの実情を数値で裏付けるために、下図を見られたい。



第1-3図 90年代後半の銀行の貸出前年比(左図)と90年代後半の企業金融関連D.I.(右図)

(出所) 日本銀行ホームページ「時系列データのダウンロード」¹⁹より作成。

16 貸し渋り問題及び土地再評価法の効果に関する先行研究とその位置付けについては辻川[2001b]を参照されたい。

17 銀行の不良債権処理が株式市場でどのように判断されたかを巡る研究として、音川[1998]や大日方[1998c]がある。また大日方[1998a]は銀行の貸倒引当金繰入の行動誘因を探り、大日方[1998b]では貸倒引当金に係る会計情報と株価形成に関する文献のレビューが行われている。

18 Davis and Hill[1993]は、貸付損失繰延および固定資産の再評価というRAPを採用したS&Lが自己資本規制を破る可能性を減じたか、それらの会計方法を採用することによって助けられたS&Lは、よりリスク・テイクーとなって結果的に財政援助コストを悪化させることになったかという2つの課題について調査を試みた。Thompson[1993]は、80年代S&L問題を通じての最終的な破綻予測に対して、GAAP選択かRAP選択かが有用かどうかを考えた。

19 <http://www.2.boj.or.jp/dlong/etc/data/hstock.txt>

銀行の貸出は、96年はじめをピークに全般に下がり続けている。97年に入り横ばいだった貸出増加率は、前述した金融機関の破綻のあった97年末頃から再び下降の一途をたどる。また、日銀の短期企業経済観測調査の資金繰りD.I.ならびに金融機関の貸出態度D.I.をみると、やはり97年終わりごろから98年・99年にかけて同D.I.は負の値をとっており、企業側が貸し渋りを実際に経験していると感じていたことが裏付けられる。

RAPの新設がこの貸し渋り解消に効果があったか否かは、RAP採用以外の他の有り得べき影響要因を除いた上で貸し渋り解消にどういった効果があったかを測定する必要がある。RAPが貸し渋り解消に役立ったと判断するためには、銀行の保有する不良債権、有価証券含み益、自己資本比率規制等が、貸出増減率にどのような効果があったかを加味して測定した上で考察する必要がある。かかる理由に基づき、貸出行動への影響要因を検証する多変量の回帰分析を行う。

4-1 仮説の設定

RAPの実施を含む自己資本比率規制関連比率、預金量、不良債権、収益性関連比率が、貸出増加つまり貸し渋り解消へ与える影響について想定される仮説を提示しておく。

貸し渋りに影響を与えると考えられる1つめの変数は自己資本比率である。監督省庁による早期是正措置発動の基準たる各自己資本比率を下回った場合の措置項目は厳格に定められており、自己資本比率を上回ることが容易でない金融機関の行動に対して、自己資本比率規制は、自己資本比率向上という短期的目的を実現するような行動誘因を与える。このことから自己資本比率の低下は貸出制約行動である貸し渋りに影響し、逆に自己資本比率の向上は貸出行動の拡大に影響するものと考えられる。

公的資金の資本注入による資本の増加というRAPの実施は、自己資本比率規

制上、分子の自己資本として優先株式はTier1に含まれ劣後債と劣後ローンはTier2に含まれることとなり、銀行にとって自己資本比率規制の実質的緩和という効果をもたらす。有価証券評価方法の任意選択というRAPに基づき有価証券評価方法を低価法から原価法に変更することは、自己資本比率規制上、分子の自己資本として有価証券の含み損益はTier2に含まれることとなり、銀行にとって自己資本比率規制上の自己資本の減少抑制という効果をもたらす。土地再評価法に基づく土地再評価というRAPの実施は、自己資本比率規制上、分子の自己資本として事業用土地の簿価と時価の差額である再評価差額の45%をTier2に含めることができ、銀行にとって自己資本比率規制の実質的緩和という効果をもたらす。

また自己資本比率規制に関連して、BIS規制の対象となるか国内基準の対象となるかの差がもたらす効果も予測される。加えて、自己資本比率規制の対象をBIS基準から国内基準へと移行することにより、実質的に規制自己資本比率が4%緩和されることとなるので、自己資本比率規制緩和のための選択肢の1つとして対象規制の変更という手段もあるということも考えなければならない。

次に貸し渋りの影響要因として注目したいのは、貸出の資金調達側である預金の増減率についてである。銀行の貸出行動は、貸し渋りという面で上述した要因が影響を与えていると考えられる他に、貸出資金の調達状況にも大きく依存していると思われる。貸出資金が少なければ貸出拡大は困難であり、逆に貸出資金が豊富であれば貸出拡大は資金面で見た場合可能である。これにより、預金増減率は貸出増減率に正の関係を持っているとする仮説が指摘できよう。

貸し渋りに影響していると考えられる第3番目の要因が、銀行の保有する不良債権である。不良債権の処理にあたっては、本来、剰余金を構成することになっていた銀行収益の一部や有価証券の含み益などが利用される。これらは自己資本比率規制上において分子である自己資本を構成しており、不良債権の過

度の保有は、過去の不良債権処理だけでなく将来期の不良債権処理にもつながる。ゆえに、不良債権の保有率が高ければ高いほど銀行の貸し渋りにプラスの影響を与え、逆に不良債権の保有率が低ければ低いほど貸出拡大に影響していると考えられる。

第4として、貸し渋りの原因と考えられる要因は、銀行の保有する有価証券の含み益である。自己資本比率算定式のうち分子のtier2において、既に有価証券における含み益の吐き出しがかなりの程度進んでいた上に、株価低迷が重なって有価証券含み益が減少した。有価証券の含み益は、一般的に利益捻出の材料として利用される他に、不良債権処理の原資として用いられる。したがって有価証券含み益の減少は貸し渋り現象をさらに誘発するものと考えられ、有価証券の含み益の増加は貸出拡大を導くものと考えられる。

有価証券の含み益の増減に加えて、収益性を代理する代表的な比率である総資産利益率（Return on Asset: ROA）についても、銀行の貸出行動に影響を与える要因として考えることができるので、収益性関連比率のひとつとして回帰式に組み込みこととする。

4-2 データと変数の選択

データの分析に利用するサンプル銀行は、都市銀行、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第2地方銀行の全国銀行である。ただし、データの期間内において経営破綻あるいは破綻認定による特別公的管理にあった銀行、データが完全に入手できなかった銀行はサンプルからはずした。その結果、97年10月から98年3月末までの期間については141行が、98年4月から98年9月末までの期間についても141行がサンプルとして残った。

被説明変数である貸し渋り解消への効果を代理する変数として、 $\Delta L/L$: 国内貸出金残高対前年同期比増減率をあてがう。これは、 t 期の貸出金残高から $t-1$ 期の貸出金残高を差し引き、同差額を $t-1$ 期で除したものを百分率表示した比

率である。

他方として説明変数は、tier1NWR: 自己資本比率に含まれるTier1から規制自己資本比率（国際基準のBIS規制対象行は8%、国内基準の早期是正措置対象行は4%）を控除した比率、BIS: BIS規制をあらわすダミー、BISout: BIS基準行から国内基準行への変更ダミー、 $\Delta D/D$: 預金量残高対前年同期比伸び率、NPL/L: リスク管理債権対貸出金比率²⁰、RRS/S: 有価証券含み益変化額対有価証券比率、ROA: 業務純益対資産比率を用いる。また、RAPを代理する各変数としては、①実施をあらわすダミー変数（実施した際は1を、実施しなかった場合は0を割り当てる）と、②RAPの採用が規制自己資本比率に与える影響を測定するために関連項目の値をリスク・アセットで除した百分率、の2種を勘案することとした。

なお、各データの入手は、全国銀行協会財務諸表分析に掲載される財務諸表、『金融ジャーナル』、『金融ビジネス』の各関係データから確保している。

4-3 重回帰分析

4-3-1 回帰モデル

回帰する基本モデルは次の通りである。2つの回帰モデルの差異は説明変数のはじめの3つであり、①式ではRAPを実施したか否かを表すダミー変数を用い、②式では影響度合を表す比率変数を用いている。

$$\textcircled{1} \Delta L/L = \alpha + \beta PC + \beta SC + \beta REV + \beta \text{tier1NWR} + \beta \text{BIS} + \beta \text{BISout} + \beta \Delta D/D + \beta \text{NPL/L} + \beta \text{RRS/S} + \beta \text{ROA}$$

$$\textcircled{2} \Delta L/L = \alpha + \beta PC/RA + \beta SC/RA * B + \beta REV/RA + \beta \text{tier1NWR} + \beta \text{BIS} + \beta \text{BISout} + \beta \Delta D/D + \beta \text{NPL/L} + \beta \text{RRS/S} + \beta \text{ROA}$$

20 破綻先債権額、延滞債権額、3ヶ月以上延滞債権額、貸出条件緩和債権額の合計を貸出総額で除した比率である。各債権額については『全国銀行財務諸表分析平成11年度決算』を参照されたい。

ただし、

$\Delta L/L$ = 貸出金増減率

PC = 公的資金注入ダミー（実施は1，非実施は0）

SC = 有価証券原価法ダミー（実施は1，非実施は0）

REV = 土地再評価ダミー（実施は1，非実施は0）

PC/RA = 公的資金額対リスクアセット比率

SC/RA * B = 有価証券含み益対リスクアセット比率

REV/RA = 再評価差額金対リスクアセット比率

tier1NWR = Tier1自己資本比率 - 規制比率（8% or 4%）

BIS = BIS規制をあらわすダミー（BIS規制対象行は1，国内基準行は0）

BISout = BIS基準行から国内基準行への変更ダミー（実施は1，非実施は0）

$\Delta D/D$ = 預金増減率

NPL/L = リスク管理債権対貸出金比率

RRS/S = 株含み益変化額対有価証券比率

ROA = 業務純益対資産比率

推定された各説明変数の回帰係数がマイナスであれば貸し渋りの要因になっていると解釈でき、他方として、逆にプラスであれば貸し渋り解消に影響していると考えられる。

仮説検証の対象となる貸し渋り問題およびその解消を目的とするRAPの採用は98年3月末にはじめて行われた。その効果を測定するために貸出への影響を2期間で比較し測定することにする。97年10月から98年3月末までの期間と98年4月から98年9月末までの期間である。この2期間での効果比較により、RAP実施直前半年の間に銀行が98年3月末にRAPを採用したと想定しその効果を反映させたのか、RAP実施直後の半年の間に銀行がRAP採用の効果を反映させたのか判断できる。

なお、ここで注意しなければならないのは有価証券評価方法に関する変数についてである。RAPを採用したか否かを表すダミー変数 (SC) と、規制自己資本比率への影響を表す比率変数 (SC/RA*B) とでは、予測結果および解釈が異なる。前者は有価証券評価法の原価法への変更というRAPの実施効果が表れると期待されるのに対して、後者は低価法を採用しかつBIS規制対象行の場合のみ規制自己資本に算入できるということの効果が表れると期待される。すなわち、前者はRAP採用のメリットの効果を計測し、後者はRAP不採用のメリットの効果を計測するものであり、予測される相関符号は反対で、予測される結果は一貫しないそれである。

4-3-2 相関係数

検証される説明変数間の相関関係を表す相関係数の一覧 (第1-3表) を、97年10月から98年3月末までの期間に関しては表の左下に、98年4月から98年9月末までの期間に関しては右上にそれぞれ示す。

第1-3表 相関係数

	PC	SC	REV	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BIS	BISout	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
PC	1	0.262	0.099	0.717	-0.067	-0.024	-0.551	0.496	-0.047	0.211	0.314	-0.380	-0.012
SC	0.270	1	-0.038	0.236	-0.442	-0.129	-0.183	-0.229	-0.003	0.018	0.521	-0.051	-0.056
REV	0.073	-0.054	1	-0.081	0.015	0.741	-0.282	0.165	0.106	-0.054	-0.206	-0.114	-0.154
PC/RA	0.783	0.257	-0.071	1	-0.086	-0.121	-0.333	0.365	-0.034	0.607	0.444	-0.295	0.239
SC/RA*B	-0.072	-0.442	0.021	-0.092	1	-0.009	-0.332	0.643	0.151	-0.036	-0.239	-0.055	-0.023
REV/RA	-0.041	-0.141	0.741	-0.126	-0.004	1	-0.106	0.046	0.062	-0.070	-0.259	-0.051	-0.247
tier1NWR	-0.564	-0.195	-0.269	-0.398	-0.323	-0.097	1	-0.733	-0.180	-0.127	-0.107	0.205	0.057
BIS	0.481	-0.224	0.183	0.376	0.644	0.059	-0.734	1	0.178	0.094	-0.053	-0.275	-0.019
BISout	-0.087	-0.285	-0.102	-0.067	-0.241	0.002	0.558	-0.373	1	-0.058	-0.070	-0.014	-0.051
ΔD/D	-0.386	-0.106	-0.112	-0.353	0.051	-0.058	0.327	-0.265	0.008	1	0.059	-0.065	0.380
NPL/L	0.346	0.506	-0.221	0.430	-0.231	-0.262	-0.120	-0.088	-0.122	-0.076	1	-0.126	0.151
RRS/S	-0.360	-0.371	0.113	-0.310	-0.001	0.121	0.241	-0.187	0.110	0.159	-0.247	1	0.034
ROA	-0.023	-0.051	-0.136	0.197	-0.025	-0.236	0.071	-0.065	0.021	0.100	0.155	-0.094	1

各説明変数間の相関に関して、同一の回帰モデル上で多重共線性の問題が残るものについては同変数を除いた回帰モデルを後で追加テストにより検証することにし、設定した仮説の検証を行うために①式および②式の回帰モデルの多

重回帰を行う。

4-3-3 分析の結果と解釈

多変量回帰の結果の一覧を第1-4表にそれぞれ示す。

第1-4表 回帰分析の結果

97年10月から98年3月末までの期間											自由度修正済み決定係数			0.658
	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	BIS	BISout	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA			
回帰係数	2.654	-0.701	-0.707	0.281	0.265	0.141	-0.202	0.336	-0.460	4.419	0.990			
t値	2.949	-0.919	-1.283	0.728	1.859	0.191	-0.354	7.891	-7.091	0.860	1.249			
P値	0.004	0.360	0.202	0.468	0.065	0.849	0.724	1.1E-12	7.6E-11	0.391	0.214			
98年4月から98年9月末までの期間											自由度修正済み決定係数			0.659
	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BIS	BISout	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA			
回帰係数	1.686	-0.473	0.158	0.439	0.347	0.269	-0.113	0.335	-0.479	7.226	1.512			
t値	2.018	-0.475	0.791	1.720	2.681	0.323	-0.219	7.717	-7.560	1.537	1.860			
P値	0.046	0.635	0.431	0.088	0.008	0.747	0.827	2.8E-12	6.4E-12	0.127	0.065			
98年4月から98年9月末までの期間											自由度修正済み決定係数			0.092
	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	BIS	BISout	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA			
回帰係数	0.042	-1.277	0.925	-0.293	-0.296	-0.394	-0.866	0.055	-0.200	0.003	-0.273			
t値	0.047	-1.753	1.834	-0.757	-2.238	-0.548	-0.561	1.686	-2.858	0.066	-0.324			
P値	0.962	0.082	0.069	0.450	0.027	0.585	0.576	0.094	0.005	0.948	0.746			
											自由度修正済み決定係数			0.133
	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BIS	BISout	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA			
回帰係数	-0.247	-3.334	-0.011	-0.066	-0.306	-0.417	-0.541	0.144	-0.026	-0.008	-0.455			
t値	-0.306	-3.220	-0.059	-0.265	-2.716	-0.492	-0.365	3.385	-0.365	-0.177	-0.552			
P値	0.760	0.002	0.953	0.792	0.008	0.624	0.716	0.001	0.716	0.860	0.582			

RAPの効果に関する結果をみると、97年10月から98年3月までの期間において、貸し渋り解消に効果があったといえるRAPは、土地再評価の自己資本比率規制への影響を表す変数についてのみであった。土地再評価の実施に関するダミー変数、有価証券含み益対リスク・アセット比率の2つの変数は、予測符号と一致してはいるものの有意な結果とはならなかった。その他のRAPに関する変数は予測された効果が表れていないという結果であった。他方、98年4月から98年9月までの期間に対する効果として、貸し渋り解消に効果があったといえるRAPは、有価証券評価方法の原価法への変更の実施に関するダミー変数についてのみであった。その他のRAPに関する変数は予測された効果が表れていないという結果であった。

かかる結果から、有価証券評価方法の原価法の許容および土地再評価法に基づく土地再評価というRAPの目的である貸し渋りの解消に対して、同RAPの採用は一定の効果があつたと政策評価できる。

また上述した結果の検証期間の差異は、次のように解釈することができる。貸し渋りを解消することを目的として位置付けられるRAPのうち土地再評価は、自己資本比率規制を通じた影響という部分で、土地再評価を実際に実施する前に実施したものと仮定した上で、銀行の貸出行動において貸出増加または貸し渋り解消という帰結をもたらした。また有価証券評価原価法の選択は、98年3月期決算において実施した後の半年の期間において、銀行の貸出行動において貸出増加または貸し渋り解消という帰結をもたらした。

なお、第1－3表において相関係数の絶対値が0.6をこえる変数間に残る多重共線性の問題を取り除くために、当該変数の片方をはずした回帰モデルの多重回帰を追加テストとして実施した。その結果は、資料第1－9表に示されている通り、上記の結果と合致するものであつた。

5 不良債権処理に関する効果

引き続きRAPの効果測定として、不良債権処理に関する効果について政策評価を行う。RAPの新設が貸し渋りの解消と同様に不良債権処理に効果があつたか否かは、RAP採用以外の他の有り得べき影響要因を除いた上で不良債権処理にどういった効果があつたかを測定する必要がある。RAPが不良債権処理に役立ったと判断するためには、預金量の変化率、銀行の保有する不良債権、有価証券含み益、自己資本比率規制等が、不良債権処理にどのような効果があつたかを加味して測定した上で考察する必要がある。かかる理由に基づき、不良債権処理という銀行行動への影響要因を検証する多変量の回帰分析を行う。

5-1 仮説の設定

銀行の不良債権処理がいかなる要因によって導かれたのかを検証するために、不良債権処理と各説明変数との因果関係、そして銀行の不良債権処理行動に対するRAPの効果の2つを同時に測定する多変量回帰を行う。それに先だつて、まず、RAPの実施を含む自己資本比率規制関連比率、預金量、不良債権、収益性関連比率が、銀行の不良債権処理へ与える影響について想定される仮説を提示しておく。

不良債権処理に影響を与えると考えられる1つ目の変数は自己資本比率である。すでに見たように、自己資本比率規制は自己資本比率向上という短期的目的を実現するような行動誘因を銀行に与える。これにより自己資本比率の低下は貸出制約行動である貸し渋りに影響し、逆に自己資本比率の向上は貸出行動の拡大に影響するものと考えられる。本節で検証する不良債権処理は、後述の通り、個別貸倒引当金純繰入額により計測する。個別貸倒引当金を繰り入れることは、規制自己資本比率のTier1の剰余金を減らすこととなり、銀行の貸出行動と関連することとなる。ひるがえって、RAPを採用することで規制自己資本が増加されれば、その余裕分に応じて不良債権処理を積極的に行うという銀行行動が予測される。

また自己資本比率規制に関連して、ここでもBIS規制の対象となるか国内基準の対象となるかの差がもたらす効果、自己資本比率規制の対象をBIS基準から国内基準へと移行についても検証する。

次に不良債権処理の影響要因として注目したいのは、貸出の増減率についてである。不良債権処理を進めることは、規制自己資本比率のTier1の剰余金を減らすこととなり、銀行の貸出行動と関連することとなる。逆に、貸出量伸び率が正であれば自己資本比率規制の締めつけも緩い可能性が高く、不良債権処理を進める余裕があるとも考えることができる。

不良債権処理に影響していると考えられる第3番目の要因が、銀行の保有す

る不良債権である。不良債権の増加はいうまでもなく銀行の経営を圧迫する。したがって、貸し渋りによって不良債権の増加抑制と同時に、既に発生した不良債権や不良債権化の危険が高い貸出が多ければ多いほど、銀行は不良債権処理を積極的に進めるインセンティブを持っていると考えることができる。

第4として、不良債権処理の原因と考えられる要因は不良債権処理の原資に関してである。具体的には、銀行の保有する有価証券の含み益と収益性を代理する代表的な比率であるROAを、銀行の不良債権処理に影響を与える要因として考えることができる。ゆえに、両変数を収益性関連比率として回帰式に組み込みこととする。

5-2 データと変数の選択

分析の被説明変数は、不良債権処理への影響を測定するという分析目的から、不良債権処理への効果を代理する変数を用いなければならない。被説明変数である不良債権処理への効果を代理する変数として、KKL/L: 個別貸倒引当金純繰入額（取崩額控除後）対貸出金比率をあてがう。不良債権処理を積極的に行っているかどうかを測定したいがゆえに、取崩額を越えて、なお個別貸出引当金を繰り入れた額である個別貸倒引当金純繰入額を用いる²¹。他方として説明変数は、tier1NWR: 自己資本比率に含まれるTier1から規制自己資本比率を控除した比率、BIS: BIS規制をあらわすダミー、BISout: BIS基準行から国内基準行への変更ダミー、 $\Delta L/L$ = 貸出金前年同期比伸び率、NPL/L: リスク管理債権対貸出金比率、RRS/S: 有価証券含み益変化額対有価証券比率、ROA: 業務純

21 銀行の貸倒引当金には、一般貸倒引当金、個別貸倒引当金、特定海外債権引当勘定の3種がある。このうち、一般貸倒引当金は、「銀行業における決算経理要領等」における合理的に算出された貸倒実積率により繰入れる引当金であり、特定海外債権引当勘定は、特定の国の貸出金に対して繰入れる引当金である。本章では、分析目的にしたがって、この2つの引当金を除いた個別貸倒引当金を変数に利用する。

22 サンプルの選択、自己資本比率とリスク管理債権の変数の取り方、RAPの代理変数、各データ源などは貸し渋りへの効果測定と同様である。

益対資産比率，を用いる。²² サンプルは，98年10月から99年3月末までの期間については132行，99年4月から99年9月末までの期間については134行であった。

5-3 重回帰分析

5-3-1 回帰モデル

回帰する基本モデルは次の通りである。2つの回帰モデルの差異は説明変数のはじめの4つであり，③式ではRAPを実施したか否かを表すダミー変数を用い，④式では影響度合を表す比率変数を用いている。

$$\textcircled{3} \text{KKL/L} = \alpha + \beta \text{PC} + \beta \text{SC} + \beta \text{REV} + \beta \text{TEA} + \beta \text{tier1NWR} + \beta$$

$$\text{BIS} + \beta \text{BISout} + \beta \Delta \text{L/L} + \beta \text{NPL/L} + \beta \text{RRS/S} + \beta \text{ROA}$$

$$\textcircled{4} \text{KKL/L} = \alpha + \beta \text{PC/RA} + \beta \text{SC/RA} * \text{B} + \beta \text{REV/RA} + \beta \text{TEA/RA} +$$

$$\beta \text{tier1NWR} + \beta \text{BIS} + \beta \text{BISout} + \beta \Delta \text{L/L} + \beta \text{NPL/L} + \beta \text{RRS/S} +$$

$$\beta \text{ROA}$$

ただし，

KKL/L＝個別貸倒引当金純繰入額（取崩額控除後）対貸出金比率

PC＝公的資金注入ダミー（実施は1，非実施は0）

SC＝有価証券原価法ダミー（実施は1，非実施は0）

REV＝土地再評価ダミー（実施は1，非実施は0）

TEA＝税効果会計ダミー（実施は1，非実施は0）

PC/RA＝公的資金額対リスクアセット比率

SC/RA * B＝有価証券含み益対リスクアセット比率

REV/RA＝再評価差額金対リスクアセット比率

TEA/RA＝繰延税金資産対リスクアセット比率

tier1NWR＝Tier1自己資本比率－規制比率（8% or 4%）

BIS＝BIS規制をあらわすダミー（BIS規制対象行は1，国内基準行は0）

BISout=BIS基準行から国内基準行への変更ダミー（実施は1，非実施は0）

$\Delta L/L$ =貸出金増減率

NPL/L=リスク管理債権対貸出金比率

RRS/S=株含み益変化額対有価証券比率

ROA=業務純益対資産比率

推定された各説明変数の回帰係数がプラスであれば、個別貸倒引当金の取崩額以上の積極的な不良債権処理に当該説明変数が影響していると考えられる。

仮説検証の対象となる不良債権処理問題に関するRAPの採用は99年3月末に行われた。その効果を測定するために貸出への影響を2期間で比較し測定することにする。98年10月から99年3月末までの期間と99年4月から99年9月末までの期間である。この2期間での効果比較により、RAP実施直前半年の間に銀行が99年3月末にRAPを採用したと想定しその効果を反映させたのか、RAP実施直後の半年の間に銀行がRAP採用の効果を反映させたのかが判断できる。

なお、ここでも注意する必要があるのは、有価証券評価方法に関する変数についてである。RAPを採用したか否かを表すダミー変数と自己資本比率への影響を表す比率変数とは、結果と解釈が異なる。

5-3-2 相関係数

検証される説明変数間の相関関係を表す相関係数の一覧（第1-5表）を、98年10月から99年3月末までの期間に関しては表の左下に、99年4月から99年9月末までの期間に関しては右上にそれぞれ示す。

各説明変数間の相関に関して、同一の回帰モデル上で多重共線性の問題が残るものについては同変数を除いた回帰モデルを後で追加テストにより検証することにし、ここでは設定した仮説の検証を行うために③式および④式の回帰モデルの多重回帰を行う。

第1-5表 相関係数

	PC	SC	REV	TEA	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	tier1NWR	BIS	BISout	Δ/L	NPL/L	RRS/S	ROA
PC	1	0.301	-0.016	0.071	0.868	-0.088	-0.125	0.395	-0.683	0.550	0.180	0.209	0.439	0.189	0.033
SC	0.284	1	0.183	0.118	0.296	-0.373	-0.086	0.344	-0.487	-0.097	-0.029	0.290	0.426	0.042	-0.182
REV	0.013	0.177	1	1.003	-0.047	-0.028	0.611	-0.242	-0.152	0.016	-0.002	0.025	-0.132	-0.001	0.099
TEA	0.068	0.117	0.102	1	0.062	0.046	0.044	0.265	-0.109	0.002	0.031	0.102	0.112	0.009	-0.052
PC/RA	0.896	0.292	-0.010	0.061	1	-0.109	-0.159	0.369	-0.636	0.543	0.385	0.316	0.483	0.159	0.043
SC/RA*B	-0.080	-0.371	-0.025	0.047	-0.107	1	0.064	-0.133	-0.107	0.542	0.023	-0.062	-0.176	0.024	-0.003
REV/RA	-0.091	-0.083	0.617	0.045	-0.112	0.063	1	-0.328	0.053	-0.050	-0.051	0.008	-0.231	0.002	0.075
TEA/RA	0.363	0.356	-0.243	0.269	0.340	-0.137	-0.320	1	-0.482	0.147	0.108	0.105	0.628	0.071	-0.260
tier1NWR	-0.649	-0.486	-0.167	-0.109	-0.616	-0.116	0.032	-0.479	1	-0.632	-0.239	-0.274	-0.449	-0.159	0.138
BIS	0.521	-0.122	0.041	-0.003	0.530	0.563	-0.021	0.106	-0.601	1	0.301	0.111	0.155	0.141	0.059
BISout	-0.003	-0.103	-0.073	0.045	0.013	-0.061	-0.065	0.031	0.174	-0.144	1	0.219	0.190	-0.011	-0.034
Δ/L	-0.483	-0.346	-0.104	-0.092	-0.414	0.019	0.064	-0.361	0.569	-0.345	-0.011	1	0.068	-0.122	0.212
NPL/L	0.381	0.431	-0.140	0.114	0.391	-0.178	-0.215	0.618	-0.415	0.092	-0.072	-0.440	1	0.123	-0.203
RRS/S	0.336	0.279	-0.064	0.061	0.320	-0.044	-0.033	0.210	-0.223	0.161	-0.083	-0.145	0.162	1	-0.138
ROA	0.010	-0.160	0.106	-0.047	0.013	-0.013	0.078	-0.283	0.138	0.033	-0.017	0.106	-0.232	-0.133	1

5-3-3 分析の結果と解釈

多変量回帰の結果の一覧を第1-6表にそれぞれ示す。

第1-6表 回帰分析の結果

98年10月から99年3月末までの期間											自由度修正済み決定係数					0.609
定数項	PC	SC	REV	TEA	tier1NWR	BIS	BISout	Δ/L	NPL/L	RRS/S	ROA					
回帰係数	0.321	-0.245	-0.274	-0.076	0.029	-0.093	-0.564	-0.035	0.003	0.246	0.001	-0.364				
t値	0.639	-0.804	-1.287	-0.441	0.071	-1.865	-2.137	-0.115	0.106	11.008	0.047	-1.156				
P値	0.524	0.423	0.201	0.660	0.944	0.065	0.035	0.909	0.915	6.6E-20	0.963	0.250				
99年4月から99年9月末までの期間											自由度修正済み決定係数					0.690
定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	tier1NWR	BIS	BISout	Δ/L	NPL/L	RRS/S	ROA					
回帰係数	-0.582	-0.146	0.051	0.013	0.532	0.005	-0.216	-0.180	0.004	0.195	-0.007	-0.108				
t値	-2.086	-1.347	0.484	0.140	5.367	0.122	-0.776	-0.656	0.153	8.981	-0.618	-0.382				
P値	0.039	0.180	0.629	0.889	0.000	0.903	0.439	0.513	0.879	4.6E-16	0.537	0.703				
99年4月から99年9月末までの期間											自由度修正済み決定係数					0.258
定数項	PC	SC	REV	TEA	tier1NWR	BIS	BISout	Δ/L	NPL/L	RRS/S	ROA					
回帰係数	0.147	-0.333	-0.006	0.017	-0.061	-0.005	0.023	0.115	-0.013	0.037	-0.001	-0.047				
t値	0.968	-3.848	-0.093	0.327	-0.508	-0.359	0.289	0.881	-1.360	5.874	-0.191	-0.493				
P値	0.335	0.000	0.926	0.744	0.612	0.720	0.773	0.380	0.179	3.8E-08	0.849	0.623				
											自由度修正済み決定係数					0.248
定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	tier1NWR	BIS	BISout	Δ/L	NPL/L	RRS/S	ROA					
回帰係数	0.180	-0.095	-0.020	-0.020	-0.060	-0.003	0.040	0.226	-0.009	0.042	-0.001	-0.087				
t値	1.961	-3.148	-0.570	-0.645	-1.868	-0.222	0.421	1.694	-0.915	6.073	-0.330	-0.906				
P値	0.052	0.002	0.570	0.520	0.064	0.825	0.674	0.093	0.362	1.5E-08	0.742	0.367				

RAPの効果に関する結果をみると、98年10月から99年3月までの期間に対する効果として、積極的な不良債権処理に効果があったといえるRAPは、税効果会計を適用した場合に生じる繰延税金の自己資本比率規制への影響を表す変数についてのみであった。税効果会計の実施に関するダミー変数、有価証券含み益の自己資本比率規制への影響を表す変数、再評価差額金の自己資本比率規制

への影響を表す変数の3つの変数は、予測符号と一致してはいるものの有意な結果とはならなかった。その他のRAPに関する変数は予測された効果が表れていないという結果であった。他方、99年4月から99年9月までの期間に対する効果として、積極的な不良債権処理に効果があったといえるRAPはなかった。土地再評価の実施を表すダミー変数は、予測符号と一致してはいるものの有意な結果とはならなかった。その他のRAPに関する変数は予測された効果が表れていないという結果であった。

かかる結果から、税効果会計の前倒し導入というRAPの目的である不良債権処理の促進に対して、同RAPの採用は一定の効果があったと政策評価できる。

また、上述の結果の差異は、次のように解釈することができる。不良債権処理を目的として位置付けられるRAPのうち税効果会計の1年前倒し導入は、その実施が99年3月末に行われる以前に、不良債権処理への影響という効果があった。銀行は、税効果会計導入後にその効果を不良債権処理に反映させるのではなく、実施を前提として98年10月から99年3月の半年の間に不良債権処理を行ったと解釈できる。

なお、第1-5表において相関係数の絶対値が0.6をこえる変数間に残る多重共線性の問題を取り除くために、当該変数の片方をはずした回帰モデルの多重回帰を追加テストとして実施した。その結果は、資料第1-10表に示されている通り、上記の結果と合致するものであった。

6 銀行の破綻・存続に関する効果

90年代末に設定されたRAPの目的は、すでにみた銀行の貸し渋りの解消と不良債権処理の2つに代表されるであろう。ただし当時の時代背景を考え合わせれば、金融システム不安の解消という点についても目的が関与していると考えられることもできる。RAPを設定する際に貸し渋り解消と不良債権処理の促進を考

えた設定主体が、銀行の破綻回避・存続を黙示的に目論みに含めていた可能性を排除できない。ゆえに、RAPの効果測定として、銀行の破綻・存続に関する効果も検証する必要がある。さらに公的資金注入による資本の増加に関しては、特に金融システム安定化を目的としているということから、銀行の破綻・存続に関する効果があるものと考えられる。

既に検証した貸し渋り解消への効果および不良債権処理への効果と同様に、RAPの新設が銀行の破綻・存続に効果があったか否かは、RAP採用以外の他の有り得べき影響要因を除いた上で銀行の存続・破綻にどういった効果があったかをもって判断する必要がある。RAPが銀行の破綻回避に役立ったと判断するためには、Davis and Hill [1993] やThompson [1993] が検証したように、自己資本比率規制、銀行の保有する不良債権、収益性指標等が、銀行の存続・破綻にどのような効果があったかを加味して測定した上で考察する必要がある。かかる理由に基づき、RAP採用の銀行の存続・破綻への影響要因を検証する多変量の回帰分析を行う。

6-1 仮説の設定

銀行の存続・破綻がいかなる要因によって導かれたのかを検証するために、銀行の存続・破綻と各説明変数との因果関係およびRAPの効果の2つを同時に測定する多変量回帰を行う。それに先だちRAPの実施を含む自己資本比率規制関連比率、不良債権、収益性関連比率が銀行の存続・破綻へ与える影響について想定される仮説を提示しておく。

銀行の存続・破綻に影響を与えると考えられる1つめの変数は自己資本比率である。銀行に対する監督規制の1つとして自己資本比率規制が用いられているのは、自己資本比率が銀行の存続・破綻の判断指標として妥当性が高いためであると考えられる。ゆえに、銀行の存続・破綻に影響を与える変数として自己資本比率を採用する。

第2に、銀行の存続・破綻の原因を代理すると考えられる変数は銀行の収益性に関する指標である。周知のように、収益性を代替する代表的な関連指標はROAである。ROAは企業（銀行）が使用総資本に対してどの程度の利益を得たかを表す指標であり、銀行の存続・破綻を分ける収益性の面を測定するために用いる。また、収益性指標であるROAは、剰余金が自己資本比率規制における自己資本のtier1に算入されることから、銀行の存続・破綻に影響を及ぼすであろうことが推測される。

銀行の存続・破綻に影響していると考えられる第3番目の要因が、銀行の保有する不良債権である。不良債権を処理するにあたっては、本来、剰余金を構成することになっていた銀行収益の一部や有価証券の含み益などが利用され、これらは自己資本比率規制上において分子である自己資本を構成しており、不良債権の過度の保有は、過去の不良債権処理だけでなく将来期の不良債権処理にもつながる。ゆえに、不良債権の保有率が高ければ高いほど銀行の存続にマイナス、破綻にプラスに影響を与え、逆に不良債権の保有率が低ければ低いほど銀行の存続にプラス、破綻にマイナスに影響していると考えられる。

不良債権に関しては、不良債権の間接的処理が存続・破綻に対して及ぼす影響も注意する必要がある。つまり、不良債権に対する債権償却特別勘定の計上は不良債権の償却であり、不良債権の銀行の存続・破綻に及ぼす影響と反対の効果と推測される。よって、不良債権とあわせて、その引当の及ぼす影響についても測定する必要がある。

6-2 データと変数の選択

被説明変数は、銀行の存続・破綻への影響を測定するという分析目的から、銀行の存続・破綻への効果を代理する変数を用いなければならない。被説明変数である銀行の存続・破綻への効果を代理する変数として、Survive: 2000年3月末時点で存続していることを表すダミー変数を用いる。存続している場合

は1, 存続していない場合は0の値を与える。他方として説明変数は、²³
 tier1NWR: 自己資本比率に含まれるTier1から規制自己資本比率を控除した比
 率, ROA: 業務純益対資産比率, NPL/L: リスク管理債権対貸出金比率,
 S/NPL: 債権償却特別勘定対リスク管理債権比率,²⁴ LogA: 資産の自然対数を用
 いる。²⁵なおサンプル数は143行である。

6-3 重回帰分析

6-3-1 回帰モデル

回帰する基本モデルは次の通りである。2つの回帰モデルの差異は説明変数
 のはじめの3つであり、⑤式ではRAPを実施したか否かを表すダミー変数を用
 い、⑥式では影響度合を表す比率変数を用いている。

$$\textcircled{5} \text{Survive} = \alpha + \beta \text{PC} + \beta \text{SC} + \beta \text{REV} + \beta \text{tier1NWR} + \beta \text{ROA} + \beta \\ \text{NPL/L} + \beta \text{S/NPL} + \beta \text{LogA}$$

$$\textcircled{6} \text{Survive} = \alpha + \beta \text{PC/RA} + \beta \text{SC/RA} * \text{B} + \beta \text{REV/RA} + \beta \text{tier1NWR} \\ + \beta \text{ROA} + \beta \text{NPL/L} + \beta \text{S/NPL} + \beta \text{LogA}$$

ただし、

Survive=00/3時点で存続していることを表すダミー（存続している場合は
 1, 存続していない場合は0）

PC=公的資金注入ダミー（実施は1, 非実施は0）

SC=有価証券原価法ダミー（実施は1, 非実施は0）

REV=土地再評価ダミー（実施は1, 非実施は0）

23 ここで用いる各変数は主にDavis and Hill[1993]およびThompson[1993]で採用さ
 れた変数に基づいている。

24 債権償却特別勘定とは第4節・第5節における個別倒引当金に相当する。

25 自己資本比率とリスク管理債権の変数の取り方, RAPの代理変数, 各データ源
 などは貸し渋りへの効果測定と同様である。

PC/RA=公的資金額対リスクアセット比率

SC/RA*B=有価証券含み益対リスクアセット比率

REV/RA=再評価差額金対リスクアセット比率

tier1NWR=Tier1自己資本比率-規制比率(8% or 4%)

ROA=業務純益対資産比率

NPL/L=リスク管理債権対貸出金比率

S/NPL=債権償却特別勘定対リスク管理債権比率

LogA=資産の自然対数

推定された各説明変数の回帰係数がプラスであれば銀行の存続にプラスの要因になっていると解釈でき、他方として逆にマイナスであれば銀行の存続にマイナスに影響していると考えられる。

6-3-2 相関係数

検証される説明変数間の相関関係を表す一覧表を第1-7表に示す。

第1-7表 相関係数

	PC	SC	REV	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	NPL/L	S/NPL	ROA	LogA
PC	1										
SC	0.282	1									
REV	0.056	-0.053	1								
PC/RA	0.735	0.255	-0.110	1							
SC/RA*B	-0.079	-0.444	0.021	-0.096	1						
REV/RA	-0.051	-0.139	0.744	-0.141	-0.004	1					
tier1NWR	-0.563	-0.196	-0.256	-0.358	-0.320	-0.089	1				
NPL/L	0.375	0.510	-0.233	0.465	-0.234	-0.268	-0.131	1			
S/NPL	0.319	0.003	0.100	0.254	0.103	0.039	-0.238	0.039	1		
ROA	0.003	-0.050	-0.158	0.238	-0.025	-0.249	0.056	0.177	-0.012	1	
LogA	0.744	-0.071	0.048	0.429	0.277	-0.064	-0.575	0.118	0.398	-0.113	1

同一の回帰モデル上で多重共線性の問題が残るものについては、同変数を除いた回帰モデルを後で追加テストにより検証する。

6-3-3 分析の結果と解釈

多変量回帰の結果の一覧を第1-8表に示す。

第1-8表 回帰分析の結果

プロビット									
	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	LogA
回帰係数	6.668	4.019	0.631	0.901	0.788	0.792	-0.764	0.058	-0.685
t 値	0.830	1.715	0.658	1.198	2.133	0.615	-2.271	1.429	-0.589
P 値	0.406	0.086	0.511	0.231	0.033	0.538	0.023	0.153	0.556
決定係数 0.425									
ロジット									
	定数項	PC/RA	REV/RA	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	LogA	
回帰係数	1.385	2.325	8.023	0.622	0.110	-0.583	0.445	0.203	0.448
t 値	0.190	1.396	1.190	2.193	0.761	-2.442	1.296	0.183	
P 値	0.849	0.163	0.234	0.028	0.939	0.015	0.195	0.855	
決定係数 0.421									
ロジット									
	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	LogA
回帰係数	10.946	7.570	1.194	1.867	1.474	1.616	-1.418	0.114	-1.141
t 値	0.812	1.866	0.682	1.215	2.264	0.704	-2.348	1.541	-0.588
P 値	0.417	0.062	0.495	0.224	0.024	0.482	0.019	0.123	0.556
決定係数 0.442									
	定数項	PC/RA	REV/RA	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	LogA	
回帰係数	2.561	4.222	14.536	1.103	0.213	-1.046	0.080	0.336	0.442
t 値	0.201	1.369	1.263	2.191	0.081	-2.433	1.314	0.176	
P 値	0.840	0.171	0.206	0.028	0.936	0.015	0.189	0.860	

RAPの効果に関する結果をみると、銀行の存続に効果があったといえるRAPは、公的資金の注入による資本の増加を表すダミー変数についてのみであった。RAPに関するその他の変数はすべて、有意な結果とはならなかったものの予測符号と一致してはいる。先に行った貸し渋り解消へのRAPの効果と不良債権処理へのRAPの効果とは異なり、銀行の存続・破綻に関する効果としてRAPの採用は少なからず正の影響を与えたと考えられる。

この結果から、公的資金による資本増強というRAPの目的である銀行の存続にプラスの影響を及ぼすという目的に対して、同RAPの実施は一定の効果があ

26 なお、SC/RA*Bを含む回帰モデルについては、統計処理（使用ソフトはTSP）に際してErrorが生じたため、その原因である同変数を除いた回帰モデルに基づいて回帰した。追加テストも同様である。

ったと政策評価できる。

なお、第1－7表において相関係数の絶対値が0.6をこえる変数間に残る多重共線性の問題を取り除くために、当該変数の片方をはずした回帰モデルの多重回帰を追加テストとして実施した。その結果は、資料第1－11表に示されている通り、上記の結果と合致するものであった。

7 おわりに

本章は、1990年代末のわが国における金融システム不安および銀行の貸し渋りを解消することを目的として設定されたRAPの効果を測定し、当該実証結果と考察を踏まえた上で会計規制の政策評価について論じることを目的としていた。分析の結果は、有価証券評価方法の原価法の許容および土地再評価法に基づく土地再評価というRAPの目的である貸し渋りの解消に対して同RAPの採用は一定の効果があり、税効果会計の前倒し導入というRAPの目的である不良債権処理の促進に対して同RAPの採用も一定の効果があり、公的資金による資本増強というRAPの目的である銀行の存続にプラスの影響を及ぼすという目的に対しても同RAPの実施は一定の効果があったというものであった。終節である本節では、前節までの効果測定の結果・解釈を踏まえて、会計規制の政策過程における政策評価分析の意義と含意について若干論じることにしたい。

第1に、今回検証したRAPの政策評価について考える。第3節で述べたように、政策評価の1手法として、立法目的と効果の関係を分析する有効性に関する政策評価を本章では調べたにすぎない。第3節で示されたその他の政策評価の手法も無論重要であり、今後その調査の実施が必要となる。政策評価は、とりわけ単一の手法に基づいて性急に結論を下すことが危険であり、政策の効果・影響を多面的かつ総合的に判断する必要があると言える。何よりも、まだ依然として政策評価に対する分析のストックが不足している。

第2番目に、RAPの政策評価について考える。RAPは、特に政策評価の重要性が高いと考えられる。基準設定・実施にあわせ、その政策目的が明確に示されている以上、実施後の効果測定は必ず必要だと思われる。実施されたRAPに関する事後的検討、単に実施後の設定主体の評価材料という意味だけではなく、次回の基準設定・実施に備えての準備材料としても政策評価は意味がある。

第3にGAAPの政策評価について述べる。GAAPはRAPに比して立法目的ならびに効果の可視化が容易ではない。だが、GAAPにも政策評価という視点からの議論があっても良いのではないだろうか。事後的政策評価が、新たな議題設定・基準設定にフィードバックされるべきか否かは、また別問題となる。²⁷ だけれども、そのことは一先ずさておくとしても、GAAPの政策評価それ自体に関する議論が積極的に存在しても良いと思う。会計理論研究と実証研究は相互排他的な関係にあるのではなく、むしろインタラクティブな関係にあると理解する方が示唆的だ。会計理論を研究する上でも、何よりもまず現実を知ることが重要だと考えられ、これはGAAPの研究にもRAPの研究にも、両者ともに該当する。

最後に4つめの含意として、RAPとGAAPの関係を考察する際に、政策評価を含む会計規制の政策過程分析という視点をもたらし有用性について考えたい。RAPとGAAPとの差異や両者の関係の解釈は非常に難しい。しかしながら、少なくとも会計規制論の対象としてのRAPとGAAPには、その共通項を見出すことが可能である。たとえば会計規制論においては、両者ともに、「いつ(When)」という時点に関する問題、「だれが(Who)」という設定主体、設定主体内でのメンバー構成および政治過程での登場人物に関する問題、「何を(What)」という検討される基準およびその内容に関する問題、「なぜ(Why)」という基

27 Kelly-Newtonは、会計基準の政策決定過程 (policy making process) の要素の1つとして「政策決定の結果のモニタリング」をあげている (Kelly-Newton[1980], pp.34-51 (大石訳[1999], 44-65頁))。

準の制定目的に関する問題、「どのように (How)」という政策過程のプロセスとメカニズムに関する問題をそれぞれ扱う。これらの各問題を議題設定・設定過程・実施過程という政策過程の視点から再分類し、眺め直す必要がある。従来からのGAAPを主たる対象とした会計研究に加えて、今後さらにRAPにも目を向けていくことで、GAAPを含む会計規制全般の政策過程が明らかになるはずである。

以上から要するところ、政策評価に対する認識をまずは確認することが、会計分野での政策評価に対する取り組みへの第1歩となるのではないだろうかという言をもって、本章の結言に代えることとしたい。²⁸

参 考 文 献

- Blaconiere, W. G. [1991], "Market Reactions to Accounting Regulations in the Savings and Loan Industry," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14, No.1, pp.91-113.
- Blaconiere, W. G., R. M. Bowen, S. E. Sefcik and C. H. Stinson [1991], "Determinants of the Use of Regulatory Accounting Principles by Savings and Loans," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.14, No.2, pp.167-201.
- Daigo, S., T. Yonetani and K. Marumo [1998], "Banks Recapitalization Policies in Japan and their Impact on the Market: A Study of the Impact of Emergency Measures in the Latter half of FY 1997 on Stock Prices," Bank of Japan, *Institute for Monetary and Economic Studies Discussion Paper Series*, No.98-E-14.
- Davis, H. and J. W. Hill, [1993], "The Association Between S&Ls' Deviation from GAAP and Their Survival," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.12, No.1,

28 本章は、「第5回神戸フォーラム(会計学)」(01/7/27・28開催)での事前原稿および研究報告をもとに加筆修正を加え作成した。報告に際して、國村道雄先生(名古屋市立大学)、宮田慶一先生(日本銀行金融研究所)をはじめ、多くの先生方からご意見・ご質問を賜った。ここに記して深く感謝する次第である。なお付言するまでもなく、本稿に存する思わざる錯誤や過誤はすべて筆者の責めにのみ帰するものである。

pp.65-83.

- Hill, J. W. and R. W. Ingham [1989], "Selection of GAAP or RAP in the Savings and Loan Industry," *The Accounting Review*, Vol.64, No.4, pp.667-679.
- Kelly-Newton, L. [1980], *Accounting Policy Formulation: The Role of Corporate Management*, Addison-Wesley Publishing Company (大石桂一訳 [1999] 『ケリー・ニュートンの会計政策論』九州大学出版会).
- Thompson, J. H. [1993], "Some Factors Related to the Failure of Savings and Loans," *Research in Accounting Regulation*, Vol.7, pp.151-158.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman [1986], *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall, Inc. (須田一幸訳 [1991] 『実証理論としての会計学』白桃書房).
- 石川雅之 [2000] 「政策的配慮による行政の会計への関与」 会計, 第158巻第4号, 99-110頁。
- 大原一三 [1998a] 「土地再評価法と貸し渋り対策① 再評価導入は本当は強制にしたかった」 エコノミスト, 第76巻第19号, 92-93頁。
- [1998b] 「土地再評価法の成立について」 税経通信, 第53巻第5号, 2-6頁。
- [1999] 『日本再生の条件 - 政策展開と今後の課題 -』 東洋経済新報社。
- 音川和久 [1998] 「不良債権の会計情報と株価形成」 会計, 第154巻第2号, 41-53頁。
- 大日方隆 [1998a] 「邦銀大手の債権償却 - 利益平準化仮説の検証 -」 横浜経営研究 (横浜国立大学), 第18巻第4号, 56-76頁。
- [1998b] 「債権償却に対する株式市場の評価 - シグナリング仮説の検討 -」, http://www.e.u-tokyo.ac.jp/~nagano/research.files/Bank_signal.pdf.
- [1998c] 「不良債権の償却情報の意味 - "Earnings Response Coefficients" の検証を通じて -」 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー, No.98-J-32.
- 行政管理研究センター編 [2001] 『政策評価ガイドブック - 政策評価制度の導入と政策評価手法等研究会 -』 ぎょうせい。
- 金融監督庁 [1999] 『金融監督庁の1年』 大蔵省印刷局。
- [2000] 『金融監督庁の1年 (平成11事務年度版)』 大蔵省印刷局。
- 白塚重典・田口博雄・森成城 [2000] 「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する対応 - 中間報告 -」 金融研究 (日本銀行金融研究所), 第19巻第4号, 87-143頁
- 須田一幸 [2000] 「税効果会計の光と影」 税経セミナー, 第45巻第13号, 4-11頁。
- 政策評価研究会 [1999] 「政策評価の現状と課題 - 新たな行政システムを目指して -」, <http://www.meti.go.jp/report/data/gseih00j.html>。

- 政策評価制度の法制化に関する研究会[2000]「政策評価制度の法制化に関する研究会報告」, <http://www.soumu.go.jp/kansatu/houseika.htm>。
- 全国銀行協会[1999]「Dr. ビッグバンの銀行のディスクロージャー」全国銀行協会。
- 総務省行政評価局[2001a]「政策評価に関する標準的ガイドライン」,
<http://www.soumu.go.jp/kansatu/gaido-gaidorain1.htm>。
- [2001b]「政策評価」総務省行政評価局政策評価官室,
<http://www.soumu.go.jp/kansatu/>。
- 高尾義一[1994]『平成金融不況 —国際経済危機の中間報告—』(中公新書)中央公論社。
- 高橋俊樹[2000]『事例に学ぶ金融機関の債権償却 —自己査定時代の実務指針—』金融財政事情研究会。
- 田中建二[1990]「会計基準の形成のあり方」, 醍醐聰・田中建二編『現代会計の構想 —新しいアカウンティング・マインドを求めて—』中央経済社, 145-165頁。
- 辻川尚起[1999]「米国S&L問題と会計規制論 —会計規制の捕囚説を問い直す—」六甲台論集 —経営学編—(神戸大学大学院), 第46巻第1号, 143-166頁。
- [2000]「会計規制の政治過程と集合行為論」神戸大学大学院経営学研究科博士課程モノグラフ, No.0008。
- [2001a]「会計規制の政策過程分析 —1998年土地再評価法を事例として—」會計, 第159巻第3号, 137-147頁。
- [2001b]「土地再評価法の政策評価 —貸し渋りへの影響と実施銀行の特質に関する実証研究—」六甲台論集 —経営学編—(神戸大学大学院), 第47巻第4号, 33-50頁。
- [2001c]「資産再評価と会計の政治化 —日米の事例を通じた現代史的考察—」會計史学会年報(日本会計史学会), 第19号, 51-61頁。
- 徳賀芳弘[2001a]「マクロ会計政策の評価 —『政策評価』は可能か—」企業会計, 第53巻第7号, 84-85頁。
- [2001b]「産業政策・金融政策とマクロ会計政策」企業会計, 第53巻第9号, 84-85頁。
- 床井睦子[2001]「金融機関における不良債権の開示と処理」産業経理, 第61巻第1号, 40-49頁。
- 中田信正[2000]「税効果会計」企業会計, 第52巻第1号, 45-55頁。
- 花崎正晴[2000]「日米金融危機のクロノロジー」, 宇沢弘文・花崎正晴編『金融シス

- テムの経済学 —社会的共通資本の視点から— 東京大学出版会, 23-52頁。
- 深尾光洋・日本経済研究センター編[2000]『金融不況の実証分析 —金融市場情報による政策評価—』日本経済新聞社。
- 星野一郎[1999]『会計政策の法則 —会計行動の特性と背景—』同文館。
- 堀内昭義[1998]『金融システムの未来 —不良債権問題とビッグバン—』(岩波新書) 岩波書店。
- 堀江康熙[1999]「我が国の『貸し渋り』分析」経済学研究(九州大学), 第65巻第6号, 1-31頁。
- [2001]『銀行貸出の経済分析』東京大学出版会。
- 宮崎義一[1992]『複合不況 —ポスト・バブルの処方箋を求めて—』(中公新書) 中央公論社。
- 宮田慶一・近暁[1999]「銀行の上場株式・土地に係る会計処理方法変更の株価への影響」日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー, No.99-J-14。
- 村木利雄監[1996]『銀行経理の実務 全訂版』金融財政事情研究会。

資 料

第1-9表 貸し渋り解消に関する効果の追加テスト (決定係数は各左上)

97年10月から98年3月末までの期間										
0.660	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	2.755	-0.657	-0.769	0.276	0.249	-0.226	0.336	-0.461	4.206	0.977
t 値	3.797	-0.906	-1.724	0.719	2.130	-0.408	7.918	-7.157	0.841	1.241
P 値	0.000	0.366	0.087	0.473	0.035	0.684	9.0E-13	5.3E-11	0.402	0.217
0.661	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	1.801	-0.332	0.202	0.439	0.324	-0.112	0.334	-0.485	7.158	1.484
t 値	2.391	-0.372	1.399	1.727	3.011	-0.217	7.741	-7.985	1.529	1.842
P 値	0.018	0.710	0.164	0.087	0.003	0.828	2.4E-12	6.3E-13	0.129	0.068
98年4月から98年9月末までの期間										
0.097	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	-0.206	-1.390	1.077	-0.262	-0.244	-0.971	0.056	-0.200	0.007	-0.279
t 値	-0.274	-1.994	2.568	-0.686	-2.654	-0.636	1.732	-2.867	0.149	-0.333
P 値	0.785	0.048	0.011	0.494	0.009	0.526	0.086	0.005	0.882	0.740
0.138	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	-0.393	-3.605	-0.078	-0.064	-0.269	-0.563	0.151	-0.015	-0.005	-0.476
t 値	-0.526	-4.124	-0.550	-0.258	-3.212	-0.381	3.777	-0.218	-0.112	-0.580
P 値	0.600	0.000	0.583	0.796	0.002	0.704	2.4E-04	8.3E-01	0.911	0.563
0.135	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	-0.547	-1.185	1.093	-0.293	-0.252	-1.088		-0.210	0.007	0.289
t 値	-0.746	-1.712	2.585	-0.763	-2.729	-0.708		-3.001	0.142	0.372
P 値	0.457	0.089	0.011	0.447	0.007	0.480		3.2E-03	0.887	0.710
0.051	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	tier1NWR	BI _{Sout}	ΔD/D	NPL/L	RRS/S	ROA
回帰係数	-0.783	-1.543	-0.086	-0.044	-0.254	-0.805		-0.095	0.016	0.493
t 値	-1.007	-2.154	-0.581	-0.169	-2.899	-0.520		-1.420	0.340	0.602
P 値	0.316	0.033	0.562	0.866	0.004	0.604		0.158	0.734	0.548

第1-10表 不良債権処理に関する効果の追加テスト (決定係数は各左上)

98年10月から99年3月末までの期間												
0.601	定数項	PC	SC	REV	TEA	BIS	BISout	Δ/L/L	NPL/L	RRS/S	ROA	
回帰係数	0.007	-0.073	-0.064	-0.040	0.071	-0.271	-0.103	-0.007	0.249	-0.003	-0.487	
t値	0.015	-0.250	-0.348	-0.232	0.172	-1.265	-0.338	-0.245	11.071	-0.237	-1.463	
P値	0.988	0.803	0.728	0.817	0.864	0.208	0.736	0.807	4.2E-20	0.813	0.149	
0.716	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	BIS	BISout	Δ/L/L	NPL/L	RRS/S	ROA	
回帰係数	-0.571	-0.148	0.052	0.011	0.528	-0.228	-0.172	0.005	0.195	-0.007	-0.105	
t値	-2.182	-1.428	0.494	0.121	5.709	-0.871	-0.648	0.204	9.018	-0.616	-0.373	
P値	0.031	0.156	0.622	0.904	0.000	0.385	0.518	0.839	3.5E-15	0.539	0.709	
0.203	定数項	PC	SC	REV	TEA	BIS	BISout	Δ/L/L	RRS/S	ROA		
回帰係数	1.580	0.606	0.497	-0.539	0.437	-0.441	-0.446	-0.097	-0.015	-1.056		
t値	2.454	1.493	2.002	-2.272	0.752	-1.462	-1.042	-2.365	-0.757	-2.413		
P値	0.016	0.138	0.047	0.025	0.453	0.146	0.300	0.020	4.5E-01	0.017		
0.489	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	BIS	BISout	Δ/L/L	RRS/S	ROA		
回帰係数	0.345	0.057	0.057	-0.029	0.907	-0.554	-0.674	-0.056	-0.012	-0.376		
t値	1.112	0.439	0.422	-0.246	8.558	-1.660	-1.698	-1.792	-0.828	-1.047		
P値	0.268	0.661	0.674	0.806	0.000	0.100	0.092	0.076	4.1E-01	0.297		
99年4月から99年9月末までの期間												
0.263	定数項	PC	SC	REV	TEA	BIS	BISout	Δ/L/L	NPL/L	RRS/S	ROA	
回帰係数	0.129	-0.323	0.005	0.020	-0.060	0.040	0.116	-0.013	0.037	-0.001	-0.055	
t値	0.903	-3.957	0.097	0.405	-0.500	0.663	0.894	-1.320	6.010	-0.185	-0.583	
P値	0.368	0.000	0.923	0.686	0.618	0.508	0.373	0.189	1.9E-08	0.854	0.561	
0.254	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	BIS	BISout	Δ/L/L	NPL/L	RRS/S	ROA	
回帰係数	0.173	-0.094	-0.021	-0.019	-0.058	0.050	0.223	-0.008	0.042	-0.001	-0.092	
t値	2.004	-3.168	-0.615	-0.616	-1.895	0.615	1.687	-0.891	6.170	-0.323	-0.979	
P値	0.047	0.002	0.540	0.539	0.060	0.540	0.094	0.374	9.1E-09	0.747	0.329	
0.054	定数項	PC	SC	REV	TEA	BIS	BISout	Δ/L/L	RRS/S	ROA		
回帰係数	0.259	-0.182	0.123	-0.048	0.000	0.034	0.269	-0.021	0.000	-0.111		
t値	1.619	-2.061	2.154	-0.864	0.001	0.500	1.864	-1.910	-0.018	-1.048		
P値	0.108	0.041	0.033	0.389	0.999	0.618	0.065	0.058	0.985	0.297		
0.031	定数項	PC/RA	SC/RA*B	REV/RA	TEA/RA	BIS	BISout	Δ/L/L	RRS/S	ROA		
回帰係数	0.294	-0.038	-0.024	-0.021	0.037	0.005	0.269	-0.014	0.000	-0.138		
t値	3.064	-1.184	-0.624	-0.603	1.214	0.053	1.793	-1.343	-0.080	-1.292		
P値	0.003	0.239	0.534	0.548	0.227	0.958	0.075	0.182	0.936	0.199		

第1-11表 銀行の存続・破綻に関する効果の追加テスト（決定係数は各左上）

プロビット								
0.421	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL
回帰係数	2.074	3.256	0.758	0.990	0.787	1.053	-0.721	0.051
t 値	1.367	1.745	0.822	1.358	2.202	0.898	-2.332	1.381
P 値	0.172	0.081	0.411	0.174	0.028	0.369	0.020	0.167
0.448	定数項	PC/RA	REV/RA	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	
回帰係数	2.686	2.470	7.828	0.607	0.017	-0.585	0.046	
t 値	1.535	1.572	1.244	2.193	0.126	-2.428	1.376	
P 値	0.125	0.116	0.213	0.028	0.990	0.015	0.169	
ロジット								
0.417	定数項	PC	SC	REV	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL
回帰係数	3.278	6.295	1.395	2.052	1.467	2.011	-1.341	0.103
t 値	1.229	1.891	0.849	1.377	2.299	0.951	-2.393	1.502
P 値	0.219	0.059	0.404	0.168	0.021	0.341	0.017	0.133
0.441	定数項	PC/RA	REV/RA	tier1NWR	ROA	NPL/L	S/NPL	
回帰係数	4.742	4.498	14.287	1.084	0.042	-1.053	0.082	
t 値	1.479	1.608	1.299	2.186	0.017	-2.436	1.402	
P 値	0.139	0.108	0.194	0.029	0.986	0.015	0.161	

第2章 会計利益の質的差異と資本市場

—会計発生高アノマリーは存在するか—

1 はじめに

会計利益は、営業活動からのキャッシュ・フロー (Cash-Flow from Operation: CFO, 以降CFOと表記する) とその調整額である会計発生高 (Accounting Accruals) とに区分されるが、それぞれ将来にわたる持続性が異なる¹⁾とされている。Sloan [1996] は、機能的固定仮説 (functional fixation hypothesis)¹⁾にしたがうならば、投資家は会計利益を固定化 (fixate) し、CFOと会計発生高との違いを考慮しないことから、会計発生高部分については資本市場においてミスプライシングされているとする結果を得た。仮に、Sloan [1996]の主張が正しいのであれば、CFOおよび会計発生高の持続性 (時系列的な特性) が異なることに注目して超過リターンを得ることが可能であるのみならず、経営者は機会主義的な会計選択を行うことによって、資本市場を通じて自らの利益の最大化を図ることも可能となる。他方、資本市場が (会計) 情報について効率的であれば、CFOおよび会計発生高の持続性の違いを把握すると考えられることから、会計発生高部分が資本市場においてプライシングされているならば、企業の効率的契約を促進し、経営者の有する将来キャッシュ・フローに関する私的情報を反映するという意味において、会計発生高は情報内容を有すると解釈できることになる。

(1) 機能的固定とは、‘ある名称に一定の意味を与えると、それ以外の意味や用途を考えることができなくなるという人間の行動的特性’ (新井編 [1999]) をいう。なお、資本市場における機能的固定仮説を検証した研究としては、Hand [1990]などを参照されたい。

本章は、わが国の資本市場において、会計情報について非効率的であるために会計利益の質的差異が識別されず会計発生高部分についてミスプライシングされているのか、あるいは、会計情報について効率的であり会計利益の質的差異を識別したうえで会計発生高部分が正しくプライシングされているのかについて、間接的に検証を行うものである。すなわち本章は、会計情報に対する資本市場の効率性について直接検証を行うものではなく、Sloan [1996]の研究およびそれ以降の研究を受けて、会計発生高アノマリー⁽³⁾が存在するかどうかについて調査・検証を行うものである。仮に会計発生高アノマリーが観察されるならば、資本市場において、会計情報について非効率的であることが間接的に支持されることになる。

本章における主要な結果は、わが国においては、CFOと会計発生高は持続性が異なり、かつ資本市場において会計発生高アノマリーが存在することを示唆する証拠が得られつつも、Sloan [1996]ほど明らかな会計発生高アノマリーの存在は観察できないというものである。また、本章で観察された会計発生高アノマリーの原因を探るために行った追加的検証の結果、企業の成長が会計発生高アノマリーの原因に深くかかわっていることを示唆する証拠が得られた。

本章の構成は以下のとおりである。まず、第2節において先行研究をレビューした上で、第3節で仮説の設定を行う。リサーチデザインは第4節で提示され、第5節では検証結果および解釈を示す。追加的な検証については第6節で行う。第7節で結論および今後の課題を示すとともに、会計政策の評価に対する本章

(2) 本章では、会計利益の質的差異というタームは、会計利益に占めるCFOないしは会計発生高の割合の違いから生じる差異という意味に限定して用いており、いわゆる一般に用いられる‘会計利益の質’よりも狭い概念である。なお、‘会計利益の質’については、木村[1999]で非常に詳しく説明されている。

(3) アノマリー (anomaly: 異例, 変則) とは、「その時の支配的な理論でもって説明できない現象」(榑原他[1998])をいい、会計発生高アノマリーとは、資本市場における会計発生高に関するアノマリーという意味である。会計データに関連するアノマリーについては、Brown [1994, pp. 89-103] (山地・音川訳 123-145頁)を参照されたい。

の結果の含意についても最後に触れることにする。

2 先行研究のレビュー

会計利益には質的差異が存在することについては、(財務分析のテキストを中心とした)過去の文献で指摘される場所である。会計利益は、CFOとその調整額である会計発生高とに区分され、会計利益に対するCFOの割合が大きいほど質が高いとされる。CFOの割合が大きい会計利益は将来にわたって持続的に推移する一方で、会計発生高の割合が大きい会計利益は一時的な構成要素を多く含むので持続性に欠けることがその根拠とされるのである。このような文脈のもとでは、資本市場が(半強度で)情報効率的ならば、会計利益の質的差異を識別することから、質の高い利益と質の低い利益とではそれぞれ資本市場の評価は異なると主張されることになる。

しかしながら、Sloan [1996]は、会計利益の質的差異と資本市場の評価について調査・検証を行い、資本市場においては、CFOと会計発生高では持続性が異なることについて、区別することなくプライシングされているという知見を得た。さらに、多額の利益増加的な会計発生高を計上している企業の会計利益については、会計発生高の平均回帰的 (mean-reverting) な性質を織り込むことなく過大評価 (over-pricing) されていることから、このような株式から構成されるポートフォリオについてはショート (売り) ポジションをとり、逆に多額の利益減少的な会計発生高を計上している企業の株式から構成されるポートフォリオについてはロング (買い) ポジションをとるようなヘッジ・ポートフォリオを所有することによって、超過リターンを得ることが可能だとしている。すなわちSloan [1996]は、投資家はナイーブであり、会計利益を固定化する (fixate) 傾向があることから (つまり資本市場が非効率であることから)、会計利益のうち会計発生高部分についてミスプライシングされていると解釈し

ているのである。

他方、Subramanyam [1996]では、資本市場において、CFOおよび会計発生高それぞれについてプライシングされているという結果を得た上で、Sloan [1996]⁽⁴⁾とは異なる解釈をしている。すなわち、資本市場は効率的であり、会計発生高は、Dechow [1994] によって指摘されるようなCFOに纏わるタイミング問題およびマッチング問題を緩和する役割のみならず、経営者の私的情報の反映および効率的契約の促進を通じて企業の経済的価値を反映する会計利益の能力を高める役割も有しているので、プライシングされていると解釈しているのである。⁽⁵⁾

このように、資本市場が非効率的であるが故に会計発生高部分は過大評価されている（つまりミスプライシングされている）とするSloan [1996]の見解と、資本市場は効率的であって会計発生高は正しくプライシングされているとするSubramanyam [1996]の見解という、相反する2つの見解が存在し、このうちいずれが妥当するのかについて、以後数多くの研究が積み重ねられることになる。

Teoh *et al.* [1998a]は、株式新規公開（Initial Public Offerings: IPOs）前後における会計利益の質的差異が資本市場においてどのように評価されているのかについて調査を行った。新規公開企業の経営者は、情報の非対称性を利用して創業者利益を得るために、株式公開前の会計利益を増加させるインセンティブが大きいと考えられることから、利益増加的な会計発生高を計上することによって質の低い会計利益が形成される可能性が高いと考えたのである。また、

(4) また、会計発生高を‘非裁量的会計発生高（正常会計発生高）’と‘裁量的会計発生高（異常会計発生高）’の2つに区分したとき、それぞれプライシングされているという結果も得られている。

(5) Subramanyam [1996]では、資本市場の効率性について直接検証していないが、追加的検証によって、資本市場が非効率的であるので会計発生高はミスプライシングされているという解釈よりも、資本市場が効率的であるので会計発生高はプライシングされているという解釈のほうが支持される証拠を得ている。

Teoh *et al.* [1998b] は、公募増資 (Seasoned Equity Offerings: SEOs) 時における会計利益の質的差異に注目した。公募増資時においては資本コストを小さくするために、経営者は質の低い会計利益を計上するインセンティブが大きいと考えたのである。いずれの調査についても、投資家がイベント (IPOs, SEOs) 直前の会計利益の質的差異を峻別せずにナイーブに外挿することから、会計発生高部分についてミスプライシングが生じた結果、利益増加的な会計発生高を計上した企業群については将来的に多額のマイナスの超過リターンが生じるという Sloan [1996] と整合する結果を得ている⁽⁶⁾。

また、Bradshaw *et al.* [1999] は、Sloan [1996] とは異なる定義の会計発生高と CFO を用いて同様の検証を行い、CFO と会計発生高の持続性の違いを資本市場は把握せず、会計利益の質的差異を識別できないため、会計発生高がミスプライシングされているという Sloan [1996] と同様の結果を得た。その上で彼らは、セルサイドのアナリストの将来利益予測に注目し、高水準の利益増加的な会計発生高を計上している企業群に対しては、アナリストは楽観的に将来利益を予測するため予測誤差が大きいという知見を得た。さらに、彼らは監査人の監査意見にも注目し、会計発生高の水準と監査意見との関係について調査した結果、高水準の利益増加的な会計発生高を計上している企業群⁽⁷⁾に対して監査人が無限定適正意見 (clean opinion) を表明する頻度が大きいことを支持する証拠が得られたのである。Bradshaw *et al.* [1999] で得られた証拠は、一般投資家はもちろんのこと、セルサイドのアナリストや監査人といった資本市場にかかわる専門家でさえ、会計発生高の平均回帰的 (mean-reverting) な性質を織り込んでいないことを示唆し、Sloan [1996] の証拠を補強するものである。

(6) Teoh *et al.* [1998a, b] は、会計発生高の構成要素である '短期裁量の会計発生高' について注目して分析を行っている。

(7) Dechow *et al.* [1996] によると、これらの企業は、次年度以降において会計利益が大幅に減少し、GAAP違反としてSECのenforcement actionを経験する可能性が大きいとしている。

このように、Sloan [1996]の結果と整合する研究が積み重ねられる一方で、投資家はナイーブであり会計利益の質的差異を識別できないとする Sloan [1996]の主張とは整合しない結果が得られた研究も存在する。

Ali *et al.* [1999]では、Sloan [1996]の結果を受けて、会計発生高アノマリーがナイーブな投資家によって引き起こされているのかについて詳細な検証を行った。彼らは、企業規模やアナリストの数および機関投資家の所有割合が大きい企業ほど、会計発生高アノマリーは生じないという仮説を設定した。彼らの結果は予想に反して、企業規模やアナリストの数および機関投資家の所有割合が大きい企業ほど、会計発生高アノマリーが顕著に観察されるものであり、会計発生高アノマリーがナイーブな投資家によって引き起こされているとする Sloan [1996]の主張と整合しない結果が得られたのである。

また、会計発生高アノマリーについて Sloan [1996]とは異なる解釈を行った研究も存在する。Fairfield and Yohn [2000]は、CFOと会計発生高の持続性とは持続性が異なるという Sloan [1996]の結果に対して、企業の成長性をコントロールしていないためであると主張し、これをコントロールするならば、CFOと会計発生高は持続性という観点において情報内容は異なることを示唆する証拠を得た。この結果を受けて、Fairfield *et al.* [2000]では、多額の利益増加的会計発生高を計上した企業群の次年度以降の株価の下落は、資本市場が企業の成長性を予見していないことによるものとし、これをコントロールするならば、会計発生高アノマリーが大幅に低減することを示唆する証拠を得たのである。その上で、会計発生高アノマリーが得られた原因について、(非効率的な)資本市場が会計発生高をミスプライシングしているのではなく、企業の成長性を反映する営業純資産⁽⁸⁾(特に償却性有形固定資産)の成長部分につい

(8) Fairfield and Yohn [2000]および Fairfield *et al.* [2000]では、企業の成長性を代理する変数として、営業純資産 (Operating Assets) の対前年度変化額が用いられている。なお、彼らが用いた営業純資産は、(非現金)総資産から(金融負債・未払税額を除く)負債総額を減じたものとして定義される。

てミスプライシングしていると解釈しているのである。

この他にも、Sloan[1996]の結果を受けて展開された研究については数多く存在するが、目下のところ、会計発生高アノマリーに対する統一的解釈は得られていないのが現状である。

3 仮説の設定

財務諸表分析の目的の一つは、将来利益の予測に資する要因を特定することである (Fairfield *et al.*[2000], p.1)。一般投資家にとって、将来利益に関する情報はもっとも関心の高いものであり、アナリストや機関投資家などはその期待に添うべく、将来利益 (ないしは将来キャッシュ・フロー) を高い精度で予測するために、会計利益を詳細に分析することが必要となる。その際、会計利益をCFOと会計発生高に区分して分析すべきことが重要であるという主張が存在する。その根拠は以下の仮説1に求められる。

仮説1 会計利益をCFOと会計発生高に区分した場合、会計発生高はCFOと比べて一時的な構成要素⁽⁹⁾を多く含むので持続性に欠ける。

すなわち、会計利益の構成要素であるCFOと会計発生高は、持続性という意味において情報内容としては異なると考えるのである。

このとき、資本市場が効率的であるならば、投資家はCFOと会計発生高の持

(9) 例えばCollins and Hriber[2000], Tomas[2000], Xie[2001]などがある。

(10) 経営者はさまざまな事情により会計利益の調整を行うインセンティブを有している。会計利益を調整する際に、経営者の裁量によって一時的に計上される会計発生高 (裁量的会計発生高) を用いるという意味において、会計発生高は一時的な構成要素を多く含むと考えるのである。なお、経営者による会計利益利益の調整について直観的にとらえた研究としては、Burgstahler and Dichev[1997], 加賀谷[1999], 首藤[2000], 須田・首藤[2001]などがある。

持続性に関する情報を有しているので、会計利益の質的差異を識別して投資を行うはずである。しかしながら、Sloan[1996]の主張するように、投資家はナイーブであり、会計利益の質的差異について識別しないと仮定するならば、会計発生高部分についてはミスプライシングされると考えられることから、以下の作業仮説が導出される。

仮説2 多額のプラスの会計発生高を計上した企業から構成されるポートフォリオについてショート（売り）ポジションをとり、かつ多額のマイナスの会計発生高を計上した企業から構成されるポートフォリオについてロング（買い）ポジションをとるような、ヘッジ・ポートフォリオを所有するならば、超過リターンを獲得できる。

4 リサーチデザイン

4-1 検証モデル

本章では、先行研究であるSloan[1996]にしたがってリサーチデザインを形成する。まず、‘会計利益をCFOと会計発生高に区分した場合、会計発生高はCFOと比べて一時的な構成要素を多く含むので持続性に欠ける’というのが仮説1であった。これを検証するモデルは次のとおりである。

$$E_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 E_{i,t} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$E_{i,t+1} = \alpha_1 + \gamma_1 CFO_{i,t} + \gamma_2 AC_{i,t} + u_t \quad (2)$$

ただし、 $E_{i,t}$ は*t*期の会計利益、 $AC_{i,t}$ は*t*期の会計発生高、 α_0 および α_1 は定数項、 ε_t および u_t は攪乱項である。(2)式は、(1)式の説明変数である*t*期の会計利益を、その構成要素であるCFOと会計発生高に分解してそれぞれ説明変数としたものである。仮に、CFOと会計発生高の持続性が全く異なるのであれば、 γ_1

$= \gamma_2$ となるであろう。 $\gamma_1 > \gamma_2$ という結果が得られるならば、会計発生高に比べてCFOのほうが持続性が大きいという主張が支持されることになる。

また、会計発生高アノマリーが存在するという仮説2については、以下のような作業を行うことによって検証する。まず、会計発生高の大きさを基準にして、10個のポートフォリオを形成する。ただし、ポートフォリオへのサンプルの振り分けは每期行うこととする。次に、作成されたポートフォリオごとにポートフォリオ・リターンを求め、最も会計発生高が小さいサンプルから形成されたポートフォリオをロングし、最も会計発生高が大きいサンプルから形成されたポートフォリオをショートするような、ヘッジ・ポートフォリオ・リターンを求める。このようなヘッジ・ポートフォリオ・リターンが每期プラスかつ安定的に得られるならば、会計発生高アノマリーが生じていると考えられ、資本市場が会計発生高についてミスプライシングしているという間接証拠が得られることになる。

4-2 変数の説明

本章で用いる主要な変数は、会計利益、キャッシュ・フローおよびその差額である会計発生高である。この種の研究においては、研究の目的ないしは性格の違いから変数の定義が微妙に異なるが、本章では可能な限り、先行研究であるSloan [1996] およびそれ以降の研究にあわせた定義を用いることにする。ただし、本章はあくまでもわが国のサンプルを用いた検証であるから、わが国特有の要因（いわゆる「日本的経営」がもたらした要因）を考慮して、変数を定義している。

E (会計利益)

$$= (\text{営業利益} + \text{金融収支}) / \text{期中平均総資産額}$$

$$= \{ \text{営業利益} + (\text{受取利息} \cdot \text{配当金} - \text{支払利息}) \} / \text{期中平均総資産額} \quad (3)$$

会計利益については、Sloan [1996]では営業利益を用いているが、本章の定義ではこれに金融収支を加えている。何故ならば、1978年4月から1996年3月というサンプル期間においては、わが国の金融制度が間接金融主体であり、かつ株式持ち合いが広範に見られることから、受取利息・配当金および支払利息は、長期・安定的に企業にキャッシュ・イン・フローないしはキャッシュ・アウト・フローとして流入・流出すると考えられ、会計利益に金融収支を含めることで、会計利益と会計発生高の差額として定義されるCFOに金融収支を含めることができるからである。¹¹⁾

AC (会計発生高)

$$= \{ \Delta (\text{非現金}) \text{ 運転資本} - (\text{減価償却費} + \text{退職給与引当金繰入額}) \} / \text{期中平均総資産額} \quad (4)$$

会計発生高の定義については、Sloan [1996]の定義に加えて、本章では退職給与引当金繰入額を加えている。これについても、終身雇用制度を基本としてきたわが国特有の状況を加味したものである。なお、(減価償却費+退職給与引当金繰入額)については、「販売費および一般管理費」に含まれる額および「製造原価明細書」に含まれる額の合計である。

CFO (営業活動からのキャッシュ・フロー)

$$= (E - AC) / \text{期中平均総資産額} \quad (5)$$

CFOを算定する方法としては、会計発生高を貸借対照表および損益計算書から求めておいて会計利益から減じる方法(A法)と、資金収支表ないしはキャ

11) 受取利息・配当金および支払利息は、連結キャッシュ・フロー計算書においても、営業活動からのキャッシュ・フローの構成項目として扱われている。

ッシュ・フロー計算書から直接求める方法（B法）があるが、本章ではA法を用いている。なお、2つの方法によって算定されるCFOは厳密には一致しないが、どちらを用いるかは研究目的によって異なる。経営者の会計手続き選択に焦点を当てた研究ではA法を、資本市場に焦点を当てた研究ではB法を用いるという若干の傾向があるが、近年の研究ではいずれも同じように用いられている。

本章で用いたその他の変数の定義については以下のとおりである。

R_{it+n} ：企業*i*の(*t*+*n*)期における(市場リターン控除済¹²)年間株式リターン

ΔWC ：(非現金)運転資本¹³の変化額(= $\Delta CA - \Delta CL$) / 期中平均総資産額

LAC：長期会計発生高 $\{ = (-1) * (\text{減価償却費} + \text{退職給与引当金繰入額}) / \text{期中平均総資産額}$

ΔCA ：(Δ 売上債権 + Δ 棚卸資産 + Δ その他の流動資産¹⁴) / 期中平均総資産額

ΔCL ：(Δ 仕入債務 + Δ その他の流動負債¹⁵) / 期中平均総資産額

B/M：簿価-時価比率 (Book-to-Market レシオ)

Beta：ベータ値 (市場モデルにより算定)

Size：期首時価総額 (= 期首株価 * 期首発行済株式総数, 単位：億円) の自然対数値

E/P：株式益回り (Earnings-to-Price レシオ)

gPPE：償却性有形固定資産取得原価 (総額)

nPPE：償却性有形固定資産取得原価 (純額)

(12) 本章では、市場調整モデル (Market Adjusted Return Model) を用いている。リスク調整モデルについては、後藤 [1997, 76-77頁] が詳しい。

(13) 運転資本 ($\Delta CA - \Delta CL$) の具体的な計算方法については、浅野・榎本 [1998] を参照されたい。

(14) 現金、有価証券、短期貸付金といった項目は含まない。

(15) 短期借入金、設備関係支払手形といった項目は含まない。

GROWTH_t: 企業の成長性尺度 (= $\Delta WC + \Delta nPPE$)

財務データについては、財団法人日本経済研究所の日本政策投資銀行財務データバンクの個別財務諸表に関するデータ¹¹⁶を用いている。 t 期の年間株式リターンについては、 t 期の7月から翌年の6月までの年間バイ・アンド・ホールド・リターンを、財団法人日本証券経済研究所の株式投資収益率を用いて算定している。また、ベータ値については、期首より遡ること過去60ヶ月間について市場モデルを用いて算定している。ちなみに、簿価-時価比率は株価純資産倍率 (Price to Book-value Ratio:PBR) の逆数であり、株式益回りは株価収益率 (Price to Earnings Ratio:PER) の逆数である。

4-3 サンプルの選択

本章においては、まず、1979年4月から1997年3月までの18年間¹¹⁷について連続して東証1部に上場している3月決算の企業のみをサンプル企業として選択した。この期間に決算期の変更を行った企業については、サンプル企業から除いた。また、合併の結果、財務指標に顕著な影響を及ぼすような企業¹¹⁸についても除外している。このうち、検証に必要となる財務データおよび株価データのすべてが揃っているという条件を満たす448社が本章のサンプル企業として選

116 石川[2000]では、連結財務諸表から得られる会計情報のほうが、個別財務諸表から得られる会計情報よりも、株価形成において大きな役割を有するという結果を得ている。わが国の連結財務諸表から得られる会計情報を用いても、本章と同様の結果が得られるかどうか、興味深いところである。

117 サンプル期間とは1年ズレていることに注意されたい。なお、本章のサンプルについては、深刻なサバイバーシップ・バイアスを抱えていることは否めない。

118 決算期が3月20日の石塚硝子、安川電機、また、3月20日が決算期であったが途中で3月末に決算期を変更したNTN、日本コロンビア、日本ビクターについては、影響度が小さいことを鑑みて本章のサンプルに含めている。

119 本章においては、合併の影響が検証結果に大きく作用すると考えられる。本章では、売上高、総資産の両方でチェックを行い、いずれも合併会社の売上高および総資産が被合併会社の10倍以下という条件に該当するものについては、サンプルから除いている。

択され、18年間（サンプル期間は1978年4月から1996年3月、つまり1979年3月決算から1996年3月決算までの計18決算期間）、計8064サンプルが本章のサンプルとして選択された。

5 検証結果および解釈

5-1 基本統計量

第2-1表は、本章で用いる主たる変数の基本統計量を示したものである。

第2-1表パネルAは、本章における最も重要な3つの変数に関する基本統計

表2-1 基本統計量

	平均	分散	中央値	最大値	最小値
パネルA					
E	0.042	0.047	0.034	0.278	-0.205
CFO	0.069	0.066	0.066	0.661	-0.462
AC	-0.027	0.051	-0.027	0.469	-0.650
パネルB					
営業利益	0.047	0.040	0.043	0.269	-0.164
金融収支	-0.006	0.023	-0.007	0.100	-0.096
パネルC					
ΔWC	0.006	0.043	0.004	0.480	-0.639
ΔCA	0.018	0.062	0.014	0.552	-0.689
ΔCL	0.012	0.051	0.009	0.752	-0.565
LAC	-0.034	0.026	-0.029	0.000	-0.611
パネルD					
Size	6.671	1.383	6.570	11.632	3.178
B/M	0.429	0.247	0.406	1.601	-4.671
Beta	0.824	0.502	0.869	2.664	-1.219
E/P	0.056	0.095	0.045	1.423	-2.133
時価総額	2198	4691	714	112655	24
株主総数	25125	52637	8099	727060	898

※サンプル数は8064サンプル(ただしBetaについてのみ5824サンプル)である。

※各変数の定義は以下のとおりである。

E: (営業利益+金融収支)/期中平均総資産額

= CFO+AC

= 営業利益+金融収支

AC: 会計発生高 (= ΔWC+LAC)

ΔWC: (非現金)運転資本変化額/期中平均総資産額

LAC: (-1) * (減価償却費+退職給与引当金繰入額)/期中平均総資産額

Size: 株式時価総額(単位: 億円)の対数変換値

B/M: 簿価-時価比率

Beta: 市場モデルによって算定されたベータ値

E/P: 株式益回り

株式時価総額: 期末株価 * 期末発行済株式総数 (単位: 億円)

株主総数: 期末株主総数(単位: 人)

量である。会計発生高に関する他の研究と整合して、会計発生高 (AC) の平均値および中央値はマイナスである。また、会計利益 (E) の分散はCFOおよび会計発生高よりも小さく、利益平準化が行われていることを示す間接証拠であることは、他の先行研究 (例えば浅野 [2001]) でも指摘されるところである。第2-1表パネルBでは、会計利益の内訳に関する基本統計量を示しており、金融収支の平均値および中央値がマイナスであるという事実は、わが国企業の資金調達において間接金融が中心を占めていたことと整合する。第2-1表パネルCにおいては、会計発生高の内訳に関する基本統計量が示されている。(非現金) 運転資本変化額 (ΔWC) の分散が長期会計発生高 (LAC) の分散よりも大きく、Sloan [1996] をはじめとした先行研究で指摘されている事実と整合する。また、LACについては、本章における定義に反することなく最大値がゼロとなっている。その他の変数の基本統計量については、第2-1表パネルDに示したとおりである。

第2-2表は、本章で用いた主たる変数の相関分析表である。非常に良く知られた経験的証拠として、会計利益とCFOとの強いマイナスの相関関係の存在があるが、本章においても-0.709という相関関係を確認することができる。

表2-2 相関分析表

	E	AC	CFO	ΔWC	ΔCA	ΔCL	LAC	Size	B/M	E/P	R_{n+1}
E	1.000										
AC	0.095	1.000									
CFO	0.635	-0.709	1.000								
ΔWC	0.171	0.859	-0.546	1.000							
ΔCA	0.241	0.516	-0.230	0.584	1.000						
ΔCL	0.148	-0.104	0.185	-0.142	0.721	1.000					
LAC	-0.097	0.534	-0.483	0.025	0.044	0.033	1.000				
Size	0.111	-0.032	0.103	0.017	0.010	-0.002	-0.091	1.000			
B/M	0.040	-0.035	0.055	-0.015	-0.079	-0.083	-0.043	-0.185	1.000		
E/P	0.618	0.061	0.390	0.104	0.163	0.110	-0.052	-0.043	0.308	1.000	
R_{n+1}	-0.078	-0.044	-0.021	-0.057	-0.057	-0.020	0.008	-0.081	0.047	-0.043	1.000

※各変数の定義は以下のとおりである。
 E: (営業利益+金融収支)/期中平均総資産額
 AC: 会計発生高 (= $\Delta WC + LAC$)
 ΔWC : (非現金) 運転資本変化額/期中平均総資産額 (= $\Delta CA - \Delta CL$)
 ΔCA : (非現金) 流動資産変化額/期中平均総資産額
 ΔCL : (金融負債を除く) 流動負債変化額/期中平均総資産額
 LAC: $(-1) * (\text{減価償却費} + \text{退職給与引当金繰入額}) / \text{期中平均総資産額}$
 B/M: 簿価-時価比率
 E/P: 株式益回り
 R_{n+1} : 1期先の7月から翌6月までについて計算された(市場リターン控除済)パイ・アンド・ホールド株式リターン

注意したいのは、3つの主要な変数（会計利益、CFO、会計発生高）と R_{t+1} とのマイナスの相関関係である。この直感的には理解しがたい事実が、本章独自のデータ特性なのか、それとも何らかの他の理由によるものなのか明らかではないが、検証結果の解釈に際して留意しておく必要がある。

第2-3表は、会計発生高の大きさに基づくポートフォリオごとの基本統計量を示したものである。各ポートフォリオは、1979年から1996年の各年度について、会計発生高の大きさに基づいて形成される（各ポートフォリオへの割当は毎期行われる）。最も保守的な企業群、すなわち多額の利益減少的な会計発生高を計上している企業群から構成されるのがポートフォリオ1であり、逆に最も多額の利益増加的な会計発生高を計上している企業群から構成されるのがポートフォリオ10である。

第2-3表パネルAは、会計利益構成要素について、各ポートフォリオの特徴を示したものである。ポートフォリオ1の会計発生高の平均値（中央値）は-0.114（-0.103）であり、ポートフォリオ10の平均値（中央値）である0.060（0.050）に至るまで単調に増加している。これとは逆に、CFOについては、ポートフォリオ1において平均値（中央値）が0.148（0.143）と最も大きく、ポートフォリオ10の平均値（中央値）である-0.016（-0.017）に至るまで単調に減少している。このことは、第2-2表の解釈でも指摘したように、会計発生高とCFOとの強いマイナスの相関関係を示すものであり、Dechow[1994]をはじめとした過去の主要な研究と整合する。また、会計利益については、ポートフォリオ6の平均値（中央値）である0.046（0.038）が最も大きく、ポートフォリオの両端（ポートフォリオ1およびポートフォリオ10）に至るまで減少する傾向が観察できる。しかしながら、会計利益の構成要素である会計発生高とCFOほどのポートフォリオ間の差異はなく、この事実は、会計利益が平準化されていることを示唆する証拠の一つである。

第2-3表パネルBは、会計発生高構成要素について、各ポートフォリオの

特徴を示したものである。ポートフォリオ1の運転資本変化額 (ΔWC) の平均値 (中央値) は -0.048 (-0.038) であり, ポートフォリオ10の平均値 (中央値) である 0.077 (0.070) に至るまで単調に増加しているのは, 会計発生高で観察された特徴と同様である。また, LACについても, ポートフォリオ1の平均値 (中央値) である -0.066 (-0.064) からポートフォリオ10の平均値 (中央値) である -0.018 (-0.015) に至るまで単調に増加している。ここで注目されるのは, LACの大きさである。特にポートフォリオ全体を通じて, 会計発生高

表2-3 会計発生高の大きさを基準に作成したポートフォリオごとの項目別特徴

	会計発生高ポートフォリオ									
	(利益減少的)					(利益増加的)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
パネルA: 会計利益構成要素										
AC	-0.114	-0.070	-0.053	-0.042	-0.032	-0.023	-0.013	-0.001	0.015	0.060
	-0.103	-0.069	-0.054	-0.042	-0.032	-0.023	-0.012	-0.001	0.015	0.050
CFO	0.148	0.109	0.090	0.081	0.076	0.068	0.059	0.048	0.028	-0.016
	0.143	0.103	0.085	0.076	0.066	0.061	0.049	0.037	0.016	-0.017
E	0.033	0.039	0.036	0.039	0.044	0.046	0.046	0.046	0.043	0.044
	0.033	0.036	0.032	0.033	0.034	0.038	0.037	0.035	0.031	0.031
パネルB: 会計発生高構成要素										
ΔWC	-0.048	-0.021	-0.012	-0.006	0.000	0.006	0.012	0.021	0.035	0.077
	-0.038	-0.019	-0.012	-0.006	-0.001	0.005	0.012	0.021	0.034	0.070
LAC	-0.066	-0.049	-0.042	-0.035	-0.032	-0.028	-0.025	-0.022	-0.020	-0.018
	-0.064	-0.050	-0.042	-0.035	-0.031	-0.028	-0.024	-0.022	-0.019	-0.015
パネルC: 企業規模を示す変数										
Size	6.589	6.888	6.853	6.765	6.687	6.731	6.646	6.648	6.590	6.333
	6.391	6.725	6.738	6.757	6.578	6.606	6.586	6.532	6.558	6.315
gPPE	0.790	0.703	0.624	0.552	0.492	0.455	0.388	0.348	0.313	0.267
	0.762	0.690	0.616	0.541	0.475	0.437	0.367	0.336	0.297	0.248
nPPE	0.318	0.324	0.292	0.271	0.227	0.219	0.179	0.160	0.138	0.121
	0.279	0.256	0.238	0.208	0.182	0.166	0.141	0.133	0.116	0.097
期末株主数	31206	40871	34768	28051	22490	24838	21329	17717	16788	13126
	6749	9138	9969	8847	8602	9064	8252	7573	7848	6868
期末従業員数	5541	6670	6506	5709	4667	4863	4011	3275	3050	2279
	2887	2762	2660	2380	2123	2171	1918	1888	1896	1366
パネルD: 企業成長を示す変数										
Δ 総資産	0.025	0.040	0.038	0.039	0.049	0.052	0.052	0.057	0.065	0.088
	0.030	0.033	0.030	0.031	0.039	0.044	0.044	0.049	0.055	0.083
Δ 売上高	0.046	0.031	0.030	0.034	0.039	0.038	0.045	0.048	0.066	0.072
	0.034	0.022	0.022	0.025	0.029	0.029	0.041	0.046	0.047	0.056
Δ 従業員	-21	-74	-68	-31	-18	-25	-15	3	-1	30
	-2	-6	-7	-6	-2	-5	-1	2	3	6

※ 上段: 平均値 下段: 中央値

※ 各ポートフォリオへの割当は, 1979年~1996年までの年度についてそれぞれ行われる。

※ サンプルは448社, 18年間の計8064サンプルから構成される。

※ 各ポートフォリオは会計発生高の大きさに基づいて作成されている。

※ 各変数の定義は以下のとおりである。

AC: $\Delta WC + LAC$

E: (営業利益+金融収支)/期中平均総資産額

ΔWC : (非現金) 運転資本変化額/期中平均総資産額

LAC: $(-1) * (\text{減価償却費} + \text{退職給付引当金繰入額}) / \text{期中平均総資産額}$

Size: 株式時価総額(単位: 億円)の自然対数値

Beta: 市場モデルによって算定されたベータ値

nPPE: 償却性有形固定資産(総額)/期中平均総資産額

gPPE: 償却性有形固定資産(総額)/期中平均総資産額

Δ 総資産: 期中平均総資産の対前年度変化額/期中平均総資産額

Δ 売上高: 売上高の対前年度変化額/期中平均総資産額

Δ 従業員数: 期末従業員数の対前年度変化額

期末株主数および期末従業員数の単位: 人

生高に占めるLACの割合が、LACの定義に退職給与引当金繰入額を加えていることを割り引いたとしても、Sloan [1996]他の研究に比べて非常に大きいことが特筆される。このような特性は、わが国のデータを用いて分析する際には考慮すべき点として注目に値しよう。

企業規模を示す変数に関する各ポートフォリオごとの特徴を示したものについては、第2-3表パネルCに示している。目立った特徴としては、償却性有形固定資産に関するデータの特性を挙げることができる。ポートフォリオ1からポートフォリオ10へと目を転じるとき、総額(gPPE)についても純額(nPPE)についても減少傾向が窺える。また、期末株主数や期末従業員数といった変数についても同じ傾向が確認できる。これらの事実は、‘他の条件が等しければ、規模の大きい企業の経営者ほど、利益減少型の会計手続きを選択する傾向がある’ (Watts and Zimmerman [1986], 須田訳248頁) という「規模仮説」と首尾一貫するものである。これとは対照的に、第2-3表パネルDで示される、総資産、売上高、期末従業員数の対前年度変化 (Δ 総資産, Δ 売上高, Δ 従業員数) といった企業成長を代理すると思われる変数を観察した場合、全く逆の様相を呈する。ポートフォリオ1からポートフォリオ10へと目を転じるにしたがって、増加傾向が確認できるのである。このように、第2-3表パネルCおよびパネルDで観察される項目別特徴は、利益増加的な会計発生高を計上している企業グループは相対的に規模が小さく、また、成長企業が多いことを如実に示すものである。

5-2 仮説1の検証

仮説1は‘会計利益をCFOと会計発生高に区分した場合、会計発生高はCFOと比べて一時的な構成要素を多く含むので持続性に欠ける’ というものであった。この仮説を4-1節で示したモデルで直接検証する前に、極端な会計発生高ないしはCFOを計上した企業について、翌年以降、会計利益が反転する様子を

視覚的に明らかにしたい。Sloan [1996] にしたがって作成したのが第 2-1 図～第 2-4 図である。

第 2-1 図の作成手順は以下のとおりである。まず、会計利益の大きさを基準にして10のポートフォリオに区分する。この作業をサンプル期間である79期(1979年3月期：以下同様)から96期のうち、前後5期を有する84期から91期までの計8期について每期行う。こうして得られたポートフォリオのうち極端

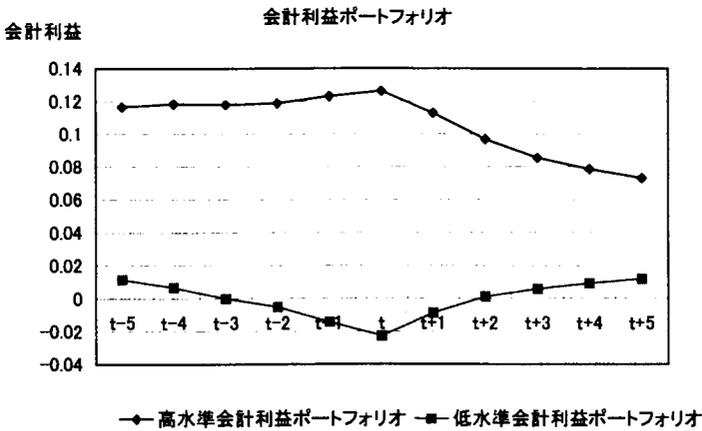


図 2-1

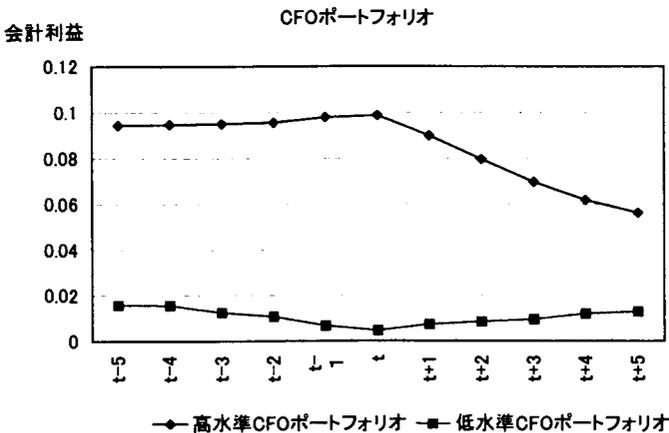


図 2-2

なポートフォリオ、つまり最も高水準の会計利益を計上した企業からなるポートフォリオと最も低水準の会計利益を計上した企業からなるポートフォリオのみに注目し、当該年度および前後5年間の会計利益の平均をとり、84期から91期までの計8期についてプロットしたのが第1図である。以上の作業をCFO、会計発生高(AC)、運転資本変化額(ΔWC)のそれぞれについて行ったのが第2-2図~第2-4図である。

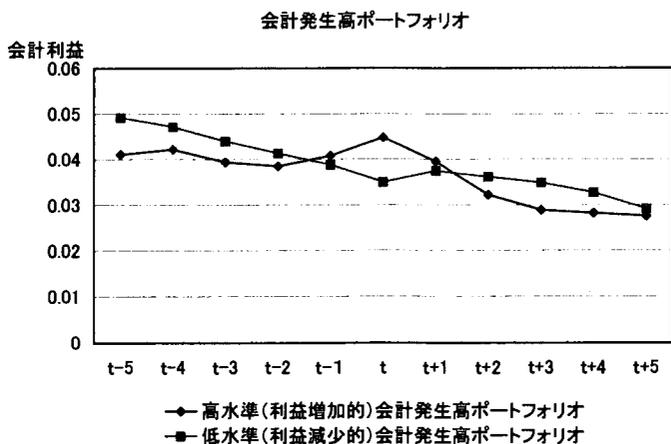


図 2-3

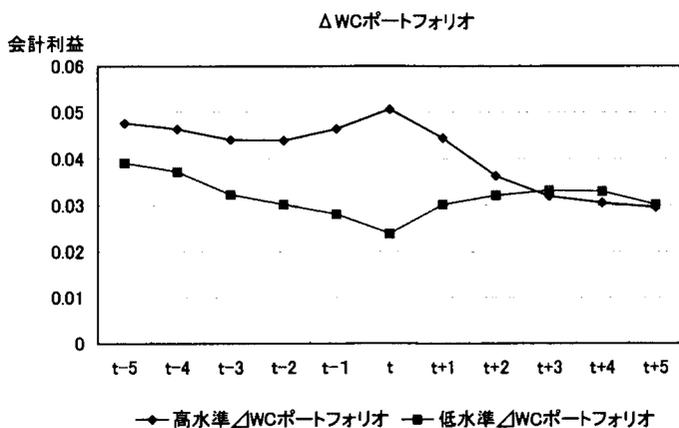


図 2-4

第2-1図は、会計利益の大きさに注目したときの会計利益の反転の様子を示すものである。 t 期を境にして会計利益が大きく反転している様子が窺える。ただし、低水準会計発生高ポートフォリオでは、 t 期を境にしてほぼ左右対称なのに比べて、高水準会計発生高ポートフォリオでは、 t 期を境にしてプラス側への落ち込みが激しい（Sloan [1996]では、低水準会計発生高ポートフォリオと同様にほぼ左右対称である）。同じような傾向がCFOの大きさを基準にポートフォリオを形成した第2-2図でも確認できる。第2-2図では、低水準ポートフォリオについては、会計利益の反転が緩やかで小さいという、Sloan [1996]と同様の傾向が見られる。第2-1図および第2-2図において共通するのは、低水準ポートフォリオについては、Sloan [1996]と同様の傾向が確認できるが、高水準ポートフォリオについては、プロットを線でつないだグラフ全体があたかも右に傾いているような傾向が観察できることである。

第2-3図および第2-4図は、会計発生高および会計発生高の構成要素である運転資本変化額（ ΔWC ）の大きさにそれぞれ注目したときの会計利益の反転の様子である。第2-3図および第2-4図のいずれにおいても、顕著に会計利益が反転している様子が窺える。特に、第2-4図では、高水準ポートフォリオおよび低水準ポートフォリオの双方において、会計利益の反転が著しくなっている。注目したいのは、第2-1図および第2-2図と同様に、第2-3図および第2-4図についても、高水準ポートフォリオについては、グラフ全体が右に傾いているような傾向が観察できることである。このSloan [1996]とは異なる特徴は、5-1節で行った第2-3表の解釈から導かれるような、高水準ポートフォリオ（すなわち、最も利益増加的な会計発生高を計上したサンプルからなるポートフォリオ）は主として規模の小さい成長企業から構成されるという事実と組み合わせて考えると興味深い。会計利益をはじめとした本章で用いている主要な変数が（期中平均）総資産額で基準化されていたことに注目すると、高水準ポートフォリオについてグラフ全体が右に傾いているような

傾向が観察されるのは、成長企業における総資産額の成長率が会計利益の成長率を上回っているためとする解釈も可能なのである。すなわち、規模の小さい成長企業では、変数の基準化に用いている期中平均総資産額が期を経るにしたがって、分子である会計利益を上回る勢いで増加しているという解釈が可能なのである。

このように、第2-1図から第2-4図までを通じて、少なくとも低水準ポートフォリオについては、CFOが他と比べて将来利益に対して緩やかで持続的な影響を与えている傾向があるということがいえよう。

第2-4表は、仮説1を検証するために、会計利益の構成要素であるCFOと会計発生高について、持続性に違いがあるかどうかを、4-1節で示したモデルを用いて直接検証したものである。第2-4表パネルAでは、 t 期の会計利益

表2-4 CFOと会計発生高の持続性に関する検証結果

パネルA: $(t+1)$ 期の会計利益と t 期の会計利益のOLS推定結果			
$E_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon_t$			
	係数	t 値	修正済 R^2
α_0	0.005	(14.62)**	0.750
β_1	0.846	(151.01)**	
パネルB: $(t+1)$ 期の会計利益と t 期の会計利益構成要素のOLS推定結果			
$E_{t+1} = \alpha_1 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 AC_t + u_t$			
	係数	t 値	修正済 R^2
α_1	0.004	(9.54)**	0.752
γ_1	0.851	(151.83)**	
γ_2	0.806	(111.96)**	

※制約条件 $\gamma_1 = \gamma_2$ の検定

F=76.689**

※** : 1%水準で有意

※サンプル数は7616サンプル(448社*17年間)である。

を説明変数とし、 $(t+1)$ 期の会計利益を被説明変数としてOLS回帰を実行した結果を示している。検証結果から、 t 期の会計利益と $(t+1)$ 期の会計利益との非常に強い関係が確認でき、この事実は、次期以降の会計利益を予測する際に、当期の会計利益を用いるべきことの根拠を付与するものである。第2-4表パネルBは、 t 期のCFOおよび t 期の会計発生高を説明変数とし、 $(t+1)$ 期の会計利益を被説明変数としてOLS回帰を実行した結果である。注目したいのは、 CFO_t の係数 γ_1 と AC_t の係数 γ_2 である。 γ_1 は0.851であるのに対して γ_2 は0.806であり、係数の推定値に差が見られる。そこで $\gamma_1 = \gamma_2$ を制約条件としたF検定を行った結果、1%水準で $\gamma_1 = \gamma_2$ を棄却する結果が得られた(F=76.689)。これらの結果は、 CFO_t の係数 γ_1 のほうが AC_t の係数 γ_2 よりも大きいことを示唆し、会計発生高はCFOに比べて持続性に欠けるという仮説1を支持するものである。ただし、注意したいのは γ_1 と γ_2 とはそれほど差はなく、かつ t 値はいずれもきわめて大きいということである。このことはむしろ、CFOについても会計発生高についても、将来利益を予測する際にはいずれも重要な要素であると解釈するほうが自然であるともいえよう。

以上、仮説1の検証結果をまとめると次のようになる。会計発生高とCFOの持続性が異なり、会計発生高よりもCFOのほうが持続的であることを示す証拠が得られたが、その証拠はSloan [1996] およびBradshaw *et al.* [1999]で得られた証拠よりも弱いことを示唆するものである。

5-3 仮説2の検証

仮説2は、CFOと会計発生高は持続性が異なるという仮説1が正しいならば、ナイーブな投資家は会計利益の質的差異を識別できないことから、'多額のプラスの会計発生高を計上した企業から構成されるポートフォリオについてシ

20) 本章で用いた線形制約の検定については、山本 [1995, 146-152頁] を参照されたい。

ショート（売り）ポジションをとり、かつ多額のマイナスの会計発生高を計上した企業から構成されるポートフォリオについてロング（買い）ポジションをとるような、ヘッジ・ポートフォリオを所有するならば、超過リターンを獲得できる’ という作業仮説が成立するというものであった。

第2-5表は、4-1節で示した作業手順にしたがい、会計発生高および△

表2-5 会計発生高の大きさを基準にして作成したポートフォリオの超過リターン

パネルA
ACの大きさを基準として形成されたポートフォリオ・リターン(超過リターン)の
18年間平均値および各年度ごとのヘッジ・ポートフォリオ・リターン(超過リターン)

ポートフォリオ	ポートフォリオ・リターン			年度	ヘッジポートフォリオ・リターン		
	t+1	t+2	t+3		t+1	t+2	t+3
1	0.061	0.030	0.049	79	-0.076	0.158	-0.062
2	0.041	0.025	0.015	80	-0.048	0.068	-0.019
3	0.027	0.034	0.025	81	0.017	-0.101	-0.037
4	0.049	0.031	0.007	82	0.067	0.003	0.356
5	0.023	0.020	0.029	83	-0.066	0.213	0.107
6	0.038	0.008	0.025	84	0.326	0.070	-0.013
7	0.030	0.024	0.019	85	0.337	0.064	0.007
8	0.016	0.021	0.016	86	-0.025	0.024	-0.064
9	0.024	0.031	0.022	87	0.269	0.063	-0.077
10	0.001	-0.012	0.027	88	0.089	0.002	-0.053
				89	-0.166	-0.001	0.017
				90	-0.028	0.035	-0.034
				91	-0.015	0.089	-0.038
				92	0.128	-0.045	0.002
				93	0.070	0.013	0.075
				95	0.115	0.151	0.079
				96	0.031	0.119	-
ヘッジ	0.060	0.043	0.021	18年間平均	0.060	0.043	0.015

パネルB
△WCの大きさを基準として形成されたポートフォリオ・リターン(超過リターン)の
18年間平均値および各年度ごとのヘッジ・ポートフォリオ・リターン(超過リターン)

ポートフォリオ	ポートフォリオ・リターン			年度	ヘッジポートフォリオ・リターン		
	t+1	t+2	t+3		t+1	t+2	t+3
1	0.057	0.024	0.024	79	0.097	0.056	-0.060
2	0.037	0.018	0.014	80	-0.064	0.101	-0.138
3	0.024	0.023	0.030	81	0.013	-0.194	-0.101
4	0.031	0.023	0.018	82	0.059	-0.127	0.153
5	0.018	0.010	0.020	83	-0.066	0.213	0.107
6	0.019	0.025	0.031	84	0.344	0.030	0.054
7	0.020	0.007	0.035	85	0.484	0.073	0.031
8	0.037	0.008	0.013	86	0.066	0.020	0.015
9	-0.004	0.009	0.029	87	0.190	0.040	-0.082
10	-0.018	-0.005	0.021	88	0.035	0.062	-0.047
				89	-0.039	-0.007	0.013
				90	-0.034	0.089	-0.044
				91	0.022	-0.005	-0.019
				92	0.089	-0.078	-0.031
				93	0.070	-0.016	0.119
				94	0.002	0.135	0.045
				95	0.127	0.099	0.037
				96	-0.045	0.055	-
ヘッジ	0.075	0.029	0.003	18年間平均	0.075	0.029	0.003

※ 各ポートフォリオへの割当は、1979～96年度について每期行われる。
 ※ サンプルは448社、18年間の計8064サンプルから構成される。
 ※ 96年度については、2期先までヘッジ・ポートフォリオの超過リターンを示している。

WCの大きさによって形成したポートフォリオの超過リターン及びヘッジ・ポートフォリオの超過リターンを計算した結果を示したものである。まず、会計発生高の大きさを基準にポートフォリオを形成した第2-5表パネルAについて見てみよう。第2-5表パネルA左側の表は、ポートフォリオ1からポートフォリオ10のそれぞれについて、 $(t+1)$ 期から $(t+3)$ 期の超過リターンを求めたものである。なお、ポートフォリオ1は最も会計発生高の水準が小さい(利益減少的な)サンプルから形成され、ポートフォリオ10は会計発生高の水準が大きい(利益増加的な)サンプルから形成されている。 $(t+1)$ 期のポートフォリオに注目すると、ポートフォリオ1の超過リターンは0.061であるのに対して、ポートフォリオ10の超過リターンは0.001でしかなく、ポートフォリオ1からポートフォリオ10にかけて超過リターンの減少傾向が確認できる。このような傾向は $(t+2)$ 期、 $(t+3)$ 期でも確認できるが、その傾向は t 期から将来の方向へ移るにつれて緩やかなものとなっている。このことは、パネルA左側の表の最下段に示したヘッジ・ポートフォリオの超過リターンが、 $(t+1)$ 期、 $(t+2)$ 期、 $(t+3)$ 期と目を転じるにしたがって、それぞれ0.060、0.043、0.021と小さくなっていることから明らかである。同様の結果が ΔWC の大きさを基準にポートフォリオを形成した第2-5表パネルBの左側の表についても確認できるが、ヘッジ・ポートフォリオの超過リターンについては、 $(t+1)$ 期、 $(t+2)$ 期、 $(t+3)$ 期と目を転じるにしたがって、それぞれ0.075、0.029、0.003と急激に小さくなっている。このように、ヘッジ・ポートフォリオについては、会計発生高よりも ΔWC の大きさに注目したほうが、顕著な超過リターンが確認できるのである。

第2-5表パネルAおよびパネルBの右側の表は、各年度におけるヘッジ・ポートフォリオ・リターンの様子を示したものである。特に顕著な超過リターンが確認できるパネルBの右側の表についてわかりやすく図示したのが、第2-5図である。この第2-5図からいえることは、84期(1984年3月期)およ

び85期（1985年3月期）においては、それぞれ0.344、0.484という極めて突出した超過リターンが得られていることである。仮にこの2つの期間を除いた場合、Sloan [1996] に示された図と比較して、それほど毎期にわたってヘッジ・ポートフォリオについて超過リターンが獲得できているというわけではないことには注意したい。

以上、仮説2に対する検証結果をまとめると次のようになる。会計発生高、特にその構成要素である ΔWC の大きさに注目してポートフォリオを作成した場合、ヘッジ・ポートフォリオを所有することによって超過リターンが獲得でき、そのリターンは1期から将来に向かうにつれて小さくなる傾向が確認できた。このことについては、投資家はナイーブであり会計利益の質的差異を識別できないとするSloan [1996] の主張と整合するものである。ただし、各決算期ごとに詳細にヘッジ・ポートフォリオを観察した結果、会計発生高アノマリーの存在を示す明確な証拠である、ほぼ毎期にわたって観察されるような超過リターンは得られなかった。²¹⁾

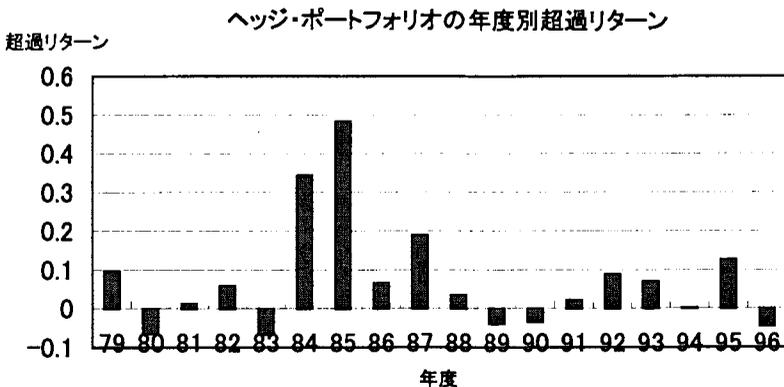


図2-5

21) Sloan [1996] では、ヘッジ・ポートフォリオの超過リターンがマイナスであったのは、1962年から1991年までの30期のうちわずか2期のみという結果が得られている。

6 追加的検証

前節では、仮説1および仮説2について検証を行った。仮説1の検証では、弱いながらもCFOと会計発生高は持続性に違いがあるということを示す証拠が得られ、仮説2の検証では、留意すべき点があるものの、会計発生高アノマリーの存在を示唆する証拠が得られた。本節では、前節の結果をふまえ、仮説1および仮説2の追加的検証を行う。

6-1 仮説1に対する追加的検証

仮説1に対する追加的検証を行う前に、本章で得られたポートフォリオの特性に関する知見をもう一度振り返ってみよう。5-1節では第2-3表の解釈を行い、最も利益増加的な会計発生高を計上した企業グループは相対的に規模が小さく、成長企業が多いという知見を得た。また、5-2節の第2-1図から第2-4図までの解釈では、最も利益増加的な会計発生高を計上した企業グループからなるポートフォリオについてはグラフ全体があたかも右に傾いているようであり、変数の基準化に用いている期中平均総資産額が期を経るにしたがって、分子である会計利益を上回る勢いで増加しているのではないかと推測した。以上のような解釈は、CFOと会計発生高の持続性の違いが、企業の成長性をコントロールしていないことによって生じたのではないかと推測につながる。そこで、Fairfield and Yohn[2000]と同様に、企業の成長性に関する変数をコントロールしてもなお、CFOと会計発生高の持続性が異なるのかどうかについて、追加的検証を行った。

第2-6表は、Fairfield and Yohn[2000]にしたがって、仮説1に対する追加的検証を行ったものである。等式(a)と等式(b)はそれぞれ、4-1節の等式(1)およ

22) 会計利益をはじめとした本章の主要な変数は、(期中平均)総資産額で基準化されていることを思い出されたい。

び等式(2)に相当するものである。等式(c)は企業の成長性を代理する変数 $GROWTH_t$ をコントロール変数として加えたものである²³。第6表パネルAの等式(c)に注目すると、 CFO_t と AC_t の係数の推定値は、等式(b)と比較してほとんど差がなくなっている。また、 $\gamma_1 = \gamma_2$ を制約条件とするF検定を行った結果についても、5%水準でも棄却できなかった($F = 2.57$)。このように、追加的検証では企業の成長性をコントロールするならば、CFOと会計発生高の持続性が異ならないというFairfield and Yohn[2000]と整合する結果が得られたので

表2-6 企業の成長性をコントロールしたときの将来利益と現在利益構成要素のOLS推定結果

$$\text{等式(a)} \quad E_{t+1} = \alpha_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon_t$$

$$\text{等式(b)} \quad E_{t+1} = \alpha_1 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 AC_t + u_t$$

$$\text{等式(c)} \quad E_{t+1} = \alpha_2 + \delta_1 CFO_t + \delta_2 AC_t + \delta_3 GROWTH_t + v_t$$

パネルA: OLS推定結果

	等式(a)		等式(b)		等式(c)	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
切片	0.005	(14.62)**	0.004	(9.54)**	0.005	(12.19)**
E_t	0.846	(151.01)**	-	-	-	-
CFO_t	-	-	0.851	(151.83)**	0.862	(150.76)**
AC_t	-	-	0.806	(111.96)**	0.852	(95.61)**
$GROWTH_t$	-	-	-	-	-0.051	(-8.57)**
R^2	0.750		0.752		0.754	

パネルB: 制約条件に対するF検定の結果

制約条件	F値
$\gamma_1 = \gamma_2$	76.689**
$\delta_1 = \delta_2$	2.57
$\delta_3 = 0$	73.506**

※ ** : 1%水準で有意

※ 以下の変数はすべて期中平均総資産額で基準化されている。

E_t : t期の会計利益

AC_t : t期の会計発生高

$GROWTH_t$: 企業の成長性の代理変数(= $\Delta WC_t + \Delta nPPE_t$)

ΔWC_t : t期の(非現金)運転資本変化額

$\Delta nPPE_t$: t期の償却性有形固定資産(純額)の変化額

R^2 : 修正済決定係数

23) なお、Fairfield and Yohn[2000]、Fairfield *et al.*[2000]では、企業の成長性を代理する変数として、営業純資産の変化額を用いているが、本章では、(非現金)運転資本の変化額に償却性有形固定資産(純額)の変化額を加えた額を代理変数として用いている。

ある。

CFOと会計発生高の持続性が異なるのは、変数の基準化の際に用いた期中平均総資産の成長性を考慮に入れていなかったことによる可能性があるという追加的検証で得られた結果は、会計発生高アノマリーの生じる原因を考える上で非常に重要な意味を有する。Sloan [1996] は、会計発生高アノマリーが生じる原因を、CFOと会計発生高の持続性が異なるにもかかわらず、ナイーブな投資家が会計利益の質的差異を識別しないことによるものとしていた。企業の成長性をコントロールしたとき、CFOと会計発生高の持続性が異ならないのであれば、会計発生高アノマリーはもはや観察されないかもしれないのである。このとき、わが国の資本市場は会計情報について効率的であるという主張が間接的に支持されることになるのである。

6-2 仮説2に対する追加的検証

仮説2の検証においては、会計発生高アノマリーが存在するという傾向が観察された。しかしながら、本章で観察されたアノマリーが、将来リターンに影響を及ぼす他のアノマリーによって引き起こされた可能性も否定できない。そこで、これらをコントロールした場合でも、会計発生高アノマリーが存在するかどうかについて追加的検証を行うことにする。

第2-7表パネルAは、会計発生高と将来リターンとのOLS回帰を行った結果を示したものである。ACの係数 β_0 の推定値の符号はいずれもマイナスであり（ただし3期先のリターン R_{t+3} との回帰においては、 t 値は有意ではない）、利益増加的な会計発生高を計上した企業の株式は将来的に下落することが示唆される。このことは、仮説2の検証で得られた証拠と整合するものである。

第2-7表パネルBは、Sloan [1996]、Ali *et al.* [1999]などを参考に、Fama and French [1992, 1995]で検討されたようなアノマリー要因をコントロールした上で、会計発生高と将来リターンとのOLS回帰を実行した結果を示したもの

である。ベータに加えて、企業規模、簿価-時価比率 (B/M 比率)、株式益回り (E/P 比率) といった、将来リターンに対して影響を与えるとされるコントロール変数を加えてもなお、ACの係数 β_1 の推定値の符号はマイナスである (ただし R_{t+3} との回帰においては、 t 値は有意ではない)。このことは、将来リターンに影響を及ぼすとされる他のアノマリー要因をコントロールしてもなお、会計発生高アノマリーが存在することを示唆するものであり、仮説2の検証結果を補強するものである。²⁴

表2-7 会計発生高と将来リターンとのOLS回帰結果

パネルA: 会計発生高と将来リターンとのOLS回帰結果

$$R_{t+n} = \alpha_0 + \beta_0 AC_t + \varepsilon_t \quad (n=1, 2, 3)$$

	R_{t+1}		R_{t+2}		R_{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
切片	0.013	(2.659)	0.003	(0.624)	0.023	(4.698)
AC	-0.336	(-3.980)	-0.415	(-5.085)	-0.028	(-0.337)

パネルB: 他のファクターをコントロールしたときの会計発生高と将来リターンとのOLS回帰結果

$$R_{t+n} = \alpha_1 + \beta_1 AC_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 B/M_t + \beta_4 Beta_t + \beta_5 E/P_t + u_t \quad (n=1, 2, 3)$$

	R_{t+1}		R_{t+2}		R_{t+3}	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
切片	0.246	(8.377)	0.153	(5.564)	0.057	(2.219)
AC	-0.405	(-3.990)	-0.439	(-4.636)	0.064	(0.713)
Size	-0.027	(-6.900)	-0.014	(-3.737)	-0.004	(-1.069)
B/M	0.188	(8.188)	0.115	(5.382)	0.067	(3.309)
Beta	-0.104	(-10.165)	-0.094	(-9.889)	-0.057	(-6.288)
E/P	-0.508	(-6.207)	-0.282	(-3.700)	-0.009	(-0.131)

※ACは期中平均総資産額で基準化されている。

※サンプル数は、448社、13年間の計5824サンプルである。ただし、 R_{t+3} を被説明変数としたときのみ、448社、12年間の計5376サンプルである。

AC: 会計発生高

Size: 株式時価総額(単位: 億円)の自然対数値

B/M: 簿価-時価比率

Beta: 市場モデルによって算定されたベータ値

E/P: 株式益回り

R_{t+n} : ($t+n$)期の株式リターン

24 5-1節で行った第2-2表の解釈においては、会計利益、CFO、会計発生高ともに、将来株式リターンとの間に負の相関関係が認められた。さらに、第2-7表では、E/P(株式益回り)の係数 β_5 の推定値のみが、他の研究とは異なり、符号がマイナスであった。この直観的には理解しがたい事実については、バイ・アンド・ホールド株式リターンの計算期間(本章では7月から翌年の6月まで)に原因があるように思えるが、今後詳細に検討する必要がある。

7 おわりに 一今後の課題一

本章では、会計利益の質的差異と資本市場の関係に注目し、会計発生高アノマリーが存在するかどうかについてわが国のデータを用いて検証を行なった。会計発生高アノマリーの存在は、資本市場におけるミスプライシングの間接証拠である。本章においては、留意すべき点があるものの、Sloan [1996], Bradshaw *et al.* [1999] などと同様に、会計発生高アノマリーの存在が示唆される証拠が得られた。また、追加的検証において、本章で認められた会計発生高アノマリーについて原因を探った結果、企業の成長がアノマリーの生じた原因として深くかかわっていることが明らかとなった。

今後の課題としては、以下の3つが考えられる。本章では、会計発生高アノマリーの存在を示唆する証拠が得られたが、その原因を解明する手がかりを得た。企業の成長性についてコントロールしたときCFOと会計発生高の持続性が異ならないという、本章で得られた証拠が正しいのであれば、本章で観察された会計発生高アノマリーが消滅ないしは大幅に低減するはずである。仮に会計発生高アノマリーが消滅するという結果が得られるのであれば、資本市場は会計情報について効率的であり、会計利益の質的差異を識別した上でプライシングするというSubramanyam [1996]の主張が支持されることになる。本章では、会計発生高アノマリーが存在するかどうかについて主眼をおいたため、この点については検証できなかったことから、今後の課題としていきたい。

2つめの課題としては、わが国の資本市場において、会計情報について効率的であるかどうか直接検証することが挙げられる。Sloan [1996], Bradshaw *et al.* [1999], Xie [2001] では、マクロ経済学の分野におけるMishkin [1983]の合理的期待仮説に関するテストを援用して、会計情報に対する資本市場の効率性について直接検証している。本章では、このような検証を行っていないことから、この点については今後の課題として残されたままである。

3つめの課題として、会計発生高について詳細な検討を行うことが考えられる。Subramanyam [1996] および浅野 [2001] では、会計発生高を非裁量的会計発生高と裁量的会計発生高の2つに区分したとき、それぞれについてプライシングされているという結果を得ている。ただし、浅野 [2001] では、資本市場は会計情報について効率的であり、ともに正しくプライシングされているという立場を取りつつも、資本市場の非効率性によってミスプライシングされている可能性もありうるとしている。最近の研究であるXie [2001] では、会計発生高のミスプライシングは、会計発生高のうちの異常会計発生高（すなわち裁量的会計発生高）によって引き起こされることを示す結果を得た。この結果は非常に興味深いものである。Xie [2001] にしたがうならば、会計発生高のうち、経営者の裁量が介入しないと考えられる部分である正常会計発生高（すなわち非裁量的会計発生高）については、少なくとも資本市場では正しくプライシングされているのである。今後の課題としては、会計発生高を正常会計発生高と異常会計発生高に区分した上で、アノマリーが存在するかどうかといった研究が考えられる。そして、資本市場が会計情報について効率的であるという証拠を得た上で、異常会計発生高部分がミスプライシングされていることを示す証拠が得られるのであれば、それはいかなる要因を主としているのかについて慎重に分析することが必要となろう。なぜなら、経営者の裁量が介入すると考えられる部分である異常会計発生高については、Jones [1991] のモデルに代表される正常会計発生高測定モデル²⁵の残差として定義されることから、将来利益情報のシグナリングないしは効率的契約の促進を意図した利益数値制御 (Earnings Management) を反映する部分や経営者による恣意的な利益操作 (Earnings Manipulation) を反映する部分などをはじめ、測定誤差や潜在的なアノマリー

25) 正常会計発生高測定モデルは、Healy [1985] を嚆矢として数多くのモデルが考案されてきたが、現在のところ、Kaznik [1999]、Garza-Gomez *et al.* [1999] などで提示されたモデルがあてはまりがよいとされている。会計発生高モデルのレビューについては、榎本 [1998]、Kothari [2000, pp. 60-67] を参照されたい。

など、多様かつ複合的な要因を含んでいるからである。

最後に、(マクロ) 会計政策の評価に対する本章の結果の含意について述べておきたい。中村 [1992] によれば、会計政策は、個別企業の会計方針にたいし規制として働くものとして位置づけられる²⁶⁾ものであり、また、会計政策の作用形態が会計規制とみなされる²⁷⁾、としている。すなわち会計政策の評価とは、政府等が強権力を背景に企業会計法等を制定し、それにもとづいて個別企業の会計方針を特定の公共目的の達成に向けて制御する会計規制の評価に他ならない。そして、何らかの会計政策を事前評価するにあたっては、これらさまざまな経済的影響を考慮しなければならないが、この経済的影響を測定する尺度の1つとして、会計発生高を用いたアプローチが考えられるのである。なぜなら、会計政策は個別企業における会計手続き選択の幅に直接影響を及ぼすものであり、この会計手続き選択の幅を示す尺度として考えられるのが会計発生高だからである。さらにいえば、会計発生高は、経営者による複数の会計手続き選択の影響を捕捉し(桜井[2000, 244頁])、各種の見積もりの変更なども反映するなど、経営者の裁量的行動を集約(須田[2000, 230頁])していることから、会計政策に対する経済的影響の一側面を直接反映していると考えられるからである。ただし、会計政策を評価するベンチマークとして会計発生高を用いることが可能となるためには、資本市場が会計情報について効率的であるかどうか(ひいては会計発生高がどのようにプライシングされるのか)について、あらかじめ明らかにしておくことが必要なのである。本章の結果を受けて、企業の成長性をコントロールしたとき、会計発生高アノマリーが消滅することが確認されるのであれば、わが国の資本市場は会計情報について効率的であり、会計利益の質的差異を識別した上でプライシングが行われるという主張が間接的に

26) 中村[1992], 1頁

27) 同上, 1頁

28) 同上, 15頁

支持されることになる。このように、資本市場が会計情報について効率的であるという前提条件が成立するならば、会計政策の事前評価を行うにあたって経済的影響を測定する尺度の1つとして会計発生高を用いることも考えられるのである。²⁹

会計発生高のプライシングに関する研究は、さまざまな要因を考慮しなければならぬため非常に複雑であるが、今後わが国でも盛んになると思われる、経営者の会計手続き選択と資本市場との関係を明らかにするような研究を行う³⁰上では避けては通れないテーマである。もちろん、いうまでもないことではあるが、会計利益の有用性に関する研究では、会計発生高のプライシングは中心的テーマの1つとして位置づけられよう。また、会計政策の評価を行うに際して会計発生高を用いたアプローチを採用する前提条件として、明らかにしておくべき重要かつ興味深いテーマでもある。データに関する制約や調査手法に関する制約など数多くの制約が存在するが、検証結果の蓄積に向けて、今後さらなる調査・検証を進めていきたい。³¹

引用文献・参考文献

Ali, A., L.S.Hwang, and M.A.Trombley, Accruals and Future Stock Returns: Tests of the Naive Investor Hypothesis, *Journal of Accounting Auditing and Finance* 15

- 29) 会計発生高を用いることで、いかにして会計政策の評価を行っていくべきかという具体的な内容については、本章では議論できなかった。今後の課題としたい。
- 30) 会計発生高のアプローチを用いた会計手続き選択に関する研究については、奥村[1997]、國村他[1998]、鈴木・岡部[1998]、乙政[1999]、中條[1999]、桜井[2000]、榎本[2001]、須田・首藤[2001]など、わが国においても蓄積が進んでいる。その一方で、経営者の会計手続き選択と資本市場との関係について会計発生高のアプローチを用いて明らかにするような研究については、野間[2001]などがあるが、未だ少ない。
- 31) 第5回神戸フォーラム(会計学)に出席頂いた先生方、特に、奥村雅史(名古屋市立大学)、岡部孝好、後藤雅敏、須田一幸、山地秀俊(以上、神戸大学)の各先生方には、大変貴重かつ有益なご指摘を賜りました。記して感謝申し上げます。なお、本章における誤りはすべて筆者の責に帰するものである。

- (Summer), pp.161-181, 2001
- Bradshaw, M. T., S.A.Richardson, and R.G.Sloan, Earnings Quality and Financial Reporting Credibility: An Empirical Investigation, Working Paper, University of Michigan, 1999
- Brown, P., *Capital Markets-Based Research in Accounting: An Introduction*, Coopers & Lybrand, 1994, 山地秀俊・音川和久訳『資本市場に基づく会计学入門』勁草書房, 1999年
- Burgstahler, D., and I.Dichev, Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses, *Journal of Accounting and Economics* 24 (April), pp.99-126, 1997
- Collins, D.W., and P.Hribar, Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: One Effect or Two?, *Journal of Accounting and Economics* 29 (October), pp.101-123, 2000
- Dechow, P.M., Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 18 (July), pp.3-42, 1994
- Dechow, P.M., R.G.Sloan, and A.P.Sweeney, Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* 13 (Spring), pp.1-36, 1996
- Fairfield, P.M., J.S.Whisenant, and T.L.Yohn, Accrued Earnings and Growth: Implications for Earnings Persistence and Market Mispricing, Working Paper, Georgetown University, 2000
- Fairfield, P.M., and T.L.Yohn, Are Cash Earnings Better than Accrued Earnings?, Working Paper, Georgetown University, 2000
- Fama, E.F., and K.R.French, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance* 47 (June), pp.427-464, 1992
- Fama, E.F., and K.R.French, Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns, *The Journal of Finance* 49 (March), pp.131-155, 1995
- Garza-Gomez, X., M.Okumura, and M.Kunimura, Discretionary Accrual Model and the Accounting Process, Working Paper, Nagoya City University, 1999
- Hand, J.R.M., A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis, *The Accounting Review* 65 (October), pp.740-763, 1990
- Healy, P.M., The Effect of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles, *Journal of Accounting and Economics* 7 (April), pp.85-107, 1985

- Jones, J.J., Earnings Management during Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* 29 (Autumn), pp.193-228, 1991
- Kaznik, R., On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management, *Journal of Accounting Research* 37 (Spring), pp.57-81, 1999
- Kothari, S.P., Capital Markets Research in Accounting, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, 2000
- Mishkin, F.S., *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient-Markets Models*. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1983
- Sloan, R.G., Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?, *The Accounting Review* 71 (July), pp.289-315, 1996
- Subramanyam, K.R., The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 22 (August-December), pp.249-281, 1996
- Teoh, S.H., I.Welch, and T.J.Wong, Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Finance* 53 (December), pp.1935-1974, 1998a
- Teoh, S.H., I.Welch, and T.J.Wong, Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics* 50 (October), pp.63-99, 1998b
- Watts, R.L., and J.L.Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986, 須田一幸訳『実証理論としての会計学』白桃書房, 1991年
- Xie, H., The Mispricing of Abnormal Accruals, *The Accounting Review* 76 (July), pp.357-373, 2001
- 浅野信博「資本市場における会計発生高のプライシングについて」『会計』第160巻第1号, 80-95頁, 2001年7月
- 浅野信博・榎本正博「会計発生高およびその構成要素の特性を探る」『産業経理』第58巻第1号, 116-128頁, 1998年4月
- 新井清光編『英和会計経理用語辞典—第2版—』中央経済社, 1999年
- 石川博行『連結会計情報と株価形成』千倉書房, 2000年
- 榎本正博「実証会計研究における会計発生高モデルの展開」『大阪大学経済学』第48巻第2号, 123-139頁, 1998年12月
- 榎本正博「業績悪化企業の会計選択—会計発生高モデルを用いた分析—」『会計』第

- 159巻第6号, 40-55頁, 2001年6月
- 奥村雅史「電力企業における報告利益管理—Jonesモデルにおける分析と検討—」『會計』第152巻第2号, 23-33頁, 1997年8月
- 岡部孝好『会計情報システム選択論(増補版)』中央経済社, 1993年
- 岡部孝好『会計報告の理論—日本の会計の探求—』森山書店, 1994年
- 音川和久『会計方針と株式市場』千倉書房, 1999年
- 乙政正太「経営者報酬と利益マネジメント—ビッグバスの可能性について—」阪南大学 Occasional Paper Series, No.17, 1999年
- 加賀谷哲之「裁量的発生処理額と市場評価」『一橋論叢』第122巻第5号, 42-63頁, 1999年11月
- 木村史彦「利益の質とその影響要因」『大阪大学経済学』第48巻第3・4号, 356-372頁, 1999年3月
- 國村道雄・加藤千雄・吉田靖「邦銀の配当制限基準と決算対策」『會計』第154巻第3号・第4号, 130-143頁・119-129頁, 1998年9月・10月
- 後藤雅敏『会計利益と予測情報』中央経済社, 1997年
- 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘『証券投資論—第3版—』日本証券アナリスト協会編, 日本経済新聞社, 1998年
- 桜井貴憲「公募増資企業における利益調整行動の実証研究—会計発生高の分析を中心として—」『東北学院大学論集—経済学』第145号, 239-264頁, 2000年12月
- 桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991年
- 首藤昭信「会計利益情報と利益調整—減益・損失回避の利益調整行動—」『千里山商学』第50号, 37-80頁, 2000年1月
- 鈴木一水・岡部孝好「予想される税率変更に対する会計発生高の裁量的調整」『産業経理』第58巻第1号, 54-66頁, 1998年4月
- 須田一幸『財務会計の機能』白桃書房, 2000年
- 須田一幸「キャッシュフロー情報と利益情報の有用性」『會計』第160巻第1号・第2号, 39-50頁・12-24頁, 2001年7月・8月
- 須田一幸・首藤昭信「経営者の利益予測と裁量的会計行動」『産業経理』第61巻第2号, 46-56頁, 2001年7月
- 高尾裕二『制度としての会計システム—経済社会のなかの会計の働き—』中央経済社, 1992年
- 中條祐介「業績低迷企業の会計政策—利益減少型会計政策の選択とインセンティブ

一」『會計』第155巻第1号, 39-54頁, 1999年1月

中村宣一郎『会計規制』税務経理協会, 1992年

野間幹晴「利益平準化の二つの方法と資本コストの関係ーデリバティブと会計政策の相対的影響ー」『一橋論叢』第125巻第5号, 65-82頁, 2001年5月

山本拓『計量経済学』新世社, 1995年

百合草裕康『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社, 2001年

第3章 マクロ会計政策の評価

－実証研究の観点から－

1 はじめに

本章では近年の各種の会計基準の大幅な変更（会計ビッグバン）に鑑み、マクロ会計政策の評価を行う際に実証研究の見地から問題となるポイントについて考察する。

次節では会計政策の評価についての問題点を実証研究の観点から検討する。第3節では実際のマクロ会計政策の評価に際して実証研究がどのように行われてきたかを米国を例に概観する。第4節ではYaekura(2001a)により、わが国の会計ビッグバンの政策評価について検討する。第5節はまとめである。

2 実証研究による政策評価の問題点

本節では実証研究によって政策評価を行う際に問題となる点について検討する。それらは(1)ベンチマーク設定に関する問題、(2)コスト・ベネフィットの測定に関する問題、そして(3)リサーチ・デザインに関する問題である。

2-1 ベンチマークの設定

何事についてもその評価を行うためにはベンチマークが必要であるが、実証研究によってそのベンチマークそのものを導出することは困難である。従って、実証研究によってマクロ会計政策の評価を行うためにはその政策目的が達成されたか否かの判定基準が(1)基準設定者などによって与えられるか、(2)研究者に

よって仮定されなければならない。

会計基準設定者は何らかの政策目的を達成するために会計基準の設定・改廃を行うが、その政策目的が必ずしも実証研究で使用可能なベンチマークとして機能するとは限らない。例えば、ある会計基準の政策目的が「公共の利益を増進させること」であったとする。この会計基準がその政策目的を果たし得たか否かを実証するためには、「公共の利益」を定量分析の対象となりうる代理変数で測定することが必要であるが、適当な代理変数を設定することは極めて困難である。

2-2 コスト・ベネフィットの測定

また、マクロ政策の実行に効率性を要求する立場からは実行にかかる総コスト・ベネフィットを比較考量することが必須であるが、実証研究で示し得るのは部分的なコスト・ベネフィットにとどまり、全体像を示すことは困難である。ただし、この問題は実証研究に固有のものではない。

2-3 リサーチ・デザインの問題

実証研究は疑似実験(quasi-experiment)であり、本来の実験に必要なコントロールサンプルを使用できることは稀であることに注意が必要である。一般にマクロ会計政策は対象となる企業すべてに適用されるので、コントロールサンプルは存在しない。そこで研究者は時系列の変化を観察したり、他の類似の事例を観察することになる。しかし、その場合には観察された現象が本当に検証の対象であるマクロ政策によって惹起されたものであるかどうかは厳密にはわからない。この問題は実証研究の結果を解釈する際に特に慎重に検討されなければならない。

3 実証研究によるマクロ会計政策の評価 ー米国の経験ー

会計学における実証研究において先行した米国では、1970年代末頃からマクロ会計政策に関して実証研究を通して何らかの貢献を行おうとする気運が高まった。石油・ガス掘削事業に関する会計基準についての研究 (Dyckman and Smith (1979), Collins and Dent (1979), Foster (1980) など)¹ や、外貨換算会計についての研究 (Ziebart and Kim (1987), Kim and Ziebart (1991) など) はその好例である。

上記の研究に共通しているのは、ある会計基準についてのイベント (例えば FASB による会計基準草案の発表) が発生した際に、そのイベントに関する会計基準の影響を受ける企業の株価がどのように反応したかを主な検証の対象にしていることである。しかし、マクロ政策の直接の目標が株価に影響を与えることであるとは考えにくく、株価の変動が政策評価についての妥当な変数であったかどうか疑問である。実際、株価反応によって会計基準を評価しようとする試みは次第に見られなくなった。

また、1980年代に実証研究の主流であった情報パースペクティブによる研究デザインは、会計数値と株価(の変化)の間に何らかの相関関係があることを示すことができるだけで、因果関係を示すことはそもそも不可能であった。この問題は1990年代に入って評価(計測)パースペクティブが擡頭するまで解決されなかった。Coopers & Lybrand Academic Advisory Committee (1997) は企業評価モデルへのインプットとして会計数値をとらえ、より企業評価に役立つ会計基準が望ましい会計基準であるというフレームワークを提唱している²。現在は

1 石油・ガス掘削事業に関する会計基準の設定における政治過程の分析については大石(2002)を参照。

2 Coopers & Lybrand Academic Advisory Committee (1997) の枠組みとその問題点については八重倉(2001b)を参照。なおFASBのKatherine Schipper委員は1997年当時同Committeeのメンバーであり、かつ当該ペーパーの共著者の一人であった。

この枠組みに基づいた実証研究が行われつつある状況であり、近い将来会計基準を評価する際の定番になるであろう。

4 実証研究による政策評価—我が国の会計ビッグバンの評価—

本節ではYaekura (2001a)により、会計ビッグバンによる近年の各種の会計基準の変更がわが国の会計情報の有用性に(1)影響をおよぼしているか、(2)影響があったとすれば、それは「良い」影響であったかどうかについて検討する³。ここでは、会計情報の有用性を会計数値による株式価値の説明力で測定することができると仮定する。

研究の対象となったのは東証一部上場の非金融業426社⁴であり、第3-1表はその基本統計量である。統計量はすべてメディアンである。

4-1 Chow検定による構造変化の検証

我が国の会計数値（自己資本簿価と残余利益）と株価の關係に会計ビッグバンが何らかの影響を与えたかを検証するために、Yaekura (2001a)はChow検定 (Chow 1960)を行った。会計数値と株価の關係式はOhlson (1995)による企業評価モデル ((1)式)を用いた⁵。

$$P_{it} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 RI_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

ここで、Pは株価、BVは自己資本簿価、そしてRIは残余利益である⁶。

3 Yaekura (2001a) は本稿執筆時点では <http://homepage2.nifty.com/tyaeku/vitae-j.html> からダウンロード可能である。

4 426社は下記の条件をすべて満たした企業である。

1 1976年から2000年(全期間)まで継続して東証一部に上場していた。

2 全期間にわたって必要な会計データ・株価データが入手できる。

3 全期間にわたって3月決算会社であった。

4 全期間にわたって自己資本簿価がプラスであった。

5 Ohlsonの提示したモデルは後述(3)式のように右辺に第三項として現在の会計数値に反映されていない情報 (ν) を含むが、推定が困難 (Myers (1999), 高橋 (2001)) であるのでここではモデルから外した。

表3-1 基本統計量

年	総資産	市場価値	自己資本	売上高	当期利益	役員賞与	成長率	EP	BP	ROE	残余利益
1976	39985	15984	8094	41680	552	20	NA	.04	.59	.07	-1.70
1977	42810	18491	8797	46628	647	22	.04	.04	.52	.08	-1.21
1978	43792	19131	9607	50919	613	23	.04	.03	.51	.07	0.92
1979	46127	25473	10580	53598	825	27	.07	.04	.44	.08	0.77
1980	50241	24088	11666	61022	1113	30	.09	.05	.51	.10	-0.48
1981	53357	27995	13365	70461	1111	33	.09	.04	.50	.08	1.09
1982	56028	26724	15158	71408	1163	35	.07	.04	.58	.07	-0.33
1983	58212	30483	16315	72505	1029	30	.06	.03	.56	.07	-1.69
1984	64311	43097	17672	76457	1094	34	.05	.03	.45	.06	-1.25
1985	71008	48283	19780	88099	1400	38	.07	.03	.42	.07	-0.09
1986	73477	61608	21100	85236	1171	33	.05	.02	.35	.06	2.92
1987	75925	62384	22166	78921	1037	31	.04	.02	.33	.05	1.14
1988	80672	97399	25688	86164	1390	40	.09	.01	.25	.06	2.40
1989	92193	127456	30600	96929	1968	45	.11	.02	.23	.07	3.85
1990	103482	146982	37665	104240	2399	53	.14	.02	.26	.06	-1.95
1991	115327	127175	40037	117537	2372	55	.06	.02	.33	.06	-0.58
1992	116005	86291	41551	120798	1928	54	.03	.02	.48	.05	-2.11
1993	115036	84730	42250	115325	1439	48	.01	.02	.50	.03	-3.96
1994	117871	90348	44683	111124	1065	40	.01	.01	.47	.03	-4.95
1995	119059	76156	45328	112402	1180	40	.01	.02	.58	.03	-2.73
1996	121928	96102	46178	114435	1497	40	.02	.01	.46	.03	0.20
1997	125024	63179	47428	122237	1758	45	.02	.02	.61	.04	3.73
1998	128369	49024	47743	120973	1251	39	.01	.02	.82	.03	3.69
1999	126278	41884	45584	111878	542	17	.00	.01	.87	.02	0.20
2000	126095	37866	45007	107102	583	16	.02	.01	.97	.02	0.23
全期間	82917	52342	25012	86217	1168	35	.04	.02	.47	.05	0.01

単位:総資産、市場価値、自己資本、売上高、当期利益、役員賞与は百万円、残余利益は円、その他は比率

統計量はすべてメデアンである。

- 6 (1)式に加えて、残余利益を当期利益から役員賞与を差し引いた数値(NI-BN)に差し替えたモデル(下記(2)式)も使用したが、結果はほとんど同じであった。ただしこのモデルには理論の裏付けがない(Lee(1999))。

$$P_{it} = \alpha_i + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 (NI-BN)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

(1)式における係数が基準年の前後で変化したかどうかについて、研究対象の426社についてそれぞれ検定を行った結果が第3-2表である。

表3-2 Chow検定の結果

パネル A: 25年間すべてを用いた分析						
基準年	残余利益			当期利益-役員賞与		
	p 値平均	p 値 med	obs.	p 値平均	p 値 med	obs.
1979	0.748	0.828	7	0.740	0.832	8
1980	0.678	0.737	12	0.665	0.742	15
1981	0.591	0.644	17	0.561	0.611	25
1982	0.495	0.512	29	0.456	0.467	47
1983	0.374	0.324	64	0.325	0.253	97
1984	0.284	0.187	120	0.234	0.117	149
1985	0.233	0.103	166	0.198	0.065	193
1986	0.185	0.046	221	0.154	0.025	245
1987	0.152	0.022	259	0.133	0.013	265
1988	0.125	0.007	292	0.110	0.005	295
1989	0.119	0.006	297	0.108	0.006	298
1990	0.110	0.005	296	0.111	0.007	287
1991	0.088	0.002	317	0.103	0.007	302
1992	0.076	0.001	328	0.101	0.006	304
1993	0.103	0.008	290	0.149	0.032	243
1994	0.130	0.021	261	0.191	0.063	203
1995	0.144	0.026	249	0.215	0.077	183
1996	0.176	0.053	209	0.247	0.118	153
1997	0.182	0.064	200	0.248	0.130	153
1998	0.248	0.141	138	0.309	0.218	105

パネル B: 1987-92を除いた分析					
残余利益			当期利益-役員賞与		
p 値平均	p 値 med	obs.	p 値平均	p 値 med	obs.
0.153	0.031	240	0.168	0.053	206

パネルAでは、Chow検定を行うことが可能なすべてのサンプル企業と期間の組み合わせについて検定を行った結果が示されている。たとえば、最上列の結果は426社それぞれの「1976-78年と1979-2000年について推定した(1)式の係数がお互いに異なる」という帰無仮説を棄却できる確率の平均(p値平均)、

メディアン (P 値med), と426社のうち5パーセント水準で帰無仮説を棄却できたものの数 (obs.) を示している。平均0.748, メディアン0.828, 5パーセント水準で帰無仮説を棄却できたのが426社中7社という結果は, 1979年前後では会計数値と株価の間の関係に有意な構造変化がみられなかったことを示唆している。⁷ 一方, 1986年以降, 1995年までの間のいずれを基準年とした場合もメディアンは0.5未満であり,⁸ バブル期の前後で会計数値と株価の間に有意な構造変化が起きたことが推察される。

パネルBでは, バブル期 (ここでは1986年から1992年までとした) をはずしたサンプルを用いて, バブル前とバブル後で 会計数値と株価の間の関係に有意な構造変化があったかどうかを検証している。その結果はやはり会計数値と株価の間の関係に有意な構造変化が起きたことを支持している。

4-2 シミュレーションによる会計数値の有用性の期間比較

前項でChow検定によって会計数値と株価の関係について何らかの変化が起きたことは明らかになった。しかし, その変化が (何らかのベンチマークの下で) 「良い」変化であったのか否かは不明である。そこでYaekura (2001a) では, Coopers & Lybrand Academic Advisory Committee (1997) によって提唱された会計基準評価の枠組みを拡張することによって, 近年の会計数値が過去の会計数値よりも企業価値の推定に役立っているかどうかをシミュレーションによって検証した。

ここで使用したモデルはOhlson (1995) で提唱された線形情報ダイナミックス (Linear Information Dynamics, LID) を仮定した企業評価モデルである。Ohlson

7 期間がアンバランスである (3年と22年) ことが影響しているとも考えられるが, 基準年を1998年とした場合 (期間は22年と3年) ではかなりのサンプルで有意な結果が得られていることから考えると, 構造変化がなかったと理解するのが妥当である。

8 平均はやや高め的水準であるが, これは外れ値の影響によるものである。

は、企業の価値(V)がLIDの仮定の下で次のようにあらわされることを示した。

$$V_{it} = BV_{it} + \alpha_1 RI_{it} + \alpha_2 \nu_{it} \quad (3)$$

右辺第三項の ν は現在の会計数値に反映されていないが企業の価値に影響を与える情報(「その他の情報」)をあらわす変数である。また、リスクフリーレートを ρ 、残余利益の持続度を ω とすると、 α_1 は次のように導出される⁹。

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{1 + \rho - \omega} \quad (4)$$

(3)式の右辺は企業価値が会計数値と「その他の情報」によって表わされることを示している。もし ω を推定することができれば、 $\alpha_2 \nu_{it}$ の大小によって会計数値が企業評価に「貢献」する度合いを比較することができるが、時系列によって ω を推定する試みは現在まで余り良い結果が得られていない(Myers (1999), 高橋(2001))。そこで、Yaekura(2001a)は ω をランダムに発生させ、 $\alpha_2 \nu_{it}$ をシミュレーションによって推定することを試みた。

具体的には、まず(4)式を(3)式に代入し、かつVを実際の株価(P)に置き換えることによって次のように $\alpha_2 \nu_{it}$ を表わした。

$$\alpha_2 \nu_{it} = \frac{P_{it} - BV_{it} - \frac{\omega}{1 + \rho - \omega} \times RI_{it}}{P_{it}} \quad (5)$$

そのうえで(5)式のP, BV, RI, ρ に実際のデータを代入し、さらに ω に一様分布(0,1)からランダムに抽出した数値を代入することによって $\alpha_2 \nu_{it}$ を推定する作業を行った¹⁰。この作業を各企業・年度について100回ずつ繰り返し、各年度の $\alpha_2 \nu_{it}$ のクロスセクション統計量を算出した結果が第3-3表である。

9 α_2 も導出されているが、本稿では使用しない。

10 シミュレーションの結果は一様分布の範囲の選択に影響されなかった。

表3-3 シミュレーションによる評価誤差($\alpha_2 v_{it}$)の推定

年	中位点	5% 信頼区間		標準偏差	5% 信頼区間	
		下限	上限		下限	上限
1976	0.44	0.33	0.55	0.27	0.12	0.53
1977	0.49	0.38	0.58	0.23	0.11	0.45
1978	0.49	0.39	0.58	0.23	0.12	0.41
1979	0.56	0.47	0.64	0.17	0.10	0.24
1980	0.49	0.36	0.61	0.21	0.13	0.28
1981	0.49	0.37	0.61	0.21	0.12	0.33
1982	0.42	0.30	0.56	0.25	0.15	0.37
1983	0.46	0.32	0.58	0.25	0.15	0.36
1984	0.56	0.42	0.69	0.23	0.14	0.32
1985	0.58	0.43	0.68	0.24	0.13	0.45
1986	0.63	0.53	0.73	0.19	0.11	0.30
1987	0.67	0.54	0.78	0.21	0.12	0.31
1988	0.74	0.66	0.81	0.13	0.08	0.19
1989	0.76	0.68	0.83	0.12	0.08	0.16
1990	0.74	0.68	0.81	0.11	0.07	0.15
1991	0.67	0.60	0.76	0.13	0.09	0.18
1992	0.53	0.43	0.66	0.21	0.13	0.32
1993	0.52	0.40	0.64	0.21	0.13	0.29
1994	0.55	0.44	0.67	0.19	0.11	0.27
1995	0.44	0.33	0.56	0.30	0.13	0.92
1996	0.54	0.44	0.65	0.21	0.12	0.34
1997	0.37	0.20	0.53	0.28	0.17	0.40
1998	0.18	-0.09	0.40	0.50	0.27	0.84
1999	0.22	-0.12	0.49	0.90	0.34	2.42
2000	0.14	-0.36	0.49	1.05	0.44	2.01

第3-3表ではシミュレーションによって得られた $\alpha_2 v_{it}$ の推定値の年度毎のメディアン、標準偏差、それぞれの5パーセント信頼区間が示されている。¹¹

$\alpha_2 v_{it}$ のメディアンは最近3年間にもっとも低く、約20パーセントになっている。これは最近の会計数値は(ω を推定できれば、という条件付きで)企業価値

11 ブートストラップ法(Efron(1982))を用いて推定した。

の約8割を説明できることを示している。しかし、その一方で $\alpha_2 \nu_{it}$ の標準偏差は近年増大している¹²。これは近年会計数値が(企業評価の目的にとって)不安定であったことを示唆している。

両者をまとめると、近年の会計数値が企業価値を説明する能力は全体として高まったが、個別企業の価値を推定する際に発生する誤差のばらつきはむしろ大きくなった。これが会計数値の有用性という観点から改善なのか改悪なのかは一概に結論づけることはできない。個々の利用者の会計数値に対する期待によってその評価が別れるであろう。

4-3 小括

上述の通り、Yaekura (2001a)は我が国の会計数値の有用性が近年大きく変化したことを裏付けたが、その変化が果たして改善であったのか改悪であったについて結論づけることはできなかった。また、本研究は有用性の変化の原因が会計ビッグバンであったという因果関係を示し得ていない。厳密に言えば有用性の変化と会計ビッグバンがほぼ同じ時期に起きたことを示しているにとどまる。これが2-3項で議論したリサーチ・デザインの問題点に関する実証研究の限界の実例である。

5 おわりに

本章ではマクロ会計政策の評価を実証研究によって行う際に問題となる点についてした。前半の第2節・第3節ではマクロ政策の評価を実際のデータによって実証することは多くの困難が伴うことを指摘し、米国でのマクロ会計政策に関する実証研究の流れを概観した。第4節では筆者の研究を題材にわが国の

12 近年の極めて低い金利水準のため(5)式の右辺分子第3項が大きな数値となりやすいことが原因の一端であるが、それだけでは信頼区間の下限の上昇をうまく説明できない。

会計数値の有用性が会計ビッグバンでどのように変化したかを検証した。

わが国における近年のマクロ会計政策を取り巻く環境は、同時期に多くの会計基準が大きく変更されたという点で世界に類をみない？実証研究のチャンスの宝庫である。本章が、わが国の研究者がこのチャンスを活かして研究成果を海外へ発信するための一助になれば本望である。

引用文献

- Chow, G.C. 1960. Tests for Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions. *Econometrica* 28(3): 591-605(July).
- Collins, D. W., and Dent, W. T. 1979. The Proposed Elimination of Full Cost Accounting in the Extractive Petroleum Industry. *Journal of Accounting and Economics* 1(1): 3-44(March).
- Coopers & Lybrand Academic Advisory Committee. 1997. Evaluating Financial Reporting Standards. *Working Paper*. Coopers & Lybrand.
- Dyckman, T. R., and A. J. Smith. 1979. Financial Accounting and Reporting by Oil and Gas Producing Companies: A Study of Information Effects. *Journal of Accounting and Economics* 1(1): 45-75(March).
- Efron, B. 1982. *The Jackknife, the Bootstrap and Other Resampling Plans*. Philadelphia, PA: Society for Industrial and Applied Mathematics.
- Foster, G. 1980. Accounting Policy Decisions and Capital Market Research. *Journal of Accounting and Economics* 2(1): 29-62(March).
- Kim, D. H., and D. A. Ziebart. 1991. An Investigation of the Price and Trading Reactions to the Issuance of SFAS No. 52. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 6(1):35-47 (Winter).
- Lee, C. M. C. 1999. Accounting-Based Valuation: Impact on Business Practices and Research. *Accounting Horizons* 13(4): 413-425(December).
- Myers, J. N. 1999. Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics. *The Accounting Review* 74(1): 1-28(January).
- 大石桂一 2002 本書 第5章

- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(2): 661-687(Spring).
- 高橋美穂子 2001 会計数値と企業評価モデル：線形情報モデルを用いた企業評価に関する実証研究『会計』159巻5号, pp143-155。
- Yaekura, T. 2001a. The Usefulness of Accounting Information and Accounting Big-Bang in Japan. *Working Paper*. University of Tsukuba.
- 八重倉孝 2001b 会計基準設定と企業評価モデル『会計』160巻2号, pp55-61。
- Ziebart, D. A., and D. H. Kim. 1987. An Examination of the Market Reactions Associated with SFAS No. 8 and SFAS No. 52. *The Accounting Review* 62(2): 343-57(April).

第Ⅱ部 マクロ会計政策の形成過程評価

第4章 アメリカ研究開発費会計の経路依存

1 はじめに

本章は、North [1990] に従って経路依存概念¹を用いて研究開発費会計を考察しようとするものである。経路依存概念は、制度 (institution)² が過去の主観的認識に拘束されていることを示す概念であり、制度変化と制度変化の経路を明らかにする際に用いられる概念である。本章では、経路依存概念を会計制度に適用するにあたり、アメリカの研究開発費会計を取り上げ、「マクロ会計政策の評価」に一つの考察視角を提言する。

研究開発費会計では、特に顕著な問題として、研究開発費の資本化・償却(資本化)と即時全額費用化(費用化)のどちらを採用するかという問題がある。そこで、最初に研究開発費の費用化と資本化が企業と投資家の関係をどのように設計するのかを考える。その上で、アメリカの研究開発費会計における、費用化への制度変更とその後の費用化の経路について考察する。さらに、日本でも1998年(平成10年)3月13日に企業会計審議会より「研究開発費等に係わる会計基準の設定に関する意見書」が公表され、アメリカの研究開発費会計と同じく

1 経路依存には、弱い概念と強い概念がある。「弱い概念では、経路依存は、現在に対する過去の影響として単純に認識される。強い概念では、進化の中で個人や組織が従う固定された経路として考えられる (Magnusson and Ottosson [1997] p.100)」。本章では前者として経路依存を考察する。「経路依存は選択集合を概念的に狭め、そして意思決定を時間的に結びつけるひとつの方法である。それは、過去がきれいに将来を予測するという不可避性のストーリーではない (North [1990] pp.98-99 (竹下訳 [1994] 129頁))。」

2 ここでいう制度 (institution) は、経済学領域の制度である。会計領域では、経済学上の制度は、会計制度と会計実務に分かれることになる。よって、制度変化等の分析は、会計制度と会計実務の変化の双方を分析しなければならないが、本章は、前者を主として検討している。

費用化が採用されることとなった。そこで、日本の研究開発費会計をアメリカの研究開発費会計の延長線上にあるものとして考察を加えたいと思う。

2 研究開発費会計の費用化と資本化の意味

研究開発費の会計処理には、費用化と資本化という二つの処理が存在する。費用化は、研究開発費の全額を発生年度に損益計算書に計上する方法である。資本化は、研究開発費の便益が期待される将来期間にその費用を配分するためにいったん資産計上し、便益の発生期間に償却する方法である。

本章で分析するアメリカの研究開発費会計は、財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board: FASB) が1974年10月に発表した財務会計基準書第2号 (Statement of Financial Accounting Standard No.2: SFAS No.2), 『研究開発費会計 (“Accounting for Research and Development Costs”)』で、即時全額費用化しなければならないと規定されている。この理由の一つは、研究開発費と将来便益との因果関係が一般に実証されていない点にあった³。

ところが、研究開発費と将来便益との因果関係は、SFAS No.2以降の研究で実証されつづけている⁴。たとえば、Lev and Sougiannis [1996] は、研究開発費の資本化が投資家にとって価値関連性 (value-relevance) のあることを証明し、Chambers, Jennings and Thompson II [2000] は、選択的な資本化・償却による方法が全額資本化・全額費用化よりも株価の分布を説明することができる指摘した。

こうした実証研究から研究開発費と将来便益の因果関係が存在していると仮

3 即時全額費用化を採用した理由は、次の五つである。将来便益の不確実性、支出と便益の因果関係の欠如、経済的資源の会計認識、費用の認識と対応、効果情報の有用性である (FASB [1974c] paragraphs 39-50)。

4 Ben-Zion [1978]; Griliches [1981]; Hirschey and Weygandt [1985]; Bublitz and Ettredge [1989]; Shevlin [1991]; Sougiannis [1994]; Lev and Sougiannis [1996]; Chambers, Jennings and Thompson II [2000].

定される。すなわち、研究開発費は、投資家が予測しなければならない便益を生み出しており、決して偶発的な便益を生み出すものではないのである。この仮定は、企業・投資家間における情報伝達システムとしての研究開発費の費用化と資本化にどのような意味を与えるのであろうか⁵。

まず、SFAS No.2が否定した研究開発費の資本化を考える。研究開発費の資本化は、企業が将来便益と対応する研究開発費の原価部分を繰り延べ、研究開発資産(資本)の存在を明示し、研究開発資産を便益の発生期間に償却していく。研究開発費の資本化の場合、研究開発情報に精通している企業が対応計算を行うので、情報劣位となる投資家よりも研究開発費と将来便益の適切な対応が可能である。ただし、企業が資本化を利用した会計的裁量行動⁶に陥る可能性と投資家が企業の会計的裁量行動を懸念する可能性がある。

次に、SFAS No.2が採用した研究開発費の費用化を考える。研究開発費の費用化の場合、企業が将来便益と対応する研究開発費も費用として処理してしまうので、研究開発資産と利益が過小評価されてしまう。よって、投資家は、将来便益と対応する研究開発費部分を繰り延べて、過小評価された研究開発資産と利益を判断しなければならない。

ただし、投資家による研究開発費と将来便益の対応計算は、投資家の財務諸表に対する知識と入手可能な研究開発情報に依存する。特に、インサイダー情報に属する研究開発情報の入手は、企業間競争上の理由から制限されてしまう可能性が高い⁷。このため、投資家が研究開発費と将来便益の対応計算を適切に

5 ここでの議論は、他の要件(研究開発費の定義や開示など)を所与として、資本化と費用化の性質を明確にするために考察を加えている。よって、実際の制度は、より複雑な構造を持つことに注意していただきたい。

6 研究開発費会計の場合、資本化から費用化への変更や償却方法の変更によって会計利益の調整が行われる。このとき、本来損失となる支出が資産にされ、本来資産となる支出が費用となる可能性がある。

7 SFAS No.2の制度化では、研究開発費の追加情報の開示を求めようとしたが、情報が十分に客観的ではないという理由で制度化されていない(FASB [1974c] paragraph 62)。

行うことができない可能性と、企業が投資家の対応計算を考慮せずに、会計利益に対する影響から実体的裁量行動⁸に陥る可能性がある。

このように、研究開発費の費用化と資本化の問題は、研究開発費と将来便益の対応計算を企業と投資家のどちらの視点から行うかという問題であり、同時に会計の機能を決定するものである。資本化は、企業が研究開発費と将来便益の対応計算を行うシステム(企業の対応計算)を意味し、研究開発費と将来便益の対応計算は、会計の機能に含まれる。費用化は、投資家が研究開発費と将来便益の対応計算を行うシステム(投資家の対応計算)を意味し、研究開発費と将来便益の対応計算は、会計の機能から除外される。どちらの会計処理も伝達情報を通じて、企業と投資家の研究開発に関する情報格差を是正する手段であるが、その伝達情報は、新たな情報の非対称性を生じさせる。

すなわち、資本化の場合には、企業の対応計算が適切であるかどうかという点、費用化の場合には、投資家の対応計算が適切であるかどうかという点から企業と投資家の間に情報の非対称性が生じてしまう。その結果、資本化から生み出される情報の非対称性は、企業の会計的裁量行動によって投資家を誤導する可能性を秘めている。逆に、費用化から生み出される情報の非対称性は、企業の実体的裁量行動によって企業の研究開発活動に影響を与える可能性を秘めている。

こうした特徴のある研究開発費会計に対して、SFAS No.2は、費用化を選択することになった。つまり、SFAS No.2は投資家が研究開発費と将来便益の対応計算を行うシステムを選択し、会計がその対応計算機能を放棄したことを意味する。では、SFAS No.2は、なぜ投資家の対応計算を採用するに至るのであ

8 研究開発費会計の場合、研究開発支出の増減によって会計利益の調整が行われる。このとき、将来便益が高い研究開発計画が実行されない可能性と将来便益の低い研究開発計画が実行される可能性がある。特に、資本化できないことは、マクロ経済現象に影響を及ぼす研究開発支出の削減をもたらす可能性がある。詳細は、Horwitz and Kolodny[1980]、岡部[1994]などを参照せよ。

ろうか。この原因を考える際には、単に資本化・費用化という会計情報の意味を考えるだけでは不十分である。そこで、経路依存概念を援用して、研究開発費会計を分析したいと思う。

3 アメリカ研究開発費会計の経路依存

このセクションは、North [1990] の制度変化の理論に従って、アメリカの研究開発費会計に見られた制度変化と制度変化の経路を明らかにする。制度変化の分析では、制度を形成する人々の主観的認識を明示しなければならない。この主観的認識は、新古典派経済学の人の行動規範を示す「相対価格の変化」に加えて、「人々の知覚を形成するアイデアとイデオロギー」によって引き起こされる⁹。さらに、制度変化の解は、制度の収穫逓増という特性と不完全な市場という2つの力によって継続する¹⁰。

以下では、SFAS No.2の発表時における企業と投資家の主観的認識を描写すると同時に、その他の要因がSFAS No.2の発表に作用しているかどうかについても検討を加える。その結果、アメリカ研究開発費会計の経路依存を明らかにする。

3-1 アメリカ研究開発費会計の制度変化

3-1-1 大企業と洗練された投資家の均衡としての費用化

SFAS No.2以前においては、研究開発費会計に関して資本化と費用化の選択適用が可能であった。この実務は、SFAS No.2設定に大きな影響を及ぼした可能性が高い。では、その実務はどのようなものであったのか。まず、企業から考察し、次に投資家を考察してその均衡を明らかにしよう。

9 North [1990] p.86(竹下訳[1994]113頁); 赤澤他[1998]148-149頁。

10 North [1990] p.95(竹下訳[1994]124頁)。

まず、企業にとっての研究開発費会計の意味を考える。他の条件を一定とすれば、研究開発費の資本化は、資産を過大表示させ、当期の利益を増大させる。その一方で、研究開発費の資本化は、研究開発費の償却によって将来の利益を圧迫する不確実性を生じさせる。逆に、研究開発費の費用化は、資産を過小表示させ、当期の利益を減少させる。その一方で、研究開発費の費用化は、現在に費用化するために将来の利益を圧迫する恐れはない。

さらに、アメリカでは1954年の内国歳入法 (Internal Revenue Code, Sec. 174 (a))¹¹により、研究開発費を費用化あるいは資本化・償却する選択権が企業に与えられている。しかも、「税務目的のために採用された方法が株主に報告するために用いられた方法と一致する必要はない」¹²ので、財務報告目的と税務目的で別の会計基準を用いることができる。

では、企業はどちらの会計処理を選択していたのであろうか。大企業と小企業で異なる傾向が観測されている。すなわち、大企業については、1930年代頃から費用化傾向の強いことが指摘されており¹³、より小規模な企業については、資本化が広く用いられていたことが明らかにされている¹⁴。

また、Shehata[1991]の研究は、資本化企業(OTC 企業67社+上場企業54社)と費用化企業のコントロール・サンプル(250社)に対して、会計選択についてのプロビット分析を行っている。その結果、資本化企業は小規模・高い負債比率を有し、研究開発支出と利益のヴォラティリティが高く、研究開発活動に対して利益のかなりの部分を費やす企業であると、Shehata[1991]は指摘している¹⁵。これは、利益調整のために研究開発費会計の選択が行われている結果を示

11 実際には、1954年の内国歳入法 (Internal Revenue Code, Sec. 174(a))が税務目的に試験研究費の費用化を認めたこと(それまでの司法判決は繰延を支持)が研究開発費の資本化・償却の会計実務に決定的な打撃を与えた(Gellein and Newman[1973] p.20, 植野編[1982]72頁)。

12 Johnson[1967]p.165.

13 Drebin[1966]p.414; Johnson[1967]p.165; Gellein and Newman[1973]pp.15-78; FASB[1974d]pp.41A-44; Miller, Redding and Bahnsen[1999]p.122.

14 San-Miguel[1975]; Shehata[1991].

している。

では、多くの大企業が費用化を選択する理由は何であろうか。Orton and Brandish [1969]の調査では、企業は(1)保守主義な財務慣行、(2)所得税法の任意規定、(3)研究開発支出の安定性、(4)原価処理の利便、(5)提供される情報の有用性をあげている¹⁵。この見解をShehata [1991]の実証研究と比較すると、大企業ほど税コスト等の政治コストの節約から費用化を選択するという事実や、研究開発支出のヴォラティリティが高いほど資本化を選択しがちであるという事実と一致する。また、所得税に関しては、Drebin [1966]が「企業の税負債を最小化するという税目的のために現在支出を費用として処理することが通常有利である¹⁷」と指摘している。さらに、研究開発費の安定性に関しては、Dukes [1974]が研究職員への投資のために費用化企業49社の研究開発支出が安定していることを指摘している¹⁸。

実際、大企業による費用化の実務傾向は、SFAS No.2の設定過程にも確認されている¹⁹。たとえば、General Electric社は、討議資料(Discussion Memorandum)に対するPosition Paperで次のように述べている。

「我々は、研究開発費がコストの発生する会計期間の経営成績(operating results)に計上されるべきであると強く勧告する。この処理を勧告する理由は、次の三つである。(1)研究開発活動の高い割合が財やサービスの生産収益を生じさせないと一般的に認識されているということ。(2)我々の経験では、

15 Shehata [1991] pp. 775-777.

16 Orton and Brandish [1969] pp. 34, 42.

17 Drebin [1966] p. 414.

18 Dukes [1974] pp. 55-57.

19 ただし、DMへのPosition Paperでは、選択的資本化を支持する企業が多い。費用化を支持する企業が12社に対して、選択的資本化を支持する企業が21社である。これは、資本化企業だけではなく、費用化企業や公益企業からも選択的資本化を支持する傾向があったことに起因する。しかしながら、公開草案の即時全額費用化要求に対する反対は、小企業および公益企業を除けばほとんど存在しない。

市場性のある財・サービスが実際に生じる活動でさえ、研究開発を償却する期間に(生産収益が)必ずしも認識できないこと。(3)実務において、大多数の企業が一致して適用してきたという事実は、このアプローチの妥当性の証明であること。²⁰」

これに対して、投資家は、研究開発費会計をどのようにみていたのであろうか。企業と同様に、SFAS No.2以前の状態から考察することにする。Orton and Brandish[1969]の研究では、財務アナリストへのインタビューが行われている。このなかで、財務アナリストは、研究開発費の会計処理について次のように述べている。

「財務アナリストは、収益と費用の適切な対応についての会計人の関心に興味をなさそうである。その代わりに、支出年度に費用化された研究開発費の全額をみることを明らかに選好する。なぜか。このアプローチは、経営者によって行使される裁量について問題を生じさせない。アナリストは、経営者が適切に資本化しているのか、年度間の利益を平準化しようとするのではないのかと、資本化の選択肢に疑念をもつ傾向がある。²¹」

このように、企業が適切な資本化を行っているかどうかという点に高い疑念が存在したことがわかる。さらに、研究開発費の開示に対しても投資家の不満が見られた。この点については、同じくOrton and Brandish[1969]の調査²²やForbes誌の「Missing Dimension」という記事²³においても明らかにされていた。これは、研究開発費に対する開示規制がForm 10-Kの中にも存在しなかったか

20 FASB[1974a]p.396. 括弧内は筆者が加筆した。

21 Orton and Brandish[1969]p.34.

22 Orton and Brandish[1969]p.34.

23 Forbes Magazine, May 15 1970, pp.200-203.

らである。事実、Orton and Brandish [1969] の150社の損益計算書に関する調査では、研究開発費を財務諸表内で取り扱っていない企業が121社にのぼった。²⁴

研究開発費の開示に関しては、1970年以降、Form 10-K内で次第に改善されていくことになる。²⁵そして、こうした研究開発費会計の改善は、SFAS No.2の設定へと続くことになる。SFAS No.2の設定過程の中でも、同様に研究開発費の資本化に対する疑念が明確にされている。それは、FASBが行った財務アナリストや銀行家へのインタビューと公聴会での意見表明である。

その中では、比較可能性のある研究開発費の分類が主張されると同時に、研究開発費の資本化に対する疑念が明らかに表明されている。以下の表現である。

「1973年において投資社会 (investment community) は、どんな繰延開発費も偏見の目でみており、そのようなコストからの便益が確実にゼロであるという高いリスクをほとんど無意識に想定している。」²⁶

「投資家は、研究開発を資本化する企業よりも研究開発を費用とする企業を一般的に信頼する。」²⁷

「銀行家は、伝統的に貸借対照表の繰延コストを疑い、分析目的でそのようなコストを留保利益に対して即時費用化する。」²⁸

24 Orton and Brandish [1969] p.34.

25 まず、「証券取引委員会 (Security Exchange Commission: SEC) は、1970年以降、Form 10-K, Item 1 Businessの『企業の記述 ("description of the business")』セクションで研究開発費の開示」を要求している (Vigeland [1981] p.314)。さらに、1972年には、会計連続通牒第125号 (Accounting Series Release No.125) 「Regulation S-X に対する改正の採用通達 ("Notice of Adoption of Amendment to Regulation S-X")」を通じて、研究開発費についての開示要件が拡大することを通達している (SEC [1972]; Quinn [1972] p.66)。

26 FASB [1974d] p.34.

27 FASB [1974d] p.37.

28 FASB [1974d] p.40.

さらに、公聴会においても、財務アナリストが研究開発費の費用化に賛成しているという意見が表明されている。²⁹特に、財務アナリスト連合会(The Financial Analyst Federation: FAF)は、次のように研究開発費の会計処理を述べている。

「私は、我々の立場が類似するコスト同様に研究開発の費用化に賛成することを強調したいと思う。アナリストとして、我々は、研究開発支出を資本化し、『ビック・バス(big bath)』と呼ばれてきたもので償却する企業に対処する問題を処理してきた。一見すると、資本化とその償却は、投資家の便益に対して十分に機能してきた状況があるに違いない。私に関心のある例は、すべてよく知られた企業である。そうした企業は、RCAからMemorex, Planning Researchまでに及ぶ。…中略… Leasco社によって出版されるDisclosureと呼ばれるサービスは、SECへの報告を調査し、資本化から費用化へと移行した一連の企業を挙げた。その結果は、たいいてい投資家にとって損失となる株式価格の即時の値下がりがあった。すなわち、初期投資家(initial investors)は、この即時費用化で初期期間(early period)時における投資評価損失によって損害を被る。この主張の他には説得力がない。資本化に対する別側面からの主張は、小規模・開発準備段階企業に対する資金調達
の欠乏がおこるであろうというものである。ここでもまた、アンダーライターあるいはベンチャーキャピタルの投資家は、確実に資本化のバールを見抜き、資金を投入する状況を理解するに十分な見識がある。結局、私は、…中略…

29 投資家が研究開発費の費用化に賛成することを示す資料として、公聴会におけるArthur Andersenの発言がある。このなかで、82%のアナリストが研究開発費の資本化・償却よりも十分な開示で発生時に費用に計上されることを望むと指摘している。これは、1972年のOpinion Research Corporationによっておこなわれた総計1,151人への財務アナリスト認識調査の要約であった。このインタビューの質問の一つが「十分な開示のある、発生時に費用に計上された研究開発費と任意期間にわたって資本化・償却された研究開発費のどちらを好みますか」であった(FASB[1974b]p.87)。

我々がより大きな不確実性を処理し、同じく支出を便益に関連づけることがとても難しいと考えられるので、今朝の議論にあるコストの費用化を選択すべきである³⁰と考える。」

このように、財務アナリストは、研究開発費の資本化とその将来の不確実性の増大に注目していた。また、アナリストと同様の見解は、*The Wall Street Journal*にも見受けられる³¹。研究開発の将来の不確実性は、一般にSFAS No.2が主張するような研究開発費の失敗率の高さから認識される³²が、資本化企業が償却時に「ビッグ・バス」を起こすことで認識されたとも考えられる。その結果、投資家は、研究開発費の資本化に対する疑念(企業が適切な対応計算を行っていないという点)を認識していたと考えられる。

上記で大企業と財務アナリストのような洗練された投資家について考察してきたが、両者ともに研究開発費の費用化を選好していたことが明白である。大企業は、すでに税目的等から費用化を選択していた。投資家は、経営者の研究開発費の資本化に疑念を抱いており、研究開発費の定義と開示要件の設定を望んでいた。その結果、投資家が研究開発費と将来便益の対応計算を行うシステムが構築されたと考えられる。

この仮説を立証するものとして、Dukes [1974]の研究が有用である。Dukes [1974]は、1960年から1968年までの52社についての証券価格と研究開発費の費用化方針との関係を調査している。その調査は、投資家が研究開発費の費用化を資本化へと調整していることを指摘した³³。これは、SFAS No.2以前に、投資

30 FASB [1974b] pp.106-107.

31 "In practice, deferring research outlays has on occasion shocked stockholders with huge, unexpected writeoffs when a company finally decides to 'bite the bullet' and charge off the accumulated costs of a project that didn't pan out." *The Wall Street Journal*, Monday, June 10, 1974, p.18.

32 FASB [1974c] paragraphs 39-40.

33 この研究は、1960年から1968年までの52社について報告利益/普通株式の市場価値と研究強度(研究開発費/利益)の関係を調査している。

家が研究開発費と将来便益の対応計算を行うシステムを構築していたことを示す。そして、SFAS No.2は、投資家の対応計算を正式採用した結果であり、開示を妨げる資本化³⁴を否定し、統一的な定義によって各年度の研究開発支出を公表させることにあった。

このように、費用化・資本化の選択適用時において、企業が費用化を選好したこと、および投資家が企業の資本化に疑念を持ったことによって、SFAS No.2が設定されるに至った。では、投資家の対応計算が適切であるかどうかという問題は、まったく存在しなかったのでしょうか。この点について、続いて考察したいと思います。

3-1-2 小企業と洗練されていない投資家の均衡としての資本化

上記で示したように、企業の対応計算が適切であるかどうかという問題は、SFAS No.2を費用化へと至らせたと推測される。では、投資家の対応計算が適切であるかどうかという問題は、存在しなかったのでしょうか。

この問題は、特にSFAS No.2以前から資本化を採用していた小企業に存在する可能性がある。小企業(特にハイテク企業)は、高度に外部資本(特に持分)に依存しており、しかもそうした資金調達源が「洗練されていない投資家」であるということにある³⁵。さらに、たとえ「洗練された投資家」が研究開発費と将来便益の適切な対応計算が可能であったとしても、債務契約などは、一般に受け入れられた会計原則に従って判断されるために、企業と投資家の間に情報の非対称性が生じるかもしれない。

では、投資家の対応計算が適切であるかどうかという問題は、小企業にどのような影響をもたらすのでしょうか。それは、SFAS No.2が資本化企業の研究

34 FASBの行ったインタビュー調査のなかで、Norr氏は、研究開発費の資本化は、測定処理の効果のみならず、開示による影響からも排除が望まれるべきと述べている(FASB[1974d]p.38)。

35 Horwitz and Kolodny [1980] pp.47-51; Horwitz and Kolodny [1981] pp.252-253.

開発費を削減させたと主張する実証研究によって確認されている³⁶。特に、Horwitz and Kolodny [1980, 1981]は、SFAS No.2が小企業、特に小規模ハイテク企業に対して研究開発支出を減少させたと主張している。すなわち、研究開発費が費用化されることで、投資家による企業の再評価あるいは経営者による投資家行動の洞察を引き起こし、経営者が研究開発支出を減少せざる得なくなったという主張である³⁷。この原因は、投資家が研究開発費と将来利益の対応計算を行わないか、あるいは企業が投資家の対応計算を適切ではないと判断した上で、研究開発の意思決定を行うことにある。

これらの見解は、ベンチャー産業のスポークスマンや小企業の経営者の公聴会における証言からも裏付けされる³⁸。特にPosition Paperでは、小企業を中心とした費用化に対する次のような反対意見が述べられている³⁹。

「1. …開発費が初期ベンチャーの利益に対して即時費用計上されたとき、ベンチャーの成功あるいは失敗を測定することは不可能である。…中略…
3. 成長産業の報告利益に対する拡張費(expansion cost)のインパクトを考慮しなければならない。…中略…もし総ての拡張費と開発費が費用化されるならば、急速に成長をとげる企業は、初期に押し下げられた利益を表示し、その後、その拡張活動の成果から過大評価された将来利益を表示するであろう。おそらく、これは、投資家が株価収益率の高い成長企業の隠れた価値を認識する理由であるが、これが良き会計(good accounting)であろうか？」

36 Dukes, Dyckman and Elliott [1980]; Horwitz and Kolodny [1980, 1981]; Elliott, Richardson, Dyckman and Dukes [1984]; Baber, Fairfield and Haggard [1991]; Shehata [1991].

37 この点の他に、外部資本提供者と経営者の契約関係、社債契約条項(bond indenture agreement)と経営者の報酬契約(compensation contracts)が一般に受け入れられた会計原則に従って判断される。そのために、SFAS No.2による変更がこれらの契約に対して影響を与えるために、研究開発費の減少が生じるとも主張されている。

38 Horwitz and Kolodny [1980] p.43; Horwitz and Kolodny [1981] pp.252-253.

39 即時全額費用化に反対する企業・企業団体は、29社存在する。

(Marriott Corp.)。⁴⁰」

「会計基準は、収益と費用を適切に対応させるために、適切な場合、十分に明確な開発プロジェクト支出を資本化・償却するという十分な柔軟性を経営者と監査人に与えるべきである。公開草案は、最初の頃、監査人の職務を大きく単純化し、保守主義な報告 (conservative statement) へと誘導するかもしれないが、草案によって、後に望ましくない頻繁な利益の過大評価が多く生じ、おそらく設立された企業が一株あたり利益を維持するために新しい開発プロジェクトを諦める原因となる (National Venture Capital Association)。⁴¹」

上記の小企業の主張は、投資家の対応計算が適切ではないために、小企業の研究開発が影響をうけることを訴え、企業が研究開発費と将来便益の対応計算を行わなければならないことを主張している。ただし、小企業が資本化を選択した場合に適切な期間損益計算を行うことを保証しているわけではないことに注意を払う必要がある。

こうした投資家の対応計算が適切であるかどうかという問題があるにもかかわらず、SFAS No.2は、なぜ費用化を採用したのであろうか。これは、資本化 (企業の対応計算) によって生じる情報の非対称性の方がきわめて大きかったからであろう。では、その理由は、何であろうか。以下の小企業の発言が大きなヒントを与えてくれるだろう。

「提案された変更 (公開草案) は、研究開発費の資本化という選択肢を乱用する少数の企業をコントロールするために、大多数の小企業を不利な立場へと追い込むであろう (Thetford Corp.)。⁴²」

40 FASB[1974a]pp.21-22.

41 FASB[1974d]pp.584-585.

42 FASB[1974d]p.170. 括弧内は、筆者が加筆した。

「大多数の大企業は、現在研究開発費を費用化しており、FASBが残りの5%の大企業に遵守させる決定の結果として小規模研究開発企業を不利な立場へ追い込むように思える (American Association of Small Research Companies)。⁴³」

この発言は、資本化大企業がSFAS No.2を導いたことを示している。この点を検討するために、資本化大企業に考察を加えていくことにする。

3-1-3 資本化大企業と政治上の均衡としての研究開発費会計

上記では、大企業と「洗練された投資家」および小企業と「洗練されていない投資家」について考察してきたが、ここでは、例外的な資本化大企業を考察する。ここに、資本化(企業の対応計算)によって生じる情報の非対称性の方が重大であった理由とSFAS No.2のもつ政治的側面が存在する。まず、これらの企業群を明らかにしよう。次頁に示す表は、1973年度*Fortune*500上位250社のうち238社の会計方針を調べた結果である。⁴⁴

この表からわかるように、資本化大企業には、耐久資本財産業が多く、その中でも航空宇宙産業に関連する資本化が多いことは、注目に値する。この中で、きわめて巨額の研究開発費を資本化していた企業として、Lockheed社とMcDonnell Douglas社をあげることができる。⁴⁵特に、McDonnell Douglas社は、*The Wall Street Journal*の公開草案発表時の記事において、貸借対照表の資産と

43 FASB[1974d]p.160. 括弧内は、筆者が加筆した。

44 各社の年次報告書は、神戸大学経済経営研究所経営文献分析センター所収のものを利用した。

45 1973年度において、Lockheed社は、総資産(1,854,525,000ドル)の約22%にあたる418,000,000ドル、McDonnell Douglas社は、総資産(2,503,339,898ドル)の約19%にあたる476,256,409ドルの航空機開発費を繰り延べていた。繰延研究開発費を確認することができた他の企業(7社)は、総資産の1%以下である。また、Loudner and Behn[1995]によれば、SFAS No.2の採用効果(控除研究開発資産/期首資本)が10%以上になるのは、Lockheed社(15%)、McDonnell Douglas社(10%)、Horizons Research(35%)、Applied Data Research社(22%)のみである。

第4-1表 研究開発費の資本化企業(Fortune 500上位250社のうち238社について)

SICコード	企業名	二桁産業分類	繰延対象
3720	Rockwell International Corp.	Transportation Equipment	商業用航空機の開発費
3720	McDonnell Douglas Corp.	Transportation Equipment	商業用航空機の開発費(DC-10)
3720	Lockheed Aircraft Corp.	Transportation Equipment	商業用航空機の開発費(Tri-Star)
3710	Signal Co., Inc.	Transportation Equipment	航空機タービン・エンジンの開発
3720	General Dynamics Corp.	Transportation Equipment	製品開発費(商業情報および電気通信製品)
3720	Avco Corp.	Transportation Equipment	航空機エンジンの開発費
3570	Sperry Rand Corp.	Machinery, except Electrical	顧客との契約によるコンピューター・システム
3520	Walter Kidde & Co., Inc.	Machinery, except Electrical	研究開発費
3570	Control Data Corp.	Machinery, except Electrical	製品・ソフトウェア開発費
3010	Goodyear Tire & Rubber Co.	Rubber and Misc. Plastic Products	研究開発費
3010	B.F. Goodrich Co.	Rubber and Misc. Plastic Products	棚卸資産に混入されていた研究開発費
3660	Western Electric Co.	Electric and Electronics	開発費及びエンジニアリング費用
3630	White Consolidated Industries Inc.	Electric and Electronics	重大な新製品開発支出
3350	Anaconda Co.	Primary Metal Industries	研究開発費
3310	Chromalloy American Corp.	Primary Metal Industries	研究開発費
3830	Xerox Corp.	Instruments and Related Products	Rank-Xerox社の繰延開発費
3810	Honeywell, Inc.	Instruments and Related Products	ハードウェア・エンジニアリングと製品開発費
2840	Avon Product, Inc.	Chemical and Allied Products	研究開発費
3240	Lono Star Industries Inc.	Stone, Clay, and Glass Products	開発支出
5090	Occidental Petroleum Corp.	Wholesale Trade-Durable Goods	研究開発費
2410	Weyerhaeuser Co.	Lumber and Wood Products	新製品・新技術に生じたコスト

*この表は、主に74・75年にSFAS No. 2に従って会計処理を修正する企業から作成した。

して5億ドル近くの繰延開発費が存在する企業として例示されている。⁴⁶

また、過去の航空機会社による研究開発費の資本化では、General Dynamics社が1960年代初頭に同じく航空機開発で多額の研究開発費を繰り延べており、当時において過去最高額のビッグ・バスを引き起こしている。⁴⁷ こうした巨額の資本化とビッグ・バスは、投資家からみれば、企業が研究開発費と将来便益の適切な対応計算を行っていないという認識を拡大させることも意味する。

では、このような研究開発費の巨額の資本化がなぜ行われていたのであろうか。Lockheed社のコンサルタントであり、Task Forceの一員であったDudley E. Browne氏は、公開草案の「企業外部者によって直接支払いを受けない研究開発」が費用化されることに対して、Position Paperで次のような意見を述べている。

46 The Wall Street Journal, Monday, June 10, 1974, p.18.

47 Miller, Redding and Bahnson [1999] p.122 (高橋訳 [1989] 118頁).

「私の第一の関心は、[公開草案の] Paragraph 13, 『企業外部者によって直接支払いを受けない研究開発費は、全額発生時に費用化しなければならない』ことにある。公開草案の正当化は、航空宇宙産業の商業航空機生産に適合しないと考える。さらに、私は、公開草案のこの規定が採用されると、アメリカの商業輸送生産が経済的に実行できなくなり、外国の政府融資ベンチャーに取り残されることを議論する。これが望ましいかどうかは、政治的問題である。この問題の解決は、私がか中立であるべきと考えている会計によって押しつけられないべきである。これらは、強弁な主張であるが、アメリカの超音速旅客機計画の経済側面に直面してきた人々がこのような経済的認識を受けけることは、このリスクを最も明確にさせる。⁴⁸」

この発言は、Lockheed社やMcDonnell Douglas社の資本化が航空機生産目的という政府と企業の均衡であったことを示す。Browne氏の具体的な主張は、次の通りである。⁴⁹ 研究開発費の資本化が失われることで、航空宇宙産業は、巨額の損失を生じさせることになり、その損失を相殺するための追加資本が必要となる。この追加資本は、既存の顧客から引渡前融資(predelivery financing)で行われるために、利益が発生しない。そのために、航空宇宙産業は、最も不利な資本市場で最も高いコストで追加資本を集めなければならない。その結果として、公開草案は、アメリカの航空機生産に決定的なダメージを与えると主張したのである。

一見したところ、SFAS No.2は、航空機生産による研究開発費の資本化の必要性を無視して、費用化を強制したように見える。しかしながら、Briloff[1976]は、SFAS No.2を「ロッキード救済声明(Lockheed Salvation)」であると主張している。この顛末を明らかにするために、SFAS No.2発表以前と発表以後の

48 FASB[1974d]p.310.

49 FASB[1974d]pp.315-316.

連結情報に注目したい。その内容をまとめると、次のとおりである。

第4-2表 研究開発費修正前のLockheed社の連結財務情報(単位100万ドル,単位以下四捨五入)

	売上高	純利益	研究開発費	株主持分	棚卸資産	配当総額	長期債務
1966	\$ 2,085	\$ 58.9	\$ 36	\$ 318	\$ 286	\$ 24.5	\$ 17
1967	\$ 2,336	\$ 54.4	\$ 64	\$ 350	\$ 275	\$ 24.6	\$ 140
1968	\$ 2,217	\$ 44.5	\$ 85	\$ 371	\$ 286	\$ 24.7	\$ 138
1969	\$ 2,075	\$ -32.6	\$ 47	\$ 321	\$ 500	\$ 19.1	\$ 336
1970	\$ 2,536	\$ -86.3	\$ 42	\$ 235	\$ 694	\$ -	\$ 584
1971	\$ 2,852	\$ 15.4	\$ 33	\$ 250	\$ 851	\$ -	\$ 708
1972	\$ 2,473	\$ 16.2	\$ 33	\$ 266	\$ 1,066	\$ -	\$ 761
1973	\$ 2,757	\$ 16.8	\$ 39	\$ 283	\$ 1,292	\$ -	\$ 853

第4-3表 研究開発費修正後のLockheed社の連結財務情報(単位100万ドル,単位以下四捨五入)

	売上高	純利益	研究開発費	独立RD	株主持分	棚卸資産	長期債務
1970	\$ 2,536	\$ -188	\$ 184	\$ 42	\$ 32	\$ 373	\$ 584
1971	\$ 2,852	\$ -39	\$ 126	\$ 33	\$ -8	\$ 437	\$ 708
1972	\$ 2,473	\$ -7	\$ 86	\$ 33	\$ -15	\$ 609	\$ 761
1973	\$ 2,757	\$ 18	\$ 63	\$ 39	\$ 3	\$ 835	\$ 853
1974	\$ 3,279	\$ 23	\$ 50	\$ 42	\$ 27	\$ 893	\$ 832
1975	\$ 3,387	\$ 45	\$ 51	\$ 46	\$ 75	\$ 891	\$ 813
1976	\$ 3,203	\$ 39	\$ 60	\$ 54	\$ 167	\$ 832	\$ 661

*この資料は、年次報告書の連結ハイライトから作成した。

上表からわかるとおり、1970年から1973年までの純利益・研究開発費・株主持分・棚卸資産の数値は、研究開発費修正前後でまったく異なっている。特に、修正後の1971年と1972年では、債務超過状態に陥っているが、研究開発費を資本化することによって会計的な生存状態⁵⁰を維持していることがわかる。その反面、修正前の財務諸表では、1973年までに研究開発費を含む棚卸資産⁵¹は莫大な額に上っている。このような状況に対して、1974年のSFAS No.2が費用化と同

50 Lockheed社は、C-5Aギャラクシーの削減計画などの軍需契約による損失と1971年2月初めにTri-StarのRB.211推進エンジンを開発していたRolls-Royce社の倒産の結果、実質的な破産状態にあった。このために、1971年8月に議会を通過した「ロッキード緊急救済法」によって、Lockheed社に対して2億5000万ドルという民間融資に政府保証が行われている。しかしながら、会計上は、研究開発費の資本化によって債務超過状態を回避している。

51 Lockheed社は、棚卸資産に研究開発費を計上し、売上とともに費用化していくという方法を採用していた。

時に過年度損益修正を強制した結果、Lockheed社は4億5700万ドルの開発費を1974年以後の収益に配賦させる必要がなくなったのである⁵²。このLockheed社の会計的解決という側面に対して、Briloff[1976]は、SFAS No.2を「ロッキード救済声明(Lockheed Salvation)」とあだ名を付けられても無理からぬものと論じたのである⁵³。

さらに、SFAS No.2は、研究開発費の範囲の決定においても政治的な背景を持つ。特に、政府と企業の研究開発契約とSFAS No.2の公開草案の対立である。SFAS No.2の公開草案は、政府契約を含む「企業外部者によって支払いを受ける研究開発」を規定し、Paragraph 10、12(e)および30⁵⁴は、研究開発活動に明確に関連しない(not clearly related)一般管理費を配分できないと規定していた。

しかしながら、政府と企業の研究開発契約(コスト・プラス契約)では、一般管理費を契約価格決定の許容原価として配分することを認めている。そのために、企業15社⁵⁷は、研究開発費に一般管理費を配分することを求め、政府および監督機関⁵⁹は、研究開発契約への配賦方法を明確にすべきと示唆している。そし

52 Briloff[1976]p.142(熊野他訳[1980]81頁)。

53 Briloff[1976]p.139(熊野他訳[1980]79頁)。

54 本来、この問題は、原価計算基準審議会(CASB)の管轄であり、CASBは、原価の許容性を規定していない。FASBの公開草案は、財務報告を配賦可能性から決定することで、許容原価の存在に実質的な影響を与えるものであった。

55 公開草案では、「企業外部者によって直接的に支払いを受ける研究開発」と「企業外部者によって直接支払いを受けない研究開発」に分離し、定義及び会計処理を規定している。前者については、棚卸資産および受取勘定に記帳されるのに対して、後者については、発生時点で費用化されることになっていた。

56 Paragraph 10は、「企業外部者によって直接的に支払いを受ける研究開発」と「企業外部者によって直接支払いを受けない研究開発」を定義し、Paragraph 12(e)は、明確に関連しない(not clearly related)一般管理費は、研究開発費に配分できないことを示している。Paragraph 30は、研究開発活動に明確に関連しない一般管理費を発生時点で費用化することを求めている。

57 Rockwell International社、Rosemount社、Lockheed社、National Electrical Manufacturers Associations、AT&T社、Avco社、Texas Instruments社、RCA社、Council of Defense and Industry Association、Honeywell社、TRW社、General Dynamics社、Martin Marietta社、Rohr Industries社、Westinghouse Electric社。

て、公開草案が基準書として採用された場合、政府が研究開発契約における一般管理費の一部の支払いを停止するか、あるいは政府が一般管理費会計に一般に受け入れられた会計原則を適用しないことを容認するかのどちらかであることが指摘された。⁶⁰

この経済的帰結のために、SFAS No.2は、Paragraph 2で「企業外部者によって支払いを受ける研究開発」を基準書の範囲から除外している。そして、Paragraph 2は、「契約に基づいて支払いを受けることが明らかな間接費」も除外することを明言し、この対立を回避しているのである。

このように、SFAS No.2は、企業と投資家との均衡だけではないことに注目しなければならない。SFAS No.2以前においては、アメリカの航空機生産のために航空機会社の資本化という均衡が存在し、Lockheed社やMcDonnell Douglas社のような巨額の資本化が行われていた。SFAS No.2は、このような資本化の乱用を除去するために費用化を採用するに至るのである。

しかしながら、Briloff[1976]が主張したように、Lockheed社の会計的解決には、過年度損益修正が必要とされたという側面も見逃すことができない。さらに、一般管理費の配賦問題は、SFAS No.2が政府契約の価格決定の影響から研究開発費の規定範囲を変更せざるを得なくなったことを示す。このように、SFAS No.2は、政治上の均衡としても存在していると考えられる。

58 RCA社のPosition Paperによれば、政府側には、公開草案の規定が年間14億ドル（推定平均一般管理費率14%を推定研究開発契約100億ドルに乗じた結果）の節約を可能にするので、一般管理費の除外を歓迎する人々もいることを指摘している（FASB[1974d]p.324）。実際、Honorable William Proxmire上院議員は、「この要件は研究開発活動の原価要素に首尾一貫しており、明らかに一般管理費の除外を拡大させる」と述べ、公開草案が最終草案まで維持されるべきと主張している（FASB[1974d]p.146）。

59 Defense Contract Audit Agency, Civil Aeronautics Board, United States General Accounting Office, U.S. Department of Defense, Federal Government Accountants Association Financial Management Standards Board.

60 FASB[1974d]p.473.

3-2 アメリカ研究開発費会計の制度変化の経路

上記で考察してきたように、SFAS No.2が企業と投資家の均衡ばかりでなく、政治上の均衡としても存在したことを確認した。それは、SFAS No.2が企業と投資家ばかりでなく、航空宇宙産業や政府契約企業群への積極的な配慮でもあったことを示す。

しかしながら、制度変化の分析は、制度が継続する理由を説明しているわけではない。たとえば、航空機会社のような資本化の乱用のために、一時的に投資家の対応計算よりも企業の対応計算にきわめて高度の不確実性が生じていたのかもしれない。もしそうであれば、当時の状況が過度に費用化のほうに傾いただけにすぎず、将来的には費用化(投資家の対応計算)という均衡解は、崩れてしまうかもしれない。

実際、投資家の対応計算が適切であるかどうかという問題が確認されている⁶¹。Lev, Sarath and Sougiannis [1999] は、費用化が採用された結果、利益性(ROE, earning momentum)に比較して高い研究開発成長率の企業(新しい産業と若い企業)が保守的に報告され、低い研究開発成長率の企業(成熟企業)が積極的に報告されるというバイアスの存在を指摘した⁶²。そして、このバイアスによって前者の持分が投資家からシステムティックな過小評価をうけることを実証し、高い研究開発成長率の企業の資本コストが高くなり、高い研究開発成長率の企業の拡大と成長に有害であると主張した⁶³。

また、Aboody and Lev [1999] は、研究開発活動が経営者と投資家の間に情報の非対称性を生じさせる原因となり、経営者が情報の非対称性を利用してインサイダー・ゲインを獲得する傾向を実証した。この一因としてAboody and

61 Lev [2001] pp.93-95では、この種の情報の非対称性として、知識のある投資家に対する異常リターン、無形資産による情報の非対称の拡大、証券のビッド・アスク・スプレッドの増大、資本コストの増加を挙げている。

62 Lev, Sarath and Sougiannis [1999] p.26.

63 Lev, Sarath and Sougiannis [1999] p.37.

Lev [1999]は、金融資産や有形資産の価値変動に関する情報が会計ルールで定期的に報告されるのに対して、研究開発の生産性や価値の変動についての情報が外部者に提供されていないことを指摘している⁶⁵。

このように、費用化が継続することによって、投資家の対応計算に問題が生じているにもかかわらず、なぜ研究開発費の費用化が継続するのであろうか。

この点は、North [1990]によって主張された、制度変化の経路が収穫増増の特性および大きな取引費用で特徴づけられる不完全な市場という二つの力によって形成されることで説明可能と考えられる。ただし、どちらも会計制度に應用するために、North [1990]の主張に改良を加えることにする。

まず、制度がもつ収穫増増という特性を考える。North [1990]によれば、制度にもArthurの自己強化メカニズムが適用可能であることを主張し、制度が収穫増増の特性を持つと主張する⁶⁶。そこで、会計制度にもArthurの自己強化メカニズムを適用し、その関数形態を別にして、会計制度が時間と共に情報の非対称性の減少効果によって強化されていくと仮定する⁶⁷。

この仮定の下では、アメリカ研究開発費会計の費用化という解は、大企業と洗練された投資家の均衡、SFAS No.2の制度解という時間的な変遷を通じて強化されてきたと推測される。つまり、制度の自己強化メカニズムは、投資家の対応計算(費用化)から生じる情報の非対称性を減少させてきたのである。

Arthurの自己強化メカニズムによれば、情報の非対称性を減少させる原因は、次の四つである⁶⁸。

第一に、制度の設定には巨額の創設費用がかかるために、制度のアウトプツ

64 Aboody and Lev [1999]は、この原因として研究開発の独自性 (uniqueness) と組織化された市場 (the absence of organized markets) の欠如、会計ルールをあげている (Aboody and Lev [1999] pp.6-7)。

65 Aboody and Lev [1999] p.7.

66 North [1990] pp.93-95 (竹下訳 [1994] 122-125頁)。

67 会計制度の全体的効率性を定義するのは、きわめて困難である。ここでは、経営者と投資家の情報の非対称性をより減少させることを焦点とする。

68 North [1990] p.94 (竹下訳 [1994] 123-124頁)。

トの増加にしたがって、制度設定コストの単位費用が低下する。具体的には、会計制度の設定には、巨額の費用がかかるために費用化が継続するというものである。

第二に、制度が設定されることで、人々は制度的枠組みの中で行動し、自分たちの機会集合を最大化する知識を学習していく(学習効果)。具体的には、投資家の対応計算が時間と共に洗練され、より適切になっていくというものである。

第三に、制度が設定されることで他のエイジェントたちとの調整が円滑になる点である(調整効果)。具体的には、企業と投資家がお互いに投資家が対応計算を行うという事実を知り、その相互作用によって投資家の対応計算が洗練されていくことを意味する。

第四に、制度は普及することでより一層普及するという期待(適合的期待)が生じる。具体的には、投資家が対応計算を行うという期待がさらに企業と投資家の期待を強化させるのである。

これらの効果は、費用化の制度解(投資家の対応計算)を強化してきたといえる。その結果、Lev and Sougiannis [1996] などの実証研究は、調整済み利益や研究開発資産と株式価格や株式リターンの因果関係を発見したとも解釈することができる。

次に、大きな取引費用で特徴づけられる不完全な市場を考えよう。⁶⁹ここでNorth [1990]の主張を具体化する点として、不完全な市場がどの市場を指しているというかという問題が生じてくる。そこで、企業や投資家は、資本化が存在する株式市場と、費用化のみの株式市場という制度選択で、どちらが情報の非対称性の小さい市場になるかを絶えず判断することになったと仮定する。

株式市場が個人行動の不確実性や環境の複雑性から不完全になるとき、不完

69 ここでいう市場は、特に株式市場を意識するが、本来企業とすべての利害関係者を結ぶ市場のすべてを対象としなければならない。

全な情報のフィードバックとイデオロギーによって修正される、主観的モデルが制度変化の経路を規定してしまう可能性がある。SFAS No.2以前の航空機会社のような資本化の乱用は、投資家に大きな疑念を与え、資本化から生み出される情報の非対称性を大きく拡大させている。すなわち、「企業が研究開発費と将来便益の適切な対応計算をおこなっていない」という投資家の認識は、SFAS No.2設定時から資本化という制度にきわめて大きな不確実性を付加し続けていると考えられる。より具体的にいえば、資本化企業の株式を買えば、後のビッグバスで損失を被るといった過去の実務の認識が会計制度を拘束していることになる。

このようにNorth [1990]の主張を改良した結果、アメリカにおける研究開発費会計の費用化の経路は、自己強化メカニズムと不完全な市場によって形成されていると考えられる。すなわち、自己強化メカニズム(収穫逓増)は、投資家の対応計算によって生じる情報の非対称性を減少させることで、費用化の解を強める。そして、不完全な市場は、企業の対応計算を情報の非対称性の大きくなる制度として認識させることで、資本化の解を弱める。その結果、その当時の制度均衡として誕生したSFAS No.2は、現在まで存続しているのである。

4 日本の研究開発費会計への含意

アメリカの研究開発費会計で考察したように、SFAS No.2は、いくつかの観 pointsの制度均衡として誕生し、さらに自己強化メカニズム(収穫逓増)および不完全な市場の作用によって、その均衡が強化されてきたと考えられる。それは、投資家が研究開発費と将来便益の対応計算を行わなければならないという解を意味する。

日本の会計基準も1998年(平成10年)3月13日に企業会計審議会より「研究開発費等に係わる会計基準の設定に関する意見書」が公表され、アメリカの研究

開発費会計と同じく費用化が採用されることとなった。この意見書では、費用化の選択理由として企業間の比較可能性⁷⁰、将来収益の不確実性、資産計上の要件の困難性をあげている。

しかし、費用化採用の主な理由は、資本化の選択適用さえも排除することによって企業の会計的裁量行動を完全に排除することにより、投資家が企業の対応計算による不確実性を認識してきた結果であろう。また、日本の企業もアメリカと同様に費用化傾向が強⁷¹く、特別な支出の場合のみに資本化を採用するという傾向があ⁷²った。その意味で、費用化の採用は、企業と投資家の実務に適合した形であると考えられる。

では、なぜこの時期に日本の研究開発費会計を制度化しなければならないのだろうか。この問題は、上記の要件からだけでは導くことができない。また、研究開発費の定義および開示要件を整えれば、投資家は、制度として費用化を適用されなくとも研究開発情報を入手することができる。さらに、研究開発費の費用化に強制変更することで、資本化企業は、アメリカ同様に3-1-2で考察したような経済的帰結を受けることにな⁷³る。

では、こうした要因にも関わらず、日本の研究開発費会計は、なぜ変更されたのであろうか。ここで注目すべきは、会計基準の国際的調和化とそれに付随

70 費用化を統一的に採用することは、必ずしも比較可能性を高めるとは言えない。Sunder [1997] p.145 (山地他訳[1998] 201-202頁)によれば、費用化は、形式の同質性を達成するが実態の同質性を確保しているわけでないと言主張し、Chambers, Jennings and Thompson II [2000] pp.1-2によれば、研究開発集約企業と非研究開発集約企業との比較が難しくなることを主張する。

71 研究開発費を繰延する企業は、安達[1970]・植野編[1982]・西澤[1997]・小谷[2001]の研究の中で以下のように示されている。安達[1970]は、1963年の科学技術庁の調査から595社中26%を、植野編[1982]は、1979年のアンケート調査で183社中58社を、西澤[1997]は、1994年6月の調査で171中16社を、小谷[2001]は、1995年6月から1998年2月までの東京証券取引所の第一部・第二部上場企業で104社から111社を見いだしている。

72 植野編[1982] 236頁。

73 櫻井[1999]は、即時全額費用化の強制が産業政策上、研究開発投資の抑制につながることを指摘し、小谷[2001]は、研究開発費会計の基準変更が債務契約を通じて株主に対してコストを課す点を実証している。

する会計基準の対立である。すなわち、選択的資本化を支持する国際会計基準と即時全額費用化を支持するアメリカ基準の対立の中で、日本は、アメリカの研究開発費会計を選択したという事実にある。つまり、戦後の企業会計原則と同じく国際的調和化という政治的圧力は、日本の研究開発費会計を費用化へと変更させ、アメリカの研究開発費会計に同化させようとしている。⁷⁴

その事実、アメリカの研究開発費会計がLockheed社のような資本化の乱用の影響を受けているのに対し、日本の研究開発費会計は、国際的調和化という政治的圧力から形成されていることを明らかにする。

しかしながら、アメリカの研究開発費会計が日本で十分に機能するかどうかは不明である。なぜなら、経路依存概念は、あくまで現在までの制度変化の経路を明らかにし、過去の現在と将来への影響を示すが、将来の完全なストーリーを描くものではない。ここに経路依存概念の限界がある。

ただし、経路依存概念によって、企業と投資家間での費用化と資本化の基本的な対立要素を明らかにすることができた。つまり、投資家の対応計算と企業の対応計算が生み出す情報の非対称性のどちらを押さえ込むかという問題が重要になるという点である。この点が、日本の費用化の経路形成においても重要な点を占めることになると推測される。

5 おわりに

会計の機能は、エイジェント関係の数以上に多岐にわたり、そのエイジェント関係の数以上に会計の機能を規定する観点が存在するであろう。本章では、アメリカと日本の研究開発費会計の費用化と資本化の問題について、企業と投資家の観点から資本化と費用化を定義しながら、外生変数として政治上の観点

74 日本経済新聞2001年8月8日3面によれば、「90年代半ばから海外勢は、日本の会計基準を疑いの目でみるようになった」と記載されている。この点が日本の会計制度に変化をさせる要因になっている。

を加えてきた。

アメリカでは、費用化の要因として、大企業と「洗練された投資家」の均衡、資本化大企業による資本化の乱用が存在した。なおかつ航空機会社への積極的な配慮は、費用化の採用を円滑にしているといえる。逆に、資本化要因として、小企業と「洗練されていない投資家」の均衡、航空機会社による航空機開発のための資本化が存在した。

しかしながら、企業が研究開発費と将来便益の適切な対応計算をおこなっているかどうかという問題が強調され、さらに費用化した場合でも航空機会社への積極的な配慮があったことから費用化が選択されることになった。そして、費用化の決定は、自己強化メカニズム(収穫逓増)および不完全な市場という二つの力によって形成され、費用化が継続する要因となる。

日本では、費用化の採用は、実務に適合した形を採用したと考えられる。これは、企業が研究開発費と将来便益の適切な対応計算を行っていないという点を強調した結果といえる。しかしながら、制度変化の直接要因は、国際的調和化という政治的圧力が働いたことにあり、アメリカ基準の採用は、その事実を明確にさせる。

このように、会計制度の決定は、歴史的要因によって生み出された人々の主観的認識による決定である。アメリカ・日本ともに、費用化要因が資本化要因よりも極度に大きかったことは前述したとおりである。これら要因が費用化への会計政策を決定した。そして、制度変化の経路を形成する原因となる自己強化メカニズム(収穫逓増)および不完全な市場の存在は、費用化という制度の性質を強化・維持させる。

しかしながら、制度の継続要因が存在する一方で、人々の主観的認識を変化させ、制度変化へと導く歴史的要因も存在する。制度の継続要因と制度の変化要因という、二つの力の対立によって、会計政策の経路自体が形成されてきたといえよう。⁷⁵

謝 辞

本稿は、第5回神戸フォーラムの報告を加筆・修正したものです。第5回神戸フォーラムにご出席頂いた諸先生方からの有益なコメントに対して、深く感謝を申し上げます。なお、ありうべき誤謬はすべて、筆者の責に帰するものです。

参考文献

- Aboody, D. and B. Lev, [1999], "R&D and Insider Gain," Working Paper.
- Arthur, W. B., [1998], *Increase Return and Path Dependence in the Economy*, The University of Michigan Press.
- Ayres, C. E., [1944], *The Theory of Economic Progress*, The University of North Carolina Press (一泉知永譯 [1957] 『経済進歩の理論』 文雅堂書店).
- Baber, W. R., P. M. Fairfield and J. A. Haggard, [1991], "The Effect of Concern about Reported Income on Discretionary Spending Decision: The Case of Research and Development," *The Accounting Review* Vol.66, No.4, pp.818-829.
- Ben-Zion, U., [1978], "The Investment Aspect of Nonproduction Expenditures: An Empirical Test," *Journal of Economics and Business*, Vol.30, No.3, pp.224-229.
- Bierman, H. Jr. and R. E. Dukes, [1975], "Accounting for Research and Development Costs," *The Journal of Accountant*, Vol.139, No.4, pp.48-55.
- Briloff, A. J., [1976], *More Debit Than Credits; The Burnt Investor's Guide to Financial Statements*, Harper & Row, Publishers, Inc (熊野実夫・今福愛志・中根敏晴訳 [1980] 「現代企業と不正経理」 マグロウヒル好学社).
- Bublitz, B. and M. Ettredge, [1989], "The Information in Discretion Outlays: Advertising and Research and Development," *The Accounting Review*, Vol.64, No.1, pp.108-124.

75 この点は、旧制度派経済学の二分法(dichotomy)の思考を参考にした。「人類の歴史は、絶えず変化をつくり出そうとする技術のダイナミックな力と変化に抵抗する儀式—身分・社会慣習・伝説の信仰—のスタティックな力との、これら諸要因の果てしない対立の歴史である(Ayres[1944]p.176 (一泉訳[1957]181-182頁))。』

- Chambers, D., R. Jennings and R. B. Thompson II, [2000], "Evidence on the Usefulness of Capitalizing and Amortizing Research and Development Costs," Working Paper.
- David, P. A., [1994], "Why are Institutions the 'Carriers of History'? Path Dependence and the Evolution of Conventions, Organizations and Institutions," *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol.5, No.2, pp.205-220.
- Drebin, A. R., [1966], "Accounting for Proprietary Research," *The Accounting Review*, Vol.41, No.1, pp.413-425.
- Dukes, R. E., [1974], *Market Evaluation of Accounting Information: A Cross Sectional Test of Investor Response to Expensing Research and Development Expenditures*, unpublished Ph.D. dissertation, Stanford University.
- Dukes, R. E., T. R. Dyckman and J. A. Elliott, [1980], "Accounting for Research and Development Costs: Impact on Research and Development Expenditures," *Journal of Accounting Research*, Vol.18, Supplement, pp.1-26.
- Elliott, J. A., G. Richardson, T. R. Dyckman and R. E. Dukes, [1984], "The Impact of SFAS No.2 on Firm Expenditures on Research and Development: Replications and Extensions," *Journal of Accounting Research*, Vol.22, No.1, pp.85-102.
- FASB(Financial Accounting Standards Board), [1974a], *Public Record*, Vol.1, Discussion Memorandum on Accounting for Research & Development & Similar Costs-dated December 28, 1973, part 1 Position Papers Submitted in Respect of Discussion Memorandum.
- , [1974b], *Public Record*, Vol.1, Discussion Memorandum on Accounting for Research & Development & Similar Costs, part 2 Transcript of Public Hearing-Held March 15, 1974.
- , [1974c], *Statement of Financial Accounting Standards No.2*, "Accounting for Research and Development Costs."
- , [1974d], *Public Record*, Vol.11 Statement No.2.
- Gellein, O. S. and M. S. Newman, [1973], *Accounting for Research and Development Expenditures*, An Accounting Research Study No.14, American Institute of Certified Public Accountants, Inc.
- Grief, A., [1997], "Microtheory and Recent Developments in Study of Economic Institution Through Economic History," in D. Kreps and K. Wallis, eds., [1997], *Advanced in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Cambridge

- University Press, Vol.2, pp.79-113.
- Griliches, Z., [1981], "Market Value, R&D, and Patents," *Economic Letter* 7, pp.183-87 (Reprint in Griliches Z., eds., [1984], *NBER Conference Report: R&D, Patents and Productivity*, pp.249-252, The University of Chicago Press).
- Hirschey, M. and J. Weygandt, [1985], "Amortization Policy for Advertising and Development Expenditures," *Journal of Accounting Research*, Vol.23, No.1, pp.326-335.
- Horwitz, B. N. and R. Kolodny, [1980], "The Economic Effect of Involuntary Uniformity in the Financial Reporting of R&D Expenditures," *Journal of Accounting Research*, Vol.18, Supplement, pp.38-74.
- , [1981], "The FASB, the SEC and R&D," *The Bell Journal of Economics*, Vol.12, No.1, pp. 249-262.
- Johnson, O., [1967], "A Consequential Approach to Accounting for R&D," *Journal of Accounting Research*, Vol.5, Autumn, pp.164-173.
- Landesman, M, A. and U. Pagano, [1994], "Institution and Economic Change," *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol.5, No.2, pp.199-203.
- Lev, B., [2001], *Intangibles: Management, Measurement and Reporting*, Brookings Institution Press.
- Lev, B., B. Sarath and T. Sougiannis, [1999], "R&D Reporting Biase and Their Consequence," Working Paper.
- Lev, B. and T. Sougiannis, [1996], "The Capitalization, Amortization and Value-relevance of R&D," *Journal of Accounting & Economics*, Vol.21, No.1, pp.107-138.
- Loudder, M. and B. Behr, [1995], "Alternative Income Determination Rules and Earnings Usefulness: The Case of R&D Costs," *Contemporary Accounting Research*, Vol.12, No 1, pp.185-205.
- Magnusson, L. and J. Ottosson, eds., [1997], *Evolutionary Economics and Path Dependence*, Edward Elgar Publishing Company.
- Miller, P. B. W., R. J. Redding and P. R. Bahnson, [1999], *The FASB; The People the Process and the Politics*(Forth Edition), Irwin/McGraw-Hill, Inc (高橋治彦訳 [1989] 『財務会計審議会—その政治的メカニズム—』 同文館 初版[1986]の訳)。
- North, D. C., [1990], *Institutions, Institutional Change and Economics Performance*, Cambridge University Press (竹下公視訳 [1994] 『制度・制度変化・経済成果』 晃

洋書房).

- Orton, B. B. and R. D. Brandish, [1969], "The Treatment and Disclosure of Research and Development Expenditures," *Management Accounting*, Vol.51, July, pp.31-34, 42.
- Quinn, J. J., [1972], "SEC Highlight: Amendments to Regulation S-X," *Financial Executive*, Vol.40, No.11, pp.64-66.
- Security Exchange Commission (SEC), [1972], *Accounting Series Release No.125*, "Notice of Adoption of Amendment to Regulation S-X."
- Shehata, M., [1991], "Self-Selection Bias and the Economic Consequences of Accounting Regulation: An Application of Two-Stage Switching Regression to SFAS No.2," *The Accounting Review*, Vol.66, No.4, pp.768-787.
- Shevlin, T., [1991], "The Valuation of R&D Firms with R&D Limited Partnerships," *The Accounting Review*, Vol.66, No.1, pp.1-21.
- Sougiannis, T., [1994], "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D," *The Accounting Review*, Vol.69, No.1, pp.44-68.
- Sunder, S., [1997], *Theory of Accounting and Control*, South Western College Publishing (山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原晃訳[1998] 『会計とコントロールの理論』 頸草書房).
- Vigeland, R. L., [1981], "The Market Relation to Statement of Financial Accounting Standards No.2," *The Accounting Review*, Vol.56, No.2, pp.309-325.
- 赤澤昭三・関谷登・太田正行・高橋真 [1998] 『制度経済学の基礎』 八千代出版。
- 安達和夫 [1970] 『研究管理会計—企業におけるR&D管理の一視点—』 中央経済社。
- 伊藤邦雄 [2001] 「無形資産会計の現状と展望」『企業会計』第53巻第1号 40-46頁。
- 植野郁太編 [1982] 『研究開発費会計』 関西大学出版部。
- 岡部孝好 [1994] 「会計情報のブーメラン効果と研究開発支出」『JICPAジャーナル』第6巻第9号 23-27頁。
- 上總康行 [1989] 『アメリカ管理会計史(下巻) 成立期—展開期』 同文館。
- 北村敬子 [1998] 「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」の経緯と概要」『企業会計』第50巻第7号 71-76頁。
- 小谷融 [2000] 「研究開発費・ソフトウェア会計」『企業会計』第52巻第1号 56-62頁。
- 小谷学 [2001] 「会計基準変更の経済的帰結—研究開発費会計のイベント・スタディ—」神戸大学大学院経営学研究科博士課程モノグラフシリーズ No.0108。
- 企業会計審議会 [1998] 「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」。

- 櫻井道晴 [1993] 『ソフトウェア会計—ソフトウェア会計実務指針「案」の解説と実際例—』中央経済社。
- [1999] 「ソフトウェア会計の基準化は何をもたらすのか—日本企業に及ぼすインパクト」『経理情報』 7.1 No.889。
- 徳賀芳弘 [2001] 「国際的承認という『政策目的』」『企業会計』第53巻8号 84-85頁。
- 西澤脩 [1997] 『研究開発費の会計と管理(新五訂版)』白桃書房。
- 西村優子 [2001] 『研究開発戦略の会計情報』白桃書房。
- 山地秀俊・鈴木一水・梶原晃・松本祥尚 [1994] 『日本の企業会計の形成過程』中央経済社。
- 山地秀俊 [1995] 『情報公開制度としての現代会計』同文館。

第5章 会計政策決定に影響を及ぼす制度的要因

－米国の石油・ガス会計基準を手がかりに－

1 はじめに

2001年7月27日、企業会計基準委員会およびその運営母体である（財）財務会計基準機構が設立されたことによって、我が国にも、米国の財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）のような独立・民間の会計基準設定主体が誕生し、これまでの企業会計審議会に代わって会計基準作りを行うことになった。このように会計基準設定のあり方が変われば、設定される会計基準の内容も変わってくる可能性がある¹。そこで本章では、米国の石油・ガス会計基準が形成された過程を手がかりに、規制理論および政治学の立場から会計基準設定に影響を及ぼす制度的要因²を考察する。

米国会計規制史において石油・ガス会計は「会計の政治化」³の典型とされるが、他方でそれは、特定の業種のみに関わる特殊なケースだと言えるかもしれない。しかしながら、だからこそ利益集団化が進むことによって問題が先鋭化

1 もちろん、会計基準の内容も米国型になるとは限らないし、逆に会計基準はすでに米国化していると言えるのかもしれないのだが、会計基準設定プロセスが米国的になることの意味を考えるのは重要であろう。

2 制度の定義は様々であるが、本章における考察の対象としている制度は、慣習などのインフォーマルな制度ではなく、フォーマルな政治制度である。

3 「会計の政治化」については、例えば石川[1990]を参照。また近年でも、企業結合会計をめぐる論争が繰り広げられたのは周知の通りであろう。この問題は連邦議会でも取り上げられ、結局は審議未了に終わったが、持分プーリング法の排除を禁止する法案が下院で提出されている（Peterson[2000; 2001]）。なお、2001年7月5日にFASBは、企業結合の会計処理をパーチェス法に統一し、買い入れのれんは償却せず、減損会計の対象とすることを正式に決定した（<http://www.fasb.org/news/nr070501.html>）。

すること、および石油・ガス会計問題の発端は包括的な政策立法であったことから、その結果として様々な制度的要因が介在してくるため、そこには米国の会計規制の特徴と問題点が端的に表れていると考えることもできる。石油・ガス会計に関する研究は数多く存在するが⁴、会計基準設定よりもさらに高次の議会レベル、あるいは規制機関レベルで「政策決定」を方向付ける要因については、必ずしも十分に明らかにされているとは言い難い。

米国において、会計基準設定を「会計政策決定」すなわち「公共政策決定」と捉える見方は、1973年のFASBの設立以来かなり定着してきたと言えるだろうし、もともとパブリック・セクターに位置づけられる企業会計審議会が会計基準を設定してきた日本においても同様の見方が可能である。しかし、会計政策を「目的－手段－結果」の連鎖の中で捉えたとき、その「政策評価」は決して容易ではない⁶。そこで本章では、マクロ会計政策評価の出発点として、会計政策の「目的」が設定され、それを達成する「手段」としての会計基準が選択される段階に焦点を当てて考察することとし、政策「結果」の評価はひとまず問題としないことにする。

2 規制の理論－規制はどのように説明されるか－

会計規制に限らず、経済的規制および社会的規制は、政策手段の1つである。これまで、規制を説明するうえで様々なアプローチが採られてきたが、Baldwin & Cave [1999] は規制の理論を次の5つに整理・分類している⁷：

- 4 石油・ガス会計を論じた文献は枚挙にいとまがないが、比較的最近の日本語文献としては、例えば星野[1999]および大石[2000a; 2000b]などを参照。
- 5 会計政策の概念については大石[2000b]、第2章を参照。
- 6 この点については、徳賀[2001]を参照。
- 7 Baldwin & Cave [1999]、pp.18-33。なおここで、(1)(2)(3)はそれぞれ、大石[2000b]における「公益理論」「捕囚理論」「規制の経済理論」に対応する。また、大石[2000b]で「規制過程のエージェンシー理論」と呼んだ理論は(4)と(5)の一部が融合されたものである。

(1)公益理論, (2)利益集団理論, (3)私益理論, (4)アイデアの力による説明, および(5)制度理論。

2-1 公益理論 (public interest theories)

これは、規制者は公益を追求するために行動すると考える理論であり、政府の市場介入を「市場の失敗」を根拠として正当化し、望ましい介入あるいは規制ルールのあり方を見いだそうとするものである。このように公益理論は、規制は公益のために行われなければならないという規範性を持っている。しかし、それは同時に、規制は公益のために行われているという現実説明も行っている。こうした規範性と記述性の混在から、この説明の妥当性はかなり疑問視されている。⁸

2-2 利益集団理論 (interest group theories)

Bentley [1908] や Truman [1951] に源流を持つこの理論の基本的なスタイルは、立法措置や政府活動をすべて利益集団の原理で説明することである。公益理論が、規制が公益のためではなく被規制者のために機能している状況を「規制の失敗」と捉えるのに対し、利益集団理論は、そのような状況は、規制者が被規制者の経済力・政治力に屈して「囚われた (captured)」あるいは「征服された (conquered)」結果であると考え。しかし、被規制産業のみが規制機関に影響を及ぼすことのできる唯一の圧力団体だと仮定され、その他の利益集団は視野の外に置かれている点が、その説明力を弱めている。

2-3 私益理論 (private interest theories)

StiglerやPeltzmanといった、いわゆるシカゴ学派を中心に展開されてきたこ

8 公益理論の欠陥については、例えばPosner[1974]を参照のこと。

の理論は、規制を「需要」と「供給」という観点から説明する。規制によって特定の集団に集中的にもたらされるベネフィットがコストを上回るとき、規制獲得行動が起こされる。他方、規制者（政治家や官僚）は、職業の維持または再任、予算の最大化、あるいは退職後の富の最大化といった私的利益に動機づけられているため、金銭的援助やその他の政治的報酬の供与によって個人的な富や権力を増大させてくれる集団に規制を供給する。つまり、規制は市場の失敗を補完するものではなく、私的利益を追求する様々な合理的な個人あるいは集団によって需要され、最大の需要を顕示したものに対して、同じく私的利益を追求する合理的な規制者によって供給される一種の「財」と考えるのである。

このような説明は長い間支配的な地位を保ってきたし、現在でもかなりの影響力を持っている。しかし、規制の「市場」に参加するプレイヤーの合理的行動を制約し、規制を方向付けるような、いわば制度的要因が軽視されていること、規制者がまったく公益を考慮しないという仮定は非現実的であること、などが問題点として指摘されている。

2-4 アイデアの力による説明 (force of ideas explanations)

これは、特定の（とりわけ公益に関する）アイデアがロビイングや啓蒙活動を通じて社会に浸透することによって規制者を動かす、と考える理論であり、経済的利益では説明できない、いわゆる「公共利益運動」による規制政策の変化を説明するために展開された理論である。これは「イデオロギー理論」と呼ばれることもある⁹。確かに、アイデアそれ自体が浸透力や影響力を持ち、規制を動かす要因となることがあるのは事実であろう。しかし、「アイデアの力」

9 経済的（あるいは私的）利益に直接にはつながらない公益的なもの（必ずしも公益そのものではない）を、近年の実証的政治学は「イデオロギー」と呼んでおり、この用語法はかなり定着している。イデオロギーは、社会の一部（または多数）の人々あるいは規制者自身が（個人的・集合的に）定義する「公益」である、と言い換えることもできるだろう。

のみでは規制を十分に説明することはできないため、むしろ、いかなる条件があれば特定のアイデアが経済的利益や市場の力を上回り、規制を動かす原動力となるのか、を明らかにしようとする研究が多い¹⁰。また、イデオロギーと経済的利益などの他の要因とを分離するのが困難であるという難点もある¹¹。

2-5 制度理論 (institutional theories)

これは、政治制度や組織構造などの公式的制度に加えて、手続やルール、あるいは慣習といった広い意味での「制度」の重要性を強調する理論である。建林 [1999] は制度理論を、①構造的制度論、②歴史的制度論、および③合理的選択制度論、の3つに分類している¹²。①構造的制度論は、制度を構造化されたルールの束と捉え、総体としての国家や官僚機構のあり方を強調するとともに、そこから直接的に政策結果が導き出されると考える。他方、②歴史的制度論における制度の定義は論者によって様々ではあるが、概して、制度を「組織構造の中に埋め込まれたフォーマルおよびインフォーマルな手続、ルーティーン、規範、および慣習」¹³といった形で定義することが多い。それはまた、制度が歴史的な産物であることを強調し、そのような制度が人々の行動を拘束・方向付

10 この点については、米国の環境保護政策が形成されてきた過程を、政策ネットワーク論を援用しつつ、イデオロギーのレベルと政策案のレベルで「アイデアの力」を用いて説明することによって、説得力のある議論を展開している久保 [1997] を参照。また「アイデアの政治」については、北村 [2000] も参照のこと。

11 Hall [1997], p.185.

12 以前はThelen & Steinmo [1992] のように、制度理論 (新制度論) を歴史的制度論と合理的選択制度論の2つに分類するのが主流であった。またHall & Taylor [1996] は、社会学的制度論、歴史的制度論、および合理的選択制度論に分類している。制度理論に関する比較的最近の包括的なレビューとしては、Peters [1996; 1999] やWeingast [1996] を参照。また日本語文献では、加藤 [1997]、高橋 [1999]、および宮本 [2001] も参照のこと。

13 Hall & Taylor [1996], p.938.つまり、個人に行為の目標としての「適切さの論理」を与える「枠組み」として制度を捉えているのである。

14 すなわち歴史的制度論は、制度変化は歴史的初期条件に応じて異なった経路をたどる、と考えているのである。これは「経路依存性 (path-dependence)」と呼ばれる。

けすることで特定の政策結果がもたらされると考える。これに対して、米国の連邦議会研究を中心に発展してきた③合理的選択制度論は、いわば行為者の選択肢を規定する「ゲームのルール」と制度を捉え、制度の拘束の中でアクターが合理的に行動することによって特定の政策結果が生じると考える¹⁵。

2-6 小括

このように、規制は「利益」「アイデア」「制度」という3つの要因によって説明されてきたが、現在、規制の理論は「総合化」に向かっていると見えよう¹⁶。その中心にあるのが制度理論である。しかしながら、Baldwin & Cave [1999]が言うように、すべての規制プロセスに関して信頼できる予測をなしうるほどに理論が総合化されると考えるのは、楽観的すぎるだろう¹⁷。制度理論の内容は、より解釈を指向する構造的制度論（あるいは社会学的制度論）から、より経済合理性を指向する合理的選択制度論まで様々で、「中心」といっても「折衷的で雑多な中心（eclectic messy center）」であり¹⁸、多様な理論がひしめき合っているというのが現状である。

3 会計政策決定の構造と連邦議会における法案審議

一般に、米国における会計政策決定の構造は、「連邦議会」「独立規制機関」「民間の会計基準設定機関」という三層構造として捉えることができる。連邦議会

15 さらに合理的選択制度論を細分化することも可能である。例えば、待鳥[1996]によれば、連邦議会に関する研究だけでも、取引コストの存在を強調する「交換理論」、不確実性と情報の非対称性を重視する「情報理論」、およびプリンシパル・エージェント関係を強調する「政党理論」、に細分化されるという。

16 Hall [1997]が言うように、有力な研究はいずれか1つのアプローチを用いるのではなく、他のアプローチを何らかの形で取り入れることによって説明力を増しているのである。

17 Baldwin & Cave [1999], p.32. またLevine & Forrence [1990], p.167も参照。

18 これはWorld Politicsのシンポジウムにパネリストとして出席したEvansの発言である (Kohli et al. [1996], p.2)。

では委員会がそれぞれの政策領域に関する所轄を持っており、通常の場合は¹⁹、上院の銀行・住宅・都市問題委員会 (Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs)²⁰と下院の銀行・金融・都市問題委員会 (House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs)²¹が財務会計問題を政策管轄にしている。これらが独立規制機関である証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) を監督し²²、さらにSECが民間の会計基準設定機関であるFASBを監督する、という形で会計政策が形成される。

しかし、とりわけ特定の規制目的で会計基準が設定される場合には、議会内部の委員会間で、また行政政府内部の省庁間で、さらには独立規制機関の間で政策管轄のオーバーラップが生じることがある。その結果、いうなれば「政策目的」の対立が起こる可能性が出てくるのである。この点を検討する前に、まず連邦議会における法案審議のプロセスを見てみよう。連邦議会における議案の審議は、次のようなプロセスで行われる²³。

- (1) 発案は国民なら誰でも可能だが、立法の発議は議員しかできない。
- (2) 法案は発議された議院で所轄の委員会 (committee) に付託される。
- (3) 委員会はさらに、所轄の小委員会 (subcommittee) に付託し、その後再び委員会で審議する。
- (4) 委員会で承認された法案は当該議院の本会議に上程される。ただし、下

19 委員会や小委員会の名称と政策管轄は会期ごとに異なることが多々あるが、ここでは石油・ガス会計問題が議会で取り上げられた第95議会 (1977-78年) 当時の委員会構成に基づいている。

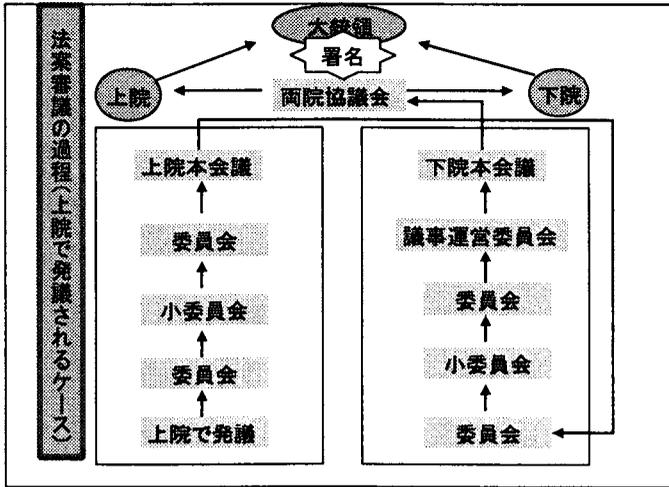
20 とりわけ、証券小委員会 (Senate Subcommittee on Securities) が中心である。

21 金融機関監視・規制・保険小委員会 (House Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance) が中心である。

22 すなわち、SECは内閣レベルの行政府 (つまり大統領府や省庁) からは「独立」しているものであり、法制度上、議会のコントロール下にあるのである。

23 一般に、連邦議会で審議される議案 (measure) には、法律案 (bill)、決議案 (resolution)、表決案 (vote) などがあるが、以下ではこれらをまとめて法案と呼ぶことにする。

24 *Congressional Quarterly Almanac* (1977), 阿部[1993], および藤本[1998]を参考にした。



第5-1図 連邦議会における法案審議プロセス

院に限っては、本会議に上程する前に議事運営委員会で審議議題としての承認を得なければならない。

- (5) 本会議で可決された法案は他方の議院に送付され、同じプロセスを経て修正される。
- (6) 修正された法案は両院協議会（conference）で調整がはかられ、協議案の最終議決が各院で行われる。
- (7) 各院を通過した協議案は大統領に送付され、署名を経て法律になる。

以上が米国連邦議会における法案審議の概略であるが、とりわけその特徴としては、委員会（および小委員会）が所轄の政策領域に関してかなり排他的で大きな権限を持っていること²⁵、党議拘束がかなり緩やかであること、および、

25 もっとも、1970年代までは委員会の果たす役割がかなり大きかったが、1980年代以降になるとその重要性はいくぶん弱まり、小委員会や本会議、あるいは政党の重要性が高まったとされる。この点については、例えば藤本[1998]を参照。

本会議においては点呼投票 (roll-call vote) で票決がなされるのが一般的であること、などを挙げるができるだろう。

4 石油・ガス会計をめぐる動き—クロニクル—

4-1 SFAS第19号の公表まで

1975年12月22日、G. R. Ford大統領の署名を得て「エネルギー政策・保護法 (Energy Policy and Conservation Act: EPCA)」が制定されたことにより、緊急用の備蓄計画や原油価格統制等の目的で、エネルギー庁は²⁶大統領と議会に報告書を提出することになった。そのため、石油・ガス採掘企業がエネルギー庁に提出する報告書を作成する際の会計基準を1977年12月22日までに制定することになり、その任務がSECに課せられた。EPCAの中で、SECは、エネルギー庁、会計検査院 (General Accounting Office: GAO)、および連邦電力委員会 (Federal Power Commission: FPC) と協議のうえ会計基準を制定しなければならないが、適切であると認められるならばFASBの基準を使用してもよい、と規定された。²⁷これをうけて、SECは事実上FASBに基準作りを命じる計画案を設定した。²⁸

EPCAの中で明示的に述べられてはいないが、連邦議会が石油・ガス会社が²⁹用いる会計方法の統一化を要求しているのは明らかであった。当時、探索・採

26 エネルギー庁は、J. Carter大統領のイニシアチブのもと、1977年にエネルギー省に昇格した。しかし、1975年のエネルギー庁設立当初から、大統領管轄の内閣レベルで省庁を新設することに議会は猛反発していた。これは後述するように、政治的に重要な機関は議会のコントロール下に置きたいという議員の意図の現れであると考えられる。これに対して、とりわけエネルギー政策を最重要課題の1つと位置づけていたCarter政権は、強力な権限を持つエネルギー省への昇格を切望していた。これを巡る議会と行政府との攻防については *Congressional Quarterly Almanac* (1977) を参照のこと。

27 Public Law 94-163, Title V, Section 503.

28 小森[1980b], 139頁。

29 Foster[1980], pp.58-60および早川[1982], 276-277頁, 296-297頁を参照。

掘コストの会計処理に関して、石油・ガス会社が採用していた方法としては、大きく分けて「成功原価法 (successful efforts method: SE法)」と「全部原価法 (full-cost method: FC法)」の2つがあった。³⁰

- ① SE法：特定の石油・ガス埋蔵物探査のために支出された額は、とりあえず支出時点で個別に資産として計上される。これはその後、埋蔵が確認され、産出された場合には成功油井からの将来の収益に対して償却されるのに対し、試掘に失敗した油井に関しては当期の費用として処理される。
- ② FC法：あるエリア内で探索活動に支出された額は、埋蔵が発見されるか否かにかかわらず、資産計上され、成功油井の生産高比例配分法によって償却される。しかし、そのエリア内で埋蔵が確認されなかった場合には、全額損失処理される。

1977年7月15日、FASBは「石油・ガス産出企業による財務会計および財務報告」と題した公開草案を公表し、試掘、開発、および産出コストの会計処理方法としてFC法を禁止するとともに、SE法の統一的な適用を義務づける提案を行った。³¹ この公開草案に関して、主としてFC法を採用していた小規模独立系の石油・ガス会社を中心とする反対派企業は、FASBのみならず議会へも積極的にロビイングを行い、ついにはW. Proximire上院議員 (D-Wis.)³² ほか4名

30 1960年以前にはSE法を用いる企業がほとんどだったが、1973年の時点ではSE法採用企業とFC法採用企業はほぼ同数であった。しかし、FC法採用企業はほとんどが小規模独立系であったため、産業全体の約13%しか産出していなかった (FASB [1977], para.101)。

31 その理由としてFASBは、SE法は将来キャッシュフロー予測に有用な情報を提供するという財務報告の基本目的と矛盾しない (FASB [1977], paras.143-148)、およびFC法は企業のリスクを正確に反映しない (FASB [1977], paras.149-156)、という2点を挙げていた。

32 彼は上院の銀行・住宅・都市問題委員会の委員長を務める大物議員であった。

のWisconsin州選出の下院議員の連名³³で公開草案に反対するコメント・レターを10月6日付でFASBに提出させた³⁴。

議員を動かした反対派企業は、同10月6日には上院で実質的にFC法とSE法の選択適用を温存する旨の法案を提案させることにも成功した。これは、下院で発議・可決された公益事業規制政策法案（Public Utility Regulatory Policies Act: H.R.4018）³⁵に対する修正案であり、提案者はエネルギー生産・供給小委員会委員長長のF. K. Haskell上院議員（D-Colo.）である。この修正案は同日に上院で可決され、その他の修正案とともにH.R.4018に追加されて（S.2114）、下院との調整をはかるべく両院協議会に送付された。

このS.2114は、1977年10月13日に両院協議会のアジェンダになった。すると10月18日には、早速FASBが法案に反対する意見を表明し、いわゆるMoss委員会報告書³⁷とMetcalf委員会報告書³⁸で批判された「会計方法の統一性の欠如」を盾に、公開草案は会計方法の統一化を推進するものだという論陣を張った³⁹。これに呼応するかのよう⁴⁰に、10月25日にJ. E. Moss下院議員（D-Calif.）は、彼が所属する委員会（州際・国際商業委員会）のH. O. Staggers委員長と、自らが委員長を務める小委員会（監視・調査小委員会）のメンバーに対して、S.2114の問題点を指摘する書簡を送った⁴⁰。またSEC委員長長のH. M. WilliamsはMoss下

33 4名の下院議員はR. W. Kasten (R-Wis.), L. Aspin (D-Wis.), H. S. Reuss (D-Wis.), およびC. J. Zablocki (D-Wis.) である。

34 FASB [1978], pp.1334-1335. なお、その後この動きにW. A. Steiger下院議員(R-Wis.) とG. Brown下院議員(R-Mich.) も同調した (FASB [1978], p.1318およびp.1321)。

35 この法案はT.B. Evans下院議員(R-Del.)によって1977年2月24日に発議されている。

36 彼の名にちなんでHaskell修正案と呼ばれている。

37 United States Congress, House of Representative, *Federal Regulation and Regulatory Reform: Report by the Subcommittee on Oversight and Investigation of the Interstate and Foreign Commerce*, 1976.

38 United States Congress, Senate, *The Accounting Establishment: A Staff Study Prepared by the Subcommittee on Reports, Accounting, and Management of the Committee on Government Operations*, 1976.

39 FASB [1978], pp.63-64.

40 FASB [1978], pp.68-69.

院議員の質問に答えて、S.2114に懸念を表明する書簡を11月2日に送付した⁴¹。さらに、GAO長官のE. B. Staartsも、上院エネルギー・天然資源委員会のH. M. Jackson委員長をはじめ、上院の両院協議会のメンバー全員に、FASBとSECの立場を支持する書簡を11月7日付で送っている⁴²。これらの支持を受けてFASBは、11月15日に両院協議会に対してHaskell修正案の不当性を訴える書簡を送付した⁴³。

これに対して、司法省（Department of Justice: DOJ）はSE法への統一が競争に悪影響を及ぼすことを懸念していた。1975年の改正で証券取引所法に、SECはその規則決定が競争に及ぼす影響を考慮しなければならない、という旨の第23条(a)(2)が追加されていたのだが、DOJはこの改正証券取引所法と反トラスト法に抵触する疑いがあることを理由に、当面はSE法の統一適用を延期することを勧告し、SECに最も競争を阻害しない方法を選択するように要求する書簡を11月26日付けでSECに送付したのである⁴⁴。しかし結局は、Haskell修正案を含むS.2114は12月1日の両院協議会では承認されず、Haskell修正案の部分は削除され、継続審議となって議会は第1会期末を迎えた⁴⁵。

4-2 SFAS第19号の公表以降

Haskell修正案の否決をうけて、FASBの公開草案は若干の修正が加えられた後、1977年12月5日に財務会計基準書（Statement of Financial Accounting Standards: SFAS）第19号として公表され、1978年12月15日に発効することと

41 FASB[1978], pp.73-76. ちなみに、1977年8月31日と10月26日にそれぞれ発行された証券法通牒第5861号および第5877号では、「FASBの公開草案と実質的に同じ」（SEC[1977], p.114）内容のSEC草案が公表されている。

42 FASB[1978], pp.70-72.

43 FASB[1978], pp.65-67.

44 FASB[1978], pp.1349-1375. またKelly-Newton[1980], p.66（邦訳85-86頁）も参照。

45 *Congressional Quarterly Almanac 1978*, p.640; FASB[1978], p.80; 小森[1980b], 140頁; 早川[1982], 305-306頁。なお、翌年の第2会期で協議案は可決された。

なった。しかし、このSFAS第19号は広汎な論争を巻き起こした。この基準に対して、特に小規模独立系の石油・ガス会社は猛烈に反対した。反対の理由はおおむね次のようなものであった。SE法を採用することによって、報告利益と自己資本の数値が低下し、資本調達能力が損なわれるため、独立系小企業は新しい探索・採掘活動に消極的になり、その結果、石油・ガス産業における競争が阻害され、独占が進む。⁴⁶

このような反対派の主張はかなりの支持を得た。1978年2月にエネルギー省 (Department of Energy: DOE) が開催した公聴会と、同年3月から4月にかけてSECが開催した公聴会において表明された行政・規制機関の見解は、SFAS第19号への反対意見が大勢を占めていた。DOJは依然としてSE法の統一適用に反対しており、⁴⁷連邦取引委員会 (Federal Trade Commission: FTC) も競争の阻害に関して懸念を表明している。⁴⁸またDOE自身も、中小の石油・ガス会社の探査・採掘活動を消極的にし、国家のエネルギー政策に重大な支障をきたすおそれがあるという理由で、SFAS第19号を拒否するようSECに勧めた。⁴⁹同様に、パイプラインを持つガス会社を管轄下に置くFPCからも、SFAS第19号に対する反対意見が出されている。しかし、FPCはガス生産の増進という目的から、1971年以来ずっとFC法への統一化を支持しており、この観点からSE法の統一適用に反対したという点は興味深い。他方、GAOはSFAS第19号を支持する立場を堅持していた。⁵¹

46 SFAS第19号の経済的帰結に関する実証研究としては、Dyckman & Smith [1979], Collins & Dent [1979], Deakin [1979], Lev [1979], Foster [1980], Kross [1982], Jain [1983], およびLys [1984] などがある。これらの実証研究は、おおむね中小会社に不利な影響が生じるという結果を報告しているが、Dyckman & Smith [1979] と Kross [1982] では株価に有意な反応は見られていない。

47 "Comments on Accounting Practices—Oil and Gas Producers—Financial Accounting Standards," Before the SEC (February 27, 1978), quoted in Lev [1979], p.487; Deakin [1979], p.723.

48 Lev [1979], p.486.

49 FASB [1978], pp.1613-1616; *Journal of Accountancy*, May 1978, p.3.

50 小森 [1980a], 138-140頁。

51 "Comments" Before the SEC (March 1978), quoted in Deakin [1979], pp.722-723.

当初はFASBを支持していたSECも、SFAS第19号発効日前の1978年8月31日に会計連続通牒（Accounting Series Release: ASR）第253号を公表し、SE法の強制的な適用に反対する旨を明らかにした。このASR第253号は、まったく新しい方法である埋蔵量認識会計（reserve recognition accounting: RRA）を提案するものであったが、暫定的にSE法かFC法のどちらかを使用することをSECは認めた⁵²。このように、EPCAでDOE、GAO、およびFPCと協議のうえで会計基準を制定することとされていたSECにとって、DOEとFPCの反対を無視することはできなかったのである。

5 議員の投票行動—利益および／またはイデオロギー—

前節で見たように、最終的には立法化されなかったとはいえ、Haskell修正案は会計政策決定に重大な影響を及ぼした。このような石油政策に関する議員の立法行動は、いかなる動機に基づいているのだろうか。

一般に、立法行動に関する実証研究は、再選を議員の主要な目標と仮定したうえで、選挙区の利益と議員自身のイデオロギーのいずれか、あるいはその両方が、どの程度投票行動に影響を与えているのかを、点呼投票記録をもとに検証しようとするものが多い。その際、議員のイデオロギーをはかる指標（イデオロギー変数）として、公益団体などが公表する各議員のスコアを用いて実証を行うケースがほとんどであり⁵³、Americans for Democratic Action (ADA) の「リベラル」度、American Conservative Union (ACU) の「保守」度、League of Conservation Voters (LCV) の「環境保護」度、などのスコアがそ

52 これに対してFASBは、1978年12月にSFAS第25号を公表して、SFAS第19号の発効を無期延期にすることを決定した。しかしその後、ASR第253号が企業からの反対にあったSECは、RRA情報を基本財務諸表で開示するという規定を放棄し、1981年2月26日にはASR第289号でFASBに石油・ガス会計基準の検討を委任した。これを受けてFASBは、RRA情報を含む補足的時価情報の開示を条件としてSE法とFC法の選択適用を認めるSFAS第69号を1982年11月に公表し、SECもこれを支持した。

の代表的な例である。これらのスコアは、各団体が指定した重要法案に対する各議員の“pro”投票率にウェイトづけして計算される。

石油政策に関するものとしては、Kau & Rubin [1979] およびBernstein & Horn [1981] が下院のADAスコアをそのまま用いて、またKalt [1981] が石油関連法案以外のADA指定法案を選び出して独自に算定した上院のスコアを用いて、実証分析を行っている。これらの研究ではいずれも、選挙区の石油生産量が多く、議員の「保守」度が高いほど、石油会社に有利な投票をするという結果が得られている。特に、より多くの法案を扱った研究ほど、また下院よりも上院の方が、経済的変数に比べてイデオロギー変数の説明力が高くなる傾向にある。⁵⁴

しかし、多くの論者が認識しているように、ADAスコアなどは議員自身のイデオロギーの純粋な代理変数ではなく、むしろ選挙区内の多数の有権者が望むイデオロギーに近いと言える。⁵⁵さらに、有権者が議員に望むイデオロギーもまた、純粋なものではないかもしれない。なぜならば、上院の場合に選挙は6年に1度しか行われず、しかも基本的には2人の候補者の中から1人に投票するしかないからである。したがって、議員に対して有権者の多数が望んでいるように見えるイデオロギーも、実は彼/彼女らの経済的利益を部分的に反映している可能性があるのである。このように、議員自身の純粋なイデオロギーを

53 選挙区の経済的利益とイデオロギーの説明力を比較するために、イデオロギー変数を用いて議会での投票行動を実証的に研究したものとしては、Kau & Rubin [1979], Bernstein & Horn [1981], Kau et al. [1982], Kalt [1981], Kalt & Zupan [1984; 1990], Peltzman [1984; 1985; 1987; 1990; 1992], Jacobson [1993], 待鳥 [1998], Rothenberg & Sanders [2000] などがある。また実証結果は、Peltzmanの一連の研究を除けば、概してイデオロギー変数の説明力が高い。

54 Kau & Rubin [1979] は1つの法案のみ、Bernstein & Horn [1981] は5つの法案、Kalt [1981] は36の法案を対象としている。

55 つまり、有権者の過半数はそのようなイデオロギーを持つとされる代表者を連邦議会に送り込んでいるのである。それゆえ、Jackson & King [1989] やPoole & Rosenthal [1997] などは、議員の投票行動を分析するうえで、特定の団体が公表するスコアをイデオロギー変数としては用いていない。また分析手法上の問題については、Jackson & Kingdon [1992] を参照のこと。

分離すること、およびイデオロギーと経済的利益とを区別するのはかなり困難である。

議員の「保守」度が高いということは、もともと、原則として自由競争を支持する立場、すなわち大企業に有利な政策を愛好していることを意味している。逆に「リベラル」度が高ければ、コントロールされた競争、すなわち中小企業に有利な政策を支持していることになる。したがって、石油政策に関する投票の大部分がADAスコアで説明できるのは、それが議員自身のイデオロギーを反映していようと、あるいは選挙区からの要請を反映していようと、ある意味では当然のことなのではないだろうか。それゆえ、ここでの問題は、議員の投票がオリジナルの立場からどれだけ乖離しており、それがいかなる要因で説明できるのか、ということになる。

仮に、石油政策以外のADAスコアが議員オリジナルの立場を表しているとすれば（それは議員自身、有権者、そしてもしかすると政党のイデオロギーと、経済的利益との混合物であると考えられるのだが）、Kalt [1981] が実証に用いた投票データは、石油政策に関して投票する際に、より「リベラル」な立場に転じた議員が多かった⁵⁶ということを示している。それは議員自身のイデオロギーがより強く表れたからかもしれず、あるいは選挙区の利益をより強く反映したからかもしれない。

そこで、Kalt [1981] のデータをもとに、石油政策に関する投票がよりリベラルに転じたグループと、より保守的に転じたグループとに分け、①1977年における州の総個人所得に占める石油産業の付加価値の割合（%）、②1977年における州の総個人所得に占めるエネルギー支出の割合（%）、および③前回選挙における対立候補に対する勝ち越し得票率（再選余裕度：当選議員の得票率

56 ちなみに十分な数の投票データが入手できた上院議員99人の平均で、石油政策以外の法案に関するADAリベラル投票度は51.9%であったのが、石油政策に関するリベラル投票度は61.6%であった（Kalt[1981], pp.262-264）。

マイナス落選議員の得票率)⁵⁷、に関して平均差の検定を行ってみた。その結果を第5-1表に示している。

第5-1表 平均差の検定(全議員)

変数	グループ	平均	SD	SE	t値	p値
①付加価値	よりリベラル(64)	1.7181	6.819	0.852	-2.82	0.007
	より保守的(35)	7.6043	11.252	1.902		
②エネルギー支出	よりリベラル(64)	14.5233	5.635	0.704	0.78	0.438
	より保守的(35)	13.6210	5.290	0.894		
③再選余裕度	よりリベラル(64)	21.5672	20.361	2.545	1.64	0.104
	より保守的(35)	14.8057	18.082	3.056		

有意な結果が得られたのは、①付加価値のみである。つまり、より保守的な投票を行った議員が選出された州は、よりリベラルな投票を行った議員の州よりも、石油産業が州経済に及ぼす影響が大きいと言える。②エネルギー支出、および③再選余裕度は有意な結果とはならなかった。これらの結果は、①'1人あたりの付加価値、および②'1人あたりのエネルギー支出、で計算しても変わらなかった。また、Alaskaなどのように、極端に石油産業の付加価値が大きい州があるため(個人所得で除しているのでもそれほど大きな外れ値とはなっていないのだが)、ノンパラメトリックな検定(Mann-WhitneyのU検定)も同時に行った。その結果はほぼ同様であった。

しかし、この中には石油を全く生産していない州から選出された議員が含まれている点に注意しなければならないだろう。そこで、石油を生産している州の議員のみを選び出し、同じ手順で平均差の検定を行った。その結果が第5-2表に示されている。ここでもやはり、①付加価値のみが有意であり、変数を①'および②'に変えても、またMann-WhitneyのU検定でも結果は同じであった。

57 Kalt[1981]が実証に用いたもの以外のデータは、1977 *Economic Census, Survey of Current Business*(August 1978), U.S. Energy Information Administrationのホームページ(<http://www.eia.doe.gov/>), *Congressional Quarterly's Guide to U.S. Election*(1976), および *Congressional Quarterly Almanac* (1977) から入手した。

第5-2表 平均差の検定（石油生産のある州からの選出議員）

変数	グループ	平均	SD	SE	t 値	p 値
①付加価値	よりリベラル(33)	3.3322	9.273	1.614	-2.74	0.009
	より保守的(23)	11.5723	12.151	2.534		
②エネルギー支出	よりリベラル(33)	15.5473	6.012	1.047	0.94	0.352
	より保守的(23)	14.0418	5.736	1.196		
③再選余裕度	よりリベラル(33)	23.3303	24.441	4.255	0.93	0.355
	より保守的(23)	17.4304	21.520	4.487		

これらの結果から、さほど多くのことが分かるわけではない。しかしながら、議員の投票が選挙区の利益を反映するような方向とは逆の方向に動いたときに、議員自身のイデオロギーが発現したと考えるのが自然ではないだろうか。Levine & Forrence [1990] が言うように、有権者が裁可しないような政策を、再選の可能性を低めるにもかかわらず追求するのが「イデオロギー的規制者」だとすれば、石油政策に関する投票の場合、議員は自らのイデオロギーの追求よりも、選挙区への利益誘導を選んだ可能性が高いと言えるのかもしれない。⁵⁸

6 政策管轄のオーバーラップ

前述のように、石油・ガス会計はCarter政権がとりわけ重視していたエネルギー政策に深く関わる問題であったため、本来ならばSECの政策管轄である財務会計問題にDOEやFPCといった行政機関や独立規制機関が関与することになった。また議会レベルでも、通常ならば上院の銀行・住宅・都市問題委員会と下院の銀行・金融・都市問題委員会の政策管轄であるはずのところ、SECへの授権法自体が包括的な政策立法によって成立したEPCAであったことから、上院では州際・国際商業委員会やエネルギー・天然資源委員会が、下院では歳入委員会やエネルギー特別委員会が、さらには両院経済問題合同委員会がこの

58 もっとも、元来はより「保守的」であるにもかかわらず、再選目的でより「リベラル」に振る舞っていた、という可能性もある。

問題に介入してきた。

Shepsle & Weingast [1987] およびWeingast & Marshall [1988] によれば、委員会は所轄の政策領域に関してかなり排他的な権限が与えられており、当該領域に明確な政策選好を持つ所属議員⁵⁹はこれによって相当な恩恵を受けているとされる。第1に、委員会は最初に法案を審議し、本会議に上程するかどうかを決定する「ゲート・キーパー」としての役割を果たすことができる。第2に、両院協議会の委員の大部分を起草委員会が占めることができるため、事実上、本会議後の「拒否権」がある程度保証されている⁶⁰。第3に、委員会のメンバーシップは基本的に自薦に基づき決定され、意志に反して剝奪されることはない⁶¹。以上の点から、委員会は議員にとって、自らを支持する選挙区内の利益集団に有利な法案を制定し、再選可能性を高めるために合理的に設計された政治制度と捉えることができる。

さらに議会は、委員会制度を通じて行政機関（特に独立規制機関）をコントロールすることもできるとされている。例えばWeingast [1984] は、1960年代以降、上院の銀行・住宅・都市問題委員会（なかでも証券小委員会）は予算承認権を通じてかなりうまくSECをコントロールしており、自らの政策選好に合致した規制をSECに行わせていたということを実証している。このように、議会は行政機関との間のプリンシパル・エージェント関係から生じるコストを最小化できるように合理的に行政組織を設計している（必ずしも委員会制度を通じてというわけではないが）という考え方は、Shepsle [1979], Weingast & Moran [1983], Macey [1992], およびHorn [1995] などによっても示されて

59 各委員会の政策選好の特殊性についてはLondregan & Snyder [1994] も参照のこと。

60 両院協議会の重要性は、ウォーター・ゲート事件以降に議会改革が進められるにつれてますます高まったとされており、両院協議会での修正審議は“post-passage politics”と呼ばれている。この点についてはGerston [1997] を参照。

61 委員会のメンバーシップと選挙区利益との関係についてはAdler [2000] も参照のこと。

いる。⁶²

そもそも、このような形の委員会制度を設計したのは議員たち自身であるが、それは連邦制や大統領制といった他の政治制度の存在と無関係ではない。連邦制のもとでかなりの自律性を約束された各州は、他の事情が等しいとすれば、より多くの雇用と税収をもたらす政策を望んでおり、州選出の連邦議会議員にはそのような政策をもたらすことが要求される。また、大統領制のもとでは議会と行政府が分断されている。日本のような議院内閣制の国とは異なり、大統領は議員ではなく、また解散権も持たないため、少数与党という状況の中に置かれることも多々ある。⁶³これに対して議会は、行政府の権限を弱めることによって、重要な政策を自らのコントロール下に置こうとする。⁶⁴こうして行政府と立法府の関係がさらに希薄になり、委員会制度を通じてより効率的に選挙区に有利な立法を行うことが可能になる。

こういった政治制度のもとでは、各委員会がお互いの政策管轄を侵害しなければ、かなり安定的な政策結果がもたらされるはずである。⁶⁵それにもかかわらず、石油・ガス会計の場合はそれが守られなかった。Macey [1992]によれば、時々このようなことが意図的に行われることがあるという。委員会や規制機関は政策管轄を拡大するチャンスがうかがっている。なぜならば、管轄の拡大は自らが影響を及ぼしうる範囲の拡大を意味し、そこにうまく利益を誘導できれば支持基盤の拡大につながるからである、とMacey [1992]は説明する。⁶⁶石

62 これらの研究については増山[1995]および北村[1998]も参照。これに対して、合理的選択制度論は官僚制内部のダイナミズムの検討が不十分だとするMoe[1990; 1997]の批判もある。

63 これは「分割政府」と呼ばれる。

64 ニューディール期に独立行政機関が好んで設立されたのもそのためだと言われている。例えば東大社研[1951]やSchwartz & Wade[1972]などを参照。

65 もともと、合理的選択制度論の議会研究において委員会が注目されたのは、多数決制のもとで生じるはずの循環を回避し、安定的な政策結果を得るための「制度」として再認識されたことがきっかけであった。この点についてWeingast & Marshall[1988]は、委員会制度は低コストでのログ・ローリングを可能にしていると指摘する。

油・ガス会計の場合、複数の州にまたがるパイプラインをもつガス会社を管轄する州際・国際商業委員会、エネルギー確保を政策領域として石油・ガス生産会社を監督するエネルギー・天然資源委員会、ガス・電力などの供給を行う公益事業会社に対する料金規制を担当する歳入委員会などが、それらが管轄する企業すべてに適用される会計基準に関心を抱いたのである。

これは、EPCAが包括的な法律だったがために起こったことであるが、同様の問題がSECの根拠法である証券取引所法に関しても起こっている。立法的権限を行使する規制・行政機関は、授権法でその任務と範囲が明確化されているが⁶⁷、1975年の証券取引所法改正で、SECは競争に及ぼす影響を考慮しなければならなくなり、DOJが言うように、SECは「委譲できない義務（non-delegable duty）」⁶⁸を議会から負わされた。SECはエネルギー政策目的とディスクロージャー目的の両方に適う会計基準を設定するのみならず、反トラスト目的にも適う会計基準を設定しなければならないのである。その結果、独占禁止政策を管轄するFTCの見解も無視することはできなくなってしまった。

このように、1つの授権法の中で複数の政策目的が示されたとき、実施機関がそのすべてを十分には満たすことができないならば、いずれを優先させるべきかの判断（すなわち「公益」性の判断⁶⁹）が必要になる。SE法の統一適用をSECが支持したとき、DOJは次のように指摘した：「その決定の結果が反競争的であるかもしれない場合、1975年改正の目的に照らしても、エネルギー目的

66 さらにMacey [1992] は、たとえ政策管轄の拡大が失敗に終わったとしても、規制機関同士が所轄争いをすれば、自らの所轄の被規制産業を守ろうとするため、結局はそれを監督する委員会および議会にとってメリットがある、と指摘している。

67 選挙制度を通じて民主的にコントロールされている議員とは違い、民意に反する決定を行った行政官を市民は交代させることはできないので、行政機関への無制限な立法権委任（白紙委任）は違憲とされている。そのため、立法府は法律によって行政機関の規則制定権限の範囲を明確化しなければならない。これは「基準性の要件」と呼ばれている。これについては、大石[2001]を参照。

68 FASB[1978], p.1363.

69 この点については、大石[2000a]を参照。

とディスクロージャー目的の両方に適う規則を採用することがなぜ必要であるのかということの説明する責任はSECにあるだろう⁷⁰。この時点で、SECは決定不能に陥ってしまったのである。

7 おわりに

本章では、米国の石油・ガス会計基準の形成過程を、規制理論および実証的政治学の立場から見てきた。米国の連邦議会では、かなり厳格な政策管轄を伴う委員会制度を通じて選挙区への政策の「分配」を行うことが一般化しており、それが議員の再選可能性を高めている。このような委員会制度はまた、大統領制、連邦制、大統領から「独立」した規制機関、議事運営規則、などといった他の制度と一体となり、政策を方向付けている。

しかし石油・ガス会計の場合は、様々な委員会が入り乱れて、政策管轄のオーバーラップが起こった。このように通常とは異なる事態が生じたとき、制度は予定した通りには機能せず、政策結果が不安定になる。これを Shepsle & Weingast [1987] は「ドリフト」と呼んだ。FASBとSECにとって誤算だったのは、それらの機関にとっては日常的な政策目的を追求してもドリフトが生じたときには議会から承認されない可能性がある、ということである。

証券（ディスクロージャー）政策、エネルギー政策、および独占禁止政策といった複数の政策の目的を同時に満たすことが要求されたSECは決定不能に陥ったが、これに対して当初のFASBの態度は明確であった。すなわち、国民経済的目標などといったもののために会計基準を設定することは不可能であり、仮にそうするとすれば財務諸表の有用性を損なうことになり、結局は公益のためにならない、と主張したのである⁷¹。これは、投資意思決定に有用な情報を提

70 FASB[1978], p.1368.

71 FASB[1978], p.1364.

供することがFASBの政策目的であり、そうすることによってこそ公益が達成できるのだというFASBの信念を表明したのだと考えてよいだろう。

このようなFASBの態度をうけてDOJは、「1975年改正 [証券取引所法] の要件と、FASBに頼るかどうかSEC自ら判断すべしというEPCAにおける明確な指示に鑑みれば、証券取引所法およびEPCAの求めに従って、FASBのような民間機関ではなくSEC自身が、公益に適った決定を法律の上だけでなく実際に行うのだということを保証するのに必要なのであれば、いかなる行動をとることもためらってはならないと我々は考える⁷²」と述べた。つまりDOJは、公益性を判断する任務はあくまでもSECに与えられているのであり、公益を損なうおそれのあるFASB案を事実上拒否するようにSECに勧めたのである。その結果、SECはFASBの決定を無効とし、FASBの当初の意志（もしかすると、それはSECの意志と同じだったかもしれない）は貫徹されなかった。

翻って、議院内閣制をとる日本では、米国よりも議会（与党）と行政府（内閣）との一体性はかなり高い。とすれば、政策管轄のオーバーラップは、委員会レベルではなく省庁レベルで起こることになるだろう。日本版FASBとも言える企業会計基準委員会を監督し、その基準をオーソライズするのは金融庁である。その仕組みの詳細について現段階では不明であるが、他の省庁の政策目的と齟齬を来す可能性のある会計基準が制定されたとき、果たして金融庁はどのような判断を下すのであろうか。

米国の会計規制史を振り返ってみれば、程度の差こそあれ、石油・ガス会計と本質的に同じような事態が少なからず起こっている。今後おそらく、日本でも同様の問題が生じるであろう。日本的な政治・行政環境の中で、米国型の会計基準設定機構が十分に機能するかどうか、これからの展開を見守る必要がある。

72 FASB[1978], p.1374.

- * 本研究は、平成13年度科学研究費補助金（課題番号12730092）による成果の一部である。

参考文献

- (1) Adler, E. S., "Constituency Characteristics and the 'Guardian' Model of Appropriations Subcommittees, 1959-1998," *American Journal of Political Science* Vol. 44 (January 2000), pp. 104-114.
- (2) Baldwin, R. and M. Cave, *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*, Oxford University Press, 1999.
- (3) Bentley, A. F., *The Process of Government: A Study of Social Pressures*, The University of Chicago Press, 1908. (edited, with an introduction, by P. H. Odegard, The Belknap Press, 1967.)
- (4) Bernstein, R. A. and S. R. Horn, "Explaining House Voting on Energy Policy: Ideology and the Conditional Effects of Party and District Economic Interests," *Western Political Quarterly* Vol. 34 (1981), pp. 235-245.
- (5) Collins, D. W. and W. T. Dent, "The Proposed Elimination of Full Cost Accounting in the Extractive Petroleum Industry: An Empirical Assessment of the Market Consequences," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 1 (March 1979), pp. 3-44.
- (6) Congressional Quarterly, Inc., *Congressional Quarterly Almanac*, various years.
- (7) Deakin, E. B., "An Analysis of Differences Between Non-Major Oil Firms Using Successful Efforts and Full Cost Methods," *Accounting Review* Vol. 54 (October 1979), pp. 722-734.
- (8) ———, "Rational Economic Behavior and Lobbying on Accounting Issues: Evidence from the Oil and Gas Industry," *Accounting Review* Vol. 64 (January 1989), pp. 137-151.
- (9) Dyckman, T. R. and A. J. Smith, "Financial Accounting and Reporting by Oil and Gas Producing Companies: A Study of Information Effects," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 1 (March 1979), pp. 45-75.
- (10) Financial Accounting Standards Board, *Financial Accounting and Reporting by Oil*

and Gas Producing Companies, Statement of Financial Accounting Standards No. 19, FASB, 1977.

- (11) ———, *FASB Public Record*, 1978-Vol.1.
- (12) Foster, G., "Accounting Policy Decisions and Capital Market Research," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 2 (March 1980), pp. 29-62.
- (13) Gerston, L. N., *Public Policy Making: Process and Principles*, M. E. Sharp, Inc., 1997.
- (14) Hall, P. A., "The Role of Interests, Institutions, and Ideas in the Comparative Political Economy of the Industrialized Nations," in *Comparative Politics: Rationality, Culture, and Structure*, edited by M. I. Lichbach and S. Zuckerman, Cambridge University Press, 1997, pp. 174-207.
- (15) ——— and R. C. R. Taylor, "Political Science and the Three New Institutionalism," *Political Studies* Vol. 46, No. 4 (1996), pp. 936-957.
- (16) Horn, M. *The Political Economy of Public Administration: Institutional Choice in the Public Sector*, Cambridge University Press, 1995.
- (17) Jackson, J. E. and D. C. King, "Public Goods, Interest, and Representation," *American Political Science Review* Vol. 83 (December 1989), pp. 1143-1164.
- (18) ——— and J. W. Kingdon, "Ideology, Interest Group Scores, and Legislative Votes," *American Journal of Political Science* Vol. 36 (August 1992), pp. 805-823.
- (19) Jacobson, G. C., "Deficit-Cutting Politics and Congressional Elections," *Political Science Quarterly* Vol. 108, No. 3 (1993), pp. 375-402.
- (20) Jain, P. C., "The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market: The Case of Oil and Gas Companies: Some Additional Results," *Accounting Review* Vol. 58 (July 1983), pp. 633-638.
- (21) Kalt, J. P., *The Economics and Politics of Oil Price Regulation: Federal Policy in the Post-Embargo Era*, The MIT Press, 1981.
- (22) ——— and M. Zupan, "Capture and Ideology in the Economic Theory of Politics," *American Economic Review* Vol. 74 (July 1984), pp. 279-300.
- (23) ——— and M. Zupan, "The Apparent Ideological Behavior of Legislators: Testing for Principal-Agent Slack in Political Institutions," *Journal of Law and Economics* Vol. 33 (April 1990), pp. 103-131.
- (24) Kau, J. B. and P. H. Rubin, "Self-Interest, Ideology, and Logrolling in Congressional Voting," *Journal of Law and Economics* Vol. 21 (October 1979), pp. 365-

- 384.
- (25) ———, D. Keenan, and P. H. Rubin, "A General Equilibrium Model of Congressional Voting," *Quarterly Journal of Economics* Vol. 93 (May 1982), pp. 271-293.
- (26) Kelly-Newton, L., *Accounting Policy Formulation: The Role of Corporate Management*, Addison-Wesley, 1980. (大石桂一訳『ケリー・ニュートンの会計政策論』九州大学出版会, 1999年。)
- (27) Kohli, A., P. B. Evans, P. J. Katzenstein, A. Przeworski, S. H. Rudolph, J. C. Scott, and T. Skocpol, "The Role of Theory in Comparative Politics: A Symposium," *World Politics* Vol. 48, No.1 (1996), pp. 1-49.
- (28) Kross, W., "Stock Returns and Oil and Gas Pronouncements: Replications and Extensions," *Journal of Accounting Research* Vol. 20 (Autumn 1982), pp. 459-471.
- (29) Lev, B., "The Impact of Accounting Regulation on the Stock Market: The Case of Oil and Gas Companies," *Accounting Review* Vol. 44 (July 1979), pp. 485-503.
- (30) Levine, M. E. and J. L. Forrence, "Regulatory Capture, Public Interest, and the Public Agenda: Toward a Synthesis," *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol. 6 (Special Issue 1990), pp. 167-198.
- (31) Londregan, J. and J. M. Snyder, "Comparing Committee and Floor Preferences," *Legislative Studies Quarterly* Vol. 19 (May 1994), pp. 233-266.
- (32) Lys, T., "Mandated Accounting Changes and Debt Covenants: The Case of Oil and Gas Companies," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 6 (April 1984), pp. 39-65.
- (33) Macey, J. R. "Organizational Design and Political Control of Administrative Agencies," *Journal of Law, Economics, and Organization* Vol. 8, No. 1 (1992), pp. 93-110.
- (34) Moe, T. M., "The Politics of Structural Choice: Toward a Theory of Public Bureaucracy," in *Organization Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, edited by O. E. Williamson, Oxford University Press, 1990. (田中求之訳「構造的選択の政治学：公的官僚制の理論に向けて」飯野春樹監訳『現代組織論とバーナード』文真堂, 1997年, 151-206頁。)
- (35) ———, "The Positive Theory of Public Bureaucracy," in *Perspectives on Public Choice: A Handbook*, edited by D. C. Mueller, Cambridge University Press, 1997, pp. 455-480.

- 36) Peltzman, S., "Toward a More General Theory of Regulation," *Journal of Law and Economics* Vol. 19 (August 1976), pp. 211-240.
- 37) ———, "Constituent Interest and Congressional Voting," *Journal of Law and Economics* Vol. 27 (April 1984), pp. 181-210.
- 38) ———, "An Economic Interpretation of the History of Congressional Voting in the Twentieth Century," *American Economic Review* Vol. 75 (September 1985), pp. 656-675.
- 39) ———, "Economic Conditions and Gubernatorial Elections," *American Economic Association Papers and Proceedings* Vol. 7 (May 1987), pp. 293-297.
- 40) ———, "How Efficient Is the Voting Market?" *Journal of Law and Economics* Vol. 33 (April 1990), pp. 27-63.
- 41) ———, "Voters as Fiscal Conservatives," *Quarterly Journal of Economics* Vol. 107 (May 1992), pp. 327-361.
- 42) Peters, G. B., "Political Institutions, Old and New," in *A New Handbook of Political Science*, edited by R. E. Goodin and H.-D. Klingeman, Oxford University Press, 1996, pp. 205-220.
- 43) ———, *Institutional Theory in Political Science: The 'New Institutionalism'*, Pinter, 1999.
- 44) Peterson, J. R., "Congress Puts the Squeeze on FASB," *The Accountant* (October 2000), p. 8.
- 45) ———, "FASB Proposes 'Business Combinations and Intangible Assets' Standard," *The Accountant* (February 2001), p. 4.
- 46) Poole, K. T. and H. Rosenthal, *Congress: A Political-Economic History of Roll Call Voting*, Oxford University Press, 1997.
- 47) Posner, R. A., "Theories of Economic Regulation," *Bell Journal of Economics and Management Science* Vol. 5 (Autumn 1974), pp. 335-358.
- 48) Rothenberg, L. S. and M. S. Sanders, "Serving the Electoral Connection: Shirking in the Contemporary Congress," *American Journal of Political Science* Vol. 44 (April 2000), pp. 310-319.
- 49) Schwartz, B. and H. W. R. Wade, *Legal Control of Government: Administrative Law in Britain and the United States*, Clarendon Press Oxford, 1972. (堤口康博訳『英米行政法：政府過程の法的コントロールに関する比較研究』成文堂、1976年。)

- 50) Securities and Exchange Commission, *43rd Annual Report of SEC*, 1977.
- 51) Shepsle, K. A., "Institutional Arrangements and Equilibrium in Multidimensional Voting Models," *American Journal of Political Science* Vol. 23 (1979), pp. 27-59.
- 52) ——— and B. R. Weingast, "The Institutional Foundation of Committee Power," *American Political Science Review* Vol. 81, No. 1 (1987), pp. 85-104.
- 53) ——— and B. R. Weingast, "Positive Theories of Congressional Institutions," *Legislative Studies Quarterly* Vol. 19 (May 1994), pp. 149-179.
- 54) Stigler, G. J., "The Theory of Economic Regulation," *Bell Journal of Economics and Management Science* Vol. 2 (Spring 1971), pp. 3-21.
- 55) Thelen, K. and S. Steinmo, "Historical Institutionalism in Comparative Politics," in *Structuring Politics : Historical Institutionalism in Comparative Analysis*, edited by S. Steinmo, K. Thelen, and F. Longstreth, Cambridge University Press, 1992, pp. 1-32.
- 56) Truman, D. B., *The Governmental Process: Political Interests and Public Opinion*, Alfred A. Knopf, Inc., 1951.
- 57) Weingast, B., "The Congressional-Bureaucratic System: A Principal-Agent Perspective (With Application to the SEC)," *Public Choice* Vol. 44 (1984); *Carnegie Papers on Political Economy* Vol. 4, pp. 147-191.
- 58) ———, "Rational Choice Perspectives on Institutions," in *A New Handbook of Political Science*, edited by R. E. Goodin and H.-D. Klingeman, Oxford University Press, 1996, pp. 167-190.
- 59) ——— and M. Moran, "Bureaucratic Discretion or Congressional Control: Regulatory Policymaking by the Federal Trade Commission," *Journal of Political Economy* Vol. 91 (1983), pp. 765-800.
- 60) ——— and W. J. Marshall, "The Institutional Organization of Congress; or, Why Legislatures, Like Firms, Are Not Organized as Markets," *Journal of Political Economy* Vol. 96 (1988), pp. 132-163.
- 61) 阿部竹松『アメリカの政治制度』勁草書房, 1993年。
- 62) 石川雅之「会計基準設定過程における利害抗争といわゆる『会計の政治化』」『尾道短期大学研究紀要』第39巻1号(1990年), 65-88頁。
- 63) 大石桂一「会計規制と公益の概念」『産業経理』第59巻4号(2000年), 88-96頁。
([2000a])
- 64) ———『アメリカ会計規制論』白桃書房, 2000年。([2000b])

- 65) —— 「デュー・プロセスに関する考察：会計基準設定プロセスの国際的調和に関連して」『JICPAジャーナル』2001年2月号, 46-47頁。
- 66) 加藤淳子『税制改革と官僚制』東京大学出版会, 1997年。
- 67) 北村亘「合理的選択制度論と行政制度の設計：ホーンの行政における制度設計分析を手がかりとして」『甲南法学』第38巻3・4号(1998年), 145-168頁。
- 68) —— 「機関委任事務制度廃止の政治過程：もうひとつの解釈の可能性」『甲南法学』第40巻3・4号(2000年), 331-384頁。
- 69) 久保文明『現代アメリカ政治と公共利益：環境保護をめぐる政治過程』東京大学出版会, 1997年。
- 70) 小森瞭一「メジャーズと石油業会計」『会計ジャーナル』1980年3月号, 117-124頁。([1980a])
- 71) —— 「石油業会計論争」『会計ジャーナル』1980年6月号, 135-141頁。([1980b])
- 72) 高橋秀行「比較政策論の射程：新制度論の検討を通して」『季刊行政管理研究』第78号(1997年), 23-33頁。
- 73) 建林正彦「新しい制度論と日本官僚研究」日本政治学会編『20世紀の政治学(日本政治学会年報)』岩波書店, 1999年, 73-91頁。
- 74) 東京大学社会科学研究所編『行政委員会：理論・歴史・実態』日本評論社, 1951年。
- 75) 徳賀芳弘「マクロ会計政策の評価：『政策評価』は可能か」『企業会計』第53巻7号(2001年), 84-85頁。
- 76) 早川豊『米国企業会計制度の研究』北海道大学図書刊行会, 1982年。
- 77) 藤本一美『米国議会と大統領選挙』同文館, 1998年。
- 78) 星野一郎『会計政策の法則：会計行動の特性と背景』同文館, 1999年。
- 79) 増山幹高「議会, 合理的選択, 制度論」『公共選択の研究』第26号(1995年), 79-92頁。
- 80) 待鳥聡史「アメリカ連邦議会研究における合理的選択制度論」『阪大法学』第46巻3号(1996年), 69-113頁。
- 81) —— 「アメリカ予算政策の転換と連邦議会：1990年代前半における2つの包括予算調整法の立法過程」『阪大法学』第49巻2号(1998年), 1-61頁。
- 82) 宮本太郎「比較政治学における新制度論の可能性」『政策科学』(立命館大学)第8巻3号(2001年), 329-341頁。

第6章 企業内のエイジェンシー 関係と会計情報

－実験的方法からのアプローチ－

1 はじめに

バーリ、ミーンズがアメリカの企業社会を実証的に検討した¹1920年代から、企業組織をコントロールする場合に、専門経営者に任せればいいのか、大株主が経営に直接携わったほうがよいのかという、いわゆる「所有と経営の分離」に関する議論があることはすでに周知の事実であろう。その後この議論は、経済学の多様な領域を巻き込んで一大研究領域となっている。無論、今日主流となっている考え方は、企業組織維持に関するあるいは生産に関する専門知識をもった専門経営者に企業経営は任せたほうがよいという考え方である。さらにこの考え方に基づいて、任せた専門経営者の行動を監視する（モニターする）目的から、会社所有者たる株主は経営者に会計情報を公開させる、逆に経営者は株主に自らの経営成果を報告すべきであるという、現代会計情報公開制度の意義付けがなされる。

しかし今日の日本やアメリカの例を待つまでもなく、専門経営者が管理して、高い業績を出すべきはずの企業が、あまりにも目に余る反社会的行為を採ったり、反社会的とも思われる悪業績を出している。また会社業績と連動しているとは思われないような高報酬を稼得したりしている。バーリ、ミーンズの主張

1 Berle, A. A., Jr. and Means, G.C., *The Modern Corporations and Private Property*, New York: Macmillan, 1st ed., 1932, rev. ed., New York: Harcourt, Brace and World, 1965. 北島忠男訳、『近代株式会社と所有財産』（原書初版訳）文雅堂書店、1958年。

したような、専門経営者が経営するような企業が主流の企業社会というのは、本当に社会的に望ましいのであろうか。専門経営者を監視・規制するシステム・機構が必要あるいは少なくとも改善されるべきではないだろうか。最近、コーポレートガバナンス問題を議論する際に、以上のような素朴な疑問が提起されている。

そこで現実を単純化したコンピュータ・ビジネス・ゲーム的コンテキスト下の実験ではあるが、特殊実験環境下で、コーポレートガバナンス問題の一つである企業組織内のエイジェンシー環境をコントロールして、企業のガバナンス構造が、株価・経営者報酬あるいは社会的厚生へどのように影響しているかを調べることは改めて重要な問題となってくる。特に会計情報はこうしたガバナンスのコンテキスト下で機能していると思われるので、会計情報を含めた実験環境下でのコーポレートガバナンス問題への接近は今日的有用性を有していると思われる。

2 過去の研究の概観

所有と経営の分離現象を最初に指摘したのは言うまでもなくバーリ、ミーンズの二人である²。かつては、だから経営者革命が起こって社会はテクノクラートの支配する新たな社会へと変革するのだといった積極的議論や、たとえ専門経営者が経営しても少数の大株主で巨大企業が（あるいは大量の小資本家の資本が）支配できるようになり、却って所有主支配が進むのだという消極的議論が入り乱れた会社資本主義論争が展開された。しかしそれ以後、こうした所有と経営の分離問題は他方で、抜きがたく組織的・社会的コストを伴うエイジェンシー問題を引き起こす可能性があることが指摘・注目されるようになってきた³。所有権を持たない経営者は、株主の仕事を委託されて経営に携わっている

2 上掲訳書を参照。

のではあるが、経営業務を遂行する際に、業務を委託した株主の利益ではなく、株主の監視が100パーセント完全ではない以上、自分自身の利益を追及・極大化する、というのである。したがって、こうしたモラル・ハザードを最小限に抑えて、経営者に本来の業務委託者たる株主の利益に基づいて会社経営を行わしめようとするならば、経営者に対して支払う報酬のスキームが重要になってくることを、多くのゲーム理論家や制度派経済学者が指摘するようになった⁴。インセンティブ・スキームの問題である。経営に携わる者に、モラル・ハザードを起こさしめないようにするために、多くの研究者あるいは実際の企業は、経営者に対して最適な報酬体系を付与することを検討してきたのである。特に誰が報酬を決めるのか、あるいは業績に連動する部分をどのような変数に合わせて測定すべきか、固定給の部分をどのような割合にすればいいのかといった問題は、よく問われる問題であろう。

翻って、経営者の報酬確定問題や経営方針決定問題に関連して、1990年頃までのコーポレートガバナンスの形態には、アメリカ型、ドイツ型、日本型の3つの形態があったように思われる⁵。1990年代の初め頃までの通説では、日本においては金融機関や保険会社が株式の相互持合によって大株主となり株主利益を代表する存在である以上、株主総会の力は相対的に弱く、監査役も実質閑職となり、取締役会が会社経営の最高権力を保持し、したがってその中の代表取締役社長が経営の実権を掌握するとされていた。ドイツでは、ユニバーサル・バンク・システムを採用する金融機関が受託株式について代理権を有するがゆえ

3 M.C. Jensen and W.H. Mechling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No. 4, (October, 1976).

4 この間の議論の整理には以下の文献が参考になる。Kenji Kojima, *Commitments and Contests: A Game-theoretic Perspective on Japanese Vertical Relationships*, RIEB Kobe University, 2000. Kenji Kojima, *Japanese Corporate Governance: An International Perspective*, RIEB Kobe University, 1997.

5 吉川 満, 「米国のコーポレート・ガバナンス」(上), 『商事法務』No.1299, 1992年9月25日, 23頁。

に、株主総会で圧倒的に権力を保有していたこと、さらに取締役の任免権を持つ監査役会にも金融機関が権力を保持していたことから考えると、金融機関の力が会社経営に圧倒的影響力を有していたといえよう。また日本とドイツでは上述のように、株主総会の力が相対的に弱いために、取締役・金融機関の、相対的に長く強い影響力の下に、企業は長期的利益を追求していたとされている。1990年代の初めまでは日本的経営方式と相俟って、そうしたガバナンス構造が企業の技術開発力を高めるのだと主張された。

それに対してアメリカでは株主総会の力が相対的に強く、取締役や経営陣は株主総会での批判を恐れて、短期的経営志向となり長期的戦略を欠くと酷評されてきた。1990年頃までのいわゆる日本的経営が全盛の頃、アメリカでは経営の方式を転換する必要に迫られ、例えばトヨタ式生産方式を採用するといった傾向が見られた。しかし注目すべきは、アメリカでは1990年代を通してそれまでの経験を生かして、上述したような生産方式の改革は遂行したのではあるが、2000年までのアメリカのコーポレートガバナンス改革は、だからといって日本やドイツ型の株主総会形骸化とそれに基づく経営者中心のガバナンス構造を採ろうとはしてこなかった。というよりも、ガバナンスの改革方向は、株主の利益を会社経営により一層明確に反映させるという方向性であった⁶。例えば社外取締役の強化や委任状規則の改正を通して、機関投資家に企業監視を行わせようとする動向が1990年代に見られた。株主権限の新たな強化政策である。そのためさらに、いかに経営者に株主の利益を反映させるような行動を採らしめる報酬スキームを形成すべきかという思考や研究方向につながっていく。

我々が本稿で参照するサンダー論文⁷も基本的にはこうしたコーポレートガバナンスの株主志向を踏まえたアメリカ的改善政策の検証として意義付けるべきであろう。理論的に先行する論文としては、サンダー論文でも触れられている

6 上掲論文、22-23頁。

7 Anish Shah and Shyam Sunder, "Directors' Incentives and Corporate Performance," *Working Paper* (Carnegie-Mellon University), March 1999.

ように、サイアート・クマール論文⁸でのゲーム論的帰結に対する検証ということになる。すなわち、経営者が経営成果を生み出した後、経営者が任免権を有するが他方経営者報酬を決められるという立場のアメリカの取締役と当該経営者との間で、経営者報酬について交渉するというモデルであり、取締役の当該会社に対する株式所有比率の程度が高まるほど、経営者報酬が株主利害への配慮をより反映したスキームになるという仮説である。こうした仮説を実験的に検証しようとしたのがサンダー論文に他ならない。

以上のような経緯を踏まえて、以下の節では、サンダー論文を基に彼らの実験命題を日本において追実験し、さらに彼らの主張に対する疑問点を指摘し、拡張実験を行うこととする。経済がいささか衰退した今日の日本では、アメリカのコーポレートガバナンスの導入が叫ばれている以上、こうした方向での研究はこれまで以上に有意義であると考えられる。

3 リサーチ・デザイン

3-1 背後にある具体的な思考過程

本実験（サンダー実験）で最も基本的な点は、前節までの研究史的サーベイでも触れたように、株主的視角からのコーポレートガバナンス改善策として、経営者の報酬を決定する際に株主の影響力が及ぶか否か、そして株主の影響によって経営者の報酬を抑えこむことができるか否か、それにもかかわらず一定の富を企業組織的にも社会的にも保障できるか否か、という点にある。そこでまず行われた実験は、一方では、経営者が選任できる取締役（会）によって経営者報酬が決定されるというガバナンス構造で、経営者の報酬水準や株価水準がどの程度かを検討し、他方では、経営者が取締役を決定できず、大株主が自

8 Cyert, Richard and Praveen Kumar, "On the Determination of Top Management Compensation: Complete and Incomplete Contracting Perspectives," *Working Paper*, 1996.

動的に取締役となり経営者報酬を決定できるというガバナンス構造で、経営者の報酬水準や株価水準がどの程度かを検討し、さらに二つのガバナンス構造下で経営者の報酬水準や株価水準を相互比較するという実験研究である。前者の場合、経営者によって選択された取締役も株主である以上、株主としての利害が経営者報酬決定に作用しないというものではない。しかし後者の場合に比べて、その利害の程度が低いということは、想像されよう。この課題は、より現実的にはアメリカの取締役会における大株主の存在が、経営者の報酬に影響を与えて、企業の過度な資源浪費にチェック機能が働くか否かという課題の検討であり、理論的・実際的課題となっている。理論的関心事としては前節で見たサイアート論文の主張が注目されるが、今一つは、アメリカの企業社会で、余りにも過度な経営者報酬がニュースとなっているように、経営者がコントロールする取締役では会社の資源を過度に経営者報酬に手渡す結果になるという危機感がある。

3-2 具体的実験・検証手続き

上記のような具体的思考課題を遂行すべく、10人の株主・投資家と5つの会社それにそれら5つの会社を経営する5人の最高経営責任者（CEO）からなる企業社会で、株主・投資家と経営者が株式市場での株取引を通して、各々自らの利益を極大化するビジネス・ゲームを作成し、当該ゲーム環境に、上で見たガバナンス環境を挿入して、株主・投資家と経営者のガバナンスに関する行動を実験的に観察するという技法を導入した。実験は、まず学部学生、続いて経営学研究院院生、さらには社会人院生、の3つのグループに対して15人ずつ総計45人に対して行われた。学部学生15人を対象とした実験はトライアル的な意味を込めており、当該実験の後、いくつかの細部を調整して研究院院生及び社会人院生を被験者に実験を行った。

検討すべき仮説はとしては、まず以下の仮説が考えられる。

仮説1 経営者報酬は、経営者優先ガバナンス時よりも、株主優先ガバナンス時に、より業績連動型となる。

この点を確認するために、CEOが受け取る経営者報酬を、当該経営者自身が選任できる取締役10人の株主・投資家からCEOが任意に選任する一が、決定する経営者優先ガバナンス環境下でのビジネス・ゲームと、最大株主が自動的に取締役となりCEO報酬も決められる株主優先ガバナンス環境下でのビジネス・ゲームを行い、すなわち第1セットの2ラウンド¹⁰実験を行い、両環境下で取締役が決めるCEO報酬の構造を観察した。

さらに問われるべきは、株主優先型ガバナンス環境下では、経営者優先ガバナンス環境下よりも、CEO報酬が低く押さえられる可能性が高いという点である。

仮説2 上の仮説で、業績連動型となると同時に、経営者報酬がより低く抑えられ、株主の富がより大きくなる。

また、

仮説3 取締役の当該企業の株式持分比率が高まるにつれて、経営者の報酬は低く決定され、しかも業績連動型が強くなる

という連続型の仮説も追加的に確認される。

最後に、株主優先ガバナンス環境下では、経営者優先ガバナンス環境下よりも、企業社会の生産する価値を、生産に振り向かわしめ、CEOや取締役報酬として費消させない力がより作用することによって、社会的厚生がより高まることが立証される。このことは会社組織のガバナンス構造が、単に一企業の問題にとどまらず、社会的問題であることの証となる。

9 具体的なゲームの詳細は稿末に添付した『実験用インストラクション』を参照されたい。

10 各ラウンド内には5-11期間のビジネス期が設定され、1期間完結のゲームを行う構造になっている。各ラウンドが何期のゲームになっているかは、あらかじめ被験者には知らされていない。

仮説4 最大株主が取締役となり経営者の報酬を決定する時、社会的厚生は最大となる。

このような検証の背後には、他の条件が等しければ、組織内のエイジェンシー関係を一つ少なくできる、最大株主が取締役となり経営者の報酬を決定できる構造にすれば、社会的厚生がより高まるというアメリカ的ガバナンス思考がある。これがサイアート論文とアメリカの現状に鑑みたサンダー論文の概要であるとともに、我々が追実験した点でもある。以下では、サンダー論文を二つの点で拡張する我々の実験の意義を披瀝したい。

拡張点（1）

サンダー教授の問題意識の延長線上に我々の実験研究は位置する。しかしサンダー教授の提示するコーポレートガバナンスへの提言に対して、我々は、経営者報酬と経営上の自由という二つの要因を使ったモチベーションにはトレードオフ関係があり、それは解決しがたい問題を依然として内包している点を指摘したい。我々の実験的研究の課題の一つであると考えている。すなわち、サンダー論文の場合には、経営者はどのような報酬体系でも、ある所定の経営管理業務を遂行しつづける存在として描かれている。したがって、エイジェンシー関係を一つ削除できることになる、最大株主が経営者の報酬を決定できるスキームが良しとされる結果になっている。しかし、経営者は、自らが選んだ取締役によって相対的・時間的に多くの報酬をもらって自由な経営ができる時と、大株主に監視されて経営上の自由と報酬が相対的に低い時で、同じ経営効率を発揮すると考えるには無理があると我々は考えた。前者のほうが、創意工夫が発揮され、経営効率が高まり社会的厚生も高まる可能性が高いのではないか、そこにこそ所有と経営が分離する20世紀的根拠があったのではないかという点を実験的に確認したい。

しかし創意工夫を単純な実験的ビジネスゲームに組み込むことは容易ではな

い。そこで我々は、そうした意図を単純化してゲーム環境に実現するために、第2セットのゲームとして、第1セットの2ラウンド・ビジネスゲームを修正して、第2セット第1ラウンドのゲームは、経営者優先ガバナンス環境下で、経営者は自らの個人的経営者報酬を生産に再投資できるゲームとし、第2セット第2ラウンドのゲームは、株主優先環境下で同じく経営者は自らの個人的経営者報酬を生産に再投資できるゲームとして、実験した。

拡張仮説1 経営者は自らの報酬が大きくなるほどに、自らの創意工夫(報酬)を経営過程により多く投入する。

拡張点(2)

続いて、サンダー論文では、明示的に情報の歪みを取り込まれていない点を我々の実験では検討に入れた。すなわち、経営者は自らの経営成果を株主や取締役へ報告する際に、常に正確な会計情報を提供するとは限らない。自らが従う報酬スキーム等に反応して会計情報を歪めて報告する可能性がある。そうした歪みが何と連動する可能性が強いのか、そうしたコンテキストで、会計情報に基づいて株式投資をする投資家はどのような反応を示すのであろうか。こうした問題は、コーポレートガバナンスを考える上で、重要な点であろう。そこで、実験環境としては第3セット第1ラウンドでは、経営者優先ガバナンス環境下で、経営者が株主・投資家に公表する会計利益数値をプラス・マイナス20パーセント過大・過小に歪めて公表することができるようにし、第2ラウンドでは、株主優先ガバナンス環境下で同様のことができることにして、ゲーム実験を行った。

拡張仮説2 経営者は自らの報酬が少なくなるほど、誤導的会計情報を公表しやすい。

本研究では、以上で見てきたようなビジネス・ゲーム型の実験を行った。次節では、こうした実験の結果を実証的に検討しておこう。

4 実験結果

以下本節では、前節で列挙した仮説についての実験結果を提示しておくこととする。以下1-4の仮説については社会人院生の実験結果を、拡張型仮説については、研究科院生の実験結果を利用する。

仮説1 経営者報酬は、経営者優先ガバナンス時よりも、株主優先ガバナンス時に、より業績連動型となる。

経営者報酬が連動型か否かは、経営者報酬に占める現金報酬と株式報酬の比較を行うことによってなされる。固定報酬となる現金報酬については僅かではあるが、経営者優先ガバナンス時に、株主優先ガバナンス時よりも大きくなるという結果が出ている。また連動型変数となる株数については、逆に株主優先ガバナンス時に大きくなっている。1期間の実験が終わった結果としての株式価値額に換算した報酬には、必ずしもこの傾向は読み取れない(第6-1表参照)。

第6-1表 経営者の報酬の比較

Panel A: 現金報酬

	回	企業名					合計	平均
		A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	250	300	80	100	100	830	
	2	300	100	100	120	100	720	
	3	300	100	100	150	250	900	
	4	110	50	50	160	150	520	
	5	50	50	400	50	250	800	754
株主優先G	1	50	130	350	150	100	780	
	2	100	100	350	90	100	740	
	3	130	100	350	90	50	720	
	4	210	100	300	160	20	790	
	5	70	150	250	150	20	640	
	6	140	150	250	170	20	730	733

Panel B: 株数報酬

	回	企業名					合計	平均
		A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	50	100	20	100	30	60	65
	2	100	100	95	30	50	75	
	3	100	50	50	35	100	67	
	4	25	100	50	35	50	52	
	5	100	50	50	45	100	69	
株主優先G	1	75	35	50	100	40	60	67
	2	75	20	100	85	40	64	
	3	30	30	100	60	75	59	
	4	70	30	50	90	100	68	
	5	105	30	50	100	100	77	
	6	100	30	50	100	100	76	

Panel C: 期末株価*株数報酬

	回	企業名					合計	平均
		A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	1800	2100	600	2000	600	7100	9714
	2	2900	3500	4465	510	1000	12375	
	3	2900	1850	2350	595	2600	10295	
	4	750	3600	1250	1050	1250	7900	
	5	3500	1500	1650	1350	2900	10900	
株主優先G	1	2400	875	1250	2000	680	7205	9342
	2	2250	560	2500	2125	1000	8435	
	3	810	870	2700	1620	2100	8100	
	4	1610	930	1150	2520	3000	9210	
	5	3360	1020	1550	3300	3000	12230	
	6	3200	1020	1250	2900	2500	10870	

株式売却額/現金

	回	企業名					合計	平均
		A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	7.20	7.00	7.50	20.00	6.00	9.54	19
	2	9.67	35.00	44.65	4.25	10.00	20.71	
	3	9.67	18.50	23.50	3.97	10.40	13.21	
	4	6.82	72.00	25.00	6.56	8.33	23.74	
	5	70.00	30.00	4.13	27.00	11.60	28.55	
株主優先G	1	48.00	6.73	3.57	13.33	6.80	15.69	28
	2	22.50	5.60	7.14	23.61	10.00	13.77	
	3	6.23	8.70	7.71	18.00	42.00	16.53	
	4	7.67	9.30	3.83	15.75	150.00	37.31	
	5	48.00	6.80	6.20	22.00	150.00	46.60	
	6	22.86	6.80	5.00	17.06	125.00	35.34	

仮説2 経営者報酬は、経営者優先ガバナンス時よりも、株主優先ガバナンス

時に、業績連動型となると同時に、経営者報酬がより低く抑えられ、株主の富がより大きくなる。

この点を確認するために各期末段階で経営者が保有するそれまでの報酬の蓄積分に当たる現金有高を比較すると、経営者優先ガバナンス時の方が、株主優先ガバナンス時よりも現金有高が大きいことがわかる。また株主・投資家の富が株主優先ガバナンス時により大きくなる点については、実験の各期末株価と、各期末の（投資家株式時価+現金）及び（株主期末資産合計/期首資本）を参照した。期末資産総額そのものは経営者優先ガバナンス時に大きくなっているように見えるが、株価のオーバープライシングの可能性もあるので、期首資本でデフレートした数値で比較すると、株主優先ガバナンス時の方が大きくなっている（第6-2表参照）。

第6-2表 経営者の富と株主の富の比較

経営者現金

回	企業名					合計	
	A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	2050	2400	680	2100	700	7930
	2	5291	6048	5258	2772	1814	21183
	3	8596	8118	7813	3572	4700	32799
	4	9627	11930	9269	4853	6194	41873
	5	13369	13718	11504	6350	9467	54408
株主優先G	1	2450	1005	1600	2150	780	7985
	2	4849	1685	4482	4408	1895	17319
	3	5885	2688	7621	6206	4082	26482
	4	7822	3771	9223	9010	7183	37009
	5	11408	5016	11207	12640	10346	50617
	6	14976	6286	12931	15962	13072	63227

期末株価

回	企業名					平均	
	A	B	C	D	E		
経営者優先G	1	36	21	30	20	20	25
	2	29	35	47	17	20	30
	3	29	37	47	17	28	31
	4	30	36	25	30	25	29
	5	35	30	33	30	29	31
株主優先G	1	32	25	25	20	17	24
	2	30	28	25	25	25	27
	3	27	29	27	27	28	28

4	23	31	23	28	30	27
5	32	34	31	33	30	32
6	32	34	25	29	25	29

投資家株式時価+現金

回	投資家									合計 / 期首資本		
	0	1	2	3	4	5	6	7	8		9	
経営者優先G												
1	23416	23382	23480	22760	23183	23752	23500	23298	23400	24084	234255	11 713
2	26734	26391	26589	26162	24847	28494	26444	26696	26449	25561	264367	13. 913
3	28701	27564	28674	28374	26811	30653	28414	28701	28149	27253	283294	13. 851
4	28517	25947	29197	27515	28200	28850	29697	28953	28283	29593	284752	14. 242
5	30587	27025	30986	30453	30536	32333	32002	31200	30284	31408	306814	13. 719
株主優先G												
1	22522	22662	22401	22720	22530	22757	22508	22575	22747	22469	225891	11. 295
2	24931	24817	24173	25693	24586	24984	24470	25020	24490	24571	247735	12. 118
3	26033	26298	25349	27104	25973	26312	25695	26412	25735	25640	260551	12. 471
4	25447	26903	25563	28093	26729	27486	26454	26724	25692	26371	265462	15. 139
5	30660	30862	26758	30434	30702	29917	28671	30746	29407	29189	297346	21. 076
6	28921	29495	26489	30015	28922	29499	27778	29549	28154	28731	287553	27. 637

仮説3 取締役の当該企業の株式持分比率が高まるにつれて、経営者の報酬は低く決定され、しかも業績連動型が強くなる。

株主優先がバナンス時のデータを以下に示すが、最大株主となって取締役に就き、経営者の報酬を決められる立場になった特定株主の保有株数が当該企業の発行済み株式数（1000株）に占める割合と、経営者報酬を検討してみたが、そのままでは有意な結果はでなかった（第6-3表参照）。

第6-3表 最大株主が取締役になった場合の経営者報酬

現金報酬	株数報酬	株式売却額	株/現金	保有株式
100	75	2250	22.500	200
130	30	810	6.231	213
210	70	1610	7.667	303
70	105	3360	48.000	248
140	100	3200	22.857	305
100	20	560	5.600	150
100	30	870	8.700	200
100	30	930	9.300	237
150	30	1020	6.800	255
150	30	1020	6.800	295
350	100	2500	7.143	150
350	100	2700	7.714	150
300	50	1150	3.833	200
250	50	1550	6.200	251
250	50	1250	5.000	200

90	85	2125	23.611	141
90	60	1620	18.000	231
160	90	2520	15.750	231
150	100	3300	22.000	224
170	100	2900	17.059	268
100	40	1000	10.000	150
50	75	2100	42.000	202
20	100	3000	150.000	251
20	100	3000	150.000	251
20	100	2500	125.000	251

しかし、最大株主が取締役になるケースについて、当該最大株主が250株以上を保有しているか否かでケースをさらに分割すると、最大株主が250株以上を保有する場合は、経営者報酬がより強く業績連動型となることが確認された。このことは、株主が会社に対して影響力を行使しようとする動機を持ち始めるのはある株主が保有している株数が当該企業の発行済み株式数のある割合を超えたときからではないかという示唆をガバナンス論に与えているように思われる。具体的には最大株主が250株以上保有しているか否かでケースを2つのグ

第6-4表 差の検定

t-検定: 分散が等しくないと仮定した2標本による検定		
	保有株式≥250	保有株式<250
平均	54.72222222	15.95625
分散	4335.166944	173.0892917
観測数	9	16
仮説平均との差異	0	
自由度	8	
t	1.746811769	
P(T<t) 片側	0.059403783	
t 境界値 片側	1.85954832	
P(T<t) 両側	0.118807566	

ループに分け、その各グループの(株式報酬/現金報酬)の値について、平均値の差の有意性検定を行った(第6-4表参照)。

仮説4 最大株主が取締役となり経営者の報酬を決定する時、社会的厚生は最大となる。

この点を確認するためのデータとして、経営者優先ガバナンス時と、株主優先ガバナンス時の各期末の（株主資産+CEO資産）額を比較してみた。その結果、株主優先ガバナンス時に、株価のオーバープライシングを考慮して期首資本で資産額をデフレートした値が、大きくなっていることが分かる。このことは増分形式のデータでも言える（第6-5表参照）。

第6-5表 ガバナンス間での社会的厚生と比較

株主資産+CEO資産

	回	株主資産	CEO資産	全体資産	/期首資本	
経営者優先G	1	234255	7930	242185	12.109	
	2	264367	21183	285550	15.027	
	3	283294	32799	316093	15.455	
	4	284752	41873	326625	16.336	
	5	306814	54408	361222	16.152	75.079
株主優先G	1	225891	7985	233876	11.694	
	2	247735	17319	265054	12.965	
	3	260551	26482	287033	13.739	
	4	265462	37009	302471	17.250	
	5	297346	50617	347963	24.664	80.311

株主資産+CEO資産（増分）

	回	株主資産増分	CEO資産増分	全体資産増分	/期首資本
経営者優先G	1	34255	7930	42185	2.109
	2	30112	13253	43365	2.282
	3	18927	11616	30543	1.493
	4	1458	9074	10532	0.527
	5	22062	12535	34597	1.547
株主優先G	1	25891	7985	33876	1.694
	2	21844	9334	31178	1.525
	3	12816	9163	21979	1.052
	4	4911	10527	15438	0.880
	5	31884	13608	45492	3.224

拡張仮説1 経営者は自らの報酬が大きくなるほどに、自らの創意工夫を経営過程により多く投入する。

我々の実験結果をまず双方のガバナンス状況下のデータをすべてプールして検討してみた。その結果、経営者の現金報酬と報酬再投資額との間には有意な正の相関が認められた。安定した経営者報酬が大きくなるほど経営者は、自らの報酬を再投資する傾向があることが分かる（第6-6表参照）。

第6-6表 報酬と経営努力の関係

経営者優先G					株主優先G				
追加額	株数	現金	株売却	総額	追加額	株数	現金	株売却	総額
65	10	100	250	350	104	15	180	405	585
124	30	50	600	650	229	15	170	345	515
234	20	120	520	640	232	20	150	500	650
160	30	100	900	1000	284	25	160	625	785
249	40	100	1320	1420	199	25	160	550	710
374	45	100	1485	1585	194	35	130	805	935
88	100	0	2500	2500	107	15	60	375	435
1531	200	250	4400	4650	800	100	300	2700	3000
0	0	10	0	10	0	15	160	330	490
0	20	100	520	620	0	15	170	330	500
1944	100	300	2300	2600	15	25	150	575	725
0	0	10	0	10	0	30	150	780	930
34	20	120	460	580	32	25	150	550	700
79	15	100	360	460	0	30	100	660	760
102	20	150	480	630	0	50	50	1350	1400
554	20	150	480	630	0	50	100	1250	1350
0	10	90	300	390	205	20	110	480	590
48	10	100	300	400	328	20	130	540	670
5	15	100	405	505	390	20	130	500	630
0	10	100	270	370	0	20	130	520	650
0	200	250	5400	5650	0	20	130	520	650
0	200	250	4600	4850	0	20	120	460	580
0	200	250	4800	5050	0	20	90	500	590
0	200	500	4800	5300	0	20	90	500	590
0	15	150	390	540	132	10	100	210	310
0	100	10	2600	2610	153	10	100	240	340
0	10	10	230	240	140	10	100	230	330
233	15	60	315	375	594	10	100	220	320
246	100	300	2400	2700	139	10	100	250	350
468	80	150	1840	1990	498	10	100	240	340
					56	10	100	250	350
					154	10	100	260	360
					0	200	200	4800	5000
					330	15	100	360	460
					345	15	100	375	475
					419	15	100	375	475
					432	20	50	480	530
					575	20	60	440	500
					645	100	200	2200	2400
					1087	100	300	2100	2400

経営者優先 G	
回帰統計	
重相関 R	0.334041
重決定 R ²	0.111584
補正 R ²	0.079854
標準誤差	424.1027
観測数	30

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測され た分散比	有意 F
回帰	1	632534.5	632534.5	3.516755	0.071216
残差	28	5036167	179863.1		
合計	29	5668702			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	34.71575	124.6627	0.278477	0.782692	-220.645	290.0761	-220.645	290.0761
現金	1.347188	0.718385	1.875301	0.071216	-0.12436	2.818735	-0.12436	2.818735

株主優先G

回帰統計	
重相関 R	0.426117
重決定 R ²	0.181576
補正 R ²	0.160038
標準誤差	232.5629
観測数	40

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測され た分散比	有意 F
回帰	1	455978.2	455978.2	8.430689	0.006114
残差	38	2055250	54085.52		
合計	39	2511228			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	-36.7563	95.91182	-0.38323	0.703684	-230.92	157.407	-230.92	157.407
現金	1.986149	0.684038	2.903565	0.006114	0.601386	3.370912	0.601386	3.370912

経営者優先Gと株主優先Gの全体サンプル

回帰統計	
重相関 R	0.358376
重決定 R ²	0.128433
補正 R ²	0.115616
標準誤差	323.7975
観測数	70

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測され た分散比	有意 F
回帰	1	1050590	1050590	10.02043	0.002317
残差	68	7129448	104844.8		
合計	69	8180038			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	20.4963	73.78925	0.277768	0.782033	-126.748	167.7404	-126.748	167.7404
現金	1.503376	0.474924	3.165506	0.002317	0.555679	2.451072	0.555679	2.451072

さらに第2セットの2つのラウンドを比較することによって、経営者優先ガバナンス時と株主優先ガバナンス時に報酬再投資に特徴的の差異があるか否かを検討してみた。以下は関連変数の相関係数マトリックスである。

第6-7表 ガバナンス間の報酬再投資比較
第2セット第1ラウンド（経営者優先ガバナンス下）

	生産額	報酬再投資額	投資額	CEO現金残高
生産額	1			
報酬再投資額	0.126284	1		
投資額	0.737806	0.051799	1	
CEO現金残高	-0.018	0.115963	0.037051	1

第2セット第2ラウンド（株主優先ガバナンス下）

	生産額	報酬再投資額	投資額	CEO現金残高
生産額	1			
報酬再投資額	-0.36245	1		
投資額	0.734804	-0.4485	1	
CEO現金残高	-0.593	0.491267	-0.6593	1

一般的に第2セットの実験全体から言えば、相関係数から判断すれば、経営者が自らの所得を再投資することと、投資・生産額には弱い負の相関が確認できるのみである。しかし第1ラウンドと第2ラウンドを分けて分析すれば、第1ラウンドすなわち、経営者優先ガバナンス環境下では、経営者が自らの所得を割くことと、生産(0.051)・投資額(0.126)には弱いながらも正の相関が認められる。それに対して、株主優先型ガバナンス環境下では、相対的に強い負の相関が認められる(生産(-0.362)投資(-0.449))。このことは、経営者優先型ガバナンス下では、経営者は自らの報酬を積極的に再投資して成果を高めているのに対して、株主優先型ガバナンス下では、そうした結果に結びついていないということができよう(第6-7表参照)。

拡張仮説2 経営者は自らの報酬が少なくなるほど、誤導的会計情報を公表しやすい。

ここでは、各期の事前に決められる経営者の現金報酬の大きさと、報告利益の操作度(%)¹¹について関係を検討した。すると経営者優先ガバナンス時に、報告利益操作度と経営者現金報酬には有意な負の相関が観察された。このことから、経営者は自らの報酬が小さくなると誤導的会計情報を公表する性向があることがわかる。ただし、株主優先ガバナンス時には優位な結果はえられなかった(第6-8表参照)。

第6-8表 経営者報酬と情報操作の関係

経営者優先G		株主優先G	
報告利益の割合	現金報酬	報告利益の割合	現金報酬
80	250	100	100
80	250	98	210
80	270	98	400
80	300	105	400
80	100	115	500
80	100	100	500
120	90	80	350
80	90	120	60
120	100	120	100
100	100	100	100
100	100	80	100
90	280	120	100
100	100	80	100
100	100	100	40
100	90	90	300
100	100	80	130
85	300	80	130
100	100	100	110
103	100	92	200
102	300	104	30
101	150	104	50
97	300	104	80
101	100	93	80
101	100	93	80
98	100	100	120

¹¹ ここで操作度とは、真実な利益を100としたときに、プラス・マイナス20%まで真実な利益を操作できる権限を経営者に与えた時に、実際に真実な利益から何パーセントずれた報告をしたかを示す度合いである。

98	100	100	30
100	10	100	50
108	120	100	100
109	140	80	100
110	150	81	100
100	160		
110	130		
111	150		
112	170		
100	180		
113	170		
100	150		
110	150		
105	180		
85	200		
105	200		
110	200		
100	210		
90	220		
90	200		

回帰統計	
重相関 R	0.36642
重決定 R ²	0.134264
補正 R ²	0.11413
標準誤差	10.37106
観測数	45

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	1	717.2795	717.2795	6.668715	0.0133
残差	43	4625.032	107.5589		
合計	44	5342.311			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	107.728	3.80291	28.32777	1.91E-29	100.0587	115.3973	100.0587	115.3973
現金報酬	-0.05639	0.021837	-2.58239	0.0133	-0.10043	-0.01235	-0.10043	-0.01235

拡張1及び2の結果から、経営者は経営者優先ガバナンス時に、多くの確定報酬を保証されれば、より多くの成果を出すべく工夫し、報酬が下がると誤導的会計情報を公表して、確定報酬喪失分を株式報酬で補おうとすることがわかる。

5 おわりに 一要約と限界一

アメリカでのサンダー論文の実験結果と日本の我々の実験結果を参照しながら、いくつかの結果を引き出すことができた。まずサンダー論文と同様の結論について、統計的な有意性を担保できなかったが、以下の傾向を見て取ることができた。

- 1) 経営者報酬が連動型か否かに関して、固定報酬となる現金報酬について、僅かではあるが、経営者優先ガバナンス時に、株主優先ガバナンス時よりも大きくなるという結果が出ている。
- 2) 株主・投資家の富が株主優先ガバナンス時により大きくなる点については、実験の各期末株価と、各期末の（投資家株式時価＋現金）及び（株主期末資産合計／期首資本）を参照し、期末資産総額そのものは経営者優先ガバナンス時に大きくなっているように見えるが、株価のオーバープライシングの可能性もあるので、期首資本でデフレートした数値で比較すると、株主優先ガバナンス時の方が大きくなっていることが判明した。
- 3) 経営者優先ガバナンス時と、株主優先ガバナンス時の各期末の（株主資産＋CEO資産）額すなわち社会的富の額を比較してみると、株主優先ガバナンス時に、株価のオーバープライシングを考慮して期首資本で資産額をデフレートした値が、大きくなっていることが分かる。

しかし他方、我々の拡張型実験によって、

- 1) 経営者は報酬をより多くもらい経営が自由であるときに、より創意工夫を発揮する可能性が高いということ、
- 2) 経営者はより低い経営者報酬の可能性のある会計数値が導出され公表される可能性があるときに、会計数値を操作する可能性があること等が見出された。

このことは、サンダー教授らが重視するアメリカ的ガバナンスである株主優先ガバナンスが、必ずしも優れているわけではないということを物語っている。エイジェンシー関係したがってエイジェンシー・コストの発生を補って余りある有能な経営者が存在すれば、株主ガバナンスよりも社会的に優れた生産成果を出す経営者優先ガバナンス会社組織がありうる、したがって社会的厚生からみてもよい経営者優先ガバナンス会社組織がありうるといえるのではないだろうか。

また、こうした結果のマクロ会計政策的含意を取って問うならば、各国の比較優位な会社ガバナンス構造を見極め、そのガバナンスの効率性を担保するために会計制度を用いるべきである、ということである。ガバナンス自体を大幅に再構築するために、会計制度全般を修正するのは必ずしも得策とは言えないのではないだろうか。

我々の実験には、またいくつかの制約・限界があることも認識しておく必要がある。以下ではそれを最後に列挙しておこう。

- 1) 我々の実験で、日米比較の意義を制約する一つの要因として、実験で用いた株式市場の形式が日米で異なっているという点である。
- 2) 我々のモデルでは実験の途中で企業が倒産した場合に、対応できなかった。したがって、企業倒産を経験した時点で実験ラウンドを中止する必要が出てきた。そのために場合によっては、会社にとっては費用となる自らの報酬を高くして受け取った経営者が、企業を倒産させて、結果、最高の得点を獲得し実験ラウンドが終わるという不備が見出された。もしそれでもゲームが続けられれば、違った結論が出たであろう。
- 3) 経営者（CEO）や投資家（株主）が実験時に見ているスクリーンにどのような情報を公表すべきかによって、我々の実験とは異なる結果、あるいはより鮮明な結果が出た可能性がある。最も注意を要するのは、我々

の実験では、経営者のスクリーンには他社の株式情報のみが表示され業績情報は表示されていないために、経営者にとって他社の業績を知るのは他社の株価のみである。もし株主・投資家スクリーン上と同様に、他社の業績表示を経営者スクリーンに行えば、他社の経営者の意思決定をフォローできた可能性がある。しかし逆に、我々の実験は、そうしたスクリーン表示に基づく実験よりも、特定経営者の特定ガバナンス下の特定制約下での意思決定を、純粹に観察できた可能性が高い。¹²

- 4) 我々の実験には実験方法に基づく会計研究のうち二つの方法が、同時に用いられている。実験市場を含む実験と組織的制度を含む実験の二つである。そのために、実験市場を伴う実験のときには前もって過度な実験のコンテキストを被験者に知らしめないという制約と、組織的制度を含む実験のときに不可欠な、現実に対応する制度に関する予備知識を被験者に付与するという逆の制約である。そのために被験者にどこまで説明すべきか、またどのように説明すべきかの課題が残っている。^{13*}

12 この点についてさらに付言する。我々の実験では経営者は株式取引に参加していない代わりに、他社株価を事前予測するゲームを行い、事後的に最も近い株価を予測した経営者に一定の現金報酬が渡される構造になっている。このゲームのためには、他社の株価表示に加えて業績表示が有効だった可能性がある。さらに、経営者の他社株価事前予測を投資家の株式取引が始まる前に公表するというステップを加えておれば、株式取引がそれに規定されて大幅な変動をしなかった可能性もある。しかし我々は今回の実験では、ガバナンス問題を明確にしたいために、こうしたステップを考慮しなかった。今後の課題である。

13 単純な市場での効用(利益)極大化行動のみを被験者に要求する場合と、同じく極大化行動でも現実組織の多様な制約を踏まえて極大化行動を要求する場合とではインストラクションの在り方がかなり異なるように思われる。前者の場合には予備知識無く実験を開始できるが、後者の場合には極端な場合には半年ほどの講義が必要と思われる場合がある。

* ※本研究は、平成12年度文部科学研究費(基盤研究A:課題番号12303004)の補助を受けた。

参考文献

- Berle, A. A., Jr. and Means, G.C., *The Modern Corporations and Private Property*, New York: Macmillan, 1st ed., 1932, rev. ed., New York: Harcourt, Brace and World, 1965. 北島忠男訳, 『近代株式会社と所有財産』(原書初版訳) 文雅堂書店, 1958年。
- Bloomfield, R., and R.Libby, " Market Reactions to Differentially Available Information in the Laboratory," *Journal of Accounting Research*, Vol.34, No.2, Autumn, 1996.
- Bloomfield, R., and T.J. Wilks, " Disclosure Effects in the Laboratory: Liquidity, Depth, and the Cost of Capital," *The Accounting Review*, Vol.75, No.1, January 2000.
- Cyert, Richard and Praveen Kumar, "On the Determination of Top Management Compensation: Complete and Incomplete Contracting Perspectives," *Working Paper*, 1996.
- Dhananjay K.Gode and Shyam Sunder, " Allocative Efficiency of Markets with Zero Intelligence Traders: Market as a Partial Substitute for Individual Rationality," *The Journal of Political Economy*, Vol.101, No.1, (February, 1993).
- Friedman, D., and Shyam Sunder, *Experimental Methods:A Primer for Economists*, Cambridge University Press, 1994. 邦訳, 川越敏司・内木哲也・森徹・秋永利明訳, 『実験経済学の原理と方法』, 同文館, 平成11年
- Jensen, M.J., and W.H.Mechling, " Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No. 4, (October, 1976).
- Kojima, Kenji, *Commitments and Contests: A Game-theoretic Perspective on Japanese Vertical Relationships*, RIEB Kobe University, 2000.
- , *Japanese Corporate Governance: An International Perspective*, RIEB Kobe University, 1997.
- Libby, R., R. Bloomfield and M.W.Nelson, " Experimental Research in Financial Accounting," Cornell University, *Working Paper*, February 23, 2001.
- Shah, Anish, and Shyam Sunder, "Directors' Incentives and Corporate Performance," *Working Paper* (Carnegie-Mellon University), March 1999.
- Sunder, Shyam, *Theory of Accounting and Control*, 邦訳, 山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原 晃訳, 『会計とコントロールの理論—契約理論に基づく会计学入門—』,

勁草書房，1998年。

吉川 満，「米国のコーポレート・ガバナンス」(上)，『商事法務』No.1299，1992年9月25日。

実験環境の説明

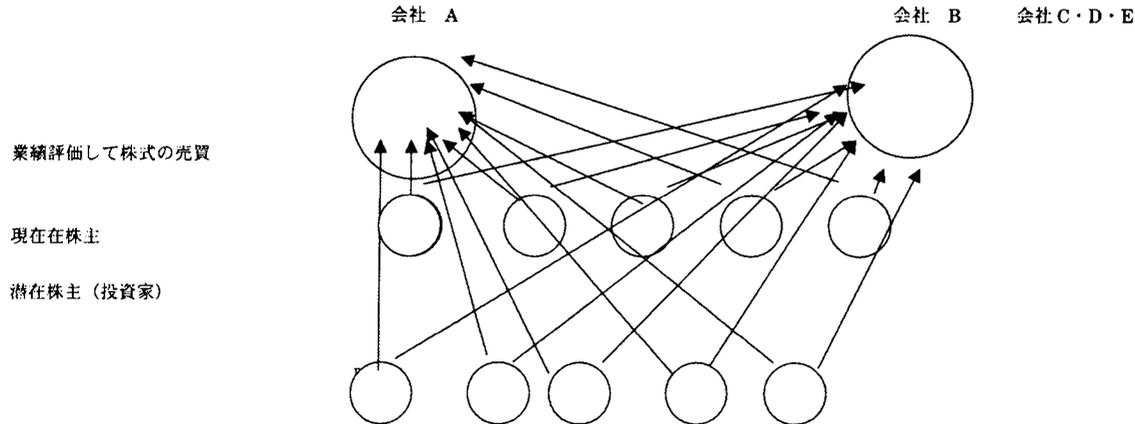
実験は15台のパソコンに、1台のサーバー(スーパー・ロッコウダイ)をLAN接続し、JAVAによって書かれたビジネス・ゲームを遂行することによって行われた(ゲームの詳細は以下に記す)。15人の被験者は、経営学部学生15人で構成される場合、経営学研究科大学院生15人で構成される場合、経営学研究科社会人大学院院生15人で構成される場合の3構成で行われた。15人の被験者のうち10人は投資家に5人は経営者に予め振り分け、実験中、操作の慣れの都合から被験者が投資家役と経営者役の双方を経験することは無かった。ただし、投資家としてあるいは経営者として特定のパソコンに貼り付いた被験者の個人的性格がゲーム相手に判明するのを防ぐために、各実験ラウンド毎にランダムに、被験者相互間で知られること無く被験者番号(投資家0…9)(経営者A…E)を変更した。また被験者同士の意思疎通を防ぐために、被験者両横に2台の未使用コンピュータ・システムを置き、相互に横の距離を確保するとともに、相対する被験者同士はパソコン・ディスプレイによって相互に表情が確認できないような環境で行った。各被験者の入力以下で掲載する画面のハードコピーからも分かるように、すべてスライド形式の画面をマウスで動かすという入力装置を用いた。被験者の入力結果はすべてサーバー(スーパー・ロッコウダイ)によって記録されるようになっている。

金額は架空の貨幣単位であり、ゲーム参加者の報酬はゲーム結果に基づいて支払われた。

実験用インストラクション

一般的な実験の性格

最高経営責任者 (CEO)、投資家、取締役の 3 つの役割を持った各被験者 (プレーヤー) が存在する。5 つの会社が存在し、各会社に一人の経営者 (CEO) と一人の取締役がいて前者は経営に当たり、後者は CEO の報酬体系を決める。また会社を取り巻く経済社会には 10 人の投資家がいて、5 社すべての株主である。以下の図のような会社が 5 社存在し、CEO は兼任ができないが取締役は複数の会社の兼任ができる。株主・投資家は自由にすべての会社の株を取引できる。



ゲームは、各役割に就いた被験者が、各役割を最大限努めて、CEO は報酬を、取締役は株式売買・配当プラス取締役報酬を、投資家 (株主) は株式売買益と配当による報酬をおのおの最大化するという内容のビジネス・ゲームである。(具体的報酬は以下で規定する)

2 期間目の始まり

- 1 取締役を再度任命 (経営者画面 1)
- 2 取締役から自らの新しい報酬体系情報を受け取る (経営者画面 2) → CEO の報酬体系を再度決める (投資家画面 2) と同時に取締役報酬 (100) を受け取る ←
- 3 労働ストライキ情報 (起こる確率 0.5)
ストライキが起こると生産高は通常の 75%
- 4 前期末 (当期首) 資本金を投資と配当に振り分ける

4 * 自らの報酬を生産に再分配する

- 5 配当の宣言 (情報開示) → 配当情報を受ける
- 5-2 他社の今期の株価予測 (経営者画面 3)
- 6 経営者画面 4 → 投資家画面 4・5 前期末の会計報告と当期の配当情報で株式売買 (CEO は参加せず) → 投資家画面 4・5
投資家画面 6 (株式取引の終了)

ある生産関数に基づいて生産が起こる
(生産量が各企業の収益となる) (経営者画面 5)

- 7 減価償却情報 (確率 0.5)
確率 0.5 で投資額の 20%か 40%
の減価償却がなされる
- 8 利益と期末資本金の報告
(利益 = 生産量 - 減価償却費 - CEO の報酬 - 取締役報酬 100)
(期末資本金 = 4 での投資 + 利益)

9 * 利益と期末資本金を、ある範囲で CEO が過大過小表示の可能性がある (オプション実験) (経営者画面 5) . . . ゲームによって利用するときとしないときあり

3 期間目の始まり

・

何回か繰り返した後ゲームの第1ラウンドが終了する。(ラウンド終了は実験者がアナウンスする)

第2ラウンドはCEOの報酬体系を決定する権限を持つ取締役の選定方法が変わる。今度はCEOが選任せずに、各投資家の株式保有高を参考に、各会社の最大株主が新ラウンドの各期首に取締役に選任されるが、第1期目と2期目以後同株数保有投資家が出たときは乱数表で自動的に取締役に選任される。このこと以外は第1ラウンドのこれまでのゲームと同様である。・・・何期か繰り返して第2ラウンドが終わる。

第3ラウンドは再び第1ラウンドと同じルール(取締役の選任)でゲームを開始する。

各役割プレイヤーの予備知識・心得・注意点・報酬体系

続いて各プレイヤーの予備知識・心得・注意点・報酬体系等を記していきます。

最高経営責任者（CEO）

1) CEOの総報酬は以下のように決定される

CEO報酬＝固定現金給与（サラリー）＋株式給与（株数）＋他社評価ボーナス＋利子

* 株式評価は当期平均株価で

2) CEOは自らの報酬体系を決める取締役を選任できる。したがってできるだけ自らの報酬を高く設定してくれそうな取締役を選びつづけることが自らの報酬を高め、ゲームに勝利できる。

3) 会社の経営を担当することになっているが、当該ゲームでは、自らの報酬体系を決定する取締役を選任することと、資金を投資と配当に振り分けるという二つの機能しか果たさない。生産は投資額にもとづいて以下の生産関数で自動的に決定される。

$$P = C (\sqrt{I} - 0.53 I)$$

P：生産高であり総収益

C：期首の総資本金

I：C-D（配当） 配当に振り分けられなかった資金はすべて投資資金

ここではCEOは何もしない。あらかじめ自らが決めた・決めてきた総資本金と今期の投資額で生産高ゆえに総収益が自動的に決まる。

* ただし別ゲームでは、自らの報酬を生産につき込んで生産高を高めることができる。したがって報酬を多くもらえば、報酬を生産につき込めるが報酬が低いとそうした行為ができにくい。

4) 生産に負の作用を及ぼすストライキと減価償却はCEOの努力によって操作できない。いずれもある確率で、実験体系外で決まっている。しかも各期では5社全部同じ確率で、同じくストライキと同率の減価償却に遭遇する。

* ストライキは確率0.5で起こったり起こらなかったりする。起こると生産高は75%に落ち込む

* 減価償却は確率0.5で投資額の40%であったり20%であったりする

5) 各期間の終わりに会計報告をするが、

利益＝P－減価償却費－CEOの報酬－取締役報酬100 * ストライキはPの増減で考慮済み

という利益と期末資本金を開示する

6) ゲームによってはこの金額をプラス・マイナス20%操作する権限をCEOは持つことになる

7) 各期間の初めにCEOは他の4社の業績を予測し、最も近い予測をしたCEOには報酬が株式の形で外から与えられる（評価は平均株価）

8) CEOの報酬の一部である自社株による報酬は、各期末に平均株式価格で現金に換金される

9) CEOの報酬はすべて銀行預金となり、1期間ごとに2%の利子がつく

CEOの意思決定過程とその結果の数値例

以下ではCEOの意思決定過程を、数値例を用いて説明する。
初期の資本金は20000で、ストライキは発生しなかった場合

資本金を投資と配当への振り分け意思決定 例え

投資へ0.84 配当へ0.16 の割合で資本金を振り分ける

配当額は $20000 \times 0.16 = 3200$

意思決定の結果

すると生産関数 ($P = C (\sqrt{I} - 0.53 I \text{ より})$)

生産高 (したがって収益) = 資本金 (20000) $\times (\sqrt{0.84} - 0.53 \times 0.84)$
= 20000×0.4713
= 9426

したがって総収益も9426

減価償却費は

もし20%ならば $20000 \times 0.84 \times 0.2 = 3360$

もし40%ならば $20000 \times 0.84 \times 0.4 = 6720$

CEO報酬支払前利益は

20% 利益 = $9426 - 3360 - 100 = 5966$

40% 利益 = $9426 - 6720 - 100 = 2606$

もし取締役によって決定されたCEOの報酬体系が 1000 + 株式50株で取引終了後の当該会社平均株価が20であれば

20% $9426 - 3360 - 2000 - 100 = 3966$

40% $9426 - 6720 - 2000 - 100 = 606$

期末資本金は

20% $20000 \times 0.84 + 3966 = 22866$

40% $20000 \times 0.84 + 606 = 17406$

利益数値と期末資本金が会計報告される

22866あるいは17406が次期の期首資本金となり、これを再度CEOは配当と投資に振り分ける決定をする。

したがってストライキと償却費用を考慮して、配当と資本金形成の投資の割合を考える必要がある。

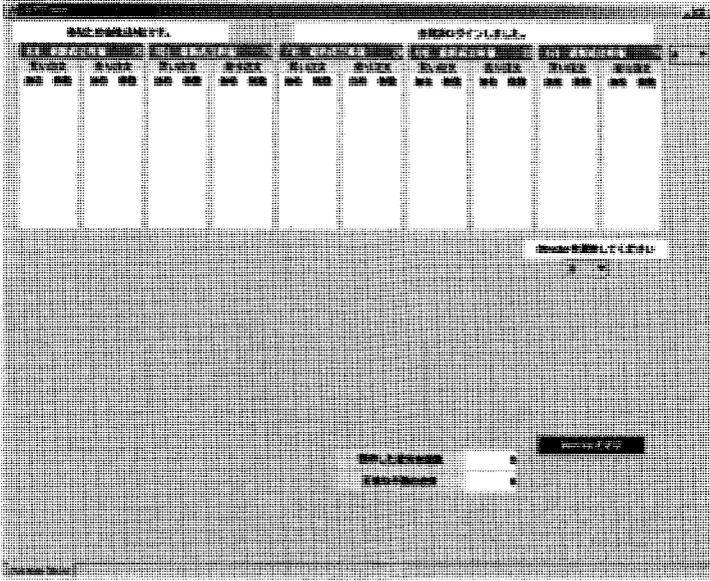
取締役

- 1) 取締役の報酬は以下の式で確定される
取締役の報酬＝株式売買による利益＋配当＋取締役報酬（100）＋利子
* 手持ち現金はすべて銀行預金され1 期間ごとに2 %の利子がつく
- 2) 取締役は株主あるいは当該会社の株を持っていない投資家から、どちらからでも選任される。あるゲームではCEOによって選任され、あるゲームでは各会社の最大株式保有者が自動的に選任される（後者の場合には実質的には株主でないため）
- 3) 取締役の役割はCEOの報酬体系（いくらを固定現金で支払いいくらを株式で支払うか）を決める作業することにある。取締役としての報酬（100）をもらえる。したがってCEOから選任されるゲームの場合には、選ばれ続ける努力をすれば、取締役としての報酬が得られ続けられる
- 4) しかし取締役は投資家・株主としての顔も持っているので、甘い基準でCEOの報酬体系を決定すれば株価が下がり配当も得られない可能性が出てくる。当該会社の株式を持たないで取締役に選任されることもありうるので、この場合当該会社の株式を保有していて取締役に就く場合とでCEOの報酬体系決定に変化がある可能性がある。CEOが取締役に選任できるゲームでは、続けて取締役に選任してもらえるよう甘い報酬体系を決定しつづけることもできるが、他方で株価下落を招く可能性がある。

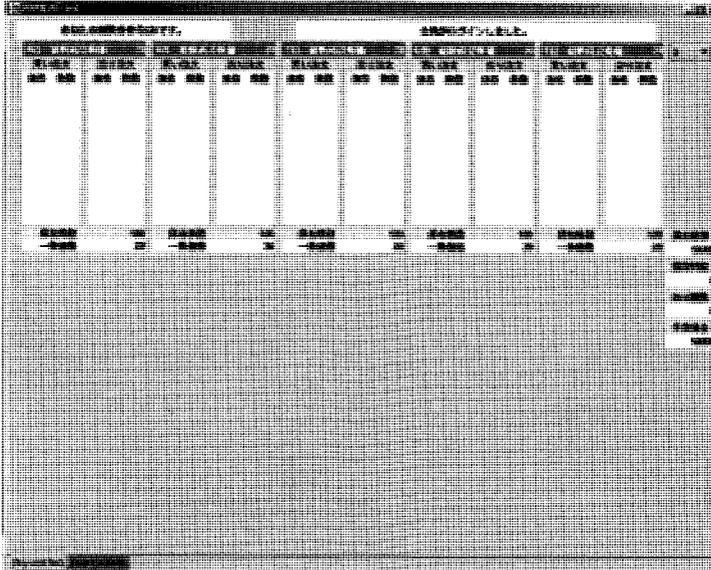
投資家

- 1) 投資家の報酬は以下のように決定される
投資家の報酬＝株式売買による利益＋配当＋利子
* 手持ち現金はすべて銀行預金され1 期間ごとに2 %の利子がつく
 - 2) 投資家は1 期目については配当宣言情報のみで、2 期目以後は前期末の利益と前期末（当期首）資本金情報と当期配当宣言情報で各会社の株式を売買する。売買利益と配当が報酬源である
- * 取締役、投資家とも投資家としての側面からラウンドが終わった段階で保有していた株式の価値を最終期の平均株価で換算して報酬に入れ、初期に貸し与えられていた10000 を引くことによって最終的に各投資家の報酬が決まる。

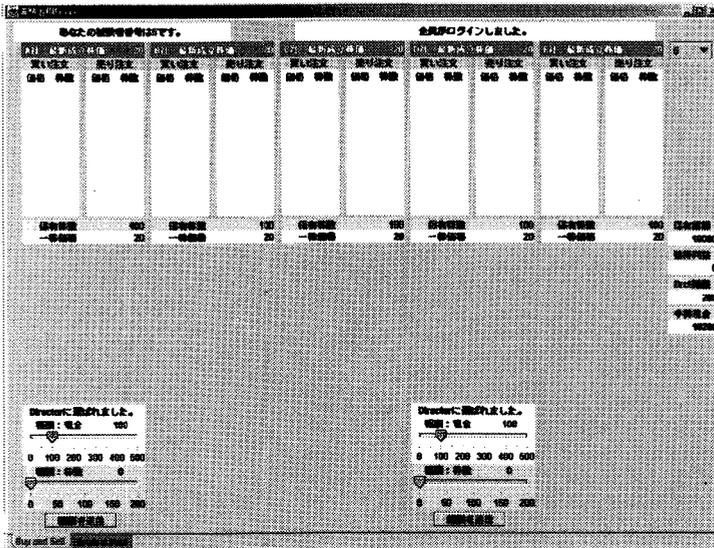
経営者画面1 開始時点の画面：取締役 (Director) の選択をプルダウンメニューから行う。



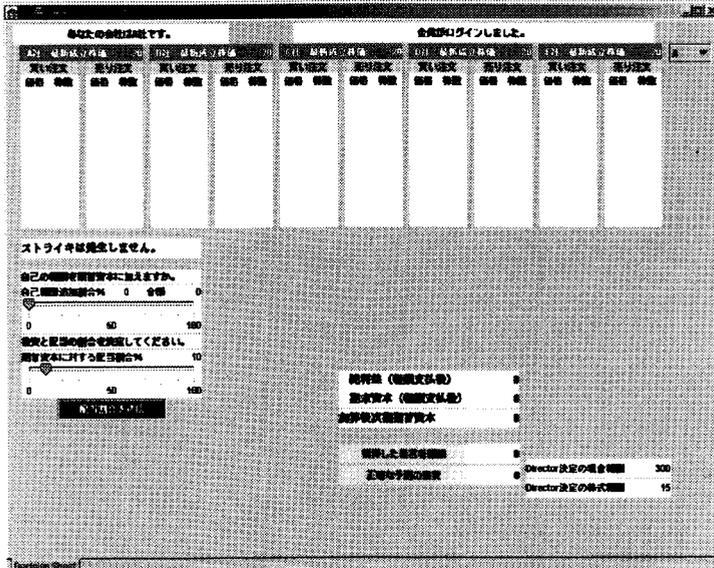
投資家画面1 開始時点の画面：保有株式と手持ち現金が表示されている。



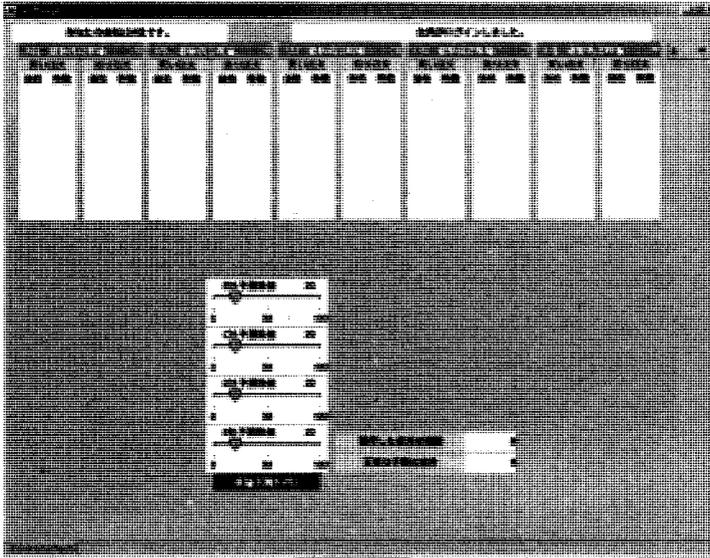
投資家画面2 取締役役に選択された投資家の画面には経営者報酬を決定するスライダーが表示される。



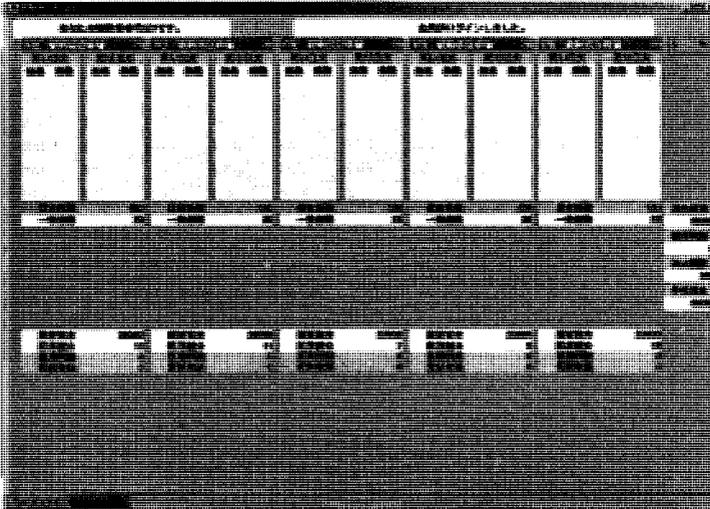
経営者画面2 取締役が決定した自己の報酬が表示されると同時に配当・投資金額を決定する。



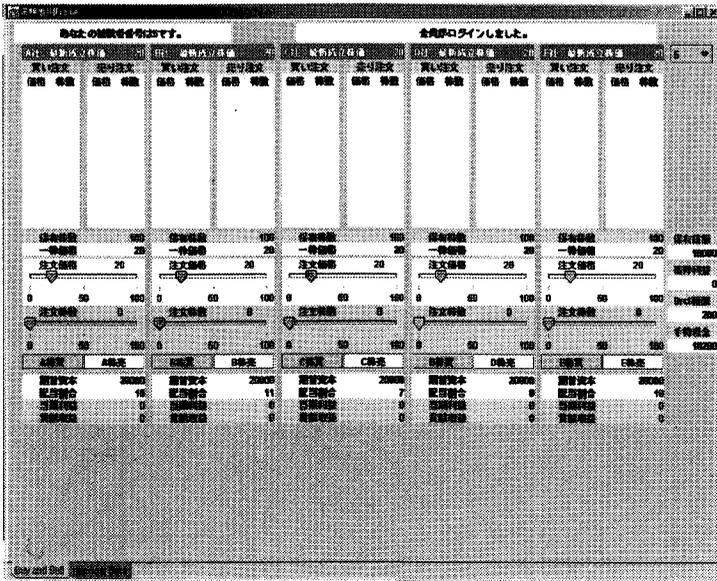
経営者画面3 他社の最終成立株価（時価）を予測する。



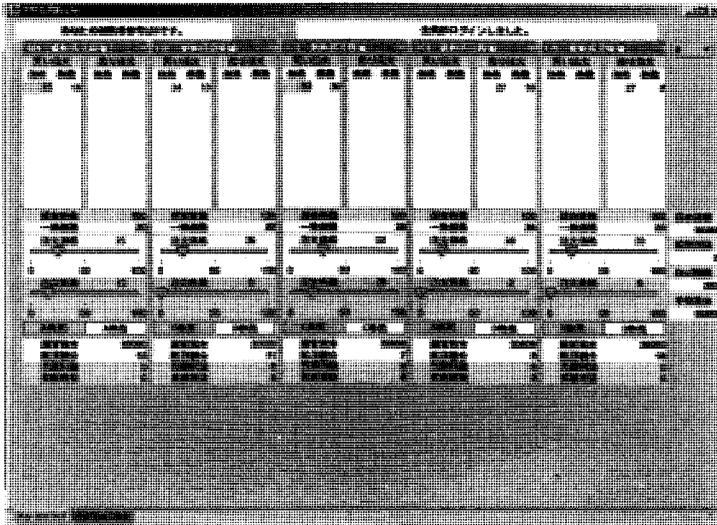
投資家画面3 期首資本と配当割合が表示される。



投資家画面4 株式の売買を行う。価格と株数を指定し、「売」と「買」のボタンをクリックして注文する。



投資家画面5 自分が出した注文は価格が別の背景色で他の注文と識別できる。



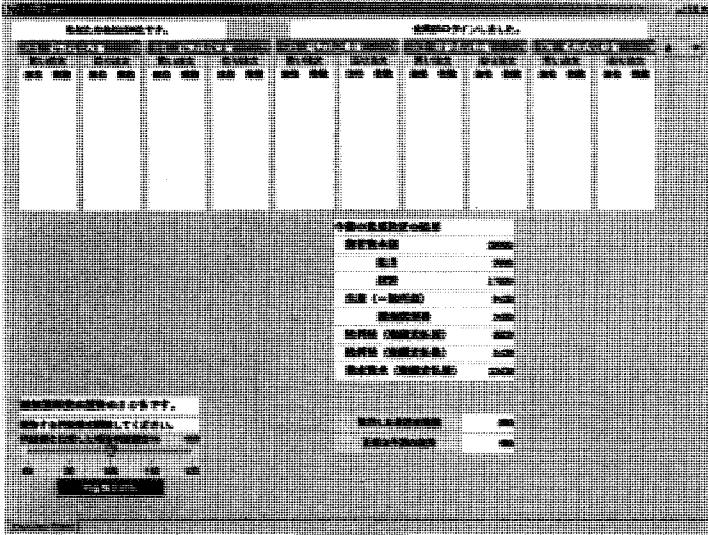
経営者画面4 経営者にも売買注文の状況が表示され、取引成立毎に最終成立価格が更新される。

The screenshot shows a trading interface with a grid of columns representing different order types and statuses. The columns are organized into two main sections: '注文状況' (Order Status) and '注文履歴' (Order History). Each column contains a list of orders with details such as price and quantity. At the bottom of the screen, there is a control panel with buttons for '注文入力' (Order Input) and '注文取消' (Order Cancel).

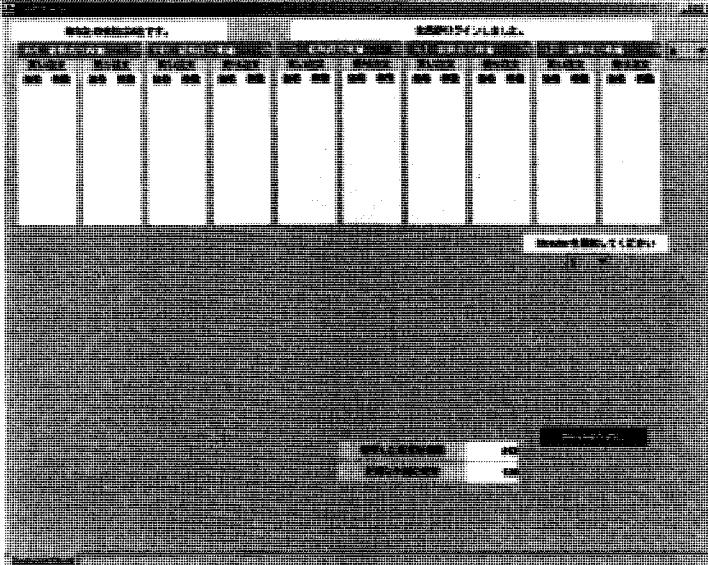
投資家画面6 取引が終了した時点で、各社のその期の利益が表示される。

The screenshot displays an investor interface with a grid of columns representing different companies. Each column shows the company's name and its profit for the current period. The data is presented in a clear, tabular format, allowing for easy comparison between different firms.

経営者画面5 報告利益を調整するスライダーと損益計算書が表示される。



経営者画面6 (経営者画面1と経営者報酬金額を除いて同じ：開始時点に戻っている)



第7章 ネットワーク型取引状況 における評判制度の設計と 有効性の検証に関する実験研究

1 はじめに

今日、社会における取引の形態が大きく変化しつつある。インターネットに代表されるような情報通信サービスの発展や市場のグローバル化に伴い、個人にとって、潜在的な取引相手が増大している。例えば、インターネットにおけるオークションサイト (eBay, Yahoo Auction など) には非常に多くの人々が参加しており、「オフライン」で取引相手を見つけ難い商品でさえも、人々は容易に取引を成立させることができる。このような変化は取引機会の増加に関して有利であり、今後ますます発展していくものと予想される。

しかし、多くの取引相手を得ることで機会が増大する反面、他方では取引のリスクが高まる可能性もはらんでいる。例えば、インターネットを介した個人間取引では、自分の素性を隠したり、偽りの商品情報を提示したりすることが容易であり、人々は常に相手から騙されて一方的に損害を被る可能性に直面している。しかし、他者から騙されてしまうことに対して、過度に用心深く振舞い、見ず知らずの他者との取引を避けることは、そもそもの取引機会の増大というメリットを自ら捨て去ってしまうこととなる。そのため、機会の増大という利点を活かしつつ、取引におけるリスクを低減させる方法の確立が望まれる。

1-1 レモン市場

このような社会状況において、我々が回避しなければならない問題の一つが

「レモン市場」(Akerlof, 1970)問題である。Akerlof(1970)は中古車市場を例に挙げ、情報の非対称性がある状況において、人々が合理的に行動することで結果として非合理的な状態が発生することを指摘している。中古車市場では、売り手は自分の販売している中古車の完全な情報を有しており、買い手は不完全な情報しか有していないという情報の非対称性が存在している。具体的には、売り手は中古車の隠された欠陥も含めた完全な情報を有しているのに対し、買い手は自動車の隠れた欠陥を発見し難い。情報の非対称性の存在を知っている合理的な買い手は、欠陥中古車(レモン)である可能性を考慮に入れた上で価格の交渉を行う。買い手が全ての中古車に欠陥がある可能性を前提に購買行動をとれば、売り手は良質の中古車からは利益を売ることが難しくなる。そのため、合理的な売り手は実際に欠陥中古車を販売するようになる。その結果として、中古車市場では欠陥のある中古車のみが売買されることとなり、売り手も買い手も望ましい取引を行うことができなくなってしまう。

上述のAkerlofによる中古車市場の例のみならず、情報の非対称性の存在する社会関係において「レモン市場」問題は重要である。先にも述べたように、近年盛んになっているインターネット取引が「レモン市場」問題を含んでいることは明らかであるし(Grazioli & Jarvenpaa, 2000)、経済取引のみならず日常的な対人関係においても重要な問題となり得る。

本研究は、情報の非対称性により特徴付けられる市場において、「レモン市場」問題の発生を回避するために有効に機能する、インセンティブ・コンパティビリティの高い評判システムの設計を最終的な目的としている。今回の報告は、そのための第1段階として、レモン市場の典型例であるインターネット・オークション市場を実験室に再現した実験結果を紹介する。実験では売り手(商品の生産者)のみが商品の品質についての正確な情報を持っている市場に、各種の評判制度を導入し、市場全体で得られる利益の大きさを比較した。

1-2 評判

本研究は、情報の非対称性によって引き起こされるレモン市場が、人々の評判情報によって回避されることを検証することにある。本研究では評判を、ある特定の個人に対する社会的に集約され、共有された情報であると考え。すなわち、ある個人と付き合いのあった人々がその相手に対して下した評価を社会全体で集約した情報である。例えば、eBayなどのオークションサイトのよう、実際に取引を行った者同士が互いに評価を与え合い、その情報が参加者全員に提供される仕組みである。このような評判情報を用いることで、人々は初めて取引を行う相手が信頼に値する人物であるかどうか査定することが可能であり、相手から搾取される危険を回避することができる。それと同時に、取引の成立は評判の高さに依存するため、評判情報は人々に正直な行動を強いる働きを持つ。こういった特徴から、評判制度は情報の非対称性のある市場を円滑に運用するために有効であると考えられる。

実験では、(1)評判が存在しない匿名の市場、(2)購入者による生産者の評価が生産者の評判として提示される匿名の市場、および(3)評判は存在しないが生産者のアイデンティティが確立されている市場、の3つの市場を比較する。実験では、まず、評判が存在しない匿名の市場では、Akerlof (1970) が議論するレモン市場が明確なかたちで発生することを示す。すなわち、この条件においては最低品質の商品のみが市場に提供され、最低の値段で取引がなされる結果となることを確認する。実験は、生産者と購入者の市場への参入・離脱が存在しない状況が想定されていたが、もし生産者の特定が可能であれば、購入者はこれまでに取引のあった生産者の過去の行動についての情報を用いて生産者の選択を行うため、劣った品質の商品の生産者からは誰も購入しなくなると考えられる。その結果、生産者は自己の商品の品質を高く保つ「ブランド戦略」を維持することになるだろう。実験では、この予測が成り立つかどうかを検討する。さらに、本実験の最も重要な目的は、購入者が購入した商品の満足度を特

定の生産者に対する評価としてフィードバックし、過去の購入者からのフィードバックの結果が生産者の全体的「評判」として他の全ての購入者に表示される場合に、そのような評判形成制度がどの程度有効に機能し得るかを検討することにある。

この種の単純な評判形成制度は現在でもebayなどのオークションサイトで用いられているが、その有効性に限界があることは、ebayにおける評判と売り手の行動との関係を調べたKollock（1999）の研究などによって明らかにされている。本研究では、まずこの種の最も単純な評判形成制度をとりあげ、その有効性について検討することをめざしている。

2 実験

2-1 実験の概要

本研究の目的は、情報の非対称性により特徴付けられるレモン市場に評判システムを導入することの効果を検討することにある。そのため、人々が製品を生産しそれを販売すると同時に、他者の生産した製品を購入する市場を実験室内に設定した。市場で扱われる財には品質の違いがあり、生産者は任意の品質の財を販売する。ただし、各財の正確な品質を知っているのはその財の生産者のみであり、購入者に知らされるのは生産者が販売時に申告した品質のみである。つまり、財の品質に関して情報の非対称性が存在し、生産者は低品質の財を高品質であると偽ることで、より多くの利益を得ることができる。実験の参加者は取引を通じて利益を得るが、その利益はそのまま実験参加報酬として支払われることが強調された。

2-2 方法

参加者 北海道大学の学生14名（男性10名、女性4名）。1度の実験は7名

ずつのグループで行われ、第1グループ7名（男性4名、女性3名）、第2グループ（男性6名、女性1名）であった。

実施時期 2000年8月

第7-1表 条件の実施順序

	第1グループ	第2グループ
第1セッション	評判条件 45分	特定条件 45分
第2セッション	統制条件 45分	統制条件 45分
第3セッション	特定条件 45分	評判条件 45分
第4セッション	評判条件 20分	特定条件 20分
第5セッション	統制条件 20分	統制条件 20分
第6セッション	特定条件 20分	評判条件 20分

実験手続き 参加者は1人ずつ個室に入り、設置されたパソコンから教示を受け、同様にパソコンを通じて反応を行った（実験画面の例を図1に示す）。参加者は他の複数の参加者との間で商品取引を行い、取引で稼いだ利益に応じて報酬が支払われると教示された。実験は6回のセッションに分けて行い、各セッションは試行時間と条件（後述）が異なっていた（第7-1表）。参加者全員が6回のセッションにもれなく参加し、前半の3セッションは3つの条件を各45分ずつ経験し、後半の3セッションでは前半と同じ条件を同じ順序で20分ずつ経験した。各セッションの終了後、参加者は事後質問紙への回答を行い、その後次のセッションの開始時まで約10分間の休憩をとった。第1セッションから第6セッションまでの所要時間は約5時間であった。第1グループでは実験の最後に全セッションの利益を集計し参加者に報酬を与えた。第2グループでは、各セッションが終了するたびに参加者に報酬を与えた。実験の結果、参加者が得た報酬の平均は5,597.5円であり、最小は910円、最大は8,965円であった。グループごとの報酬平均は、第1グループ4,261.4円（最小910円、最大7,280円）、第2グループ6,933.6円（最小4,430円、最大8,965円）であった。

実験における取引では、各参加者は「商品の生産・販売」および「商品の購

入・転売」の両方を行い、利益や損失を得る。「商品の生産・販売」「商品の購入・転売」の手続きは以下のとおりである。

				品質100 価格120円	品質100 価格110円	品質100 価格10円	品質90 価格120円
品質100 価格140円		品質100 価格140円			品質90 価格130円		
品質60 価格70円	品質90 価格120円					品質100 価格140円	
あなたが販売中の商品							あなたの資産
品質100 価格130円	品質100 価格140円						¥110
品質の30	品質の100						

図7-1 実験画面の例（統制条件）

商品の生産・販売：参加者は10段階（10, 20, …, 100）の品質（「真の品質」）のうち、任意の品質の商品を生産する。参加者は商品を生産すると、その品質とは独立に、任意の「表示品質」（10段階：10, 20, …, 100）と「販売価格」（15段階：10, 20, …, 150円）を提示して市場で販売する。市場に投入された商品には、表示品質と販売価格のみが記されており、真の品質はその商品の生産者以外には伏せられている。商品の生産には、その商品の真の品質値と等しい金額（円）の生産コストが必要で、その分が自分の報酬から差し引かれる。（例えば、品質60の商品を生産するには60円の費用を支払う必要がある。）商品が売れた場合には、販売価格と生産コスト（真の品質）との差額が生産者の利益となる。ただし、生産後5分以内に買い手がつかなかった商品は自動的に

消滅し、生産者はその商品の生産コストを回収することができない。各参加者には50±15秒ごとに商品生産の機会が与えられ、その際には必ず商品を生産しなければならない。ただし、実験開始後2分間は全ての参加者に無条件で繰り返し生産の機会を与えた。

商品の購入・転売：参加者は、各商品に付けられている販売価格を支払うことで、他の参加者が生産した商品を購入できる。参加者は、自分が生産を行っていない時には、いつでも商品を購入することができる。ただし、他の参加者がすでに購入した商品は画面上の市場から消滅し、購入の対象とはなくなる。購入した商品は、真の品質の1.5倍の価格で自動的に実験者へと転売される。そのため購入者は、実験者への転売価格と商品の販売価格の差額を利益として得る（購入者の利益 = $1.5 \times \{\text{購入した商品の真の品質}\} - \{\text{販売価格}\}$ ）。つまり販売価格が一定ならば、購入者は品質の高い商品を購入し転売するほど、大きな利益を得る。ただし、市場で販売されている商品からは「表示品質」と「販売価格」に関する情報しか得ることができず、商品の真の品質は商品購入後、転売する段階ではじめて購入者に明かされる。参加者が商品を購入した場合、実験者への転売の直後にその商品の生産者に対する評価を5つの選択肢（2：「とても良い」、1：「良い」、0：「普通」、-1：「悪い」、-2：「とても悪い」）の中から決定する。ここでの評価は、生産者の信頼性の程度を測定することを目的としており、評判条件(後述)以外では、参加者に対してのフィードバックは一切行なわれない。また、生産者は誰が自分の商品を購入したか知ることはできない。

2-3 条件

本実験では、商品の生産者の情報に関して3条件を設置した。各参加者は全ての条件にもれなく参加した（被験者が参加した条件の順序は第7-1表参照）。

統制条件：市場で販売されている商品には「表示品質」と「価格」が記されているのみで、生産者に関する情報は一切知らされず、商品の生産に関して完全な匿名性が保証されている。

特定条件：各商品には「表示品質」と「価格」に加えて、その商品の生産者のIDが付加される。生産者のIDは、実験開始時に各参加者に対してランダムなひらがな1文字が与えられ、同一セッション内では変更されることはなかった。この条件では、購入者は各生産者との取引の個人的な経験を利用することができる状況となっている。

評判条件：各商品には「表示品質」と「価格」に加えて、その商品の生産者の「評判情報」が付加される。ただし、生産者に関する情報は評判情報のみであり、生産者の個人特定は不可能である。付加される評判情報は、購入者が商品購入時に生産者に対して行った評価（-2~2の5段階評定）の累積得点、すなわち各セッションの開始時からの評定の累積得点を用いた。ただし、数値による評判情報の提示を行うと、それによって個人を特定できる可能性があるため、得点に基づいた色（評判シグナル）の変化で評判情報を提示した。他者から好意的に評価されている者の商品は評判シグナルが「青く」表示され、非好意的に評価されている者の商品はシグナルが「赤く」表示される。この評判シグナルは、累積得点の絶対値が大きくなるほど（赤ないし青の色調が）濃くなる。評判がニュートラル（実験開始時）のときはシグナルが「白く」表示される。

3 結果

市場の総利益 各条件における市場の効率を調べるために、3分間あたりの市場全体で得られた利益の合計額の推移を調べる。そのために、ここでは購入された全ての商品の転売価格と生産された全ての商品のコストとの差（ $1.5 \times$ 購

入された商品の真の品質} - {生産された全商品} を3分ごとに累積したものを市場の獲得利益として、理論上の最大利益（全ての商品が最良品質として生産され、それらが完売した場合）に対する割合を調べる（ただし、生産と購入の時間差のため、この値は1.0を超える可能性がある）。図2には第1 - 第3セッション（各セッション45分間継続）の結果を、図3には第4 - 第6セッション（各セッション20分間継続）の結果を示す。ただし、各セッションの開始2分間は全参加者に連続して生産チャンスを与えたことにより通常以上の頻度で売買が行われたため、総利益に関する分析ではセッション開始後3分間は分析の対象外とした。

第7 - 2図には、第1 - 第3セッションの結果が示されている。まず、商品の生産者の匿名性が保たれている統制条件では、市場の総利益が低い水準で推移しており、最終的には0にまで落ち込んでいる。また、参加者が商品の購入を控えるようになったため、売れ残った商品が市場から消滅したことなどから、総利益がマイナスになる期間も存在している。このことから、評判情報が一切存在しない統制条件においては、商品品質に対する情報の不完全さによってレモン市場が発生したことが示された。それに対して、生産者のアイデンティティの確立された特定条件や生産者の評判が提示される評判条件においては、概ね市場で得られる総利益が大きくなっている。このことは、市場内において商品の正確な情報が得られない場合であっても、生産者の評判情報やアイデンティティ情報が提供されることによって市場全体の利益が高まることを示しており、生産者は自分の過去の行動によって購入者から選択されるため、自己の商品品質を高く保つという本研究の予測が支持された。

しかし一方で、たとえ生産者の特定や評判情報が利用可能であっても、必ずしも市場の効率が高水準で維持されるとは限らないことも示された。図3には、同じグループが20分にわたって再度実験に参加したときの様子を示しているが、特定条件や評判条件においても場合によっては市場での総利益が著しく低

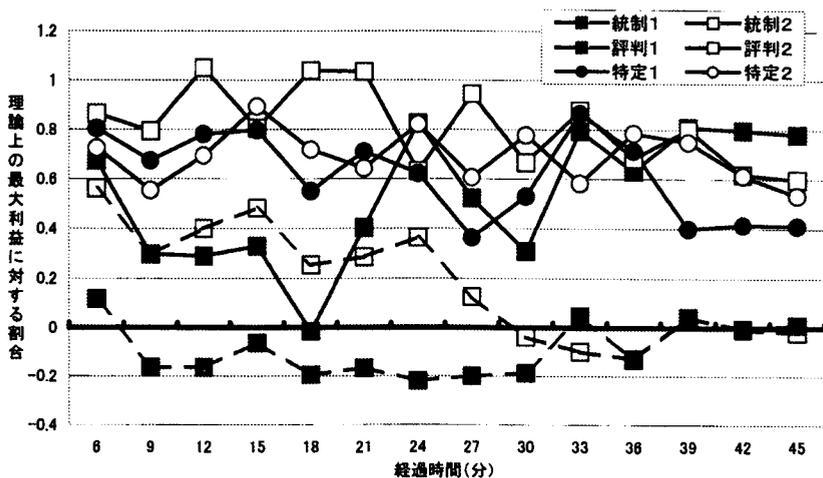


図7-2 理論上の最大利益に対する総利益の割合 (第1-3セッション)

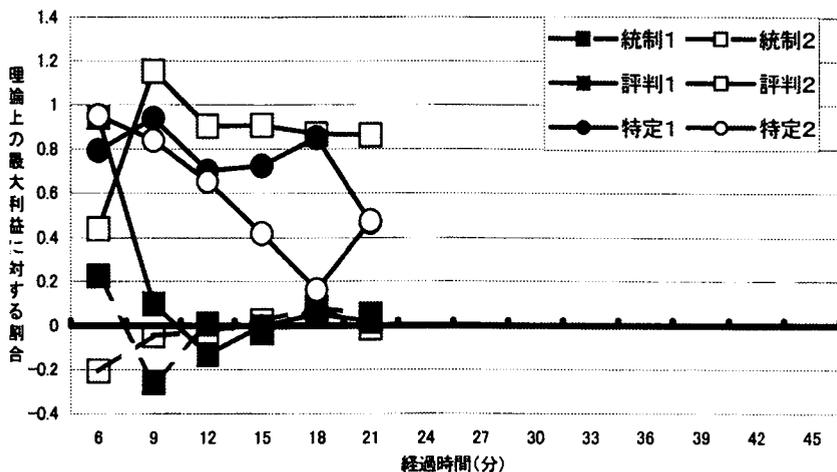


図7-3 理論上の最大利益に対する総利益の割合 (第4-6セッション)

下しているケースがみられた。このことは、生産者の特定や評判情報といったシステムを市場に組み込むのみでは「レモン市場」の完全な解決には至らないことを示すものである。

4 考 察

今回の実験から、情報の非対称性のある市場においても、評判システムを導入することにより市場全体の効率が高まることが示された。しかし、そのような評判システムは常に市場の効率を高めることに貢献するわけではなく、その限界も示唆された。以下では、本研究で扱っていた評判システムに残された問題点の指摘を行い、今後のシステム設計の指針を示す。

第一に、本研究で扱われていた評判は、特定の個人に対して永続的に付与される評判であった。例えば、特定のコミュニティの中で繰り返し相互作用をする人々の間に形成される評判のようなものである。確かに参加者が固定された状況における評判は、評判をつけられる側の行動をコントロールする統制機能を持っており（山岸，1998）、市場において正直な行動の頻度を増加させる効果をもつ。しかし現実には、必ずしも永続的な評判を付与できない市場も存在している。例えば、インターネット上の個人IDは比較的容易に変更することが可能であり、一方的に他者から搾取し悪い評判がつくやいなや、新たなIDを取得して再参入することが可能である。このように、市場への参加者が自分自身で評判を取り消すことが可能な場合には、永続的な人格を前提とする評判システムの効果はそのままでは当てはまらないと考えられる。しかし、それでもなお評判システムはレモン市場の発生を抑制しうる理由も考えられる。つまり、搾取によって悪い評判を立てられた者は自分の評判を取り消し、ニュートラルな評判の持ち主となって市場に再参入するとすれば、ニュートラルな評判そのものは「悪い評判を取り消した人物」であることを示唆し、悪い評判を

有している者と区別されなくなる。そのため、市場で成功するためには自分の評判を高め、ニュートラルな評判の持ち主と自分の差別化をはかる必要がある。結果として、人々は評判を高めるような行動、すなわち他者に利益をもたらすような行動に駆り立てられ、市場全体としてレモン市場の発生は回避されるだろう。この点を踏まえ、今後は評判の取り消しが可能となる市場における、評判システムの有効性に関して分析を行っていく必要があるだろう。

第二に、評判システムにおける評価の方向性の問題がある。本研究で扱われていた評判システムは、他者に関して「良い/悪い」の両方向の評価を行うことが可能なシステムであった。それに対して、方向を特定した評判システムの構築も考えられる。Kollock (1999) はインターネット・オークションにおける評判利用に関する調査から、悪い評判のみが蓄積される Negative Reputation System と、良い評判のみが蓄積される Positive Reputation System とを比較して論じ、後者のシステムの方が市場の効率を高めることを指摘している。Negative Reputation System は、人々は基本的に善良であるという前提のもとに、良くない行動をした者を識別するためのシステムであると考えられる。しかし、このシステムは第一の問題点で指摘したような、評判を自ら取り消すことができる状況においては有効に機能しない可能性がある。なぜなら、悪い評判を得るような行動を取ったとしても、容易にその評判を取り消すことが可能となるため、結果的に良い行為者と悪い行為者を識別することが不可能になるためである。それに対して、Positive Reputation System は、評判の取り消しの可否に関わらず市場の効率を高める機能を果たすと考えられる。なぜなら、Positive Reputation System においては人々の間に評判を取り消すインセンティブが発生することはなく、むしろ良い評判を高めようとするインセンティブのみがはたらくこととなる。そのため、たとえ自ら評判を取り消すことが可能な状況においても、合理的な行動主体であれば自分の評判を取り消すことはせず、結果として取り消しが不可能な状況と同じ状況となる。一度、人々の間から評

判取り消しのインセンティブが取りさらされてしまえば、本実験と同様に永続的な評判のみが存在することとなり、市場の効率が高められるだろう。評判システムの構築にあたっては、良い評判を蓄積していくことへのインセンティブが高まるような制度を設計することが重要であると考えられる。

さらに考えられうる問題点として、評判を形成する側のインセンティブに関わる問題も残されていよう。つまり、他者を正確に評価しその情報を流布させることが自分自身の利益を直接もしくは間接的に損なう可能性がある場合には、人々の間に正当な評価を行うインセンティブが損なわれてしまうからである。このように、他者への評価と自分自身の利益との合致しないために不当な評価が社会的に蔓延することは、結果的に社会の効率を低下させる結果となるだろう。つまり、評判システムでは必ずしも正しい評価が保証されるわけではない。今後、自他の評価に関するインセンティブが両立する評価システムの確立に関してさらなる検討が必要であろう。

引用文献

- Akerlof, G.A. (1970) The market for 'lemon': Qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500.
- Grazioli, S. & Jarvenpaa, S. L. (2000) Perils of Internet Fraud: An Empirical Investigation of Deception and Trust with Experienced Internet Consumers. *IEEE Transactions on Systems, and Cybernetics ? Part A: Systems and Humans*, 30, 395-410.
- Kollock, P. (1999) The Production of Trust in Online Markets. In E. J. Lawler, M. Macy, S. Thyne, & H. A. Walker.(Eds.), *Advances in Group Processes* Vol.16 (pp.99-123). Connecticut: JAI Press.
- 山岸俊男(1998)信頼の構造: ころと社会の進化ゲーム. 東京大学出版会

研究叢書 (既刊)

-
- | | | | |
|------|---|--------------|-------|
| 第1号 | 生産と分配に対する貿易効果の分析 | 片野 彦二著 | 1961年 |
| 第2号 | 国際貿易と経済発展 | 川田富久雄著 | 1961年 |
| 第3号 | 国際私法の法典化に関する史的研究 | 川上 太郎著 | 1961年 |
| 第4号 | アメリカ経営史 | 井上 忠勝著 | 1961年 |
| 第5号 | 神戸港における港湾荷役経済の研究
柴田銀次郎・佐々木誠治・秋山 一郎・山本 泰督共著 | | 1962年 |
| 第6号 | 企業評価論の研究 | 小野 二郎著 | 1963年 |
| 第7号 | 経営費用理論研究 | 小林 哲夫著 | 1964年 |
| 第8号 | 船内労働の実態 | 佐々木誠治著 | 1964年 |
| 第9号 | 船員の雇用制度 | 山本 泰督著 | 1965年 |
| 第10号 | 国際私法条約集 | 川上 太郎著 | 1966年 |
| 第11号 | 地域経済開発と交通に関する理論 | 野村寅三郎著 | 1966年 |
| 第12号 | 国際私法の国際的法典化 | 川上 太郎著 | 1966年 |
| 第13号 | 南北貿易と日本の政策 | 川田富久雄著 | 1966年 |
| 第14号 | インド経済における所得分配構造 | 片野 彦二著 | 1968年 |
| 第15号 | ラテンアメリカ経済統合の理論と現実 | 西向 嘉昭著 | 1969年 |
| 第16号 | 会計情報とEDP監査 | 中野 勲・大矢知浩司共著 | 1972年 |
| 第17号 | 国際収支と資産選択 | 井川 一宏著 | 1974年 |
| 第18号 | 経営計測システムの研究
Business & Economic Information Control and Analysis System
定道 宏著 | | 1978年 |
| 第19号 | 日本・オセアニア間の海上輸送とオセアニア主要港の現況
佐々木誠治著 | | 1978年 |
| 第20号 | 計量経済情報システムSTEPS-BEICA | 定道 宏・布上 康夫共著 | 1979年 |
| 第21号 | 海上運賃の経済分析 | 下條 哲司著 | 1979年 |
| 第22号 | 国際法上の船籍論 | 嘉納 孔著 | 1981年 |
| 第23号 | ブラジル経済の高度成長期の研究 | 西島 章次著 | 1981年 |
-

-
-
- | | | | |
|------|---|---------------|-------|
| 第24号 | 資本蓄積過程の分析
—理論的枠組とオーストラリア経済への適用— | 下村 和雄著 | 1983年 |
| 第25号 | 会計情報公開論 | 山地 秀俊著 | 1983年 |
| 第26号 | 企業の国際化をめぐる特殊研究
井上 忠勝・山本 泰督・
下條 哲司・井川 一宏・山地 秀俊共著 | | 1983年 |
| 第27号 | 海運における国家政策と企業行動 | 海運経済専門委員会著 | 1984年 |
| 第28号 | オーストラリアの金融システムと金融政策 | 石垣 健一著 | 1985年 |
| 第29号 | 会計情報公開制度の実証的研究
—日米比較を目指して— | 山地 秀俊著 | 1986年 |
| 第30号 | 配船の理論的基礎 | 下條 哲司編著 | 1986年 |
| 第31号 | 仮想電子計算機と計算機言語システム
—世界計量経済モデル分析システム— | 安田 聖著 | 1986年 |
| 第32号 | 期待効用理論 —批判的検討— | 伊藤 駒之著 | 1986年 |
| 第33号 | アメリカ企業経営史研究 | 井上 忠勝著 | 1987年 |
| 第34号 | 反トラスト政策 —経済的および法的分析—
カールケイゼン・ドナルド F.ターナー共著
根岸 哲・橋本 介三共訳 | | 1988年 |
| 第35号 | 会計情報システムと人間行動 | 中野 勲編著 | 1989年 |
| 第36号 | 国際金融経済論の新展開
—変動為替相場制度を中心として— | 井澤 秀記著 | 1989年 |
| 第37号 | 労働市場研究の現代的課題 | 小西 康生・三木 信一共著 | 1989年 |
| 第38号 | 香港企業会計制度の研究 | 中野 勲編著 | 1989年 |
| 第39号 | 国際比較統計研究モノグラフ 1 | 能勢 信子編著 | 1990年 |
| 第40号 | 経済発展と環太平洋経済
西向 嘉昭・石垣 健一・西島 章次・片山 誠一共編著 | | 1991年 |
| 第41号 | 労使問題と会計情報公開 | 山地 秀俊著 | 1991年 |
| 第42号 | 経営財務と会計の諸問題 | 森 昭夫編著 | 1992年 |
| 第43号 | 国際比較統計研究モノグラフ 2 | 小西 康生編著 | 1993年 |
| 第44号 | アメリカ現代会計成立史論 中野 常男・高須 教夫・山地 秀俊共著 | | 1993年 |
-
-

第45号	ネットワーク環境における情報システムの研究	宮崎 耕著	1994年
第46号	財務情報分析と新情報システム環境	民野 庄造著	1995年
第47号	税効果会計	梶原 晃著	1995年
第48号	アジア経済研究	阿部 茂行著	1997年
第49号	会計とイメージ	山地 秀俊・中野 常男・高須 教夫著	1997年
第50号	地域保健医療情報システム —加古川地域における地域情報化戦略—	小西 康生・中村 利男著	1997年
第51号	原価主義と時価主義	山地 秀俊編著	1998年
第52号	RIEBデータベースの研究	安田 豊・安部 茂行著	1998年
第53号	地方公共分野の情報化 日本の金融システムの再構築とグローバル経済	小西 康生編著 石垣 健一・日野 博之編著	1998年
第54号	日本型銀行システムの変貌と企業会計	山地 秀俊編著	2000年
第55号	日・韓自動車産業の国際競争力と下請分業生産システム	金 奉吉著	2000年
第56号	地方自治体のIT革命 —21世紀型自治体の情報化戦略—	小西 康生・中村 利男著	2000年
第57号	90年代ブラジルのマクロ経済の研究	西島 章次・Eduardo K. Tonooka著	2001年

(非売品)

平成14年2月20日 印刷

平成14年2月28日 発行

編著者

山地秀俊

神戸大学経済経営研究所教授

神戸市灘区六甲台町2-1

発行所

神戸大学経済経営研究所

神戸市灘区原田通1丁目2-14

印刷

一 印 刷