

株価・会計情報研究の私的価値と公的含意

桜井久勝(神戸大学 教授)
Hisakatsu Sakurai, Kobe University

1. 語り合ったこと、もっと語りたかったこと

本稿には一見して学術研究論文のようなタイトルを付してはいるが、その実は、証券価格形成に関連する財務会計の実証研究をめぐって、須田一幸先生と二人で語り合ったさまざまな思い出を綴ったエッセイである。

神戸大学六甲台キャンパスの木々が色づき始める11月下旬になると、毎年私は早稲田大学日本橋キャンパスの須田先生の研究室を訪問するアポイントメントのメールを送っていたことを思い出す。1998年以来、有斐閣からの共著として版を重ねてきた『財務会計・入門』について、翌春の新学期の教科書需要に向け、改訂や更新を要する事項を確認しあうのが毎年の訪問の目的であった。幸いにして本書は、初版出版から15年になろうとする現在もなお、読者の支持を得て出版を継続することができている。須田先生亡き後は、私が一人でメンテナンスを行っているが、須田先生が担当されている章を読み返すたびに、私はしばしば今も須田先生が存命であり、二人で向き合っただけの本書の更なる改善について相談しているような錯覚を禁じ得ない。

しかし私が本稿で記そうとしているのは、教科書を改訂するために須田先生と語り合った思い出ではない。今も印象深く記憶に残っているのは、研究室訪問の目的を早々に終えたのち、株価と会計情報の関係を実証的に分析する研究をめぐっ

て、さまざまなトピックスについて意見を交換したことである。その中にはオフレコの約束でホネネを語り合ったことも多いので、その全部を記すことはできないが、以下に記述する内容であれば須田先生も許容して下さるものと思う。

須田先生や私などが携わってきた財務会計の実証研究は、株価・会計情報研究というような呼び方をされることがある。そこでのキーワードは会計情報の投資意思決定有用性である。この有用性は、投資者がよりいっそう多くの投資利益を得るために会計情報が役立つことという意味に解釈すれば理解しやすい。しかしそう解釈すると、株価・会計情報研究は個人の金銭欲の充足に奉仕する研究にすぎないのか、もっと広く経済社会全体の発展のためにこの研究の成果が貢献できる側面はないのかという疑問に直面する。

互いの研究とも関連して、私はこの問題をめぐって須田先生とさまざまなことを語り合った。その過程で須田先生の意見をうかがうことにより、自分なりに研究の意義について納得できたこともあるが、語り尽くせなかったこともまだまだ多い。須田先生と二人で語り合ったこと、もっと語りたかったことの一端を披露するのが本稿の目的である。

2. 価値関連性と市場効率性

株価・会計情報研究のうち、これまでに最も多くの成果が蓄積されているのは、株価水準や株式

リターンを被説明変数とし、会計情報を説明変数として、両者間の統計的に有意な関係を明らかにする研究である。統計的有意性が確認された情報項目は価値関連性を有するものと判断され、当該情報を提供するためのディスクロージャー制度の存在意義を肯定する証拠としても利用される。逆に、研究者が価値関連性の証拠を得ようとしても肯定的証拠が得られず、結果的に当該情報の開示要求が取り下げられたこともある。その典型例は、SECが1976年から1986年まで補足情報として開示を要求していた物価変動会計情報がそれである(詳細は桜井 [1991], 374-388頁参照)。

幸いにして現行の発生主義に基づく会計利益情報については、価値関連性を肯定する強力な証拠が存在する。ただしその一方で利益をはじめとする会計情報項目の多くは、事前に予測されて公表前に株価に織り込まれていることから、現実の市場は効率性が極めて高く、投資者が人より優れた予測を形成できるのでなければ、高い投資リターンは得られないという結果が繰り返して報告されている。

しかし会計情報の私的価値とその公的含意を考えるうえで、研究者としてさらに興味深いのは、各種のアノマリーの存在と、それが生じる原因を検証した一連の研究である。音川 [2012] は、会計に関係するアノマリーの主要なパターンを整理したうえで、その発生原因に関する3つの学説を検討している。①実証で集計された超過リターンの不正確性、②心理的バイアスをもつ投資者の非合理的な期待や行動の存在、および③合理的な投資者による裁定を妨げる市場構造の影響という、3通りの原因説明がそれである。

実証研究が提示するアノマリーのそれぞれについて、その真の発生原因が何であるかは未だ解明の途上にある。しかし投資者の非合理的な期待形成や行動が原因である場合も、少なからず存在す

るであろう。たとえば小野・村宮 [2013] は、当期の受注残高の増加が次期の利益向上の先行指標となるが、投資者はこの事実を不十分にしか認識していないため、当期に公表済の受注残高情報を利用した投資戦略が、次期に超過リターンを生み出すことを証拠づけている。

このような研究結果が有する私的価値は非常に大きい。アノマリーを察知した研究者は、それを論文にして公表するのを差し控えたまま、みずから投資戦略を遂行して超過リターンを獲得してもよいし、投資ファンドに研究成果を売り込んでよい。金銭的利益よりも研究業績の蓄積を重視し、公表論文でアノマリーの発見を公開すれば、それをいち早く利用した他人が超過リターンを得ることになる。いずれの選択をするのであれ、このとき研究者の胸中を去来するのは、自分の研究も含め株価・会計情報研究が、個人の金銭欲の充足に奉仕するための学問に過ぎないのかという疑問である。

単純に、そういうタイプの学問だと割り切ることもできるが、もっと広く経済社会全体の発展のためにこの種の研究の成果が貢献しているとして、納得することはできないだろうか。須田先生とのたび重なる意見交換を通じて、現在のところ私が得ている理解は次のような考え方である。須田先生は賛同してくださるだろうか。

アノマリーを発見した研究者が前述のいずれの選択をするにせよ、結果的に当該情報を利用した投資戦略が広く普及するようになると、やがて株価がその情報を反映するようになるため、遠からず超過収益は生じなくなる可能性が高い。その時、研究者は、企業がコストをかけて作成したのにそれまで十分には利用されず放置されてきた情報が、株価形成に的確に反映されるようになったことで、自分の研究が市場の効率性を高めるのに貢献したかもしれないという、自己満足に浸っても

よいだろう。

Beaver [1981, p.167] は、効率的市場の効用を次のように強調する。「投資家はいかにナイーブであっても事実上、公開情報に関してフェアゲームに直面しているとすれば、投資家はそれでも利害を損なわれるであろうか」（伊藤訳書、206頁）。アノマリーの発見から得られる金銭的利益は、結果的に市場の効率性を高めるのに寄与したことへの報酬であり、会計情報の投資意思決定有用性を探究する研究は、個人の金銭欲の充足に奉仕するだけでなく、最終的には証券市場全体の機能の促進に貢献すると考えたい。

3. 利益マネジメントと会計倫理

実証的手法を採用しない財務会計の研究者から見れば、須田先生と私の研究領域は完全に重複しているように見えるかもしれないが、実は重要な一点について大きな相違がある。その原因はおそらく、少しの年齢差に起因して、互いが若い頃に感銘を受けた愛読書が異なることによるものと推測される。私は前述のBeaver [1981] に傾倒したが、須田先生の場合はWatts and Zimmerman [1986] の影響が大きいように思う。本書は、価値関連性や市場効率性の議論を超えて、会計情報が有する契約支援機能やそれに関連する企業の利益マネジメントに、議論の焦点が当てられているのは周知のところである。

須田先生は後に本書を『実証理論としての会計学』の書名で翻訳出版され、それを踏まえて契約支援機能や利益マネジメントの研究領域のパイオニアとして、研究を先導されてきた。もちろん私もこの研究領域の重要性は十分に認識しているつもりではあるが、議論の前提となる実態の是非について考えるところがあり、この研究領域に積極的に踏み込むことができなかった。

私が抱き続けてきた疑問は、利益マネジメントと粉飾決算はどこで境界線を引くことができるのかという問題である。概念的には、GAAPの範囲内で行われるのが利益マネジメントであり、GAAPの許容範囲を超えると粉飾決算になると定義できる。しかし実務の状況は、白と黒の間に連続的な濃淡をもつ灰色領域があって、境界線は判然としない。企業は利益操作を排して、経営実態が最も的確かつ明瞭に表現されるよう、最大限の努力を行うべきであるというような、青臭いが清冽な会計倫理観を抱く者も多い。そのような人々からすれば、一線を越えさえしなければ意図的な利益マネジメントでも許容されるという価値観は受け入れがたいに違いない。利益マネジメントの研究者たちは、許容範囲内の利益操作を肯定したうえで、研究を進めているのだろうか。

契約支援機能や利益マネジメントをめぐる研究のパイオニアである須田先生に対して、私は遠い将来のいつかの時点で（たとえば互いに研究の第一線を退いた後にでも）この疑問を投げかけてみたいと、長らく考え続けてきた。しかしその機会は永遠に失われてしまった。もし私が思いきって尋ねていたら、須田先生からは次のような答が返ってきていたかもしれない。

第1に、この領域の研究は記述的（positive）という名のとおり、現実世界の諸変数の因果関係を科学的に記述するのが目的であり、善悪の規範的（normative）判断は含んでいない。科学研究に価値判断を含めないというのは正当な主張であり、それこそが規範的な会計基準研究と科学的な実証研究を分ける生命線である。そのことを所与としたうえで、私は敢えて須田先生の意見を聞いてみたかった。

第2に、契約支援機能を重視すれば、所定の範囲内の利益操作を是認しておく方が、契約当事者の利益につながるというように、利益マネジメ

ントの効用を積極的に評価する回答も考えられる。たとえば須田 [2000, 217頁] にも、負債契約からみた利益マネジメントの効用について、次のような見解があり得ることが示されている。「財務制限条項に抵触するコストは大きく、それを負担するのは経営者と株主である。したがって、経営者には財務諸表の数値を調整してでも財務制限条項への抵触を回避する強い動機がある。株主も、財務諸表の数値を調整するコストが財務制限条項への抵触を回避するベネフィットを上回らないかぎり、その回避行動に異議を唱えることはないであろう」。関係者の利益になる利益マネジメントは積極的に肯定されるという解釈である。

第3に、利益マネジメント自体の倫理的な善悪の判断は別にして、実態を解明するための研究が、投資意思決定有用性の研究面で所定の効用を生み出すという意見もあるだろう。その典型例は、企業価値評価のための財務諸表情報の利用に先立って、利益マネジメント部分を修正するために、研究の成果を活用するという用途である。たとえば Palepu et. al. [1996] は、経営戦略分析、会計分析、財務分析、将来性分析の4段階から成る企業分析のうちの会計分析の一環として、利益マネジメントに起因する会計の歪みを元に戻す必要性和、そのための着眼点を論じている(斎藤監訳書、35-56頁)。日本でもこのステップが必要かつ有効であることが、須田・高田 [2010] により実証的に確認されている。

他方、利益マネジメントの研究は、それを行う企業にとっても、許容される境界限度の解明や意図した効果の有無の検証に役立つ可能性が高い。その意味で利益マネジメントは、サッカーのラフプレイに類似しているように思う。イエローカードやレッドカードを食らわない限り、試合を有利に運ぶのに不可欠ともいえる。ただしこの問題を考えるとき常に私の脳裏をよぎるのは、在外研究

先のカリフォルニア大学バークレー校で1995年に聴講したバルーク・レブ教授による財務諸表分析の講義の一齣である。

ある日の講義で教授はA・B2社の要約財務諸表データをMBA学生に見せて、両社をどう評価するか問いかけた。相対的に安定した多額の利益時系列を示すA社(GM)に比べて、B社(トヨタ)は売上高も利益額もA社を大きく下回るだけでなく、利益時系列は激しく乱高下していた。それにもかかわらずA社の地位は決して安泰ではないというのが、その日の講義の重要ポイントだった。A社が投資家の支持を得ようとして利益時系列を安定化させるために利益マネジメントに明け暮れている間に、B社は利益マネジメントには目もくれず、持てる力のすべてを自動車の品質向上に振り向けているとすれば、遠からず両社の地位は逆転するだろうとレブ教授は予言した。のちに私はレブ教授の愛車がトヨタ製であることを知るとともに、2008年にトヨタが販売台数で世界一になったとのニュースに接して、あの時の予言を思い出したのである。

それ以来私は、利益マネジメントが会計倫理面で有する公的含意だけでなく、その私的価値の符号にも関心と疑問を持っている。私と同じ関心を持ち、この疑問を(須田先生に代わって)実証的に解明してくれる誰か新進気鋭の研究者は現れないだろうか。

4. 会計制度設計の評価

日本の会計学の専門誌に掲載される論文の特徴の1つは、新設改廃されようとする会計制度や会計基準について、そのあるべき姿や具体的な内容を考察した論文が多いことである。それにもかかわらず記述的研究方法論に立脚した実証研究に興味を持ち続けてきた理由を語りあったとき、須田

先生も私も、ある1つの同じ論文から強烈な影響を受けていることを知り、互いに納得しあった。

「会計理論の需要と供給：口実の市場」とでも翻訳すればいいのだろうか、Watts and Zimmerman [1979] がその論文である。会計基準の新設改廃によって、利益を得る人と損失を被る人とが存在しており、あるべき会計基準について研究者が規範的な言明を含んだ論文を作成して供給すると、研究者にその意思がなくても、利害関係者が自己の主張を正当化するための論拠ないし口実として、その論文を需要し利用するというのが議論のポイントである。そのような規範的論文は、会計基準を制定する過程で不可欠なデュー・プロセスを充実させるのに貢献するが、一部の利害関係者による口実としての利用は、研究者にとって心外なことも多い。これに対し、記述的方法論の実証論文は、そのようなストレスを受けずに済むのが通常である。

しかしその反面で、会計基準の新設改廃に先だって、研究者として何らかの貢献をしたくても、実証研究者にはほとんど出番がないという負目について、須田先生と何度も語り合ったことがある。新設改廃されようとする会計基準が施行されて、そのもとの開示されるようになる新しい会計情報を入手し分析した上でなければ、懸案の会計基準や会計制度設計を科学的証拠に基づいて評価することができないから、これは致し方ないことでもある。このため株価・会計情報研究が会計制度設計に貢献できる場面があるとすれば、会計基準等の新設改廃時に意図されていた効果が、現実には達成されたか否かを事後的に評価し、これをフィードバックするという方法によってであろう。

須田先生の編著書『会計制度改革の実証分析』は、財務会計の実証研究者もまたこの方法によって、より良い会計制度設計に貢献したいという情熱と気概に満ちている。本書は経済産業省企業行

動課の求めに応じて行われた共同研究の成果を発展させたものであり、帯に記された「日本版ビッグバンの光と影」という文言からも推測されたとおり、近年の会計基準の経済的影響の実証分析により、会計制度設計の事後的な評価が試みられている。本書に収録された実証論文は12を数え、各論文が取り上げる個々の会計制度設計を評価するために、それぞれの論文が採用する尺度も多様である。

この共同研究の進行中に在職されていた神戸大学でも、また本書の出版とともに移籍された早稲田大学の研究室でも、本書で取り扱っている会計制度設計の評価尺度の適切性と体系的な整合性の確保について、須田先生から何度か苦労話を洩れ聞いたことがある。ある章で採用されている評価尺度は、本稿の私の用語で言えば私的価値に基づくものであり、別の章で採用されている評価尺度には、公的含意を色濃く示すものも含まれているというのが、その苦労話に対して須田先生に申し上げた私の感想であった。それとともに、実証研究者として会計制度の発展に貢献しうる道を模索されたことが何よりも斬新かつ有意義であるということを示し上げた。

この時の経験を踏まえて、その後須田先生は日本会計研究学会の課題研究委員会の委員長に就任され、編著書『会計制度の設計』を上梓された。本書では、規範的研究と実証的研究の相乗効果を求めて、これら2つのタイプの研究手法を採る研究者を東ねた須田先生の力量が遺憾なく発揮されている。

5. 研究の継承と発展

須田先生が亡くなる3か月ほど前だったのだろうか、私は須田先生から小包を受け取った。そこにはご自身の論文の抜き刷りや多数のワーキング・

ペーパーが含まれていた。今にして思えば、須田先生が形見分けのような気持ちを込めて、研究者としての足跡を示そうとされたような気がする。株価・会計情報研究に代表されるような財務会計の実証研究が、後進の研究者によって継承され発展することを願い、若手研究者の養成について後は頼むという気持ちを、私に伝えようとしたのかもかもしれない。

株価・会計情報研究は、適用する統計分析手法の日進月歩もあり、歳を重ねるにつれ自分自身が新しい研究成果を発表し続けるのは容易ではない。そんな中であって須田先生が最後まで斬新な研究を続けてこられたことは敬服に値する。残された私が第一線を退く日まで何かできることがあるとすれば、実証的な財務会計研究を継承し発展させてくれる後進の研究者の養成に力を尽くすことだろうか。須田先生からいただいたご厚誼に感謝するとともに、研究の継承と発展に尽力することをお誓いして、追悼エッセイとする次第である。

《引用文献・参考文献》

- Beaver, W. H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-hall, 1981. 伊藤邦雄 (訳) 『財務報告革命』白桃書房, 1986年.
- Palepu, K. G., L. Bernard and P. M. Healy, *Introduction to Business Analysis & Valuation*, South-Western, 1996. 斎藤静樹 (監訳) 『企業分析入門』東京大学出版会, 1999年.
- 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.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman, "The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuse," *The Accounting Review*, Vol.54 (April 1979), pp.273-305.
- 音川和久「会計アノマリーの存在と原因：サーベイ」神戸大学経営学研究科ディスカッション・ペーパー・シリーズ, 2012年-8号. (伊藤邦雄・桜井久勝 (編著) 『会計情報の有用性』, 体系現代会計学第3巻, 中央経済社, 近刊に収録予定)
- 小野慎一郎・村宮克彦「受注残高情報と将来業績の関連性」桜井久勝・音川和久 (編著) 『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社, 2013年.
- 桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991年.
- 須田一幸『財務会計の機能』白桃書房, 2000年.
- 須田一幸 (編著) 『会計制度改革の実証分析』同文館, 2004年.
- 須田一幸 (編著) 『会計制度の設計』白桃書房, 2008年.
- 須田一幸・高田知実「会計発生高と企業価値評価」桜井久勝 (編著) 『企業価値評価の実証分析』中央経済社, 2010年, 316-359頁.