

ISSN 1347-6963

# JARDIS

**年報** 経営ディスクロージャー研究

第13号 / 2014年3月



日本ディスクロージャー研究学会

## 序文 一年報第13号の発刊にあたって

坂 上 学 (法政大学)

編集作業が遅れ、本来であればとうに発刊されていなければならない『年報 経営ディスクロージャー研究』(以下、『年報』)第13号ですが、難産の末、ようやく発刊することができました。第13号より編集長が交代し、編集体制が刷新されたほか、査読プロセスの厳密化といった改革がなされました。また紙面のレイアウトが兄弟誌である『現代ディスクロージャー研究』と同じになり、そしてなによりも、新しいデザインの表紙に切り替わりましたことを、ご報告申し上げます。

『年報』は次号、第14号より編集規程の大幅な改訂がなされます。もっとも大きな変更は研究大会で報告された原稿については「論稿」というカテゴリー1つに絞り、原則として査読なしですべて掲載するという方針へと転換します。また、査読は希望者のみに限定することになりました。年報としての性格をより強化していこうというのが、その大きな理由です。

第13号では査読の厳格化を掲げて編集作業を進めてまいりましたが、それにより発行時期が遅れ、不採録となった論文の掲載機会が失われてしまう、などのデメリットが浮き彫りとなりました。『年報』なのだから、どのような研究報告がなされたのかが分かるような内容であってほしい、年度が終わってすぐにお届けできるように発行スケジュールの正常化がなされるべきだ、という判断のもと編集規程を変更することになりました。

本号は、巻頭の「特別寄稿」1篇、「論文」2篇、「プロシーディングス」3篇の計6篇の論稿が掲載されています。「論文」および「プロシーディングス」には、第13号の対象期間である第7回大会と第8回大会において報告された論稿が掲載されています。巻頭の「特別寄稿」は、第10回大会における会長講演の論稿で、本来であれば次号に掲載予定でしたが、いち早く会員の皆様にお届けすべきとの判断で、第13号に掲載することになりました。執筆者の黒川行治会長(当時、現名誉会長)には、いろいろとご無理をきいていただきましたことを、この場を借りまして感謝申し上げます。

このようなわけで『年報』は次号より、掲載される論稿数が大幅に増えるものと予想されます。『年報』の発行スケジュールの正常化と活性化をはかるべく、編集委員会一同で頑張っていきますので、皆様の積極的な学会報告と『年報』への投稿をお願いいたします。

# 年報 経営ディスクロージャー研究

No.13 2014年3月

日本ディスクロージャー研究学会

---

## 目 次

### 序 文

- 年報第13号の発刊にあたって— ..... 坂上 学  
(法政大学)

### 特別寄稿

- ディスクロージャー研究アプローチの一試論 ..... 黒川 行治 (1)  
(慶應義塾大学)

### 自由論題

#### 【論 文】

- 1 資本剰余金配当の実施を歓迎する投資家の着眼点と  
当該配当実施企業の財務的特性 ..... 櫻田 譲 (13)  
(北海道大学)
- 2 減損会計が企業の利益調整行動に及ぼした影響に関する一考察  
—計算構造からの試論— ..... 高橋 二郎 (35)  
(名古屋市立大学大学院)

#### 【プロシーディングス】

- 1 のれんの換算会計処理に関する理論的一考察 ..... 澤井 康毅 (49)  
(慶應義塾大学大学院)
- 2 売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減と  
支払能力の関係についての一考察 ..... 古山 徹 (61)  
(日経メディアマーケティング)
- 3 銀行業におけるヘッジ会計適用に関する考察 ..... 松山 將之 (69)  
(日本政策投資銀行)

## 資 料

- 1 日本ディスクロージャー研究学会役員一覧 ..... (83)
- 2 日本ディスクロージャー研究学会第7回研究大会プログラム ..... (84)
- 3 日本ディスクロージャー研究学会第8回研究大会プログラム ..... (87)
- 4 日本ディスクロージャー研究学会 ..... (89)  
    第7回『現代ディスクロージャー研究』カンファレンスプログラム

日本ディスクロージャー研究学会第10回研究大会会長講演

# ディスクロージャー研究アプローチの一試論

黒川 行 治 (慶應義塾大学)  
*Yukiharu Kurokawa, Keio University*

## I. 報告の目的

私は「会長メッセージ『専門知の復権と学者の職業倫理』」（黒川行治（2014a））のなかで、本学会の目的、本学会に期待される役割は、「人間社会の其処此処に存在する情報の流通の実態とその影響・効果というディスクロージャーに関連する諸課題の解決に少しでも貢献すること」である。その為に、「それらの諸課題における利害関係の解明と、ディスクロージャー（制度・基準・内容）の実態、関連するステイクホルダーの利害関係へのディスクロージャーの影響、そして、ステイクホルダーによるディスクロージャーの改変への働きかけ等を研究することが求められている」とした。会長メッセージでは、「企業行動に関連した研究課題」を例示したが、それらの課題についての検討・考察をするまでには及んでいなかった。

そこで本報告の目的は、この解明すべき諸課題に対して、どのような研究アプローチが想定できるのかについて、その試みの一つとして社会的な検討・考察を行なった結果を示すことにある。社会的アプローチを試みるにあたり、私はコールマンの社会学（James S. Coleman（1990）、ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳（2004））を随所に参考にした。

## II. ディスクロージャー課題の例示

「人間社会の其処此処に存在するディスクロージャーに関連する諸課題」の検討という目的の遂行のため、いささか突飛に思われるかもしれないが、以下の5つの課題を設定する。

### （1）絶望的な巨大隕石の衝突

近い将来、巨大な隕石が地球に衝突することが隕石の軌道計算の結果判明し、その地球環境への影響は、恐竜等の絶滅の一原因とも言われる規模以上で生じると予測された。この情報を持つ政府および関係者は、この絶望的な情報を地球市民に対して公表するべきであろうか？

### （2）ゴジラの出現と来襲予報

東宝の「ゴジラ」映画第1作のなかで、日本領土内の島（伊豆大島か？）で初めてゴジラが存在が科学者の調査で明らかにされた時、この情報を政府として公表するべきか否かを巡って、国会で論争となった場面。すなわち、「重大なので公表できないとする政府首脳と、重大だから公表すべきとした野党と思われる女性議員達の意見対立」を、どのように解釈するのか？

### （3）国債および円通貨の暴落

わが国中央政府の負債はGDP比200%を超え、

ギリシャの財政状況よりも悪い状態での消費税改定の先延ばしの決定、国債の格付け低下等の事態を受け、「日本国への不信認がもたらす国債価格の暴落・利子率の急上昇と円通貨価値暴落の危機に関する詳細な情報」を財務省等の中央政府と日銀（中央銀行）はどのような方法で公表していくべきか？

#### （４）地震の発生と地盤情報

直下型地震が起きた場合に「予想される震度と流動化・液状化現象等が起きる可能性があるか否か（その可能性の程度など）を示唆するハザードマップ」を地方自治体が公表することに対して、反対する者はいないのか？

#### （５）医療サービスへの不満（訴訟）と医師のモデル賃金

病院の医療サービスの実績と医師の階層別モデル賃金表の公表の影響は何か？

### Ⅲ．分析の手順 — 利害に関する構成要素の特定

「利害」(interest) という用語は、①利害関係者（ステークホルダー）、②利害関心の内容、③利害関係者間の関係、という異なる3つの概念（construct）から構成されると考えるのが試論のアイデアである。そこで、分析の手順としては、先ずこれら構成要素の特定から始めることになる。5つの設例について3つの要素のそれぞれを検討した結果が、[表1 利害に関する構成要素]の一覧表である。

表1 利害に関する構成要素

<p>[利害の3つの構成要素]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 利害関係者（ステークホルダー）</li> <li>② 利害関心の内容</li> <li>③ 利害関係者間の関係</li> </ul> <p>[設例に関する構成要素の特定]</p> <p>（１）絶望的な巨大隕石の衝突</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 人類すべて</li> <li>② 死を迎えるまでの残された時間をどのように過ごすか。為政者にとっては治安の維持。</li> <li>③ 為政者対すべての国民</li> </ul> <p>（２）ゴジラの出現と来襲予報</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 為政者、治安・防災等に携わる公務員、企業（組織）の管理者および従業員としての市民、住民としての市民、</li> <li>② 住民は来襲に備えどのように脱出すればよいか。為政者は住民のパニックをどのようにして防ぐか（治安維持の方策）。企業や住民にとって人的および物的損失を最小にする方法は何か。</li> <li>③ 為政者対住民、為政者対公務員、企業（組織）の管理者対従業員</li> </ul> <p>（３）国債および円通貨の暴落</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 中央政府、富裕層、中流・中間層、低所得層、年金生活者、債務者（個人の住宅ローン、企業の銀行からの借入）、国債保有者（個人と金融機関等）、輸出型企業、輸入型企業、多国籍企業、農業従事者・賃金労働者などの異なる職業</li> <li>② 経済社会（実物市場、金融市場、労働市場等）と国政に起きる混乱の内容</li> <li>③ 金融資産保有者対債務者、賦課方式の年金制度上の現役負担者対受給者、富裕層対中流・中間層対低所得層、輸出型企業対輸入型企業対多国籍企業、農業従事者対賃金労働者、政府対国民</li> </ul> <p>（４）地震の発生と地盤情報</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 治安・防災等に携わる公的組織、現在の住民、潜在的な住民</li> <li>② 公的組織および住民にとっての地震への防災対策、住民にとって自己の所有土地の時価の変動</li> </ul>
---

- ③ 地方政府（自治体）対現在の住民、現在の住民対潜在的な住民（土地売買の当事者）
- （５）医療サービスへの不満（訴訟）と医師のモデル賃金
- ① 医師、患者
- ② 患者にとって不満足な医療結果の実績（医師への訴訟の可能性）、医師に対する信頼の源泉
- ③ 患者対医師

#### Ⅳ. 情報（ディスクロージャー）の利害への影響の検討

利害の各構成要素への情報の影響は何か。その情報を保有している利害関係者は、それらの情報を公表するのか否か、公表するとしたらどのような手段で公表するのだろうか、それらの公表に関する判断の背景には、如何なる倫理（哲学）・思想（主義）があるのであるかということ考察してみよう。

##### 1. 絶望的な巨大隕石の衝突

###### （１）利害関係者（ステークホルダー）

この災難から逃れられる人はいない。すべての人々が利害関係者である。この情報を得た人々は、すべてにおいて同じ運命、帰結となることを知る。しかし、この情報をいち早く保有するに至った為政者および政府関係者と一般国民との間で、情報の非対称性が存在する。

###### （２）利害関心の内容と予想する事態

- ① この情報を得たすべての人々の利害関心は、「個の消滅だけでなく、種の消滅を迎えるまでの残された時間をどのように過ごすのか」のみである。われわれの文明社会を形作るあらゆる造形物の何が残り得るのか。この地球環境を構成する自然がどれだけ変化し、多様な生物のなかで、どれだけ種の生存できるのであるか。
- ② 残された時間で人々は日常の仕事をもはや行うとは考えにくい。したがって、電力、水道、エ

ネルギー資源、食糧の供給、公共交通その他、社会インフラと市場を介して形成されている公共社会のメカニズムは機能しなくなる。治安や防火に携わる人々、患者を抱えた医師たちは、彼らの職務をこれまでと同じように遂行するのであろうか。

③ 略奪行為が起こっても放置される。恨みを持たれていた家族は焼き討ちに会うかもしれない。人間の尊厳を守り、神の存在に思いをさせ、平静に残された時間をどのように過ごすのかは、彼らの生活する国、地域、コミュニティに存する社会規範の程度によってさまざまであろう。

###### （３）利害関係者間の関係とディスクロージャーの判断

- ① （為政者が誠実であれば）、情報を保有する為政者（政府の科学部門の関係者を含む）と、情報の需要者である一般の市民・国民との間に利害の対立は存在しない。為政者の願いは、人間の尊厳が崩れないような公共社会を維持して、文明社会の最後を迎えたいということであろう。
- ② 為政者は、この情報を一般市民に公表すべきか否か、もし、公表するとしたらいつの時点で公表すべきなのか。どのような方法で公表すべきか。公表するまでの間、どのように情報の漏洩を防ぐシステムを構築するのかなどについて、真剣に悩むであろう。
- ③ 意思決定の自由を最大限尊重する「レッセフェール (laissez-faire)」の思想に依拠し、個人には情報を知る基本的権利があるとして、この情報をいち早く知らせる義務があるのか。あるいは

は、絶滅の危機に関する嘆き、苦しみの時間は出来るだけ短いほうが国民にとって幸せであるとする「父権主義・温情主義 (paternalism)」の立場に立つべきか。暴動などに対する防御手段の喪失が予想されるので、国、地域社会、コミュニティのなかに存在する社会規範を、どの程度信頼すべきなのかについての決断が必要である。

④ 為政者らは、情報公表方法(順序)に関して、まずもって宗教関係者に情報を伝えていくべきなのか。水、食糧、エネルギー源などの供給を、いつまで続けるかという約束を取り付けるため、あるいは、出張や旅行先にいる人々が家族の許に帰れるまでは、交通関係者には職務を果たしてもらうという約束を取り付けるため、これらの生活インフラに関連する業界関係者から情報を伝えていくべきなのか。それらが困難な社会では、いっそ、この絶望的情報を直前まで秘匿するという決定に至るかもしれない。

## 2. ゴジラの出現と来襲予報

### (1) 利害関係者(ステークホルダー)

ゴジラは原子放射能をエネルギー源としているので、原子力発電所が標的となるはずであるが、どういう訳か東京湾から上陸し、首都の中心部である品川、銀座、霞ヶ関、新宿周辺を破壊する。したがって、直接の利害関係者は、首都中心部の住民、企業、そして、脱出、防衛、治安、防災を指揮する為政者とそれぞれの職務を担う公務員達である。

### (2) 利害関心の内容と予想しうる事態

① 「脱出パニックの理論」<sup>1)</sup>が大いに参考となる。各住民が自らを制御している日常の状態から、他者(政府および脱出職務にあたる公務員)に制御権を委譲し、秩序だった脱出を行なうことができるのか否かが最大の利害関心であろう。個々の

住民の利害関心は、個々の脱出行為(何を持参し、いつから、どの方面に向かうかなど)の方法である。

② ゴジラの来襲がかなりの確率で予測される状況であるが確実(確率が1)ではないので、脱出行為を行った方が得策なのか否かに迷う状況である。そこで、他者の行為(感情)を探りあうという期間が生まれる(これを「ミリング(milling)」と呼ぶ)<sup>2)</sup>。ただし、脱出行為の決定が遅くなるほど、スムーズに脱出できる可能性は低くなるので、時間経過に伴うリスクの増大がある。したがって、他者が脱出行為を始めると、われ先に行為を起こすことが得策であることから、集団としての整然とした脱出行動は乱れ、パニックが発生して大混乱となり、為政者およびその関係者の指揮・制御権は効力を失う。脱出時の混乱に乗じての略奪、窃盗行為などの発生も予想される。

### (3) 利害関係者間の関係とディスクロージャーの判断

① 危険地域に存する企業(組織)の**管理者対従業員の関係**は、民主主義国家であれば、大よそ対立的ではなく、まずもって管理者と従業員は人命尊重の規範に従うであろう。

② **為政者対公務員の関係**は、各職務の地位を担っている個々人が自己の役割にどこまで忠実なのか、職務に対する使命感の問題である。政府の統治機構が「接合型の支配関係(conjoint authority relation)」すなわち、下位者の利害・目標が上位者の利害・目標と一致しているものとみなされる関係であるのか、そうではなく対立する「非接合型の支配関係(disjoint authority relation)」にあるのか、それらの程度次第で、脱出住民の指揮、防災、防衛等にあたる公務員が、為政者に対する自己の制御権の委譲をどこまで徹底して行うのかが決定される。(東日本大震災の



津波の来襲下で、職務に誠実に向き合い最後まで防災放送で避難を呼びかけた若者を悼む。）

③ **為政者対住民の関係**に、本設例の主たる関心がある。もし、ゴジラが来襲すれば、品川、銀座、霞ヶ関、新宿などの首都の中心地域は壊滅する。住民の脱出は必須であるが、為政者は、パニックをいかに小さくして、住民の郊外への整然とした脱出を指揮できるのか。多くの総合病院では、抱える患者をどのように移送するのか。民間人でありながら、職務上、自己よりも他者への貢献が求められる人々が、自己の生命の危険よりも社会的責任を重視する行為を行う社会的規範を、国民は果たして持っているのか。

④ 国民からの信頼が厚い政府、国民の間に社会的責任を果たすという規範が浸透している国の政府であれば、脱出パニックの発生の可能性を低く見積もり、ゴジラが存在と来襲の危険性があるという情報を為政者は公表するに違いない。「ゴジラ映画」では、政府首脳は公表を躊躇うのであるが、これは、政府首脳は脱出パニックの抑止に自信がない。つまり、為政者に対する信頼が不十分であり、国民、公務員等から為政者への制御権の委譲が行われず、一方、国民がそれぞれの社会的責任を果たすという規範の存在について、十分な自信がもてないと政府首脳は感じているからなのではないか。また、もし脱出パニックを発生させながらゴジラが来襲しなかった時、国民やマス・メディアから起こるかもしれない政府首脳に対する非難を怖れたのかもしれない。要するに、政府首脳と国民との間に相互信頼の関係が存在していない状況である。

⑤ 一方、野党と思われる女性議員団が、「重大だから情報を公表するように」主張した背景には、たとえ、脱出パニックが生じる危険性があっても、民主主義の基本である「自由な意思決定、情報を知る権利」を思想として持っていたからであろう。

もっとも、野党なので、脱出パニックを発生させながらゴジラが来襲しなくとも、国民やマス・メディアから起こるかもしれない非難は政府首脳に向かうという気楽さは否定できない。

### 3. 国債価格および円通貨の暴落

#### (1) 利害関係者

中央政府、富裕層、中流・中間層、低所得層、年金生活者、債務者（住宅ローンを抱える市民、銀行から借入をしている企業）、国債保有者（個人と金融機関等）、輸出型企業、輸入型企業、多国籍企業、農業従事者、賃金労働者など、利害関係者はすべての国民（個人と企業）であるが、異質で多様な利害を持つと想定できる。

#### (2) 利害関心の内容と予想しうる事態

① 最近では、ギリシャやスペイン等にみられるように、この状況が発生すると、経済社会を構成する実物市場、金融市場、労働市場等と国の政治体制に、非常に大きな混乱が生じ、パニックの発生が予想できる。発生の可能性は、わが国現政権の金融・財政政策が続くほど次第に高くなっており、回避できる機会と時間的余裕が減少していると考えられる。

② 発生しうるパニックとは何か。中央政府の歳出に対する歳入の不足が、毎年約40兆円に達し、それを国債（政府の債務）の発行によって賄ってきた。その結果、政府の債務残高は、約500兆円の国内総生産（GDP）の2倍となりギリシャ以上に悪化している。<sup>3)</sup>

金融市場が効率的であれば、国債の信用悪化に伴い、国債の利子率は上昇し、国債の発行が次第に困難になってくるはずのところ、日銀（中央銀行）が巨大な購入者として現れた結果、マイナス金利（保有していると損をする）でも国債の売買が成立するという常識では理解しがたい事態も発

生している。理性的に考えれば、国債市場は効率的ではなく、市場の価格調整機能は停止している。<sup>4)</sup>

さらに、消費税改定の1年半の先送り決定を受けて、ムーディーズは、日本国債の格付けを「Aa3」から「A1」に下げ、中国、韓国の格付より低くした。<sup>5)</sup>

日銀による歳入不足の補填を「財政ファイナンス」と呼ばずにおくことはできない。

③ 財政ファイナンスの最悪の結果は、第1次世界大戦後のドイツの歴史をみれば明らかである。戦費調達による中央政府の負債の急激な増加、戦後の復興および死傷者とその家族に対する保障、そして、戦勝国に対する賠償金支払いのために、中央政府は破産状態となり、ライヒスバンク（中央銀行）による紙幣の印刷に頼った。

（第1次世界大戦前の）「1914年の為替レートは、1ドル4.2マルクだった。…1923年8月には1ドルが62万マルク、11月初めには6千3百億マルクとなり、…生活必需品の値段は十億単位となり、バター1キロが2千5百億マルク…。物価上昇のスピードは…2日で倍になった。」<sup>6)</sup>

④ 国債に対する信認が崩れ、国債価格の暴落と金利の上昇が生じると最終的にどうなるのか。財政ファイナンスを継続することは出来なくなった状態（資金繰りに行き詰った状態）、すなわち、中央政府と中央銀行の破綻の最終結果は、ドイツの例ほどではないにせよ、通貨の購買力の暴落・インフレーションの急速な進展を結果する。例えば、名目物価上昇率がオイルショック時に経験したような年率30%に達し、それが3年続けば貨幣価値は2分の1になり、商品等の実物資産の価格は名目値で2倍になる。非常に楽観的に考えて、名目売上高が2倍になり、賃金も名目2倍になり、税収も名目2倍になるとどうなるのか。この影響は国民すべてに同じような影響を与えない。

### （3）利害関係者間の関係とディスクロージャーの判断

多様な利害関係者個々に検討することが必要であるが、ここでは、顕著に利害が相反する利害関係者を対比しながら推論しよう。

① **金融資産（とくに国債と預金）保有者対債務者（固定金利の住宅ローンを持つ個人や銀行からの借入企業、社債発行企業）の関係**である。国債の暴落の恐れがあると国債保有者は市場で売却しようとするので、国債価格の暴落の引き金になる。また、銀行が国債を保有している場合、当該銀行には国債の評価損が多額に発生するので、預けた預金の安全性が心配になる。このような国債の売却パニック（売りが売りを呼んで価格が暴落していく）や銀行の取付けパニックが発生する可能性は高い。

保有する国債の売却や銀行からの預金引き出しは、個人にとって、元本回収が不可能になるリスクと受取利息のリターンとを天秤にかける決定である。「リグレット最小戦略」を取るとすれば、国債を信認したがために保有し続けて評価損を被ったり、預金の凍結によって貨幣の購買力損失を被るという「タイプIエラー」（国債が危険なのに安全であると考え）と、いち早く国債を売却し、預金を引き出したが、国債の暴落も預金の凍結も生ぜず、利息受取りの機会を逸したという「タイプIIエラー」（国債が安全なのに危険であると考え）との比較である。タイプIエラーの損失がタイプIIエラーの損失よりも巨大なので、国債暴落の発生に関する主観確率がよほど小さくないと、国債や預金を保有し続ける行為は危険である。また、行動が遅くなると、国債の売却損や預金凍結のリスクが増大するので、パニックの発生は、いったん始まると、中央政府、中央銀行の力では制御できない。機関投資家の間では、現在、前述した「ミネグ」の状態に成りつつあるのではな

いか。機関投資家の保有する国債の増減の動向を注視する必要がある。

一方、**固定金利で借入している利害関係者**にとっては、名目貨幣の取得および保有量が増加して、ローンの返済が容易になり、また、固定金利の約束期間中では金利上昇リスクを回避できるのである。つまり、「債務者利潤」を得る機会が発生することになる。

② **賦課方式の年金制度上の現役負担者対受給者との関係**を推論してみよう。賦課方式の年金制度では積立方式と異なり、現役の負担のもとに引退した者に対し年金を給付する。給付額は、インフレ率と連動して上昇しないと年金受給者の実質所得が減少し、生活が苦しくなるので、インフレ率と連動させる制度設計がなされる。しかし、現在のわが国には、「マクロ経済スライド制度」と呼ばれる、インフレ率との連動を抑制する仕組みがあるので、名目年金額の上昇は抑制される。つまり、年金受給者の実質年金受取額は抑制され、現役の賃金がインフレ率と同率で上昇すれば、年金資金負担者の実質負担率は減少するのである。もっとも、年金資金負担者もやがては年金受給者になることを忘れてはならない。

③ **富裕層**は、自己の保有資産のポートフォリオの管理に注意している。自国の通貨建て金融資産（例えば、預貯金）の価値が下落する危険を回避する手立てとして、外貨建ての金融資産や金、インフレ率よりも同率以上に価格上昇しそうな実物資産等に保有資金を移していく。一方、目ぼしい金融資産を保有しない**低所得層**にとっては、評価損の発生に関して、そもそも悩む必要がない。

最も損失の発生が予想できるのは、勤勉で投機的な取引をしないある程度の預金をもつ**中流・中間層**である。つまり、堅実で勤勉な中間層が損失を被るという社会の在り様にとって皮肉な結果を招くおそれがあるのである。中間層の没落は、中

間層の消滅、すなわち一部の富裕層と低所得者層から構成される社会を招き、社会的不平等・格差の増大は治安の混乱を結果する。

④ **輸出型企業と輸入型企業および多国籍企業**に対する影響は異なることが予想される。円通貨の為替レートが安くなるので、非難をおそれず単純に結論すれば、輸出型企業にとっては順風、輸入型企業にとっては逆風となる。多国籍企業は海外子会社の業績にもよるが、為替換算会計の恩恵を受けて連結会計上の名目利益は上昇する。もっとも、これは、歯止めの利かないインフレーション後に発生するであろう「大不況のリスク」（後述）を考慮に入れていない。

⑤ **農業従事者のような必需品を扱う職業と賃金労働者との間**でも、社会的混乱の影響は異なるであろう。賃金労働者は農業従事者よりも負の影響が大きいのではないか。

⑥ **中央政府対国民**という視点で推論してみよう。過去の戦争時に発生した巨額の財政赤字は、大体において戦後のインフレーションによってかなりの部分、解消されてきたといってもよい。中央政府が最大の債務者であり、債務者利潤を得るのは中央政府である。名目歳入が増加することによって名目値で固定された国債元本の返済は容易になる。もちろん、利子率の急激な上昇が生じるが、償還期限が長期の国債が有ればあるほど、短期的には借換えのための新規発行額は少なくて済み、平均支払い金利の上昇は緩やかになる。政府の財政状態の改善は、インフレーションによる名目税収額の増加が支払利子額の増加よりも大きいという条件が必須である。<sup>7)</sup>

⑦ これらの国債暴落に関するリスク情報をどのような方法で、為政者、財務省、日銀(中央銀行)は、公表していくべきなのか。財務数値(国の財務諸表や日銀の国債購入額)、兆候となりうる国債の格付け動向、各国通貨との為替レート変動率

の動向、国際ヘッジファンドの国債先物に対する投機状況などの国債の信認状況に関する客観的情報は、主観的な解説なしで継続して公表していくことができる。

⑧ ここで私が述べている国債と政府への不信認の結果発生するかもしれない深刻な事態、各利害関係者に対するそれぞれ異なる影響についての記述は推論である。これを「解釈情報」と呼ぶことにしよう。このような詳細な解釈情報が国民に提供されないと、国民には中央政府の財政状態の深刻さが理解できない。国民は、各自の置かれている境遇によって影響が異なるのであり、実現可能性のある損失（あるいは利益）の詳細を知ることによって、初めて実感が湧くのである。そこで、このような解釈情報や推測情報を中央政府・中央銀行みずからが、公的手段によって詳細に示していくことができるのであろうか。情報発信が公的機関であるがために、それがパニックのトリガーになるかもしれない。よもや、当事者である中央政府・中央銀行は、国全体に波及するパニックの発生を望むことはないはずである。

⑨ 解釈情報としての推論を続けると、これまでの常識では、インフレパニックの後にはインフレーションを抑えるための金融引き締め政策が採られる。金融の引き締めによって、実物市場での大幅な景気後退と労働市場での高率の失業が待っている。現在のギリシャの状況を参考にとすると、中央政府の財政状態が脆弱なままでは大不況になっても社会保障を優先する予算が組めないことから、国民の不満がますます高まる。経済社会の大混乱は、最悪の場合、カリスマ的な指導者への市民個々のもつ制御権の委譲が起こり、全体主義的な独裁者に政権奪取の機会を与えるリスクを、私は恐れるのである。<sup>8)</sup>

⑩ 情報の仲介者（解釈者）としての学者や新聞等のマス・メディアの役割が重要となる。国民が

情報の仲介者を信頼すれば、国民の行為に対する情報の仲介者の影響力は増加する。したがって、仲介者の中立性が問題となる。マス・メディアは、しばしば中立的な情報の伝達者としての役割を果たしているように見られるが、はたしてそうであろうか。新聞等で記載される記事の書きぶりに、背後にある思想が反映されていることはないのか。マス・メディアを、情報の解釈者として理解する必要があると思われる。<sup>9)</sup>

#### 4. 地震の発生と地盤情報

##### (1) 利害関係者

この設例の利害関係者の範囲は設例1から3と比較して狭い。治安・防災等に携わる公的組織、現在の住民、潜在的な住民などであろう。

##### (2) 利害関心の内容と予想しうる事態

① 自治体および住民の「地震への防災対策」にとって、地盤情報は重要である。地盤が弱そうであれば、新規に建築する者は、地盤の科学的調査に費用を掛け、比較的安定した地盤まで基礎の杭を打ち込むであろう。地震発生時の建物の揺れに影響するからである。

② 明確に認識されることは稀であったと思われるが、保有する土地の時価の変動への影響を気に掛ける住民の存在を指摘したい。事情はさまざまであろうが、住所の移転を必要とし、あるいは移転を希望する住民にとっては、売却価格の変動は気になる。地盤が予想以上に軟弱であることが公表されると、周辺一帯の時価は下落する。想定していた金額で売却ができず、その後の計画に支障を来すことにもなりかねない。一方、潜在的な購入者にとっては、其処に住むリスクをあらかじめ知り、建築上の配慮ができるし、何よりも、購入価格がリスクに見合って下落している。このように、住民は、「地盤情報の土地価格への影響」

にも利害関心があるのである。

### （3）利害関係者間の関係とディスクロージャーの判断

① 公的組織対現在の住民との間には、防災という点では利害対立は存在しない。詳細な地盤情報の公表は、共通の目標である防災・減災対策を共通関心事として推進できる。

② 現在の住民対潜在的な住民の間には、土地の売買の観点で、この情報の与える影響は対立的である。売却を希望する住民には、自治体等に対して詳細で直截的な地盤情報の公表を阻もうとするインセンティブが存在するのである。したがって、公的組織は、地盤の種類（田んぼの転換、旧河川の流域による沖積層、低い丘の取り崩しなど）を記載したマップや古地図など、それらを類推させる情報を公表することになるかもしれない。

## 5. 医療サービスへの不満（訴訟）と医師の階層別モデル賃金

### （1）利害関係者

設例のなかでは、もっとも利害関係者の範囲が狭く、ターゲットとなっている病院・医師と過去および現在の患者、潜在的に患者となる可能性のある病院所在地周辺の地域住民である。

### （2）利害関心の内容と予想しうる事態

① 患者および潜在的な患者にとっての当該病院の「医療実績情報」は、もっとも関心が高い情報である。これまでの当該病院に患者となった人たちの医療結果に対する口コミ情報も、地域住民にとってはゴシップ情報として興味がわく。潜在的な患者にとっては、病院の選択という重大関心事の最重要情報となろう。

② 当該病院の「医師の階層別モデル賃金」は、現在当該病院で医療サービスを受けている患者に

とって、担当医師への報酬が社会的に見て妥当なものなのか否かの判断材料になる。

### （3）利害関係者間の関係とディスクロージャーの判断

① 患者対医師の関係は、患者になることが自己の制御権を担当医師に委ねることになることから、エージェンシー関係としても把握可能である。したがって、医療関係者のガバナンスの一環として、外部からの強制や要求の結果としての医療実績の公表、場合によっては業務監査等の導入による情報の信頼性担保も課題になる。また、医療実績の公表は、「ボンディング理論」を想起すれば、自己規律のための自発的情報提供として解釈することができ、ホームページ等で当該情報を公開し、地域住民からの信頼を得て、患者数の増加に寄与することもある。

② 不適切な医療実績の流布や患者の不満の口コミ情報は、「ゴシップ」による社会的サンクションとして理解可能である。ターゲット行為者である医師や病院が自分についての他者からの評価を内面化しているのであれば、彼らにとっては、自分のゴシップが広まっていることを知られること自体が強い制裁となりうる。ゴシップは、規範の受益者（ゴシップを流す人とそれに耳を傾ける人の双方）がほとんど費用をかけずにサンクションを下せることへと導く。

ゴシップが流布するためには、ある行為者の行為から同じような影響を受ける（したがって、ゴシップを広めるように動機づけられる）人々の間に、比較的頻繁な接触が存在しなければならない。別の行為者の行為から同じ方向の外部性を受けている二人の行為者の間に存在するコミュニケーションの頻度を意味する「閉鎖性」の存在である。現代では、このコミュニケーションの場として、インターネットがその役割を果たしているであろう。

う。<sup>10)</sup>

③ 当該病院の「医師の階層別モデル賃金情報」の影響を検討してみよう。患者と医師との間には「相互信頼」の関係があると思う。患者は医師への信頼なくして自身の制御権を担当医師に委ねることはできない。一方、医師は、患者に行なう医療サービスが万が一、患者が期待した結果（期待は楽観的過ぎる可能性がある）にはならなくても、患者が不満を訴えないことへの信頼がなくては、当該医療行為を行うことに躊躇するであろう。近年、産婦人科を専門とする医師になろうとする医師の卵が激減しているが、訴訟リスクが大きすぎると彼らが判断しているからである。この問題については、相互信頼という「社会的資本 (social capital)」の存在の有無で理解できる。

「従来、医師は文字通り患者の生死に関わることを制御し、患者は医師がもたらす膨大な恩恵には十分に報いることはできないと感じることがよくあった。医師への給付の一部は、感謝、尊敬、高い職業威信の形をとった。これらは、医師に対して感じるべき義務を形作り、治療の結果に不満な患者が医師を告訴しないようにする社会的資本の一形態であった。それが、つぎのような要因で変化した。

- ・ 医師による医療知識の独占が教育の普及によって弱められた。
- ・ 医師と患者の個人的関係が生じる公算が減った。患者が家族のかかりつけの医師や一般開業医を利用する傾向が弱まり、また（当初から）診療項目の専門医に診てもらおう傾向が強まった。
- ・ 多くの医師が受け取る高所得である。これはサービスと報酬が非対称であるという一般大衆の認識を減じた。
- ・ 訴訟の財務コストを医師から保険会社に移す医療訴訟保険を利用する医師の増加である。

こうして、患者が望まなかった治療結果を受けたときに医師を標的とする告訴を防ぐような（相互信頼という）社会的資本は減少したのである。」（カッコ内は加筆）<sup>11)</sup>

もっとも、わが国の大学病院の医師は、世間が予想するほどには給料が高くなく、住民は医師がもたらす膨大な恩恵には十分に報いることはできないと感じて、医師への感謝と尊敬を払うことになるかもしれない。そうであれば、医師の階層別モデル賃金の公表は、医師にとって好ましい効果が期待できることになる。

## V. まとめ — キーとなる概念、観点、論理

人間社会の其処此処に存在するディスクロージャーに関連する諸課題のうちには、ここで検討した5つの設例のどれかに類似するものがあるであろう。その場合に、本報告で提案する研究アプローチおよび言及したキーとなる概念、観点、論理が、その課題を検討する上で何かしら参考になるようであれば、本報告の目的は達成される。[表2 キーとなる概念、観点、論理]は、各設例の属性の違いを明確にするために、それらを一覧表にまとめたものである。なお、表中の各属性の評価は現時点での筆者の主観である。

私は本学会がますます多様な専門分野をもつ会員から構成されるようになり、個々の社会的課題に関して多角的な検討をする場となることを望んでいる。そして、一般社会に対して貢献する有力な「専門知」創出組織となることを心から祈念している。

表2 キーとなる概念、観点、論理

	設例1 絶望的な 巨大隕石の 衝突	設例2 ゴジラの 出現と 来襲予報	設例3 国債および 円通貨の 暴落	設例4 地震の発生 と 地盤情報	設例5 医療サービスへの 不満（訴訟）と 医師のモデル賃金
(1) 事象・イベントの重大性 発生確率	絶望的 確実	重大 高い	重大 比較的高い	大 低い	大 比較的低い
(2) 回避手段の有無と時間的余裕	なし	なし	あり	あり	あり
(3) 利害関係者の広がり多様性	すべての 生物	比較的高い	高い	比較的低い	低い
(4) 利害関心の類似性と異質性	類似性高い	類似性高い	異質性高い	類似性高い	異質性高い
(5) 利害関係者間の対立関係の有無 閉鎖性（コミュニケーションの頻度） 社会的資本（とくに相互信頼性）の程度	なし 低い ?	なし 低い ?	あり 低い 低い	? 高い 高い	? 高い 高い
(6) 情報の供給者と情報内容（事象・イベント） との関係—事象・イベントは情報供給者に関 連するものか	なし	なし	あり	なし	あり
(7) 情報の仲介者（解釈者）が存在するの か	なし	なし	あり	なし	なし
(8) 公共社会における規範とサンクションの存在 （ゴシップを含む）	なし	あり	なし	なし	あり
(9) 事象・イベントと情報の発信は繰り返される のか—フィードバック・ループの存在の有無	なし	なし	あり	なし	あり

《注》

- 1) 脱出パニック時の個人の行為を分析する2つのモデルがある。住民の集団を一つの實在（群衆）とみなし、群衆の行動に個人の行為が影響されるのか。他者一人ひとりを実在とみなし、他の個人の行為が、自分の行為に条件付けられると同時に、自分の行為も他者の行為に条件付けられる（これを「随伴性」と呼ぶ）と想定するのである。James S. Coleman(1990)、pp.208-209。ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳（2004）（上）、321-322頁。
- 2) James S. Coleman (1990)、pp.223-224。ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳（2004）（上）、344-345頁。
- 3) 平成25年度（平成26年3月期）の一般会計と特別会計（外国為替資金特別会計、年金特別会計など、平成25年度末時点で合計18）を合算した「国の財務書類」によると、資産総額653兆円、負債総額1143兆円、資産・負債差額は490兆円の負債超過である。貸借対照表の資産の主な内訳は、有価証券（為替介入により取得した外貨証券など）が129兆円、貸付金（主として地方公共団体や政策金融機関などへの財政融資資金貸付金）が138兆円、運用寄託金（国民年金及び厚生年金積立金の運用寄託）が105兆円、河川や道路などの公共用財産が146兆円である。負債の主な内訳は、政府短期証券（為替介入時の円貨を調達するために発行した外国為替資金証券など）が102兆円、公債が856兆円（建設国債が260兆円、財投債が104兆円、特例国債が449兆円）、公的年

金預り金が112兆円、借入金金が28兆円である。一方、フローをみると、財源合計が105兆円、内訳は、租税等収入が51兆円（所得税15.5兆円、法人税10.5兆円、消費税10.8兆円、揮発油税2.6兆円、相続税1.6兆円、酒税1.4兆円、復興税1.5兆円、印紙収入1.1兆円、その他6.2兆円）、社会保険料が41.1兆円、その他の収入が12.8兆円である。他方、費用合計は140兆円。内訳をみると、人件費4.7兆円、社会保障給付費46.5兆円（厚生年金給付費23.6兆円、基礎年金給付費19.4兆円、国民年金給付費0.9兆円、失業等給付費1.5兆円、その他1.1兆円）、補助金・交付金が46.0兆円、地方交付税交付金等が20.3兆円、支払利息が9.4兆円、その他費用が12.6兆円である。なお、上記の補助金・交付金には、全国健康保険協会に対する保険料等交付金8.2兆円、後期高齢者医療給付費等負担金3.3兆円、生活保護費等負担金2.8兆円、介護給付費等負担金1.4兆円、子どものための金銭の給付交付金1.4兆円などの社会保障関係費27.6兆円が含まれているので、社会保障関係費総額は、単純に合算すると約74兆円となる。（財務省主計局「平成25年度「国の財務書類」のポイント（一般会計・特別会計合算）」平成27年1月。）

- 4) 日本経済新聞、2014年11月28日夕刊。
- 5) 日本経済新聞、2014年12月2日朝刊。
- 6) ライアカット・アハメド著・吉田利子訳（2013）、147-150頁。
- 7) 日本経済新聞、2014年12月18日朝刊によると、財務省は30年債などの超長期の国債の発行額を、2015年度の24兆円から2016年度26兆円に増加させる方向で調整に入ったと報道

されている。しかし、この方針の主たる目的が高率なインフレーションの結果生じる債務者利潤獲得の効果を有効にすることであるようには思えない。何故ならば、平成30年までに償還期限が来る国債金額が毎年60兆円を超え、平成31年から35年に償還予定の国債金額にしても、毎年40兆円程度が見込まれている。つまり、既発行の社債の償還は10年以内に来るものが大半であることから、長期国債の発行残高を増加させることが喫緊の課題であるとする理由には合理性があると思われる。なお、この国債償還スケジュールの短期への偏りは、毎年多額の借換え債発行が必要であることを示しており、借換え債発行コストの上昇リスクが中・短期に存在することを意味している。

- 8) ファシズムの台頭に対する私の心配の理由については、黒川行治 (2014c) を参照されたい。そこでは、カール・ポラニーが『大転換』で主張した内容の要旨が記述され、この主張に共感していることがよく分かる。
- 9) 現在、黒川は財務省「財政制度等審議会」委員兼法制・公会計部会長の任にあるが、ここでの推論は、当学会の会員としての個人的見解であることは論を俟たない。なお、情報の解釈者としての学者やマス・メディアには、「風評被害」の発生を防止する役割も期待されている。
- 10) James S. Coleman (1990), pp.282-286. ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳 (2004) (上)、441-449頁。
- 11) James S. Coleman (1990), pp.308-309。同上、ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳 (2004) (上)、483-484頁

---

《参考および引用文献》

---

- ・ライアカット・アハメド著・吉田利子訳 (2013). 『世界恐慌 (上)』 筑摩書房.
- ・黒川行治 (2014a). 「専門知の復権と学者の職業倫理」『現代ディスクロージャー研究』 No.14, 2014年10月.
- ・黒川行治 (2014b). 「納税行為の意義一わが国の財務状況と消費税改定をどのように理解するべきかー」『産業経理』 Vol.74 No.1, 2014年4月.
- ・黒川行治 (2014c). 「企業の海外戦略と国民の経済的繁栄」(論壇)『企業会計』、Vol.66 No.11, 2014年11月.
- ・James S. Coleman (1990). "Foundations of Social Theory", The Belknap Press of Harvard University Press.  
ジェームズ・コールマン著・久慈利武監訳 (2004). 『社会理論の基礎 (上) (下)』 青木書店.
- ・財務省主計局「平成25年度「国の財務書類」のポイント (一般会計・特別会計合算)」平成27年1月.



# 資本剰余金配当の実施を歓迎する投資家の着眼点と 当該配当実施企業の財務的特性

*The Viewpoint of Investors who Welcome Capital Surplus Dividends and  
the Financial Characteristics of Companies who Pay such Dividends*

櫻田 譲 (北海道大学)  
Yuzuru Sakurada, Hokkaido University

2014年4月11日受付：2015年1月11日改訂稿受付：2015年2月3日論文受理

## 論文要旨

本研究は資本剰余金配当の実施を観察し、投資家が資本剰余金配当実施の情報を得た後に、いかなる評価を下すのかを明らかにする。そして次に資本剰余金配当を実施する背景を検討した。資本剰余金配当を実施する企業の有力な動機として、利益剰余金により配当を実施する企業に比し、財政状態が芳しくない点がこれまでの先行研究によって明らかにされている。そこで本研究ではさらに踏み込んで、資本剰余金配当を実施する企業の利益情報と資本市場参加者の反応の関係について明らかにする。本研究における問題提起は資本剰余金配当を実施する企業のうち、サンプルを新興銘柄と非新興銘柄に区分し、自己株式の保有比率を比較することにある。検討の結果、新興銘柄は非新興銘柄に比し、より多くの自己株式を保有する傾向が明らかになった。先行研究を含め本研究結果を踏まえると、資本剰余金配当を実施する新興銘柄には、資本市場における株価維持を目的として自己株式を保有する可能性が認められた。結果的に新興銘柄の一部には、資本剰余金配当を行うべきではない会社も散見されると本稿では結論する。

## Summary

The objective of this research is to observe the payment of capital surplus dividends and examine how it is evaluated by investors after they obtain information on capital surplus dividend payments. The research considers the reasons behind such payment. Past research has identified that the financial conditions of companies who pay capital surplus dividends are not as robust as companies who pay dividends from their retained earnings. This research extends further by clarifying the relationship between the profitability of companies that pay capital surplus dividends and the reaction of capital market participants. This research highlights companies that pay capital surplus dividends by dividing the sample companies into those that are listed in the emerging markets and those that are listed in the non-emerging markets. Among them, a comparison of shareholding ratio of its own stocks is made. The results indicate a clear trend for companies listed in emerging markets to hold a larger proportion of their own stock than companies listed in non-emerging markets. Based on the results of this and past research, companies listed in emerging markets who pay capital surplus dividends could be holding their own stock to maintain their stock price. Consequently, this study concludes that there appears to be some companies listed in emerging markets who should not be paying capital surplus dividends.

## I. はじめに

(以下、「資本剰余金配当」と略称)を実施する企業群に注目し、①当該配当に対する投資家の反応

### 1. 問題の所在

本研究ではその他資本剰余金を原資とした配当

についての再検証と、②資本剰余金配当を実施する企業群の財務的特性を明らかにした。そして③

資本剰余金配当の実施企業の自己株式計上実態について、新興市場上場銘柄と非新興市場上場銘柄（以下、共に「新興銘柄」・「非新興銘柄」と略称する）の間の有意な差を発見している。

①について本稿ではまず、資本剰余金配当を実施する企業の株価は資本市場において歓迎されるとの研究成果（櫻田，2012b）を再検証する。櫻田（2012b）では投資家は利益を原資とした配当に反応するのと同様に、資本剰余金配当の実施に対してもポジティブ反応を示すことをイベント・スタディによって明らかにしている<sup>1)</sup>。その上で後掲（表1）において示す通り、サンプルを再構成してもなお、同様の成果を得られるのか明らかにした。結果的に分析対象を入れ替えてもなお、投資家は資本剰余金配当の実施を歓迎する実態が明らかになった。

次に②については資本剰余金配当を実施する企業の財務体質の一部を明らかにするが、資本剰余金配当の実施企業のいかなる財務的特性に注目して投資家が反応を示すのかを解明することで、一般的な投資家行動を浮かび上がらせる。この点における本研究の検証結果として、赤字である時や、自己資本成長率が改善するときに実施される資本剰余金配当に投資家は歓迎を示す傾向を捕捉している。

これに関連して資本剰余金配当の実施企業について財務体質を解明した数少ない論攻によれば、資本剰余金配当の実施企業は「業績が悪く利益剰余金がマイナスで従来の配当規制の下では配当を支払うことができなかった企業（野間，2012a，42）」とされる。また「負債比率が低い企業ほど、その他資本剰余金配当から配当を行う傾向にある」とされ、「債権者の監視の目が弱い企業において配当の継続を目的としてその他資本剰余金が活用されている（河内山，2014，15）」現状にある。これらを踏まえて本研究結果は野間（2012a）や

河内山（2014）の成果と整合するかをも検証する。

そして③についてであるが、自己株式保有に際し、新興銘柄と非新興銘柄は異なる傾向を有し、新興銘柄は非新興銘柄に比べ、自己株式をより多く保有しがちであることを明らかにしている。これによって企業の成長段階に位置すると考えられる新興銘柄が、資本剰余金配当や自己株式取得による会社財産の払い戻しを行うことの問題点を指摘している。

資本剰余金配当についてはこれまで制度論を中心とした規範的分析手法による検討が繰り返されてきた。しかし本稿が目指す資本剰余金配当に関する実証研究はわが国において僅かに上記の先行研究<sup>2)</sup>が存在するのみで、依然として当該配当の実態が十分に解明されたとは言い難い。しかし資本剰余金配当制度の導入後10年以上が経過し、実際に資本剰余金配当を実施した事例が次第に蓄積されるにつれ、実証的分析手法による検証を試みる好機を迎えていると考える。そこで本稿ではこれまで実証分析の対象として見過ごされてきた資本剰余金配当制度について検証を試みることにしよう。

## 2. 基本的認識と問題意識

これまでの資本剰余金配当制度に関する規範研究成果を概観すると、資本維持制度の一部として当該配当制度が論じられており、隣接する検討領域としては剰余金の区分表示の意義や欠損填補時の取崩順序規定削除・最低資本金規制の廃止に対する批判、そして配当課税の是非など多岐に渡る。その中でも資本剰余金配当を解禁した平成13年商法改正について、資本維持の観点から当該配当制度の導入に対する否定的な見解も少なくない。例えば壹岐（2007，31）によれば「期間損益算定上の基礎数値としての期末元入資本、しかも、その中核である払込資本自体の社外流出を比較的自

由に認めるといのは、如何なものであろうか」とし、「払込資本の維持を通じた企業の維持という考え方は大きく後退」したと平成13年商法改正を批判している<sup>3)</sup>。

このように平成13年商法改正について資本維持を中心に資本剰余金配当制度導入の適否を巡る検討が行われたが、資本剰余金と利益剰余金の区別が、会社法の定める剰余金分配に係る規制にいかなる含意を有するのかについて、結論の一端として次の様な見解を看取することができる。それによれば「会社法では、情報の提供を目的とする計算書類については資産や負債の評価基準などが企業会計に委ねられる一方で、分配可能額の計算については会社法固有の領域とされ、必要な計数は会社法の範疇で規定する原則が明確に示された」という（田宮，2007，41）。つまり表示の問題と分配の計算はそれぞれ別々に根拠を求めることとなったが、純資産の部における剰余金区分の強制に会社法が期待したのは、「投資家への情報提供機能だけ」（尾崎，2007，38）とされ、このような会社法現代化に伴う解釈論に比し、そもそもの資本維持論との間に大きな隔たりを残している。

他方、改正会社法の施行後、現実には資本剰余金配当や自己株式の取得を含め、これら剰余金の分配によって資本維持機能が低下し、多くの倒産企業を発生させたなどの制度上の欠陥が指摘される論攷や新聞報道は見あたらない。例えば会社法第449条が定めるように資本金等の減少に際して債権者が異議を述べる事が可能となっており、資本剰余金配当が実施される前に配当原資の発生段階で債権者保護手続きが確立されている。この様に資本剰余金配当の実施で危惧された資本維持機能の極端な低下に対し、債権者保護手続きを確保しながら、資本維持制度緩和の目標も達成するような調整が施されている。

したがって今のところ資本剰余金配当制度はバランスを維持して運用されている観があるが、実際には資本剰余金配当制度が投資家に如何に受容されているのかについて十分に解明されているとは言えない。この新たな疑問の解明のためには、資本剰余金配当制度の下で配当を享受する投資家側と配当を実施する企業側の両面を結びつける検証を行う必要がある。しかしながら冒頭述べたとおり、資本剰余金配当制度を分析対象とした事後的検証、とりわけ実証分析による成果の蓄積はまさに始まったばかりと言える。そこで本稿では資本剰余金配当研究の問題意識をさらに掘り下げてみることにしよう。

本稿では資本剰余金配当を実施するとの情報が市場に投入された際、投資家がいかなる情報に注目して当該配当を評価するのかについて明らかにする。そしてそのような分析視角から資本剰余金配当の実施公表によって投資家は資本維持機能の低下を認識するのか否か、さらに投資家が資本維持機能の低下を認識しないとすればなぜなのかについて、彼らの思考の一面を明らかにする。また資本剰余金配当が新興銘柄において少なくない実施例が認められるが、そのような実態についても本稿後段において追加検証を実施する。

なお、本節Ⅰ．では上述の通り、研究上の問題意識を明らかにしたが、次節以降の構成は以下の通りである。Ⅱ．においては分析対象を確定し、櫻田（2012b）の実証結果を再検証する。Ⅲ．においてはⅡ．における検証結果を踏まえ、資本剰余金配当の実施公表に対してポジティブ反応を示す投資家が、当該配当実施企業のいかなる特性に対して注目するかを明らかにする。続くⅣ．においては新興銘柄における利益剰余金や自己株式計上の実態をとりあげ、追加検証を実施する。最後にⅤ．では本研究において得られた新知見をまとめ、資本剰余金配当制度に対する若干の提言を行

い、残された研究課題を指摘する。

## II. 資本剰余金配当に対する投資家の反応

### 1. 資本減少の周知とその意義

資本剰余金配当が商法に導入された平成13年改正について、当該配当は資本維持を脆弱化させるとの問題提起があったが、この問題と相似形を成すのが投資信託の分配金に取り崩した投資元本の一部、つまり特別分配金を混入させていた問題<sup>4)</sup>である。投信の特別分配金が元本の払い戻しであると周知することの重要性<sup>5)</sup>は、資本剰余金配当の実施においても類似の問題を認識すると考えられ、実際に決算短信において純資産減少割合が公表されている。このように現下の会社法においては剰余金の分配時期が制限されなくなったため、配当に関する情報を決算短信により適時に開示している。

資本の払い戻しを周知する趣旨から資本剰余金配当では純資産減少割合が公表されるが、利益を原資とする通常の配当では純資産減少割合は認識されず、当然周知もされない。にもかかわらず実態としては資本剰余金配当においても利益剰余金による配当においても純資産は減少する。したがって資本剰余金配当において純資産減少割合を公表することの重要性は実のところ、いかなる含意を認め得るのか疑問が残る。なぜなら配当原資が元本か利益かについて投資家が拘らないのであれば、会社法上の資本金等の減少を周知する意義はそもそも生じないとも考えられ、純資産減少割合の情報価値が存在しない可能性がある。

尤もこの疑問に対しては、純資産減少割合が公表される最大の理由として、投資家が資本剰余金配当を受け取った際の納税額算定のためとすることができる。つまり当該割合が公表されなければ

投資家は納税額が計算できないため、純資産減少割合の公表は課税上の要請である。このように納税額計算のために純資産減少割合が公表されるのは、(例えば受取配当の益金不算入処理にも観られるように、)資本等取引に対する非課税措置を課税理論が徹底する結果である。したがって成道(2007, 56)が指摘するように「税法における資本積立金と利益積立金の区別の厳格さは、まさに会計以上といっても過言ではない」となる。

しかし上述したとおり、純資産減少割合は単に課税上必要とされる計数に過ぎず、それ以上の情報価値が存在しないのであろうか。むしろ投資家にとって純資産減少割合は、資本剰余金配当の実施によって脆弱化する資本維持機能を表すシグナルとなるのではないか。もしもそのような仮説が正しければ、純資産減少割合の多寡によって株価超過収益率(AR: Abnormal Return)に影響が及び、負の関係性が認められると期待する。そして成道(2007, 52)によって指摘されるように、「配当としては不相当に高額である場合には、資本の払い戻しと見る方が妥当と思われる場合もある」とし、実際に、高率純資産減少割合を伴って資本剰余金配当を実施する事例(以下「高率事例」と略称する)が存在している。その一部について櫻田(2012b)では3事例<sup>6)</sup>を採り上げているが、その様な特殊な例は決して多くはないものの、散見されている。本稿では紙幅の都合もあり、これらの高率事例を分析対象とはせず、専ら通常実施される様な低率の純資産減少割合による資本剰余金配当事例(以下、「低率事例」と略称する)を本稿における分析対象とし、投資家の反応を観察する。

### 2. リサーチ・デザイン

資本剰余金配当の実施公表日(決算短信公表日)をイベント日としたイベント・スタディでは、投

資家は資本剰余金配当を実施する企業を高評価する傾向を観察している（櫻田，2012b）。但し、この分析結果は資本剰余金配当の実施事例を平成21年6月以降の2年間で採集し、42件を対象とした結果に過ぎない。他方、平成19年度以降は決算短信によって資本剰余金配当の実施が公表され、周知されるようになった。それにもかかわらず、櫻田（2012b）における分析対象が短期間に限定されている点については再考が必要と考える。そこで本稿では分析対象とする資本剰余金配当事例を平成19年4月から同25年末までに拡張する。

さらに櫻田（2012b）について指摘される2つ目の問題点とは、サンプルを構成する個々の資本剰余金配当事例には、決算期の短信公表日において当該配当を実施すると公表した事例と、それ以外の短信公表日において実施を公表した事例が混在している。つまり、通常第1～第3四半期の短信で公表される資本剰余金配当の実施と、決算期の短信で公表される当該配当の実施では、公表される利益情報量に差異が生じる。具体的には期末の決算短信では利益率や予測配当性向、そして個別業績（経営成績・財政状態）の概要が公表されるが、第1～第3四半期の決算短信ではそれらは公表されない。このように市場に投下される情報の質・量が共に異なれば、投資家の反応にもそれらの差が投影され得ると考える。そこで本稿では決算期における短信公表日において資本剰余金配当の実施を公表した事例に限定してサンプルを構成し、他方、第1～第3四半期において資本剰余金配当の実施公表を行った事例を排除した。

この様なサンプリングによって投資家の資本剰余金配当実施に対する反応は、決算短信の内容、とりわけ利益関連数値に左右されるか否かを検証することが可能となる。つまり櫻田（2012b）が明らかにした資本剰余金配当実施42事例に対する投資家のポジティブ反応が、実際のところ良好

な利益関連数値に対する評価に過ぎないのかを明らかにすることができる。そこで次節においてはこれら2つの問題点を検証するために分析対象を確定する。

### 3. 分析対象となる資本剰余金配当76事例

本稿における分析対象は（表1）の通り、平成19年4月から同25年末までの6年超の期間に渡り、それらサンプルの中に櫻田（2012b）において分析対象とした20事例が重複している。実際には当該期間における資本剰余金配当事例は173件を捕捉しているが、結果的に絞り込んだ当該76事例は全て期末の決算短信公表日において当該配当の実施を公表した事例である。逆に今回は分析対象とならなかった97事例には、①第1～第3四半期における決算短信において資本剰余金配当を実施した事例や②分析対象となる決算短信データに欠損が認められるため、本稿Ⅲ. 1. に示す分析モデルによる検証が行えず、サンプルから排除した事例も存在する。なお（表1）中、連結配当性向の予想値はそもそも％表示により短信において開示されていたが、当該数値の分散が大きいため、自然対数による変換を施したことを付言しておく。また同表中の「決算短信情報」のうち、Black 1～6は投資家が最も注目すると考えられる利益情報であり、8項目を占めている。

ところで正司（2012）が示した資本剰余金配当の類型分類によると、本研究における分析対象の多くは組織再編（株式移転・株式交換）による事例と安定配当による事例によって占められると推察される。そのうち安定配当の観点から黒字・赤字が資本剰余金配当を実施させる動機として、如何に作用したかを考えてみたい。とは言え、資本剰余金配当の実施について、連結・単体と黒字・赤字のそれぞれ4通りの組み合わせが当該配当の実施に影響を及ぼすというより、直接的な要

表1 期末短信において資本剰余金配当実施を公表した76事例

事例No.	イベント日	銘柄コード	資本剰余金配当実施銘柄	CAR(0.1) [%]	短信情報										銘柄属性			有報情報	
					連結黒字でBlack1	個別黒字でBlack2	連結・個別の交差頻Black3	自己資本当期純利益率Black4	総資産経常利益率Black5	売上高営業利益率Black6	純資産減少割合/DRNAW	配当性向(連結)予想 [%]/log DPR	複数回資本剰余金配当実施/TMTD	上場廃止/ダミー/DD	新興銘柄/EMD	営業利益成長率 [%]/GROI	自己資本成長率 [%]/EGR		
1	20131114	3715	ドワンゴ	22.77	1	1	1	11.7	8.6	5.9	0.015	2.923	1	0	0	-19	-6		
2	20131108	8767	ウェブクルー	-0.01	1	-	-	20.4	13.8	8.8	0.036	3.622	1	0	1	52.5	25.6		
3	20131031	8889	アバマンショップホールディングス	1.00	1	1	1	28.2	2.7	6.3	0.024	2.282	0	0	1	5.89	1.41		
4	20130712	7725	インターアクション	15.22	1	1	1	26	12.9	19.5	0.02	2.197	0	0	1	-603	94.3		
5	20130515	8304	あおぞら銀行	-4.41	1	1	1	9.6	0.8	34.8	0.029	3.726	0	0	0	42.7	7.5		
6	20130514	3708	特種東海製紙	-1.56	1	1	1	4.3	3.5	5.5	0.007	3.934	1	0	0	-15	-4.7		
7	20130514	6791	日本コロムビア	-11.28	1	1	1	12.7	6.9	3.7	0.046	3.035	0	0	0	-42	20.9		
8	20130513	8545	関西アーバン銀行	-6.58	0	0	0	-4.4	0.1	4.9	0.01	3.182	1	0	0	70.4	3.52		
9	20130510	9478	SEホールディングス・アンド・インキュベーションシステムズ	5.10	0	0	0	-14.7	-0.3	0.9	0.008	3.203	0	0	1	49.1	-3.4		
10	20130510	6707	サンケン電気	9.05	1	1	1	6.3	2.8	3.7	0.013	2.741	1	0	0	-34	-0.7		
11	20130509	5955	ヤマシナ	-4.22	1	1	1	1.7	1.5	3.1	0.015	4.519	0	0	0	-6.7	2.92		
12	20130509	6989	北陸電気工業	3.40	1	0	0	4.6	1.7	0.9	0.018	3.584	1	0	0	-109.17	-12.65		
13	20130507	2479	ジェイテック	7.80	1	1	1	10.1	6.8	2.4	0.017	2.833	1	0	1	-168	8.17		
14	20130115	9972	アルテック	-0.65	1	1	1	0.3	1.3	1.2	0.008	4.048	1	0	0	-19	-2.8		
15	20121114	3715	ドワンゴ	14.42	0	0	0	-2.7	5	3.7	0.024	2.851	1	0	0	-12	26.1		
16	20121109	8767	ウェブクルー	0.44	1	-	-	26.1	20.1	10.9	0.039	3.273	1	0	1	59.2	-9.1		
17	20121010	7513	コジマ	11.71	0	0	0	-30	-1.8	-2.4	0.004	3.854	0	0	0	-68.79	0.29		
18	20120912	6669	シーシーエス	35.77	0	0	0	-5.8	3.6	5.1	0.011	2.688	0	0	1	-195	11.7		
19	20120514	3708	特種東海製紙	-4.98	1	0	0	0.1	3.2	4.2	0.007	3.484	1	0	0	-11	-0.5		
20	20120511	6989	北陸電気工業	-0.40	0	0	0	-11	-1.5	-0.5	0.019	3.793	0	0	0	57.6	21.4		
21	20120509	6707	サンケン電気	-8.89	1	0	0	1.3	2.2	3.1	0.013	3.127	1	0	0	-212	-11		
22	20120507	2479	ジェイテック	-11.76	1	1	1	8	6.1	1.8	0.01	2.313	1	0	1	-69	26.9		
23	20120501	8143	ラビース	-4.68	1	1	1	2.5	1.9	2.4	0.007	3.453	0	0	0	-120	-0.4		
24	20120427	3598	山喜	-1.06	1	0	0	0.6	0.6	0.7	0.003	4.164	1	0	0	99.4	1.14		
25	20120215	4840	トライアイズ	-2.25	1	1	1	0.4	0.4	0.2	0.015	5.011	0	0	1	32.3	-15		
26	20120116	9972	アルテック	2.68	1	0	0	0.6	2	1.5	0.008	2.66	1	0	0	-40	-3.8		
27	20120113	6664	オプトエレクトロニクス	14.93	1	1	1	10	3.2	6.8	0.01	2.104	0	0	1	-246	-0.2		
28	20111115	8767	ウェブクルー	1.89	1	0	0	0.2	15.3	10.3	0.022	2.981	1	0	1	40.8	3.18		
29	20110808	2757	オストジャングループ	-6.88	1	1	1	28.1	9.8	3.7	0.037	1.758	0	0	1	-78	-37		
30	20110518	6707	サンケン電気	1.27	0	0	0	-2.6	3.8	4.2	0.012	3.371	1	0	0	12.1	-35		
31	20110513	5017	AOCホールディングス	-9.05	1	1	1	4.4	0.4	0.8	0.009	3.011	0	0	0	-86	-16		
32	20110512	3708	特種東海製紙	-2.16	1	1	1	1.4	2.9	4.8	0.007	4.041	1	0	0	58.9	2.56		
33	20110509	2479	ジェイテック	-0.56	1	1	1	9.4	4.6	-2.9	0.005	1.589	1	0	1	-69	26		
34	20110428	3598	山喜	-5.10	1	0	0	1.2	0.6	1.2	0.003	3.469	1	0	0	-163	1.5		
35	20110215	8929	船井財産コンサルティング	2.19	1	1	1	6.8	2.9	3.8	0.039	3.343	0	0	1	-306	-80		
36	20110210	6784	ブラネックスホールディング	-3.90	1	1	1	16.2	10.1	15.5	0.016	2.041	1	0	1	-31	20.1		
37	20101112	8767	ウェブクルー	5.70	1	0	0	9.1	11.4	8	0.012	3.035	1	0	1	7.05	-16		
38	20101112	2388	ウェッジホールディングス	-14.77	1	1	1	11.2	8.5	21.7	0.007	1.841	1	0	1	120	86.1		
39	20101111	3715	ドワンゴ	-6.96	1	1	1	9.5	9.5	6.3	0.025	3.339	1	0	0	378	6.78		
40	20100520	8275	フォーバル	-4.61	1	1	1	10.9	3.1	1.6	0.016	4.034	1	0	1	-112	-40		
41	20100514	2147	フジスタッフホールディングス	-8.93	1	0	0	18.8	10.1	3.1	0.028	3.472	1	1	1	-50	-7		
42	20100514	8705	岡藤ホールディングス	-2.94	0	0	0	-11.4	-2.7	-14.2	0.004	4.349	1	0	1	125	-35		
43	20100514	7769	リズム時計工業	0.88	1	1	1	3.3	3.6	4	0.008	3.231	0	0	0	91.5	-9.4		
44	20100514	3708	特種東海ホールディングス	2.33	1	0	0	3	3	5.5	0.007	3.972	1	0	0	43.3	-5.9		
45	20100514	8545	関西アーバン銀行	-1.13	0	0	0	-30.9	-1	-39.6	0.003	6.32	0	0	0	-301	-12		
46	20100512	5930	文化シヤッター	11.60	0	0	0	-29.5	-4.3	-3.4	0.006	3.049	0	0	0	-112	-9.2		
47	20100316	6784	ブラネックスホールディング	2.01	1	1	1	22.2	12.4	17	0.024	2.104	1	0	1	-920	-18		
48	20100217	2330	フォーサイド・ドット・コム	0.17	1	1	1	5	2.6	0.8	0.013	3.211	1	0	1	-170	-8.8		
49	20100212	6679	サイレックス・テクノロジー	-9.69	0	0	0	-42.3	-13.3	-22.7	0.009	7.034	0	0	1	-72	-33.3		
50	20091113	8798	アドバンスクリエイト	4.98	1	1	1	9.1	6.2	12	0.047	4.413	0	0	1	-86	-28		
51	20091113	8767	ウェブクルー	0.30	0	0	0	-	7	6.8	0.012	3.254	1	0	1	-28	-40		
52	20091113	9470	学習研究社	-1.55	0	0	0	-9.9	-4.2	-7.9	0.005	3.561	1	0	0	-77	-0.5		
53	20091112	3715	ドワンゴ	6.11	0	0	0	-5	1.6	1.5	0.027	4.421	1	0	0	378	6.78		
54	20090825	3242	アーバネットコーポレーション	-2.40	-	0	-	-107.8	-14.2	-15.8	0.048	3.809	1	0	1	2.22	-63		
55	20090520	8275	フォーバル	5.71	0	0	0	-35.5	0.1	0.3	0.016	5.148	1	0	1	-51	-13		
56	20090520	4837	シダックス	-0.77	0	1	0	2.3	7.4	4	0.028	4.458	1	0	1	41.7	-23		
57	20090515	9070	トナミホールディングス	-0.57	1	0	0	0.5	0.9	0.5	0.007	3.45	1	0	0	-6.6	-5		
58	20090514	8136	サンリオ	0.03	0	0	0	-5	7.1	9.4	0.033	3.006	0	0	0	6.31	-8.8		
59	20090512	4568	第一三共	-6.42	0	0	0	-33.8	3.8	10.5	0.024	4.66	0	0	0	15	-2		
60	20090508	8134	ザ・トーカイ	13.37	0	0	0	-16.8	-0.2	5	0.015	2.791	0	0	0	-20	-6.9		
61	20081113	3715	ドワンゴ	0.85	0	0	0	0.22	0.4	0.5	0.022	4.951	1	0	0	244	-15		
62	20080526	9448	インボイス	-4.93	0	0	0	-101.4	0.7	1.9	0.031	0.833	0	1	0	-89	-31		
63	20080523	7918	ヴィア・ホールディングス	4.20	0	0	0	-25.2	1	1.2	0.019	3.689	1	0	1	43.5	5.82		
64	20080516	8705	岡藤ホールディングス	2.85	1	1	1	0.2	-1.5	-9.5	0.004	4.129	1	0	1	12	-20		
65	20080516	4837	シダックス	2.91	0	0	0	-37.4	9.3	5	0.025	2.667	1	0	1	24.4	3.5		
66	20080516	9470	学習研究社	8.10	0	0	0	-14.7	-3.5	-2.7	0.01	2.092	1	0	0	-116	-1.8		
67	20080516	8375	池田銀行	1.50	0	0	0	-62.2	-2.4	-72.5	0.001	2.741	0	1	0	14.5	10.2		
68	20071217	7968	TASAKI	-1.51	0	0	0	-5.8	0.8	4.2	0.005	3.896	1	0	0	-10	-4.6		
69	20071029	4835	インデックス	18.71	0	0	0	-23.5	2.4	0.2	0.005	3.054	0	0	1	-8.9	32.1		
70	20070528	2538	ジャパン・フード&リカー・アライアンス	-0.27	0	0	0	-20.6	0.7	1.3	0.014	4.867	0	0	0	-70	44		
71	20070522	4823	サイバードホールディングス	4.47	0	0	0	-59.4	-7.5	3.3	0.033	2.175	0	1	1	-134	53.4		
72	20070521	8230	はせがわ	-1.53	1	1	1	0.2	2.2	3.7	0.012	4.693	1	0	0	-42	-18		
73	20070518	3577	東海染工	1.88	0	0	0	-13.5	-1.1	-0.2	0.013	3.859	0	0	0	-104	2.57		
74	20070518	4623	アサヒバン	2.45	0	0	0	-20.8	0.7	2.8	0.025	3.875	0	0	0	-67	1.44		
75	20070426	6702	富士通	1.22	1	0	0	10.9	3.8	3.6	0.006	2.803	0	0	0	13.3	7		
76	20070410	8168	ケーヨー	8.21	-	1	-	8.9	3.6	2.3	0.011	2.526	0	0	0	-240	-22		

因は親会社に留保利益が存在するか否かにあると考えられる。したがって赤字企業であっても資本由来の留保利益を有すれば、資本剰余金配当が実施されても全く不思議ではない。しかしながら留保利益のうち、利益由来の留保利益は毎期の黒字の積み重ねであるため、現在の親会社の黒字は将来も含めた配当実施の判断材料として投資家にとってはとりわけ重要であろう。また子会社の黒字は親会社にとって受取配当を呼び込み、この資金が親会社の配当財源として活用される事例も考え得る。その様に観てくれば、本研究において扱うデータ上に現れてくる子会社の黒字は、親会社の配当を可能とさせる有力な背景となる。

#### 4. 仮説と分析結果

櫻田（2012b）による分析結果を再検証することが本稿の1つ目の目的であるため、本稿の分析結果が櫻田（2012b）による分析結果と比較可能となるようにARの算定過程を一致させるべきである。そこで本研究では櫻田（2012b）が採用した3ファクター・モデルを用いてイベント日周辺におけるARを算出する<sup>7)</sup>。またイベント・ウィンドウにおけるARの異常性を判定するために、累積株価超過収益率（CAR：Cumulative AR）ベースの検定統計量 $\theta 1$ はCampbel et al. (1997, 162) や広瀬・柳川・斎藤（2005, 6-7）に基づき、

またARベースで算出する検定統計量 $\theta 2$ は山崎・井上（2006, 30）に基づいて算出する。そして帰無仮説（ $H 1$ ：投資家は資本剰余金配当の実施に対し反応しない）を検証する。

（図1・2）は共に縦軸は検定統計量を、横軸はイベント日 $t=0$ としたイベント・ウィンドウを表す時間軸を示しており、単位は「営業日」である。イベント・スタディによる分析の結果、資本剰余金配当を実施すると公表した日周辺における投資家の反応は櫻田（2012b）において示した結果に整合し、ポジティブ反応を示したため、上記帰無仮説を棄却する。この通り、イベントに対する反応を示した直後に当該ポジティブ反応を相殺するような強いネガティブ反応は観察されず、資本剰余金配当が投資家に好感されたと言える。

但し、1%水準有意のポジティブ反応は3日前にも現れており、これがいかなる理由を背景としているのか明らかではない<sup>8)</sup>。本研究はイベント日が全ての事例で同一日とならず、故にクラスタリングが生じにくい検証である。それにもかかわらず資本剰余金配当を実施する事例において一般的傾向として3日前に一旦強いポジティブ反応を示す実態をいかに解釈すればよいのであろうか。6日前、3日前、そしてイベント日当日とリズムを刻み、徐々にポジティブ反応を強めてゆく様は投資家の反応として正常の範囲であろうか。或い

図1 資本剰余金配当実施76事例の検定統計量 $\theta 1$

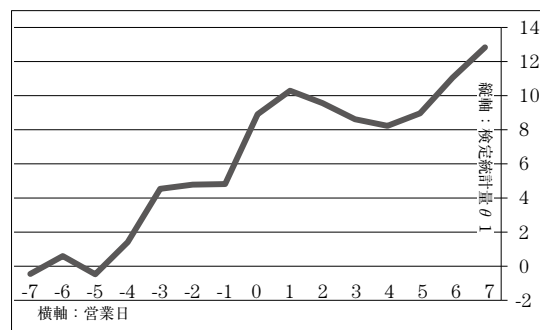
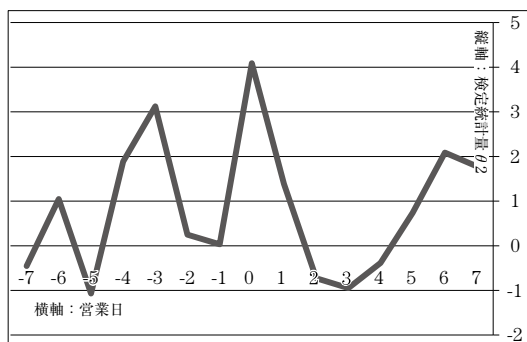


図2 資本剰余金配当実施76事例の検定統計量 $\theta 2$



は逆にインサイダーを含め、不正取引が表出したと考えるべきか<sup>9)</sup>。本研究は資本剰余金配当に対する投資家の反応が当該配当実施企業のいかなる財務的要因によって引き起こされるかを明らかにする目的があり、インサイダー情報漏洩の有無、情報伝達経路の解明を目的としていない。したがって(図2)に描出された3日前の反応については推測の域を出ないため、今回は問題を指摘するに留めておく。

表2 資本剰余金配当76事例における検定統計量の有意水準

t	検定統計量			
	$\theta 1$ from SCAR	有意水準 <sup>10)</sup>	$\theta 2$ from SAR	有意水準 <sup>11)</sup>
-7	-0.4523		-0.4523	
-6	0.5951		1.0474	
-5	-0.4739		-1.0691	
-4	1.4116		1.8855	*
-3	4.5359	***	3.1243	***
-2	4.7836	***	0.2477	
-1	4.8159	***	0.0323	
0	8.9062	***	4.0903	***
1	10.2904	***	1.3843	
2	9.5620	***	-0.7284	
3	8.6135	***	-0.9485	
4	8.2285	***	-0.3851	
5	8.9654	***	0.7369	
6	11.0512	***	2.0858	**
7	12.8283	***	1.7770	*

### Ⅲ. 資本剰余金配当を実施する企業の財務体質

#### 1. 分析モデルの導出とデータの記述統計、相関係数表

本稿前節までの検証によって資本剰余金配当実施の公表日、即ち決算短信公表日において当該配当を実施する企業に対して投資家は統計的に有意なポジティブ反応を示すことが明らかとなった。そこで本節以下では資本剰余金配当の実施企業のCARが、当該企業のいかなる決算短信情報・銘柄属性・有価証券報告書総攬(以下、「有報」と

略称)情報の影響を受けて投資家のポジティブ反応を引き起こすのかを明らかにする。本研究では資本剰余金配当実施に対する投資家の反応を検証するために、イベント日と翌日のARの蓄積値、つまりCAR(0,1)を算出し<sup>12)</sup>、これを被説明変数とした回帰モデルを検証する。導出した回帰モデルは以下の通りとなる。

$$CAR_i(0,1) = a + \beta_1 Black_i + \beta_2 DRNAW_i + \beta_3 LogDPR_i + \beta_4 TMTD_i + \beta_5 DD_i + \beta_6 EMD_i + \beta_7 GROI_i + \beta_8 EGR_i + \varepsilon_i$$

当該回帰モデルにおける説明変数は大別すると次のように3分類される。3群のデータについて次節以降で詳述するが、第1群として資本剰余金配当の実施を公表した際の「決算短信情報」を分析モデルに投入する。以下、同様に第2群として「銘柄属性」を、第3群として「1年前の有報情報」を分析モデルの説明変数とし、分析モデルにおける説明変数は3群13変数となった。これらの数値に被説明変数を追加した14変数についての記述統計量を(表3)として示し、それら14変数の相関係数表を(表4)に示した。重回帰分析を行う上で理想的な変量の分散は1であるが、(表3)より本研究における分析対象はサンプルサイズが小さいために、Black 4, 6, GROI, EGRは分布が歪んでいることを指摘しておく必要がある。

さらに(表4)は説明変数間の相関係数表を示したが、第1群の変数内において強い相関が数カ所示されている。そこでこの結果を受けて第1群の変数は回帰モデルに交互に投入し、Model 1~6として検証を行うことが妥当との判断に至った。また多重共線性に関する詳細な分析結果<sup>13)</sup>は次節以降において示すが、(表4)の結果からCAR(0,1)との間で比較的高い関係性が期待されるのは、Black 1とEGRとなるであろう。



表3 被説明変数・説明変数の記述統計量

記述統計量			N	平均値	標準偏差	第1四分位数	第2四分位数 (中央値)	第3四分位数	
CAR (0,1)			76	1.327	8.060	-3.660	0.235	4.403	
第1群	利益 数値	連結黒字ダミー	Black 1 (Dummy)	74	0.581	0.497	0	1	1
		個別黒字ダミー	Black 2 (Dummy)	74	0.419	0.497	0	0	1
		連・個黒字ダミー	Black 3 (Dummy)	72	0.403	0.494	0	0	1
		自己資本当期純利益率	Black 4	75	-5.572	24.662	-13.500	0.600	9.100
		総資産経常利益率	Black 5	76	2.980	5.554	0.400	2.500	6.175
		売上高営業利益率	Black 6	76	1.842	12.479	0.725	3.100	5.400
	-	純資産減少割合	DRNAW	76	0.016	0.011	0.007	0.013	0.024
		Log配性向予想値	Log DPR	76	3.408	1.022	2.794	3.341	3.963
第2群	銘柄 属性	複数回配当実施ダミー	TMT Dummy	76	0.579	0.497	0	1	1
		上場廃止ダミー	D Dummy	76	0.053	0.225	0	0	0
		新興銘柄ダミー	EM Dummy	76	0.434	0.499	0	0	1
第3群	1年前 有報情	営業利益成長率	GROI	76	-31.837	195.603	-88.233	-19.570	30.310
		自己資本成長率	EGR	76	-0.419	29.416	-13.273	-1.865	6.780

表4 説明変数の相関係数表

Pearson の相関	CAR (0,1)	Black 1 Dummy	Black 2 Dummy	Black 3 Dummy	Black4	Black5	Black6	DRNAW	LogDPR	TMT Dummy	DDummy	EM Dummy	GROI	EGR
CAR(0,1)	1.000													
Black1 Dummy	-0.257	1.000												
Black2 Dummy	-0.166	0.674	1.000											
Black3 Dummy	-0.160	0.711	0.971	1.000										
Black4	-0.069	0.707	0.567	0.560	1.000									
Black5	0.024	0.471	0.369	0.343	0.561	1.000								
Black6	0.020	0.340	0.297	0.294	0.480	0.489	1.000							
DRNAW	-0.094	0.057	0.222	0.187	0.169	0.452	0.378	1.000						
LogDPR	-0.165	-0.217	-0.167	-0.197	-0.133	-0.423	-0.286	-0.088	1.000					
TMT Dummy	-0.139	0.224	0.006	-0.020	0.275	0.259	0.117	-0.189	-0.022	1.000				
D Dummy	-0.098	-0.162	-0.209	-0.203	-0.523	-0.131	-0.347	0.018	-0.260	-0.154	1.000			
EM Dummy	0.105	0.131	0.275	0.242	0.169	0.288	0.122	0.158	-0.162	0.038	0.046	1.000		
GROI	-0.191	-0.150	-0.139	-0.150	-0.097	-0.160	-0.050	-0.045	0.229	0.140	-0.040	-0.280	1.000	
EGR	0.317	-0.059	-0.022	0.002	0.058	0.194	0.200	-0.191	-0.328	-0.089	0.045	0.103	-0.097	1.000

## 2. 説明変数の意義

(1) 株価に与える決算短信情報の影響 ～第1群変数の検討～  
前節に掲げた分析モデルにおける説明変数のう

ち、第1群のデータは決算短信より提供される情報である。この第1群の情報は、大きく分けて6つの利益情報と2つのその他の情報に区別される。まず最初に、これらの中で利益情報を回帰モ

デルにおける変数として投入する意義について述べる。

第1群のデータのうち、6つの利益数値とは、最終利益について①連結黒字か否か、②個別黒字か否か、③連結黒字と個別黒字の交差項<sup>14)</sup>、さらに④自己資本当期純利益率、⑤総資産経常利益率、⑥売上高営業利益率である。これらの変数は本研究における分析の便宜上、モデル式において順に説明変数・Black 1～6と呼称する。また①～③は分析モデルにおける所謂ダミー変数であり、黒字の場合に1を与えている。

このように本研究では利益数値に対して重層的な分析を行うが、その理由として次の通りである。つまり野間(2012b)が明らかにしたとおり、赤字企業は配当を行わないのではなく、赤字企業であっても配当を行う傾向が認められるとの知見<sup>15)</sup>を本研究では踏まえ、黒字か赤字かが資本剰余金配当の実施といかなる程度、結びつきがあるのかを明らかにする。さらに連結と個別、そしてその両方の最終利益が黒字か否かに注目するのは、連結範囲の確定によって利益額が裁量的に算出される可能性や子会社による受取配当が、親会社における配当財源となる可能性を踏まえている。

しかしながら単に黒字か赤字かという大雑把な情報よりも、導出された利益が損益計算書の段階的な利益のうち、いかなる段階の利益に投資家は注目するのか、そして利益確保の持続性にも投資家は注目するのかをも明らかにしてみよう。検証する利益に関する変数Black 1～6は全て決算短信によって提供されるため、決算短信情報のいかなる部分に投資家が注目するのかをも検証可能である。このように資本剰余金配当の実施公表は、同時に決算短信において公表される利益情報に強い正の影響を受けると推定するため、利益情報であるBlack 1～6とCAR(0,1)の間に正の関係性が認められることが期待される。

この他、決算短信情報のうち純資産に関連する情報として、純資産減少割合(DRNAW: Decreasing rate of net asset worth)にも注目する。DRNAWの情報取得によって投資家は資本剰余金配当のうち、取得価額の修正部分とみなし配当部分を算出する。このようにDRNAWの情報価値とは最低限、納税手続きにおいて利用されるに過ぎないと考えるが、DRNAWに応じて持分が実際に減少する点を本稿では重視し、CAR(0,1)と当該指標は負の関係を示す可能性を期待している<sup>16)</sup>。

最後に配当性向(DPR: Dividend payout ratio)の予想値をとりあげる。DPRはサンプルを編成する過程で比較的多く欠損値が発生したものの、投資家にとって株主還元の程度を表す貴重な決算短信情報であると考えた。しかし決算短信情報によって提供されるそのままの数値は標準偏差が大きいため、自然対数による変換を行い、加工している。当該指標とCAR(0,1)の関係について、予測符号は正を示すと期待される<sup>17)</sup>。

## (2) 株価に与える銘柄特性の影響 ～第2群変数の検討～

第2群のデータとして、資本剰余金配当を実施した企業の資本市場における銘柄特性に注目し、次の3つの指標を説明変数として投入する。1つ目は資本剰余金配当の複数回実施ダミー(TMTD: Two or More Times Dummy)であり、当該配当を第1～第3四半期も含め複数回実施した実績がある銘柄に1を与えている。前述の通り、資本剰余金配当は資本維持の観点から問題を指摘する識者も少なくなく、このような知見を踏まえれば、繰り返し資本剰余金配当を実施する企業に対し、投資家はいかなる反応を示すのか興味深い。したがって当該配当を繰り返し実施するとの情報は、企業自らが安定的に利益を計上できないことを伝えるシグナルとなるかも知れない。このような仮

定を踏まえると、CAR (0,1) に対してTMTDの予測符号は負を示すと期待される。

銘柄属性について、2つ目に注目するのは上場廃止ダミー（DD：Delisting dummy）である。本稿執筆時点で上場廃止となった銘柄に1を与えている。当該変数は今回の分析対象のうち、4件を数えるのみである。したがってDDは主要な検証変数と言うよりも、上場廃止の影響をコントロールする目的で投入するに過ぎないと付言しておく。

そして3つ目に新興市場において上場している銘柄（本稿冒頭において「新興銘柄」と略称している用語である）を表すダミー（EMD：Emerging market dummy）を投入する。当該変数は新興銘柄に1を与えたが、分類はジャスダックや札幌アンビシャスなどの新興市場へ上場する企業とし、東証1部や同2部、地方上場する企業と区別している。この様に新興銘柄か否かを説明変数として取り入れる理由は次の通りである。つまり、資本剰余金配当制度が導入された平成13年商法改正について、自己株式の取得や資本剰余金配当の実施を投資家への剰余資金の返還と捉えた論調も認められた（小林，2002）。仮にそうであれば剰余資金が発生するのは成熟企業であって、新興銘柄がキャッシュリッチであるとしても配当還元の剰余資金とはならず、須く再投資資金となると推定している<sup>18)</sup>。そのように考えれば新興銘柄の資本剰余金配当実施に潜む動機として、単なる株価維持を期待した配当実施の可能性がある。

この意味からすると新興銘柄の資本剰余金配当は本末転倒とも考えられるが、実際には（表1）において示すとおり、新興銘柄も資本剰余金配当の実施は活発である。そこで本研究では新興銘柄と非新興銘柄の間における資本剰余金配当実施について、投資家の反応に差異が認められるのかを明らかにする。分析の結果を予想すると、CAR

(0,1) とEMDの関係性としてプラスとなれば新興銘柄の形振り構わぬ株価維持に投資家が好感していることを表し、逆にマイナスとなれば新興銘柄の資本剰余金配当実施に対して投資家は資本維持機能の低下を理由とするネガティブ反応を示すと考えることが可能だろう。

### (3) 株価に与える有報情報の影響 ～第3群変数の検討～

分析モデルにおける説明変数のうち、第3群のデータを投入する。第3群のデータは有報情報に由来する2つの指標である。有報と決算短信について、それぞれの公表の前後関係は、有報に先立って決算短信が公表される。このため資本剰余金配当の実施が公表される時点、つまり短信公表日における最新の有報は概ね1年前に公表されたもの以外に存在しない。したがって直前の有報と雖も、投資家にとっては実質的に一年前のデータが資本剰余金配当の実施公表時点において入手可能となるに過ぎない。故にそのような比較的古い情報が投資家行動に影響を及ぼすのかについても明らかにする。

そこで今回は投資家の観点を重視する目的から財務数値の成長性に関する2指標について注目し、それぞれ損益計算書と貸借対照表由来の数値を説明変数として1つずつ投入する。その2変数のうち1つは営業利益成長率（GROI：Growth rate of operating income）であり、いま1つは自己資本成長率（EGR：Equity growth rate）である。前者について本研究では多業種横断的に資本剰余金配当を実施する企業を分析対象とするため、財務活動の要素や特別損益項目の影響を排除する目的で当該変数を選択した。また後者は資本剰余金配当が資本維持低下に繋がるとの観点から、自己資本比率の成長が投資家の興味の対象となるのかにも注目している。したがってCAR(0,1)と上記2変数の関係性について予測符号は共に正

を期待する。

### 3. 分析結果と解釈

#### (1) 分析結果の概要

資本剰余金配当の実施を公表した日（イベント日）において投資家は統計的に有意な水準で好感を示すことを本稿前段で明らかにした。そしてこれに続く分析、つまりイベント日における投資家の反応がいかなる理由に基づくのかを解明した結果は、(表5)に示す通りである<sup>19)</sup>。

#### (2) 有意な変数

本稿2.2.におけるリサーチ・デザインとして投資家の資本剰余金配当実施に対する反応は、実は決算短信の内容、とりわけ利益関連数値に左右される可能性があるとして指摘した。そして分析結果はそのような仮説を概ね支持することとなったが、特筆すべきは利益数値の黒字によりポジティブ反応を示すとした予想を覆し、実態は利益数値の赤字にポジティブ反応を示すことが明らかとなっている。このように意外な分析結果を導出することとなったが、以下においては分析モデルにおける有意な変数の出現順に3つにまとめて言及する。

まず第1群の説明変数である利益数値について最も有意性が高い説明変数がModel 1における連結黒字ダミーであり、1%水準で有意である。さらにModel 2,3では5%水準有意で個別黒字ダミーと連結・個別の黒字ダミーの交差項が有意である。しかしこれらの結果は予測符号に反してCAR(0,1)との間に負の関係性が認められる。分析結果を導出する前の考察では、連結最終利益が黒字か否かに反応する理由として利益を原資とした配当が可能か否かに投資家の強い関心が集中すると考えたため、正の関係性を認めると期待していた。しかし実際には負の関係性が発見され、資本剰余金配当の実施を公表した企業の最終利益

が黒字の時に投資家反応が強いネガティブを示す実態が明らかとなった。これは裏を返せば、赤字の場合に実施される資本剰余金配当について、投資家は歓迎を示すことを示す。このような投資家による反応から分析対象の一般的傾向を類推すると、赤字企業が行う配当に対して投資家がサプライズと受け止めて反応するのであろう。このため本稿冒頭では資本剰余金配当実施企業に対する投資家のポジティブ反応が、実際のところ良好な利益関連数値に対する評価に過ぎないとした仮説は支持されないことが明らかとなった。むしろ(表1)に示すとおり、連結企業74事例の資本剰余金配当のうち31事例(41.9%)を連結赤字が占めるとの実態や、「業績が悪く利益剰余金がマイナス」である企業が資本剰余金配当を実施するとの野間(2012a)の見解に整合すると言える。

そして2つ目の発見として上場廃止ダミーの検証結果に注目すべきである。それによればModel 2,3,4にて5%水準で、またModel 1,6において10%水準で負の関係性が有意である。この結果についてであるが、仮に今回の分析対象企業の中で上場廃止企業がより多ければ、投資家は資本剰余金配当を実施する企業のうち、いずれ上場廃止となる企業を見破り、ネガティブ反応する可能性を指摘できたと思われる。しかしながらこの興味深い結果について付言しておかねばならないのは、サンプル76事例のうち実際に上場廃止企業は4事例に留まるため、資本剰余金配当の実施事例における一般的な傾向を示したと断ずるには難しい。このためこの結果は内的妥当性を示したに過ぎず、上場廃止企業が過去に遡って実施していた資本剰余金配当について、投資家の反応を今後も検証する必要性を指摘しておく。

最後に3つ目の発見として、一年前の自己資本成長率が上昇すれば資本剰余金配当の実施を評価する傾向を捕捉した点である。EGRは全てのモ

デルで横断的に5～10%水準でプラスに有意であるものの、そもそもEGRの標準偏差が大きいことから、この成果はその分を割引して解釈せねばならない。しかし、それでも投資家がEGRに注目する理由に解釈を示しておくとなれば次の通りとなるであろう。その解釈とは資本剰余金配当

は資本維持を損ねるので、EGRの改善を歓迎するとの仮説である。そしてこの仮説とは表裏の関係となるが、純資産の増加が資本剰余金配当を経営者に実施させるトリガーとなる可能性も考えられる。

このようにCAR (0,1) とBlack 1～3の間の

表5 資本剰余金配当に対するポジティブ反応に関する原因分析結果

	予測符号	Model.1				Model.2				Model.3			
		非標準化係数	t	有意確率	VIF	非標準化係数	t	有意確率	VIF	非標準化係数	t	有意確率	VIF
Black 1 (Dummy)	+	-5.375	-2.823	0.006	1.190								
Black 2 (Dummy)	+					-4.339	-2.219	0.030	1.194				
Black 3 (Dummy)	+									-4.683	-2.319	0.024	1.207
Black4	+												
Black5	+												
Black6	+												
DRNAW	?	-52.618	-0.616	0.540	1.149	-52.054	-0.586	0.560	1.199	-50.405	-0.532	0.596	1.176
Log DPR	+	-1.461	-1.483	0.143	1.369	-1.381	-1.383	0.171	1.353	-1.347	-1.319	0.192	1.380
TMT Dummy	-	-1.323	-0.697	0.488	1.184	-2.855	-1.496	0.140	1.146	-2.739	-1.399	0.167	1.157
D Dummy	-	-8.182	-1.995	0.050	1.160	-8.761	-2.048	0.045	1.200	-8.694	-2.011	0.049	1.207
EM Dummy	?	1.307	0.696	0.489	1.167	1.754	0.899	0.372	1.189	1.843	0.930	0.356	1.176
GROI	+	-0.006	-1.328	0.189	1.177	-0.006	-1.181	0.242	1.173	-0.005	-1.104	0.274	1.166
EGR	+	0.061	1.833	0.071	1.200	0.059	1.757	0.084	1.251	0.064	1.861	0.067	1.223
Cons		10.633	2.348	0.022		9.885	2.178	0.033		9.625	2.037	0.046	
adjR2		0.167				0.134				0.136			
F値(有意確率)		2.828 (0.009)				2.417 (0.024)				2.396 (0.025)			
obs		74				74				72			

	予測符号	Model.4				Model.5				Model.6			
		非標準化係数	t	有意確率	VIF	非標準化係数	t	有意確率	VIF	非標準化係数	t	有意確率	VIF
Black 1 (Dummy)	+												
Black 2 (Dummy)	+												
Black 3 (Dummy)	+												
Black4	+	-0.068	-1.560	0.123	1.436								
Black5	+					-0.115	-0.546	0.587	1.699				
Black6	+									-0.088	-0.954	0.343	1.664
DRNAW	?	-60.292	-0.707	0.482	1.196	-47.455	-0.505	0.615	1.431	-35.000	-0.380	0.705	1.385
Log DPR	+	-1.236	-1.227	0.224	1.346	-1.111	-1.064	0.291	1.421	-1.260	-1.206	0.232	1.439
TMT Dummy	-	-2.036	-1.057	0.294	1.152	-2.175	-1.079	0.284	1.253	-2.294	-1.195	0.236	1.148
D Dummy	-	-9.657	-2.039	0.045	1.439	-6.616	-1.546	0.127	1.156	-8.160	-1.745	0.086	1.393
EM Dummy	?	1.103	0.563	0.575	1.192	1.127	0.575	0.567	1.194	0.975	0.503	0.617	1.181
GROI	+	-0.006	-1.143	0.257	1.176	-0.005	-1.057	0.294	1.173	-0.005	-1.018	0.312	1.169
EGR	+	0.071	2.073	0.042	1.266	0.067	1.915	0.060	1.333	0.071	2.034	0.046	1.314
Cons		7.169	1.661	0.101		7.193	1.642	0.105		7.548	1.725	0.089	
adjR2		0.103				0.076				0.084			
F値(有意確率)		2.063 (0.052)				1.767 (0.099)				1.860 (0.81)			
obs		75				76				76			

負の関係性とCAR (0,1) とEGRの間の正の関係性を併せて解釈すると、赤字で実施される株主還元を好感するが、同時に自己資本の充実にも注意を払う投資家の着眼点が浮かび上がる。このことは投資家の着眼点の一部はあたかも債権者保護思考に沿うようにも見受けられる。

### (3) 有意とならなかった変数

分析結果から有意とならなかった変数について以下に示す2点の発見がある。まず1つ目に純資産減少割合がCAR (0,1) の多寡に影響を与えなかった。本稿冒頭において資本剰余金配当の実施公表によって投資家は資本維持機能の低下をネガティブに評価するの否か、さらに投資家が資本維持機能の低下を認識しないとすればなぜなのかを検討する目的があったとしたが、この疑問に対して投資家は資本剰余金配当の実施によって資本維持機能の低下を認識しないと結論しても良いのであろう。本研究の問題意識としては資本剰余金配当の実施に際し、DRNAWが資本維持の脆弱化を表す指標としての情報価値を有すると仮定した。しかしながら投資家反応を観る限り、彼らの投資判断に影響を与える情報価値をDRNAWは有しないと考えるべきだろう。

このようにDRNAWが投資家にとって情報価値が低い理由を考えると次の通りであろうか。つまりDRNAWは「前期末純資産額」に占める「減少する資本剰余金額」の割合である。しかしながら投資家は当該計算要素のうち「減少する資本剰余金額」を単に「減少する剰余金額」と捉えているのではないか。つまり投資家にとって減少する剰余金が資本由来か利益由来かは重要で無い可能性があり、その証左としてDRNAWの多寡に応じた株価の下方修正が生じないのかも知れない。そうであれば剰余金の会社法における表示上の区分、換言すると配当財源の資本性の有無を投資家は重視していない可能性がある。

さらに本研究における分析モデルにおいて有意とならなかった変数のうち、2つ目の発見は新興銘柄ダミーである。Ⅲ. 2. (2)で示したとおり、企業の成長過程において成熟段階を迎えていない新興銘柄が資本剰余金配当を実施することを問題視すれば、投資家はネガティブ反応を示すと考えた。しかしながらそのような仮説を支持する分析結果は導出されない。この論点については次節において追加検証を試み、資本剰余金配当を実施する新興銘柄の純資産構成について、その一部を明らかにする。

## IV. 追加検証：新興銘柄による資本剰余金配当の実施

### 1. 資本剰余金配当実施企業の純資産構成

前節までの結果に寄れば、投資家は新興銘柄と非新興銘柄の違いから、資本剰余金配当実施に対する反応に差異を示さなかった。そこで本節においては資本剰余金配当を実施した企業の当該配当実施公表時点における純資産構成を観察し、とりわけ新興銘柄の純資産構成と非新興銘柄のその間にいかなる相違が認められるかを中心に検討を深める。問題意識は上場後の企業維持が不安定に陥ることも少なくないと考えられる新興銘柄<sup>20)</sup>において、払込資本を社外流出させる資本剰余金配当や自己株式の取得実施の妥当性を再考することにある。

企業の成長段階において離陸期から成長期に位置する新興銘柄は、会社財産の払い戻しよりも再投資のニーズが圧倒するはずである。これらの企業は種々の利益率が入れ替わりながら時に高く推移し、時間をかけて安定してゆく。したがってそのような離陸期から成長期にあるはずの新興銘柄が資本剰余金配当を実施するとなれば、投資対象を見失う場合や需要の創出に失敗する等、事業上

の根本的な問題を内包し、事業縮小に向けた転換期にさしかかった可能性が指摘できる。そしてその結果、これら企業の将来性が乏しいと投資家に評価されるかも知れない。仮にそうであれば次なる対策として資本剰余金配当の実施と共に自己株式の取得に傾注する企業が現れる可能性がある。つまり投資家に自社株が割安であるとのシグナルを発生し、事業の閉塞をカムフラージュするかも知れない<sup>21)</sup>。

そこで本節では（表1）に掲載した通り、本研究において分析対象となった76事例について、自己株式の取得の状況を（表6）によって示した。同表の数値計算に関して資本剰余金配当の実施74事例の連結貸借対照表と2事例の個別貸借対照表を有報から参照し、純資産の部に関するデータを収集した。そして企業毎に純資産の部における各表示項目の百分比を算出した後、上場市場の違いにより2つに区分して平均値を算出し、（表6）を完成させている。これらの表から読み取れることは、新興銘柄が非新興銘柄に比してマイナスの利益剰余金の計上割合が大きく、かつ自己株式の保有割合も大きいと言うことである。

**表6 資本剰余金配当を実施した企業の株主資本構成**

	新興銘柄	非新興銘柄
観測数	33	43
貸借対照表		
純資産の部		
株主資本	(単位：%)	
資本金	23.22	19.45
資本剰余金	23.96	18.75
利益剰余金	-2.04	3.11
自己株式	-5.32	-1.52
株主資本合計	39.82	39.80
純資産合計	41.35	40.78
負債純資産合計	100	100

## 2. 母平均の差の検定

前節において資本剰余金配当を実施する企業が

自己株式を取得する動機を指摘した。資本剰余金配当の実施企業は結局のところ赤字企業であるか黒字との境目付近に位置することも少なくないと考えられ、そのような企業は市場での評価を維持するために自己株式の取得をも企てると考えた。このような因果連鎖を肯定するかのように（表6）は資本剰余金配当を実施する企業の中でも、とりわけ新興銘柄において自己株式保有が顕著であることを示している。そこで（表6）に示した結果について一層の頑健性を確保するために、新興銘柄群と非新興銘柄群の2群を対象とした母平均の差の検定を実施する。

本節で試みられる母平均の検定では精緻性を重視して等分散性の検定も併せて行い、等分散性が棄却された場合にWelchの方法によるt検定を実施することとする。そこでまず等分散性の検定を実施する上で帰無仮説（ $H_2$ ：新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母分散は等しい）を検証する。この等分散性の検定結果から、統計量：Fは59.1390となり、P値0.0000を得た。このことから1%を遙かに凌駕する水準で $H_2$ を棄却した。そこでWelchの方法によるt検定を実施し、帰無仮説（ $H_3$ ：新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母平均は等しい）を検証する。このt検定の結果、統計量：tは1.7419となり、P値0.0453を得た。このことから5%水準有意で新興銘柄と非新興銘柄の自己株式保有割合について母平均は等しくない。つまり自己株式保有に際し、新興銘柄と非新興銘柄は異なる傾向を有し、新興銘柄は非新興銘柄に比べ、自己株式をより多く保有しがちであることが明らかとなった。

なお、P値は片側検定の結果を参照しているが、自己株式の保有が純資産の部において計上されること、全て負の数値で表されることを根拠としている。また利益剰余金の計上割合についても新興

銘柄と非新興銘柄の間で母平均の差の検定を実施したが、こちらは両側検定によって分散・平均共に帰無仮説を棄却できなかったことを付言しておく。

## V. おわりに

### 1. 資本剰余金配当制度に対する若干の示唆

本研究成果として、まず1つ目に資本剰余金配当の実施公表日において投資家がポジティブ反応を示すとの先行研究の結論を追認することで、一般的傾向として資本剰余金配当に対して投資家は好感を示すことを強い確証を以て明らかにした。このことから次のことが想像できる。つまり資本剰余金配当に仮に資本維持機能の低下を含蓄するネガティブ評価が存在したとしても、それを上回る当該配当への歓迎が示されているということである。

しかしネガティブ評価を凌駕するポジティブ評価によって、その相殺値としてCARがプラスに現れたと考えるよりも、そもそも資本剰余金配当の実施に対する投資家の判断には、資本剰余金配当と利益剰余金配当を同質とみなしていた可能性もある。その様に考えられるのは、例えば資本剰余金配当を実施する企業は組織再編を経た事例も少なくないとの所見に基づく。つまり「株式移転・株式交換後の親会社と株式移転・株式交換前の各会社とは、経済的に同一である」と言え、「組織再編により、従前の利益剰余金がその他資本剰余金になっていることから、(中略-引用者)その他資本剰余金を原資とする配当は、そのほとんどは、経済的実質としては利益剰余金からの配当(正司, 2012, 54)」とみなすことが可能であるという。さらに正司(2012)によれば、資本剰余金配当実施の類型の中で、安定配当を志して資本剰余金配当を実施する企業の中には持株会社が散見

されるため、従来利益剰余金とされていたにもかかわらず、組織再編を経てその他資本剰余金に振り替えられ、配当財源となって資本剰余金配当に至った事例もあるとされる。したがって資本剰余金配当を実施しても、利益剰余金配当が実施されると同様、投資家がポジティブに反応する理由があるのかも知れない。

次に本稿Ⅲ.における資本剰余金配当に対する投資家のポジティブ反応の原因分析であるが、資本剰余金配当実施企業の最終利益が赤字である場合に投資家が好感を示す強い反応を発見した。勿論、債権者保護と投資家保護はトレード・オフの関係にあるから、片方が好ましいことは他方が割を喰うことになる。しかしながらそのような関係があったとしても従来、黒字企業の配当に対して示す投資家の好感は健全と考えられてきた。だが、本研究が明らかにしたような赤字企業が実施する資本剰余金配当に対して投資家が示す好感は、健全性を欠いていると問題提起できるのではないか。仮に前述したような組織再編を経ていない企業が資本剰余金配当を実施した事例であればなおさらである。

この様な観点、つまり脆弱化する債権者保護の観点から、本稿後段では追加検証を試み、資本剰余金配当企業であり、かつ新興銘柄について自己株式の保有割合を明らかにした。そして新興銘柄の一部が行う資本剰余金配当と自己株式の保有について、株価維持のために万策尽くした結果と本稿では結論する。これら企業の配当のライフサイクルにおいて、離陸期に位置するにもかかわらず、早々に株主還元を行う妥当性を検討する必要があると考える。つまり新興銘柄において実施される資本剰余金配当は、非新興銘柄において実施される当該配当に比し、債権者保護機能の観点から適正性が疑われる事例が混在する可能性を指摘しておきたい。



## 2. 本研究の限界

本研究では、上場廃止となった企業が過去において資本剰余金配当を実施した際に、投資家はいかなる反応を示していたのかをも検討の一部とした。換言すれば資本剰余金配当を実施する企業が将来的に上場廃止へ至ることを投資家は予見したのか否かをDDダミーによって検証を試みたが、当該ダミー変数の適用事例は4件に留まる。このためDDダミーが説明変数として有意であるとしても、「コントロール変数という分析モデルにおける役割において」という限定が付く。したがって資本剰余金配当は資本の取り崩しによる社外流出であり、その様な配当の実施が遠因となって上場廃止へと至ることを投資家が予想したと断言可能な実証結果ではないと今は指摘するに留める。この点が本研究における限界であるが、今後のサンプルの追加を待ち、資本剰余金配当を行った企業で上場廃止となった企業についてより一層の事例収集を待ち、再度の分析が試みられるべきであろう<sup>22)</sup>。

また資本剰余金配当の実施企業を分析対象とした先行研究である野間（2012a）や河内山（2014）はロジット回帰を分析手法とすることで、資本剰余金配当実施企業のみならず、利益剰余金配当実施企業をも分析対象に取り込み、サンプルサイズの拡大に成功している。そのように大規模サンプルによる変量の解析は高度な正規性を確保して展開されたと考えられ、導出された結果は頑健性が高い。片や本研究のサンプルサイズはそれら先行研究に到底及ばないが、それでもなお、Black 1～3が負の関係性を示した結果を無視すべきではない。つまり資本剰余金配当を実施する際、投資家は赤字企業であれば強い歓迎を示すという事実は、荒唐無稽な検証結果と断ずるべきではない。尤もその他に有意な説明変数と判定されたEGRは分散が大きい分、用心して検証結果を割り引き

解釈する必要はあろう。

最後に本研究のみならず資本剰余金配当を分析対象とした実証研究の役立ちについて言及しておく。それらの研究の意義として、資本剰余金配当を可能とした現行会社法が規定する債権者保護機能に対する検証作業に資する成果の導出が可能か否かが問われる。野口（2009, 26）は資本剰余金配当を可能とさせた会社法には「払込資本と留保利益の区分を当事者間の合意に優先させるべき」との思考がその基底に存在し、「債権者保護という目的を達成する上で、その方が優れているという証拠を示す必要がある」と問題提起している<sup>23)</sup>。このことから資本剰余金配当の実施企業を分析対象とした実証研究には、当該配当を実施しても債権者保護が損なわれないという証拠、またはその反証の一部を示す役割が期待される。しかし小稿においてかかる問題意識の全てに答えることはできず、一部を明らかにしたのみである。なぜなら資本剰余金配当の妥当性の検討には、会社法の分配規定そのものの検証を行う必要があるほか、加えて払込資本と留保利益の区分についてもその意義を再考せねばならない。この問題は複雑な構造を抱えており、これらの遠大な検討課題に対する回答は、小稿に期待される範囲を超えている。

## 3. 残された課題

本研究においては残された課題が2つある。1つ目として、（表1）において示すように低率事例を専ら分析対象とし、他方、高率事例は分析の埒外に置いた点である。高率事例は櫻田（2012b）においてその一部を検証しているが、まだ多くの高率事例が潜在すると思われる。これら高率事例の性質として「配当としては不相当に高額」であり、「資本の払い戻しと見る方が妥当（成道, 2007, 52）」と指摘されるが、実は規範研究上も

実証研究上も高率事例と低率事例の境目を明らかに出来ていない。強いて区分するとすれば、本稿における分析結果が示すように資本剰余金配当の実施が表明されて株価が上昇する事例が低率事例と言え、他方、櫻田（2012, 24-26, 34-36）に示すように株主持分の減少を契機とする株価の下方修正が現れる事例を高率事例と区別することが可能かも知れない。そのため本稿においてもこれら双方の定義が曖昧なままに分析を進めたが、今後、追加の検証が行われ、2つの事例の境界が明らかにされるべきであろう。そしてその境目の確定によってみなし配当課税の在り方にも影響が出てくると考えられる。

2つ目に掲げる今後取り組むべき課題としては、資本剰余金配当を実施する企業におけるガバナンス構造の解明であろう。本研究では新興銘柄が自己株式の取得を比較的熱心に行うと指摘した。これら企業の最終利益が赤字であるにもかかわらず、単に多額の現金保有という背景から資本剰余金配当と自己株式の取得の実施が一般化されるとすれば、そのような判断を行う企業のガバナンスとは、いかなる特性があるのか明らかにする必要がある。例えば本研究成果から新たに導出される問題意識として、①社外取締役数や社外監査役数の多寡が資本剰余金配当の実施を牽制する働きの有無や、また②資本剰余金配当の実施は機関投資家の存在感、つまり彼らの持株比率の多寡に影響を受けるか否か、さらに③企業価値を意識して資本剰余金配当を実施するのか等、新たな分析視角による資本剰余金配当実施企業の実態解明の意義は大きく、引き続き新たな対象を追加し、これら残された課題に向けて取り組むべきと考える。

《注》

- 1) 本研究における検証の重要性について次の様な提言がある。それによると「払込資本と留保利益を区別する論拠につい

て、理論的な考察を行った先行研究は少なくないので、今後は、それらの中に示されている仮説について、データに基づいて検証する作業を進める必要がある。まず、考えられるのが、イベント・スタディである。具体的には、取り崩される法定準備金が、資本準備金であるか、利益準備金であるかによって、証券市場の反応に違いが見られるか否か、あるいは、290条（利益の配当）として株主に払い戻される会社財産の財源が、未処分利益なのか、その他資本剰余金なのかによって、証券市場の反応に違いが見られるか否か、などについて確かめることになる（野口, 2004, 132）」との指摘がある。本研究は野口（2004）の研究構想の一部を具現化し、新知見を獲得することを目的としている。

- 2) この他、実証研究ではないが、資本剰余金配当の実態調査として正司（2012）が存在する。
- 3) 同様の論調に安藤（2003, 2004）が挙げられるが、資本維持に関して『会計』（第175巻第1号, 128-134）における円卓討論での富岡発言はより先鋭的である。それによると資本剰余金配当の契機となった平成13年6月の商法改正について富岡幸雄名誉教授は「議員立法によって破綻しかかった銀行を救済するために資本準備金の取り崩しをし、配当原資に充てる緊急措置」であるとし、「産業経済政策的な臨時立法」を会社法において恒久化したことを批判している。これに対して野口晃弘教授は「会社法になったから、払込資本と留保利益の区別が崩されてしまい、日本の企業会計が混乱したか」というと、そのような事態は招かなかった」と応じている。
- 4) 日経新聞 平成25年6月23日「投資損益分かりやすく」朝刊3頁/同9月3日「元本、一部取り崩しも」朝刊5頁参照のこと。
- 5) 日経新聞（平成24年5月2日「投信分配金本当に得？」朝刊17頁/平成25年2月13日「投信、分配金偏重の10年」朝刊21頁）の報道によると、「『分配金が支払われた分だけ基準価格が下がる』ことを認識している人はわずか17%」とか、「3割」という調査結果が示されている。
- 6) 日本オラクル（平成23年6月30日・0.313）・UTホールディングス（同22年5月14日・0.267）・ガイアックス（同22年2月10日・0.191）が高率の純資産減少割合を伴い、資本剰余金配当を実施している。なお、括弧内は決算短信による情報公開日・純資産減少割合を示す。これに対して後掲（表3）が示すとおり、低率事例における純資産減少割合の平均値は0.0151となる。
- 7) 3ファクターモデルは、CAPMが株式の期待収益率を正しく測定しないとして提唱されたマルチファクターモデルの中の1つである（Ehrhardt, 1994）。本稿では紙幅の都合を配慮し、本脚注においてARの算出過程を次のように示す。Fama and French（1992）の3ファクター・モデルを基とした次のモデル（1式）によって正常収益率を測定する。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{M,t} - R_{f,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{i,t} \quad (1式)$$

続いて個別に得られた $a_i$ ,  $b_i$ ,  $s_i$ ,  $h_i$ の推定値を用い、(2式)

を通じて各分析対象企業のARを求める。

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ft} - \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{Mt} - R_{ft}) - \hat{s}_iSMB_t - \hat{h}_iHML_t \quad (2式)$$

最終的に算出されたARの $t_1$ 時点から $t_2$ 時点までの累積した値をCARとし、(3式)により算出する。

$$CAR_t = \sum_{k=t_1}^{t_2} AR_{i,k} \quad (3式)$$

またARが有意に「異常な」収益率であるか否かを判定するために、ARを標準化してSAR (Standardized AR) を求める。なお、標準化に用いる $\hat{\sigma}_i$ は推計期間80営業日における誤差項の標準偏差として次のように定義される。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{s=1}^N AR_{is}^2}{80-2}}$$

同様にCARIを推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値としてSCARI( $t_1, t_2$ )を求め、これを単にSCARIと表現する。

$$SCAR_i = SCAR_{i(t_1,t_2)} = \frac{CAR_{i(t_1,t_2)}}{\hat{\sigma}_i}$$

このようにして各銘柄毎に算出したSCAR<sub>i</sub>を単純平均すると次の式となる。なお次の式においてNは分析対象となった資本剰余金配当事例数であるが、本研究では「76」とした。

$$\overline{SCAR} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_i$$

次に検定統計量 $\theta 1$ と $\theta 2$ を次のように定義する。

$$\theta 1 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{i(t_1,t_2)} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

$$\theta 2 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{i(t_1,t_2)} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

ちなみに本稿における分析対象76事例のAR算出においてはイベント日を $t=0$ とした場合、推計期間を $-87 \leq t \leq -8$ (80営業日)に設定することで櫻田(2012a, 37-40)と整合性を確保している。しかし分析対象をなるべく多く確保するために出来高のない銘柄については前日株価を引き継ぐ方法を採用した。この1点において櫻田(2012)と本稿はサンプリング方法が異なる。なお、ARの算出には3FMのデータとして「日本上場株式 久保田・竹原Fama-French関連データ」を用いている。また3ファクター・モデルの推計モデルとしての卓越性は久保田・竹原(2007)を参照されたい。

- 8) 移転価格税制に関する情報の資本市場への投入についてイベント・スタディを実施した大沼ら(2012)や加藤ら(2015)も移転価格税制報道日をイベント日として、投資家の反応を検証しているが、これらも資本市場への情報投入日3日前からネガティブ反応をすることを発見している。
- 9) 近時、企業ホームページにおける情報公開前にサーバに不正アクセスし、公表数時間前に未公開情報を抜き取る犯罪が発生している(日経新聞 平成25年3月14日「ネット準

備の隙突く」朝刊43頁参照)。この事件は情報の抜き取りが会社関係者や第一次情報受領者でなければインサイダー取引として規制対象にならず、不正アクセス禁止法が適用されるのみである。さらにこの様な事態に対し今や会計士が資本市場の番人であるというには余りに力不足であり、問題の発生場所がサイバースペースへと移り変わる中、事件が複雑化し、対応が後手に回る傾向がある。今回の分析結果から、もし仮に不正取引の結果が(図2)に表出しているとすれば、前提として未公開情報が3日前にサーバに格納され、それに対する不正アクセスが生じた結果の反応を疑うべきか、より古典的な会社関係者等によるインサイダー情報漏洩を疑うべきか。いずれにせよ興味は尽きないが、本稿の目的から外れるため、ここまでの言及に留めておく。

- 10), 11) (表2)における\*は有意水準10%を、以下同様に\*\*は5%、\*\*\*は1%を示している。
- 12) CARの算出過程については前掲脚注7を参照のこと。
- 13) 各説明変数の多重共線性については後掲(表5)においてVIFを示すことで明らかにするが、「一般的にはVIFは5以上、あるいは10以上のとき、重大な多重共線性が存在する(石川, 2009, 183)」との知見を本稿においても踏まえることとする。
- 14) 近時のわが国において、配当と株価の関係を解明する代表的研究として石川(2009, 154-160)が挙げられる。当該研究では6月末時点の株価を基礎とした時価総額を被説明変数とする一方、説明変数の一つに連結・個別の黒字・赤字を採用した回帰モデルを検証している。石川(2009)の1万社を超えるサンプルサイズは信頼性の高い分析結果を導出している。他方、本研究は資本剰余金配当の実施が公表された日周辺のARを日次ベースの株価を蓄積させて被説明変数とし、資本剰余金配当の実施事例に限定して当該配当が行われる背景を明らかにしようとしている。このように被説明変数の違いや、そもそもの研究目的の違いから石川(2009)の研究結果の全てが本研究にフィットするわけではないが、それでもなお石川(2009)は本稿にとって重大な示唆をもたらす先行研究といえる。とりわけ本稿後段において言及するが、黒字でない場合、つまり赤字である場合に資本剰余金配当を実施する企業のCARが高まるとの本研究成果は、石川(2009, 158)による「市場が単独黒字ではなく連結赤字に着目(いずれも傍点-引用者)」するとの指摘に整合し、興味深い。
- 15) 野間(2012b, 6-7)の試論では赤字企業で配当が実施される現象には「経営者および金融機関による株式保有が多い」ことを突き止めているが、「損失を計上していても配当を支払う可能性が高い論理」について今後の検討課題とある。また同様の問題意識から河内山(2014, 15)は「その他利益剰余金が無い場合に配当を実施した企業は、倒産可能性および負債比率が低く、また役員持株比率が高い傾向にある」としている。これら2つの先行研究を踏まえ、本稿では赤字企業による資本剰余金配当実施の背景を明らかにする。
- 16) なお、櫻田(2012a)において示した高率3事例では投資家



【参考文献】

- Brown, S. J. and J. B. Warner. 1985. Using Daily Stock Returns. The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14, 3-31.
- Campbel, J., Lo, A. and A. C. MacKinlay. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. (『ファイナンスのための計量分析』祝迫得夫ほか訳書 共立出版2007年)
- Cavusoglu, H., B. Mishra, and S. Raghunathan, 2004, The Effect of Internet Security Breach Announcements on Market Value : Capital Market Reactions for Breached Firms and Internet Security Developers, *International Journal of Electronic Commerce*, 9 (1), 69-104.
- Damodaran. 1999. *Applied Corporate Finance : A User's Manual*. (『コーポレート・ファイナンス 戦略と応用』兼広崇明ほか訳書東洋経済新報社2001年)
- Ehrhardt, M. C., 1994. *The Search for Value ; Measuring the Company's Cost of Capital*, Harvard Business School Press. (『資本コストの理論と実務 [新しい企業価値の探求]』真壁昭夫・鈴木毅彦訳書 東洋経済新報社 2001年)
- Fama, E. and K.R. French. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*. 47 (2), 427-465.
- Ghosh, C., Giambona, E., Harding, J., Sezer, O., and C. F. Sirmans. 2010. The Role of Managerial Stock Option Programs in Governance : Evidence from REIT Stock Repurchases, *Real Estate Economics*, 38 (1), 31-55
- Grullon, G., Michaely, R., and B. Swaminathan .2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?, *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 3, 387-424
- 安藤英義. 2003. 「株式会社の資本制度崩壊の兆し」『会計』第164巻第3号, 1-14.
- 安藤英義. 2004. 「資本制度の揺らぎ」『企業と法創造』第3号, 108-117.
- 壹岐芳弘. 2007. 「資本と利益の区分」『企業会計』Vol.59 No.2, 25-32.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳. 2010. 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社
- 石川博行. 2009. 『配当政策の実証分析』中央経済社
- 石川博行. 2010. 『株価を動かす配当政策』中央経済社
- 尾崎安央. 2007. 「剰余金区分原則の会社法的意義」『企業会計』Vol.59 No.2, 33-40.
- 大沼宏・櫻田譲・加藤恵吉. 2012. 「移転価格税制の適用と資本市場の評価」『税務会計研究』第23号, 259-265.
- 加藤恵吉・大沼宏・櫻田譲. 2015. 「移転価格税制の適用と資本市場の評価に関する実証研究」『研究年報経済学』第75巻第1-2号, 2015年3月 掲載頁未定
- 久保田敬一・竹原均. 2007. 「Fama-Frenchファクターモデルの有効性の再検証」『現代ファイナンス』No.22, 3-23.
- 河内山拓磨. 2014. 「その他資本剰余金を原資とする配当の決定要因に関する実証分析」日本会計研究学会第73回大会 報告資料
- 料
- 小林量. 2002. 「商法の債権者保護機能との関係」『企業会計』Vol.54, No.7, 27-35
- 櫻田譲. 2012a. 「資本剰余金配当に対する投資家の選好と資本維持制度」『経営ディスクロージャー研究』第11号, 35-46.
- 櫻田譲. 2012b. 「みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について」『第35回日税研究賞入選論文集, 11-50.
- 櫻田譲・大澤弘幸. 2015. 「高率な純資産減少割合を伴う資本剰余金配当の異質性について—自己株式取得との共通点を踏まえて—」『企業経営研究』第17号, 31-44.
- 島田佳憲. 2013. 『自社株買いと会計情報』中央経済社
- 正司素子. 2012. 「資本剰余金を原資とする配当の実態調査」『現代社会と会計』第6号, 51-61.
- 胥鵬. 2006. 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」REITI Discussion Paper Series 06-J-008 独立行政法人経済産業研究所編.
- 田宮治雄. 2007. 「資本剰余金と利益剰余金を区分する意義の再考察」『企業会計』Vol.59 No.2, 41-49.
- 成道秀雄. 2007. 「剰余金の分配」『税研』No.134, 51-56.
- 野口晃弘. 2004. 「払込資本と留保利益の区別」『企業と法創造』第三号, 130-134.
- 野口晃弘. 2009. 「現代における会計制度の役割」『会計』第175巻第1号, 24-33.
- 野間幹晴. 2012a. 「資本剰余金を原資とする配当の決定要因」『企業会計研究のダイナミズム』伊藤邦雄先生還暦記念論文集編集委員会編 中央経済社, 33-44.
- 野間幹晴. 2012b. 「赤字企業の配当政策」日本経営財務研究会第36回全国大会 報告資料.
- 広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠. 2005. 「企業内キャッシュフローと企業価値」特定領域研究『制度の実証分析』ディスクッションペーパーNo.56.
- 山崎福寿・井上綾子. 2006. 「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証—報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディー—」『法と経済学研究』第3巻第1号, 9-55.
- [後記] 本稿は日本ディスクロージャー研究学会 第8回研究大会(於 専修大学 平成26年1月11日)における自由論題報告に加筆修正を行っている。報告当日は柴健次先生(関西大学)から、また本稿を査読論文として採録していただくにあたって匿名のレフリーからも大変貴重なコメントを頂戴しており、これらのごことに対し、心よりの感謝を申し上げます。なお、本稿において潜在する誤りについては筆者への責めに帰すべきことは言うまでもありません。
- また本稿は次の研究助成による成果の一部であることにについても謝してここに記します。① 平成25年度 財団法人 石井記念証券研究振興財団/② 平成25年度 科学研究費基盤研究(C)(課題番号22530494)/③ 平成25年度 科学研究費基盤研究(A)(課題番号23243060)/④ 平成26年度 科学研究費基盤研究(C)(課題番号23530562)

# 減損会計が企業の利益調整行動に及ぼした 影響に関する一考察 —計算構造からの試論—

*The Effect of Accounting Standards for Impairment on Earnings Management: from the Perspective of the Structure of Accounting for impairment*

高 橋 二 朗 (名古屋市立大学大学院)  
Jiro Takahashi, Nagoya City University

2014年5月2日受付：2015年1月8日及び3月26日改訂稿受付：2015年4月7日論文受理

## 論文要旨

本稿は、利益計算に与えられた解釈の変化から経験的に検証可能な仮説の導出を試み、実証分析を行うものである。減損会計の計算構造に焦点をあてた先行研究では、減損会計基準の設定によって利益計算に与えられた経験的な解釈に少なからず変化が生じていることが明らかにされている。利益計算に与えられた経験的な解釈の変化に焦点をあてたとき、減損会計基準の設定後に企業は割引率（資本コスト）見合いの利益水準の稼得を意識した利益調整行動をとる傾向が強くなると予測され、検証結果は当該仮説と整合していることが明らかになった。本稿のように利益の計算構造と実証研究の接点を模索するというスタンスは、利益の計算構造に関する研究蓄積が多であるわが国において重要な意義を有していると考えられる。

## Summary

The purpose of this paper is to empirically analyze the effect of accounting standards for impairment on earnings management. We develop the hypotheses on earnings management by focusing on the structure of accounting for impairment. As a result, it is suggested that firms pay more heed to operating earnings after cost of capital after the accounting standards for impairment became effective.

## 1. はじめに

いわゆる会計ビッグバンで最も注目を集めた基準の一つであった固定資産の減損に係る会計基準（以下、単に減損会計基準）が公表・適用されるようになってから一定年数が経ち、事業投資に係

る減損会計が実務に浸透・定着している。この間、減損会計に焦点をあてた実証研究も蓄積されつつある。それらの多くは、減損会計を企業の利益調整の一つの手段として捉え、減損損失の計上と利益調整のインセンティブを示す変数との関連性を検証したものである。

---

付記：本論文は科学研究費補助金（若手研究（B）23730436）による研究成果の一部である。

謝辞：本稿の改訂にあたり、編集委員長の坂上先生及び匿名の2名の査読委員の先生方から大変有益なコメントを賜りました。ここに記して感謝申し上げます。

連絡先：高橋 二郎 〒467-8501 名古屋市瑞穂区瑞穂町山の畑1 名古屋市立大学大学院経済学科研究科  
電話・FAX：052-872-5747 E-Mail：jiro.takahashi@econ.nagoya-cu.ac.jp

これに対し、本稿では、減損会計基準の設定による利益の計算構造の変化が企業の利益調整行動に及ぼした影響を考察することを目的とする。減損会計の計算構造に焦点をあてた先行研究では、減損会計基準の設定によって利益計算に与えられた経験的な解釈に少なからず変化が生じていることが明らかにされている。本稿は、そのような利益計算に与えられた解釈の変化から経験的に検証可能な仮説の導出を試み、実証分析を行うものである。その意味で、利益の計算構造に関する議論と実証研究の接点を模索する試みの一つとして捉えることができる。とりわけ利益の計算構造に関する研究成果が多岐であるわが国において、このような分析手法を模索することには十分な意義があると考えられる。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、第2節では減損会計に関する先行研究を整理し、本稿の位置づけを明確にする。第3節では利益の計算構造に関する議論から仮説の導出を試み、第4節では当該仮説を検証する。

## 2. 先行研究

企業の利益調整行動のうち減損会計に焦点をあてた先行研究は、減損会計基準設定前の期間を分析対象としたもの、減損会計基準の早期適用を分析対象としたもの及び減損会計基準の強制適用を分析対象としたものに分けて捉えることができる。

減損会計基準設定前の期間を分析対象とした先行研究は、米国において数多く見ることができる。米国で初めて減損会計基準が公表されたのは、1995年に設定されたSFAS121号であった。当時、減損会計に関する具体的な会計基準が存在しなかったことを利用した利益調整行動が様々な実証研究によって明らかにされた<sup>1)</sup>。そこでは、経営者

が具体的な認識・測定基準が存在しないことを利用した機会主義的な行動をとっているのではないのかという問題認識に基づいた実証研究が行われたのである。

先行研究では、主に負債仮説、規模仮説、ビッグバス仮説、利益平準化仮説などに基づき、利益調整のインセンティブを示す変数と資産の評価損計上の関連性が調査されている<sup>2)</sup>。それらの研究によれば、相対的に業績の悪い企業が、経営者の交代を理由に多額の評価切下げを実施していたことが明らかにされたのである (Strong and Meyer, 1987 ; Elliott and Shaw, 1988 ; Zucca and Campbell, 1992 ; Francis et al., 1996)。また、過去に資産の評価切り下げを実施した企業は将来も評価切り下げを行う傾向があることも明らかにされている (Elliot and Hanna, 1996)。すなわち、具体的な認識・測定基準がない状況での経営者の裁量的な評価切り下げ行動は、機会主義的な行動としての利益減少型会計手続きの一つとして解釈されたのである<sup>3)</sup>。このことは、わが国の減損会計基準設定前を分析対象とした高橋 (2008a) でも同様の結果が示されている<sup>4)</sup>。

また、わが国の減損会計基準の早期適用に焦点を当てた経験的証拠も数多く存在している。それらの先行研究の結果を要約すると、早期適用企業は平均的に業績が良く、相対的に規模及び固定資産比率が大きく、利益を圧縮する目的で減損会計基準を早期適用したことが明らかにされている (辻, 2005 ; 山本, 2006 ; 榎本, 2007 ; 川島, 2007 ; 木村, 2007 ; 高橋, 2008a)。

さらに、減損会計基準の強制適用に関する実証研究も蓄積されつつある。Riedl (2004) は、減損会計基準設定前と設定後の経済的要因に関する変数と利益調整のインセンティブに関する変数を調査した。その結果、減損会計基準設定後は経済的要因と減損損失の関連が弱くなったのに対し、

利益調整のインセンティブに関する変数と減損損失の関連が強くなったということが明らかにされている。これは、減損会計基準として明示的に評価切下げが認められたことにより、評価切下げが新たな利益調整手段として利用されやすくなったということを示唆しているという。同様に、わが国の減損会計基準の強制適用を分析対象とした榎本(2008)、大日方・岡田(2008)、胡・車戸(2012)、高橋(2013)では、経済的要因と減損損失計上に関連性が認められること、減損会計基準を手段とした利益平準化行動やビッグバス行動が行われている可能性があることが明らかにされている。

以上の先行研究はいずれも減損会計を利益調整行動の手段の一つとして捉えたうえで、経営者の機会主義的な行動を析出することに主眼が置かれていると見てよい。その意味では、会計基準設定前から強制適用に至るまで数多くの経験的証拠が蓄積されているといえる。しかしながら、減損会計基準が適用された前後で利益計算に与えられている経験的解釈が変化しているはずであるが、この点に踏み込んだ分析は筆者の知る限り行われていない。したがって、以下では、減損会計基準の設定による利益の計算構造の変化が企業の利益調整行動にどのような影響をもたらすのかについての議論を試みることにする。

### 3. 仮説の導出

#### 3.1 減損会計の計算構造

ここでは、減損前後の利益の計算構造の変化を考察するために、まず、減損が生じていない場合の利益の計算構造を確認する<sup>5)</sup>。また、より単純な想定のもと得られる分析結果により本質的な事象が含まれているという問題認識のもと、以下では単一の資本財に焦点を当てて分析を進める。減損会計の主な対象となる資本財への投資は事業投

資の一つとして位置付けられるため、企業は取得原価以上のキャッシュ・フローの稼得を期待して投資を行っている想定される。一般的に、取得原価と企業が期待しているキャッシュ・フローの現在価値（使用価値）との差額は主観のれんとよばれ、企業独自のノウハウ、ブランド力ないし競争力に起因して発生するものと捉えられている。使用価値を  $V$ 、取得原価を  $K$  とすれば、企業は投資時（0期）に  $V_0 - K_0 = G_0$  の主観のれんの稼得を期待していると考えられるのである。

現行制度上、当該主観のれんの稼得という投資時の期待を実際のキャッシュ・フローの稼得という事後の事実参照して確認することが企業会計の目的とされている（斎藤，2007）。投資家は資本財への投資に期待されたキャッシュ・フロー（主観のれんの稼得）が実際にどの程度実現したのかを知ることによって、その後のキャッシュ・フローに関する期待（主観のれんの実現度合いの予測）を修正することができるものと考えられる（米山，2003）。その意味で、各期の利益は投資家への意思決定情報として有用なものとなるのであり、事後的な業績評価としての役割を担っているのである。

このような企業会計の目的を達成するために、資本財の利益計算においては、実際に稼得されたキャッシュ・フローと取得原価  $K_0$  が比較される形で利益計算が行われることとなる。すなわち、実際に稼得されたキャッシュ・フローを  $CC$ 、 $a$  を取得原価  $K_0$  の価値減耗を示すパラメータとすれば<sup>6)</sup>、各期 ( $t$ 期) の利益は実現したキャッシュ・フローから減価償却を控除した金額 ( $CC_t - aK_0$ ) となる。結果として、企業固有のキャッシュ・フローが反映された  $\sum_{t=1}^n CC_t$  が収益として認識され、市場平均の期待キャッシュ・フローが反映されている取得原価  $K_0$  が費用として認識されることから、投資期間をとおして、主観のれんの



実現分が各期の利益に含まれることとなる<sup>7)</sup>。ここで、資本財の価値減耗を示すパラメータ $\alpha$ が予め固定されている制度上の正規の減価償却によって、 $\alpha$ は減損損失を適時に捉えることができず、正規の減価償却に加えて減損損失の認識が必要とされることになる<sup>8)</sup>。

それでは、まず、減損会計基準が適用される場合の利益計算において、減損が生じた固定資産の測定属性として使用価値が採用されている場合についてみてみよう。このとき、減損時点の(事後的に見積り直した)資本財の使用価値を $V_t$ とした場合、減損損失は $t$ 時点の帳簿価額と減損時点の資本財の使用価値との差額( $K_t - V_t$ )となり、そこには未償却残高のうち回収不能分という意味が与えられることになる。すなわち、減損損失を認識する結果、未償却残高は回収可能額を示すこととなるのである。

また、減損後の各期の利益は、実現したキャッシュ・フローから減損時点の資本財の使用価値による減価償却を控除した金額( $CC'_t - \alpha V_t$ )となる。ここで、 $\alpha V_t$ を減損資産の使用価値の減少分とすれば(すなわち、 $\alpha V_t = V_{t-1} - V_t$ )、各期の利益は期首の使用価値に対する利子 $rV_{t-1} - 1$ ということとなる。これは、各期の利益を $CC'_t - (V_{t-1} - V_t)$ とし、 $V_t = \frac{CC'_t}{(1+r)} + \frac{CC'_{t+1}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CC'_n}{(1+r)^n}$ と $V_{t-1} = \frac{CC'_{t+1}}{(1+r)^2} + \frac{CC'_{t+2}}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CC'_n}{(1+r)^{n-1}}$ をそれぞれ上記の各期の利益に代入して整理することで導出される。

要するに、減損後には、期首の使用価値に見合う利子相当額の利益が稼得されたか否かによって業績評価が行われることとなるのである。ここで、制度上、利子(割引率)の具体例として、企業の加重平均資本コストや資産または資産グループのみを裏付けとして大部分の資金調達を行ったときに適用されると合理的に見積もられる利率などがあげられている<sup>9)</sup>。このような割引率は、概念的

に資本コストと同義であると考えられる。言い換えれば、減損後の経営者の業績は、投資家からの最低限の要求利益水準である資本コストに見合う利益が稼得されているか否かにより判断されることになる。このような考え方は、事後的に投資の失敗が判明したなかで、企業が減損資産を継続利用することについて投資家が許容するという観点からも意味を持つと考えられる。

ただし、制度上、資本財の使用価値の減少分を継続的に見積もって利益計算に反映させることは、利益操作防止や会計数値の検証可能性の確保といった観点から断念され、減損後も資本財の価値減耗を示すパラメータ $\alpha$ が予め固定される正規の減価償却によって利益計算が行われることとなる。そこでは、各期の利益が期首の使用価値に利子率を掛けた金額に一致するとは限らない。これは原価配分方法と利子配分方法との相違に起因するものであり $\alpha V_t$ と $rV_{t-1}$ の大小関係によって、利子分の利益が将来に繰延べられたり、見越計上されたりすることとなる。

一方、減損会計基準が適用される場合の利益計算において、減損が生じた固定資産の測定属性として正味売却価額が採用される場合について考えてみよう<sup>10)</sup>。減損時点の資本財の使用価値 $V_t$ が正味売却価額 $K'_t$ を下回るとき、資本財に帰属する主観のれんは消滅したと考えられるため、合理的な経済主体であれば当該資本財を売却するという意思決定を行うはずである。その意味で、資本財を利用することで利益を稼得するという投資プロジェクトは終了しているものであり、減損を契機として資本財を売却(処分)するという投資プロジェクトへと投資に寄せられた期待が変質したと考えられる。したがって、減損損失は( $K_t - K'_t$ )となり、そこには資本財を $K'_t$ でいったん売却・再投資した際に生じる精算損失という意味が付与されることとなる。さらに、最も単純な想定のも

とでは、減損後の利益はゼロになる。

### 3.2 仮説の設定

減損会計基準が適用されて減損資産が使用価値で測定される場合、計算構造上、減損損失認識時の見積り通りに将来キャッシュ・フローが実現すれば、減損後は割引計算に用いられた資本コストに見合う利益が配分されることとなる。換言すれば、減損後の経営者の業績は、資本財の継続利用に関する投資家からの最低限の要求利益水準である資本コストに見合う利益が稼得されているか否かにより判断されることになる。すでに述べたように、各期の利益が期首の使用価値に対する資本コストと一致するのは限定的なケースのみであるが、とはいえ、最も単純な想定のもとでの基本的な利益の計算構造が資本コストに見合った利益を各期に計上するものであることに決定的な意味があると思われるのである。これに対し、減損資産が正味売却価額で測定される場合、減損損失認識時の期待通りに将来キャッシュ・フローが実現すれば、減損後の利益はゼロとなる。

減損資産の測定属性が何であれ、従来通り資本財を利用し続け、製品販売が終了し投資リスクから解放されるまで収益が認識されることはない。減損後にも経営者は引続き収益をより多くあげるために、販売によった財の引渡しやサービスの提供に注力することになるものと思われる<sup>11)</sup>。いずれにしても減損の有無に関らず、収益は投資リスクから解放される時点で認識されるため、その意味で、販売による財の引渡しやサービスの提供に経営者が注力するよう求められることに変わりはない。

しかしながら、減損資産が使用価値で測定される場合において、減損後の営業利益が営業努力によって資本コストに見合う利益を稼得できたか否かを示すように変化している点は注意が必要であ

る。最も単純な想定のもとでの利益の計算構造がこのように変化していることに本質的な意味があると考えられるためである。この意味において、減損会計基準の設定によって減損が生じた資産は資本コストに見合う利益が稼得されたか否かにより業績評価がなされるように変化しているため、経営者は資本コストにも注目するようになると考えられる。なぜなら、減損が生じた資産が資本コストの観点から業績評価がなされることを通して、経営者の資本コストに対する意識に変化が生じると考えられるためである。この点に関し、徳前（2006）では、減損会計基準の適用によって企業の事業投資や投資評価に対する意識の変化があったことがアンケート調査により明らかにされている。また、篠田（2007）では、減損会計基準の設定が企業の管理会計（会計実務）に変化をもたらしたことが示唆されている。このような企業ないし実務の意識の変化は、上述した減損資産が使用価値で測定される場合の計算構造の変化をひとつの契機として考えることができよう<sup>12)</sup>。そうだとすれば、経営者の資本コストに対する意識の変化を契機として、資本コスト見合いの利益水準の稼得といったことが企業経営にとって一つの業績達成基準となり、資本コスト見合いの利益が稼得されそうにない場合、経営者は何らかの利益調整を行うと考えられるのである。

ここで、利益調整のターゲットとなり得る段階損益として、減損資産が使用価値で測定される場合、継続利用による利益稼得が資本財への投資に寄せられた期待である以上、営業利益が一義的なものとなり得る。また、減損会計基準においても減損の兆候として営業活動から生じる損益やキャッシュ・フローが挙げられていることから、営業利益は減損損失の認識プロセスと関連して経営者が意識する段階損益とも考えられる。これらに対し、経常利益や当期純利益には資本財である事業

投資以外の金融投資に関する巧拙も含まれてしまうこととなる。

このような減損資産が使用価値で測定される場合に対して、減損資産が正味売却価額で測定される場合においては減損後の利益がゼロか否かが一つの業績達成基準となり得るため、経営者は損失回避の動機を有すると考えられる<sup>13)</sup>。とはいえ、減損会計基準の設定の有無にかかわらず、すでに国内外の多くの先行研究において、経営者の損失回避行動が観察されていることに鑑みれば<sup>14)</sup>、減損会計基準の設定前後で一貫してすべての段階損益で損失回避行動が観察されることが想定される。実際、本稿の分析過程でも各段階損益で損失回避行動が観察された。その意味で、減損資産が正味売却価額で測定される場合の計算構造の解釈から経営者の利益調整行動に関する「新たな」インプリケーションを導き出すことは難しいと考えられる<sup>15)</sup>。

以上から、本稿では、減損会計の計算構造の議論によって経営者の利益調整行動に関する新たなインプリケーションを引き出すことができる減損資産の使用価値での測定に焦点を当て、以下の仮説を設定する。なお、減損資産の測定属性の選択に関する実態調査を行った川島(2011)によれば、正味売却価額の算定頻度が低下しているのに対し、使用価値の算定頻度は2006年以降一貫して上昇しており、2009年では34.1%に達していることが指摘されている。実態調査の観点からも減損資産の測定属性として使用価値に注目する重要性が高まっているということがいえよう。

仮説1：減損会計基準の適用後において、企業は資本コスト見合いの営業利益の稼得を意識した利益調整を行っている可能性が高い。

また、強制適用を分析した高橋(2013)では、減損会計基準の適用後も減損損失を一度も計上し

ていない企業が一定数あることが示されている。このような企業については、実質的に利益計算に与えられうる経験的解釈に変化が生じていないと考えられるため、以下の仮説も設定する<sup>16)</sup>。

仮説2：減損会計基準の適用後に減損損失を一度も計上していない企業は、資本コスト見合いの営業利益の稼得を意識した利益調整を行っている可能性が低い。

## 4. 分析方法と検証結果

### 4.1 分析方法

すでに述べたとおり、減損会計基準設定後は資本コスト見合いの利益水準の稼得といったことが企業経営にとって一つの業績達成基準となると考えられるため、資本コスト見合いの利益が稼得されそうにない場合、企業は何らかの利益調整を行うものと考えられる。このように、企業の業績を評価する際に何らかの目標値が定められており<sup>17)</sup>、業績目標が達成されそうにないとき、企業は何らかの利益調整を行ってその目標値を達成させようとするであろうという問題認識に基づいた先行研究としてBurgstahler and Dichev (1997)を嚆矢とする分布アプローチがある<sup>18)</sup>。

ここでは、仮説を検証するために、分布アプローチによって企業の資本コストに対する意識の変化を調査することとする。具体的には、減損会計基準設定前(2001年度・2002年度)と減損会計基準設定後(2005年度から2011年度)の資本コスト控除後の営業利益の分布の変化を検証するものである<sup>19)</sup>。その際、仮説2を検証するために、減損損失を一度も計上したことの無い企業(減損非計上企業)と減損損失を計上したことのある企業(減損計上企業)にサンプルを分けて分析することとなる。

サンプルは以下の抽出基準をすべて満たしたも

のである。①東証1部に上場している3月決算の企業である、②金融業に属さない、③連結財務諸表を公表している、④決算期の変更を行っていない、⑤調査対象年度の株価を『株価CD-ROM 2013年度版』（東洋経済新報社）から、財務数値を『日経財務データDVD版（一般事業会社）』（日本経済新聞デジタルメディア）ですべて入手できる。この結果、サンプルは延べ8,950企業／年となった。

資本コスト控除後の営業利益を求めるために、まず、サンプル企業の株主資本コストを推定する必要がある。株主資本コストの推定自体、ファイナンスの領域では重要テーマの一つとして数多くの議論がなされている<sup>20)</sup>。Graham and Harvey (2001) や砂川他 (2008) で多くの企業がCAPM（資本資産価格モデル）を用いていることが明らかにされていること、太田他 (2012) でわが国ではCAPMによる推定方法が相対的に安定した結果が得られることが明らかにされていることに鑑み、ここではCAPMにもとづき株主資本コストを求めることとする。すなわち、サンプル企業の株主資本コストは以下の式により求められることとなる。

$$r_{i,t} = rf_t + \beta_{i,t}MRP_t \quad (1)$$

ここで、 $r_{i,t}$ は*i*企業の*t*期における株主資本コストを示しており、 $rf_t$ は*t*期のリスクフリーレートで、長期国債応募利回り（10年物）を用いてい

る。また、 $\beta_{i,t}$ は*i*企業の*t*期における株式ベータを示しており、過去60ヶ月の月次データを用いて個別企業の株式リターンとTOPIXリターンを回帰した結果得られるヒストリカルベータを用いている<sup>21)</sup>。 $MRP_t$ は*t*期におけるマーケットリスクプレミアムを示しており、砂川他 (2008) で、マーケットリスクプレミアムについて日本の代表的な企業は5%前後に設定していることが明らかにされていることから、本稿では4.5%としている<sup>22)</sup>。

株主資本コストの記述統計量は図表1に示すとおりである<sup>23)</sup>。本来、資本コストの算定方法は企業によって異なるものと考えられるが、遠藤・白木 (2007) で多くの企業が減損会計における使用価値の割引率を4から6%の水準で設定していることが明らかにされていることに鑑みれば、当該推定結果には一定の合理性が認められると思われる。また、図表1の結果は、企業の資本コストの実態を調査した砂川他 (2013) とも整合している。

次に、資本コスト控除後の営業利益を以下の式により算定する。なお、資本コスト控除後の経常利益（経常利益から株主資本コストを控除したもの）と資本コスト控除後の当期純利益（当期純利益から株主資本コストを控除したもの）も同様に分析を行っているが、以下では紙幅の関係上、仮説と直接的に関係のある営業利益の結果のみを示すこととする<sup>24)</sup>。

図表1 株主資本コストの記述統計量

	2000年度	2001年度	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度
平均値	0.0559	0.0576	0.0581	0.0604	0.0636	0.0554	0.0535	0.0553	0.0548
中央値	0.0537	0.0555	0.0554	0.0581	0.0619	0.0539	0.0519	0.0542	0.0538
最大値	0.2181	0.2001	0.1558	0.1388	0.1550	0.1233	0.1122	0.1357	0.1409
最小値	0.0042	0.0056	0.0080	0.0066	0.0059	0.0122	0.0113	0.0131	0.0058
標準偏差	0.0230	0.0239	0.0236	0.0215	0.0224	0.0188	0.0179	0.0200	0.0208
観測数	894	919	994	1,017	1,061	1,061	1,088	1,101	1,119

$$OP\_CC_{i,t} = OP_{i,t} - r_{i,t-1}MV_{t-1} - IE_{i,t} \quad (2)$$

ここで、 $OP\_CC_{i,t}$ は*i*企業の*t*期における資本コスト控除後の営業利益を示しており、以下の分析では*t*-1期の総資産で除されている。また、 $OP_{i,t}$ は*i*企業の*t*期における営業利益、 $r_{i,t-1}$ は(1)式で計算された*i*企業の*t*-1期(前期末)における株主資本コスト、 $MV_{t-1}$ は*i*企業の*t*-1期(前期末)における株式時価総額<sup>25)</sup>、 $IE_{i,t}$ は*i*企業の*t*期における支払利息割引料、社債利息、社債発行費等の他人資本に関する金融費用を示している。なお、図表2には資本コスト控除後の営業利益に関する記述統計量が示されている。

## 4.2 検証結果

図表3は、資本コスト控除後の営業利益の分布が減損会計基準設定前後に分けて示されている<sup>26)</sup>。各グラフのデータ区間が0の箇所に補助線(点線)が引かれており、補助線より左側のデータ区間は資本コスト控除後の営業利益がマイナスを、補助線より右側のデータ区間はプラスを示している。仮説を検証するために、資本コスト控除後の営業利益のデータ区間が0付近で分布の不連続性があるか否かを確認することとなる。図表3から、全体的に、減損会計基準設定前にはデータ区間が0付近で分布の歪みが観察されなかったのに対し、減損会計基準設定後にはデータ区間が0より少しマイナスの区間(-1区間)の頻度(企

業数)が少なくなっていることがわかる。

図表3のヒストグラムにおける各データ区間の期待値を隣接するデータ区間の平均値であると仮定したうえで、各データ区間の期待値と実績値の差を標準化することによって、当該期待値と実績値の差が統計的に有意に大きいか否かの検定を行うことができる。この標準化された差額は標準化差異と呼ばれている<sup>27)</sup>。図表4はデータ区間が0より少しマイナスとプラスの区間(-2区間~+2区間)の標準化差異が示されている。

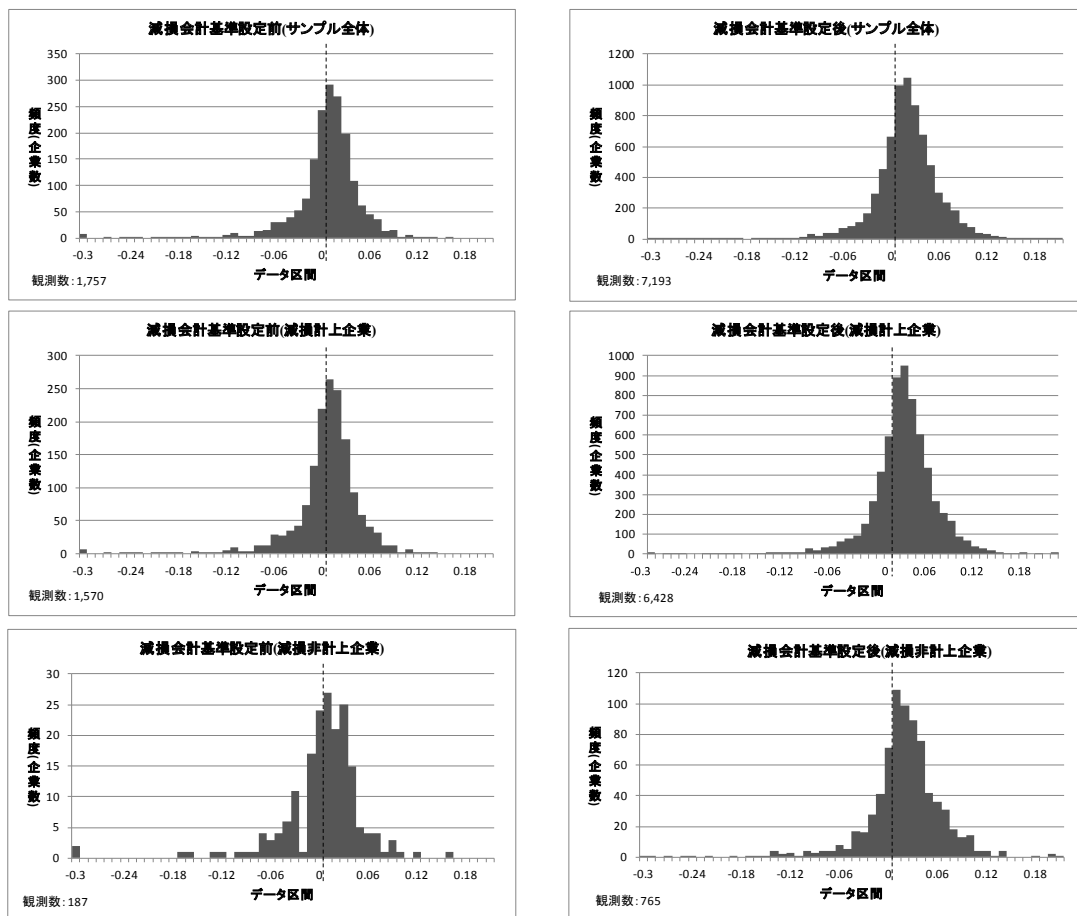
図表4から、減損会計基準設定前はデータ区間が0より少しプラスの区間(+1区間)で5%水準で有意なプラスの値が観察されたのに対し、減損会計基準設定後はデータ区間が0より少しマイナスの区間(-1区間)で5%水準で有意なマイナスの値が観察され、データ区間が0より少しプラスの区間(+1~+2区間)で1%水準でプラスの大きな値が観察された。この傾向は、減損非計上企業より減損計上企業の方が顕著であることがわかる。これらのことは、減損会計基準設定後に、営業利益段階でより資本コストを意識した利益調整が行われるようになったことを示唆しており、仮説1及び仮説2と整合する結果であると考えられる。

ここでは、さらに仮説2を検証するために、利益調整が疑われた0より少しプラスのデータ区間(+1~+2)に該当する企業の裁量的会計発生高について、減損非計上企業と減損計上企業で中

図表2 資本コスト控除後の営業利益に関する記述統計量

	2001年度	2002年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度
平均値	-0.0078	0.0088	0.0211	0.0098	0.0121	-0.0040	0.0125	0.0244	0.0221
中央値	-0.0003	0.0118	0.0211	0.0119	0.0124	0.0028	0.0125	0.0219	0.0196
最大値	0.1370	0.1564	0.2056	0.2595	0.2329	0.2873	0.2885	0.1921	0.2522
最小値	-0.5484	-0.4673	-1.1179	-0.6864	-0.4392	-0.5670	-0.3769	-0.2020	-0.2407
標準偏差	0.0512	0.0451	0.0535	0.0482	0.0430	0.0566	0.0438	0.0361	0.0407
観測数	868	889	963	984	1,004	1,047	1,045	1,068	1,082

図表3 資本コスト控除後の営業利益の分布



図表4 標準化差異の検証

	検証区間				検証区間以外			
	-2区間	-1区間	+1区間	+2区間	平均値	中央値	最小値	最大値
減損会計基準設定前 (サンプル全体)	-0.6328	1.3168	1.9165	** 1.3781	-0.4041	-0.4434	-2.8349	1.4880
減損会計基準設定後 (サンプル全体)	-0.9129	-2.1264	** 4.1109	*** 3.2647	*** -0.4344	-0.3249	-2.6698	2.1460
減損会計基準設定前 (減損計上企業)	-1.0026	1.2650	1.7562	** 1.7393	** -0.3516	-0.2791	-2.7571	1.7374
減損会計基準設定後 (減損計上企業)	-0.6051	-2.1073	** 3.6120	*** 3.4398	*** -0.4921	-0.3278	-3.4673	1.9551
減損会計基準設定前 (減損非計上企業)	0.9851	0.3693	0.8000	-0.9445	-0.3318	-0.2915	-4.9324	2.1617
減損会計基準設定後 (減損非計上企業)	-1.0942	-0.4114	2.1337	** 0.0000	-0.2093	-0.0701	-2.2600	1.7020

\*\* : 5%水準で有意, \*\*\* : 1%水準で有意

中央値（平均値）の差の検定を行った<sup>28)</sup>。仮説2によれば、減損会計基準設定後における当該区間に該当する企業群について、減損計上企業の裁量的会計発生高は減損非計上企業の裁量的会計発生高より大きいことが推察される。裁量的会計発生高は以下のCFO修正Jonesモデルにもとづき年度ごとのクロスセクションで推定し、その残差と定義する。

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha \frac{1}{A_{t-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta REV_t - \Delta RECV_t)}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta CFO_t}{A_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

ここで、 $TA_t$ はt期の会計発生高<sup>29)</sup>、 $A_{t-1}$ はt-1期の総資産、 $\Delta REV_t$ はt期における売上高の変化額、 $\Delta RECV_t$ はt期における売上債権の変化額、 $PPE_t$ はt期における償却対象固定資産、 $\Delta CFO_t$ はt期における営業キャッシュ・フローの変化額を示している。

検証結果が図表5に示されている。その結果、減損会計基準設定前において、減損計上企業の裁量的会計発生高は減損非計上企業のそれと有意な差がなかったのに対し、減損会計基準設定後において、5%水準で有意に大きいことが確認された。このことは、減損会計基準設定後に減損計上企業の方がより資本コスト見合いの営業利益水準の稼得を意識した利益調整を行っていることを示唆していると思われる。

### 4.3 頑健性のチェック

本稿の減損会計基準設定後の期間にはリーマンショックや東日本大地震といったイベントが含まれている。これらのイベントが検証結果に与えた影響を検討するために、2008年度、2010年度、2011年度を除いて同様の分析を行った。その結果、裁量的会計発生高について減損計上企業と減損非計上企業との間に有意な差がみられなかったものの、資本コスト控除後の営業利益の分布の状況については同様の結果となった。すなわち、資本コスト控除後の営業利益の分布について、減損会計基準設定前にはデータ区間が0付近で分布の歪みが観察されなかったのに対し、減損会計基準設定後にはデータ区間が0付近で分布の歪みが観察され、その傾向は減損非計上企業より減損計上企業の方が顕著であるという点で4.2の検証結果と同様であった。

## 5. おわりに

以上みてきたように、減損前後で利益計算方法に与えられた解釈の変化に着目することで、実証研究への新たなインプリケーションを得ることができた。減損会計基準の設定後には、割引率たる資本コスト見合いの営業利益水準を稼得すること

図表5 裁量的会計発生高の検証

パネルA：減損会計基準設定前								
	観測数	平均	中央値	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	MW検定のU値
減損計上企業	512	-0.0001	0.0020	-0.2958	0.4179	0.0380	-1.0930	0.7514
減損非計上企業	48	0.0065	0.0013	-0.0837	0.1844	0.0400		
パネルB：減損会計基準設定後								
	観測数	平均	中央値	最小値	最大値	標準偏差	t検定のt値	MW検定のU値
減損計上企業	1,180	-0.0002	0.0013	-0.1861	0.3308	0.0340	1.4262	2.2189**
減損非計上企業	207	-0.0038	-0.0047	-0.1388	0.1528	0.0320		

\*\*：5%水準で有意

が一つの業績目標となり得ると考えられる。そのため、減損会計基準の設定後において、企業は資本コストを意識した利益調整行動をとる傾向が強くなると予測されるのであり、検証結果は当該インプリケーションと整合していたのである。このように、利益の計算構造と実証研究の接点を模索することは、日本会計研究学会・課題研究委員会（2010）で示されているように利益の計算構造に関する研究蓄積が多であるわが国において、重要な意義を有していると考えられる。

なお、本稿の主眼が利益の計算構造と実証研究の接点を模索することにある関係上、実証分析の部分については改善の余地がある点、注意を要する。まず、株主資本コストの推定についてCAPM以外の方法でも検証する、裁量的会計発生高の検証について他の方法でも検証するなどさらなる頑健性チェックが必要であることが挙げられる。減損会計基準設定前の期間について、対象期間を増やすことでサンプル数を大規模化する必要もあるように思われる。また、減損資産の測定属性として正味売却価額のみを採用している企業を分離することで、測定属性の相違から経営者の利益調整行動が異なるか否かをより詳細に検討することも今後の課題として考えられる。さらに、本稿で考慮していない他の要因が検証結果に与えている可能性があることから、減損会計基準の設定による企業の利益計算の解釈の変更の実態や資本コストの意識の変化などについてアンケート調査やインタビュー調査で検証結果を補完する必要もあろう。

#### 〔注〕

1) 米国において、評価切り下げはSFAS 5号を根拠として行われていた。具体的な認識・測定基準まで示していないSFAS 5号を利用した利益調整行動を抑制するために、SFAS121号が設定されたとする見解が一般的である。

- 2) この時期の先行研究は須田（2001）が詳しい。
- 3) 一方、数少ない実態開示仮説を検証したものにRees et al. (1996)があり、減損計上期に異常会計発生高が見られ、減損計上期後に会計発生高の反転現象が生じなかったことから実態開示であったと結論付けている。
- 4) その他、裁量的な特別損益項目に焦点をあてた乙政（1997）や特別損益の純額を価値損傷と捉えて分析した岡部（1998a）、岡部（1998b）も存在する。
- 5) 本節の計算構造に関する議論は高橋（2008b）をベースにしている。勝尾（2000）、勝尾（2002）、斎藤（2001）、斎藤（2013）、米山（2003）、米山（2008）なども同様に資本財や減損に関する計算構造に関する詳細な議論がなされている。
- 6) 通常、 $a$ は $0 < a < 1$ の値をとると考えられる。なお、 $a = 0$ のときは非償却を、 $a = 1$ のときはいわゆる即時償却を意味する。また、価値減耗を市場価額の下落率で捉えた場合、市場価額の上昇によって $a$ がマイナスになることもあり得る。
- 7) 制度上、資本財の価値減耗を予め固定する正規の減価償却によった利益計算が行われるため、厳密に言えば、各期の利益は主観のれんの実現分と期間的なズレが生じることとなる。議論の詳細は勝尾（2009）を参照されたい。
- 8) 減損損失の認識の必要性をどのような観点から考えるのかについては、様々な見解があり得る。議論の詳細は高橋（2008b）を参照されたい。
- 9) 減損会計基準の適用指針124～127項参照。
- 10) 川島（2007）では、減損会計基準が導入された時期の実務では正味売却価額の適用例が多いことを報告している。
- 11) Watts（1992）では、このことが収益認識において実現主義が長年にわたり制度として機能している理由であると述べられている。
- 12) 経営者の資本コストへの意識の変化をもたらした原因を、単に割引計算をするという減損会計の技術的・表面的な側面にとどめるのではなく、利益計算の解釈の議論にまで踏み込んで経営者の意識の変化の原因を特定していることに本稿の意義があると考えられる。
- 13) ここでの段階損益は、固定資産の処分が想定されていることから、営業外損益ないし特別損益が反映される経常利益ないし当期純利益になると考えられる。また、段階損益だけでなく、固定資産売却損益の金額自体が目されることになるかもしれない。
- 14) そもそも減損会計基準の設定に関わらず、経営者に損失回避の動機は存在すると考えられる。
- 15) 減損会計基準の設定によって、経営者が損失回避行動をとる可能性がより高くなるということはいえるかもしれない。
- 16) 仮説2について、利益計算の解釈の変更を経由しなくても設定可能とも考えられる。例えば、減損損失を計上した場合、その分収益性の悪化が投資家に伝達され、さらなるイメージ悪化を回避するために企業は利益調整を行う動機が強くなるというものが考えられる。しかしながら、本稿では利益計算の解釈の変更の議論の結果出てくる資本コスト控除後の営業利益に注目しており、この点に計算構造に関する



議論を行ったうえで当該仮説を導出した意義があると考えられる。

- 17) 一般的には減益や損失計上の回避、アナリスト予想達成のための利益調整行動が知られている。わが国のそのような利益調整行動を検証した代表的なものに首藤(2010)がある。
- 18) 分布アプローチに関する先行研究のレビューは奥村(2004)が詳しい。
- 19) 本稿では、減損会計基準の早期適用の時期を分析対象から除外するとともに、連結財務諸表が主体となった期間を分析対象としている。
- 20) 議論されている推定方法として、CAPM、Fama-French3ファクターモデル、Carhart4ファクターモデル、インプライド資本コストなどが挙げられる。推定上の問題は久保田・竹原(2007)が詳しい。
- 21) 本稿の計算結果は、リターンの計算として純収益率を用いたものである。対数収益率にもとづいてリターンを計算した場合も、本稿と同様の結果が得られている。
- 22) Ibbotson Associatesの2006年の報告書によれば、1976年～2005年の30年間のマーケットリスクプレミアムは4.4%であり、長期的なマーケットリスクプレミアムの数値として一定の合理性があると考えられる。
- 23) 以下の分析では、分析対象期間(2001年度～2002年度、2005年度～20011年度)の期首時点の株主資本コストが用いられるため、2000年度～2001年度、2004年度～2010年度末時点の株主資本コストの記述統計量が示されている。
- 24) 後述するように、減損会計基準設定前後で資本コスト控除後の営業利益の分布に変化がみられたのに対し、資本コスト控除後の経常利益、当期純利益については減損会計基準設定前後で一貫してゼロの付近で分布の不連続性が観察された。このことは、減損会計基準の設定によって経営者が減損資産の業績評価と関係している営業利益段階で資本コストを意識した利益調整行動を行うようになったことを示唆していると考えられ、本稿での減損会計の計算構造の議論の内容と整合的である。
- 25) 株式時価総額は、3月末時点の株価を用いて計算している。具体的には、3月末時点の終値×(発行済株式総数-自己株式数)で計算している。
- 26) 筆者の知る限り、ヒストグラムの階級幅の設定方法に決定的なものはないようである。本稿では永田(1992)の方法に基づきヒストグラムの階級幅を計算した。その結果、ヒストグラムの階級幅は0.01としている。なお、階級幅を0.005とした場合も検証結果に大きな違いはなかった。
- 27) 標準化差異の具体的な計算手続きは、Burgstahler and Dichev(1997)や首藤(2000)を参照されたい。
- 28) Mann-WhitneyのU検定とWelchのt検定を行った。
- 29) ここでは会計発生高を当期純利益-営業キャッシュ・フローとして定義している。

#### 《参考文献》

- Burgstahler, D. and I. Dichev, 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24, 99-126.
- Elliot, J. A. and W. H. Shaw, 1988. Write-Offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions. *Journal of Accounting Research* 26 (Supplement), 91-119.
- Elliot, J. A. and J. D. Hanna, 1996. Repeated Accounting Write-off and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement), 135-155.
- 遠藤美紀・白木俊彦, 2007. 「固定資産の減損会計-減損会計適用の実態-」『南山経営研究』第22巻第1号, 59-83.
- 榎本正博, 2007. 「減損会計基準の適用における利益マネジメント-早期適用企業を用いた分析-」『管理会計学』第15巻第10号, 41-56.
- 榎本正博, 2008. 「減損会計基準の適用時期の選択と経営者の会計行動に関する実証分析」『会計プロGRESS』第9号, 23-38.
- Francis, J., J. D. Hanna and L. Vincent, 1996. Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement), 117-134.
- Graham, J. R. and C. R. Harvey, 2001. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics* 60 (2-3), 187-243.
- 砂川伸幸・杉浦秀徳・川北英隆, 2008. 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子, 2013. 『経営戦略とコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社.
- 勝尾裕子, 2000. 「事業資産の評価における見積り改訂-費用配分と減損処理-」『学習院大学経済論集』第37巻第2号, 135-150.
- 勝尾裕子, 2002. 「実現概念と投資の回収可能性」『会計』161巻1号, 98-114.
- 勝尾裕子, 2009. 「原価配分の必然性と自己創設のれん」『会計』第175巻第5号, 83-97.
- 川島健司, 2007. 「Ⅶ-2 回収可能価額の測定に関する実証分析-平成17年3月期の減損会計-早期適用企業を中心に-」齋藤真哉編著『減損会計の税務論点』中央経済社, 188-301.
- 川島健司, 2011. 「(研究ノート) 固定資産の回収可能価額の測定に関する実態調査」『経営志林』第48巻第3号, 103-116.
- 木村晃久, 2007. 「減損会計基準の早期適用による利益マネジメント-基準設定主体が早期適用期間を設けた趣旨は達成されたか-」『産業経理』第67巻第2号, 122-128.
- 胡丹・車戸祐介, 2012. 「日本における減損会計に関する実証分析」『会計プロGRESS』第12号, 43-58.
- 久保田敬一・竹原均, 2007. 「加重平均資本コスト推定上の諸問題」『経営財務研究』第27巻第2号, 2-25.
- 日本会計研究学会・課題研究委員会, 2010. 『日本の財務会計研究の棚卸し-国際的な研究動向の変化の中で-』.
- 大日方隆・岡田隆子, 2008. 「減損計上企業の会計行動」『経済学論集』第73巻第3号, 2-75.

- 太田浩司・斉藤哲朗・吉野貴晶・川井文哉, 2012. 「CAPM, Fama-French3ファクターモデル、Carhart4ファクターモデルによる資本コストの推定方法について」『関西大学商学論集』第57巻第2号, 1-24.
- 岡部孝好, 1998a. 「価値損傷損失の会計と日本企業の裁量行動(1)」『会計』第154巻第5号, 1-12.
- 岡部孝好, 1998b. 「価値損傷損失の会計と日本企業の裁量行動(2)」『会計』第154巻第6号, 110-120.
- 奥村雅史, 2004. 「報告利益管理に関する実証研究の方法と課題について」『早稲田商学』第400号, 263-282.
- 乙政正太, 1997. 「日本企業の利益圧縮行動—ビッグバスの実証分析に向けて—」『会計』第151巻第4号, 67-69.
- Rees, L., S. Gill and R. Gore, 1996. An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal Accruals. *Journal of Accounting Research* 34 (Supplement), 157-169.
- Riedl, E. J., 2004. An Examination of Long-Lived Asset Impairments. *Accounting Review* 79 (3), 823-853.
- 斎藤静樹, 2001. 「会計上の評価と事業用資産の減損」『会計』第159巻第4号, 13-27.
- 斎藤静樹編著, 2007. 『討議資料 財務会計の概念フレームワーク(第2版)』中央経済社.
- 斎藤静樹, 2013. 『会計基準の研究(増補改訂版)』中央経済社.
- 篠田朝也, 2007. 『会計の経済理論分析—会計とゲーム理論・ファイナンスの学際的研究—』滋賀大学経済学部研究叢書第44号.
- Strong, J. S. and J. R. Meyer, 1987. Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns. *Journal of Finance* 43 (3), 643-661.
- 須田一幸, 2001. 「減損会計の実務と情報内容」『会計プロGRESS』第2号, 23-35.
- 首藤昭信, 2000. 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』第60巻第1号, 128-139.
- 首藤昭信, 2010. 『日本企業の利益調整—理論と実証—』中央経済社.
- 高橋二郎, 2008a. 「戦略的会計行動としての自発的ディスクロージャー—減損会計基準の設定前及び早期適用の事例分析—」『京都大学経済学会院生モノグラフ』京都大学経済学会, No.200810161, 1-38.
- 高橋二郎, 2008b. 「減損会計の計算構造と機能に関する一考察—考えられる会計処理と現行制度の比較を通して—」『経済論叢』第182巻第5-6号, 78-107.
- 高橋二郎, 2013. 「減損会計における経営者の裁量行動と経済的帰結」『名古屋市立大学経済学会ディスカッションペーパー』名古屋市立大学経済学会, No.572, 1-49.
- 徳前元信, 2006. 「減損会計に関するアンケート調査」『産業経理』, 第65巻第4号, 106-118.
- 辻 正雄, 2005. 「減損会計早々期・早期適用企業の財務分析」『企業会計』第57巻第4号, 4-11.
- 永田靖, 1992. 『入門統計解析法』日科技連出版社.
- 山本 卓, 2006. 「減損会計早期適用企業の財務的特性」『経済科学論究』第3号, 53-65.
- 米山正樹, 2003. 『減損会計—配分と評価—(増補版)』森山書店.
- 米山正樹, 2008. 『会計基準の整合性分析—実証研究との接点を求めて—』中央経済社.
- Watts, R. L., 1992. Accounting Choice Theory and Market-based Research in Accounting. *British Accounting Review* 24 (3), 235-267.
- Zucca, L. J. and D. R. Campbell, 1992. A Closer Look at Discretionary Writedowns of Impaired Assets. *Accounting Horizons* 6 (3), 30-41.

# のれんの換算会計処理に関する理論的一考察

## *A theoretical study of foreign currency translation accounting of goodwill*

澤 井 康 毅 (慶應義塾大学大学院商学研究科)  
Koki Sawai, Keio University

### 論文要旨

本稿の目的は、換算会計処理後ののれん価額と為替換算調整勘定の意味を理論的に考察することである。一般的にのれんは原価ベースで測定され、換算会計処理の対象とする必要はない。しかし、投資の実態に着目すれば、のれんの測定値にはいくつかのパターンがあり、時価での測定や換算会計処理もありうる。換算後ののれん価額の意味を解釈するにあたり、為替相場を購買力平価説により定義した。これによりのれんの換算会計処理は資本維持会計の一環として捉えることができる。維持すべき資本額によって、為替換算調整勘定とのれん価額の解釈、そして最終的な評価損益の額が異なる。名目資本維持会計のもとでは、換算後ののれん価額は回収可能価額の一部を示し、為替換算調整勘定はその他包括利益となる。実質資本維持会計を意図するのであれば、換算後ののれん価額は修正原価となり、為替換算調整勘定は修正資本勘定となる。

### Summary

This article focuses on the interpretation of converted value of goodwill and foreign currency translation adjustment. To interpret converted value of goodwill, I define foreign exchange rate by the theory of purchasing power parity. It helps to grasp foreign currency translation accounting as a part of inflation accounting. Difference of capital maintenance affects the interpretation of the objectives and final profit and loss. Under nominal capital maintenance system, converted value of goodwill is a part of current price and foreign currency translation adjustment is other comprehensive income. Under real capital maintenance system, converted value of goodwill is revised cost and foreign currency translation adjustment is revised capital.

## 1. はじめに

2009年、わが国の在外子会社に関する連結会計基準が改訂され<sup>1)</sup>、その要点は、のれんを換算会計処理の対象としたことにあった。従来、在外子会社の連結により新たに認識されたのれんは、企業結合時点の為替相場を適用した円価額で固定され事後測定が行われていた。しかし、改訂後の日本基準は、米国・国際会計基準に倣い、のれんを毎期末の為替相場で換算しなおすことを要求する。その論拠は、のれんは在外子会社に元々存在

する資産であり、その他の資産と同様に換算会計処理を行うことが、在外子会社の財務比率の維持に資するというものである。これにより、財務諸表上に認識されるのれん価額は為替相場の影響を受けることになったが、当該価額および併せて生じる為替換算調整勘定の意味については明らかでない。そこで、それらの意味を理論的に考察することが本稿の主題となる。

第2節では、のれんの換算会計処理がもたらす財務的影響を概観する。まず、米国・国際会計基準を用いて財務諸表を作成している国内企業を調

---

謝辞：黒川行治教授からは、常日頃よりご指導を賜っており、テーマ設定、内容に関して多くの御示唆を頂いた。ここに記して感謝申し上げます。ただし、本論文の内容に関しては、すべて筆者の責任である。

査し、のれんの期中変動総額中に占める為替換算調整勘定が相当程度存在することを示す。また、米国・国際会計基準、改訂前日本基準、改訂後日本基準が要求する会計処理が、のれんに関する項目の測定値をどのように異ならしめるかを設例とともに明らかにする。続く第3節では、のれんを換算会計処理の対象とする妥当性を、理論的に考察する。のれんの一般的性質、投資の実態からのれんの測定をみる。そして、提示したいいくつかの測定値の意味を、購買力平価説や資本維持会計の視点をを用い明らかにする。換算会計処理により生じる為替換算調整勘定や、減損損失額の意味についても併せて考察する。第4節ではのれんの測定および為替換算調整勘定の認識方法について言及し、第5節では要約と結論を述べる。

## 2. のれんの換算会計処理を研究対象とする財務的意義

### 2.1. のれんの換算会計処理がもたらす財務的影響額に関する実態調査

まずは、のれんの換算会計処理が財務諸表に与えた影響を実態調査により示す。具体的には、米国基準、国際会計基準を用いて財務諸表を作成する国内企業の開示状況を調査する。両会計基準を採る企業を調査対象とする理由は、日本基準を採る企業に比して、のれんの期中変動要因の内訳に関する開示が充実しているためである。また、これらの企業は日本基準が改訂される2009年より前からのれんの換算会計処理を導入している<sup>2)</sup>ため、利用可能なデータが多い。

2008年度から2012年度までの、のれんの期中変動要因に占める為替の影響を数値で示したものが表1である。過去5年間にわたり、のれんの変動額およびのれんにかかる為替換算調整勘定を把握できる企業は19社であり、これは2012年度末

までに米国基準ないしは国際会計基準を採る企業全37社の約半数となっている<sup>3)</sup>。

表1を見ればわかるように、のれんの為替換算調整勘定がのれんの期中変動総額に占める割合は相当程度に上る。中には、為替相場だけがのれんの変動要因となっている企業もある。特に、ここ数年間は、東日本大震災を契機とした急激な円高、日本銀行主導の金融緩和による円安を経験しており、それに応じてのれんにかかる為替換算調整勘定も大きく変動している。のれんを換算会計処理の対象とするか否かで、のれんの価額は大きく異なるといえる。

### 2.2. 各会計基準が要求するのれん価額の比較

次に、日本基準と米国基準および国際会計基準に則ってのれんの会計処理を行った場合、のれんに関する項目の測定値にどれほどの差異が出るかを確認する。各会計基準が要求するのれん価額を、設例により示す。

設例－各会計基準が要求するのれんに関する測定値－

前提条件

- ・2011年4月1日、日本企業P社は米国企業S社が発行する株式の100%を取得した。
- ・買収時点の為替相場は80円/\$であり、のれんの当初認識価額は8,000円(\$100)であった。
- ・2013年3月31日に減損の認識が必要となり、減損時点におけるのれんの公正価値<sup>4)</sup>は\$30(3,000円)であった<sup>5)</sup>。
- ・規則的償却を行う場合には10年でのれんを償却する。
- ・2012年3月31日、2013年3月31日の為替相場はそれぞれ90円/\$、100円/\$とする。

表1 のれんの期中変動総額中に占める為替換算調整勘定の割合（絶対値）

	2012年度	2011年度	2010年度	2009年度	2008年度
小松製作所	41.25%	23.32%	332.13%	19.03%	73.08%
日立製作所	25.61%	11.77%	54.62%	6.93%	36.20%
東芝	41.97%	2.39%	77.40%	306.64%	137.61%
日本電産	21.19%	14.60%	13.82%	69.51%	1527.61%
オムロン	72.80%	0.92%	2266.67%	21.16%	7.96%
ソニー	78.77%	3.68%	57.52%	166.40%	11.86%
TDK	60.67%	149.70%	100.00%	88.18%	16.89%
京セラ	30.52%	6.23%	101.45%	65.36%	1.88%
キヤノン	91.87%	9.77%	0.00%	6.10%	182.52%
リコー	93.82%	20.63%	101.05%	278.15%	5.68%
日本電信電話	86.83%	53.72%	5.09%	4.27%	76.14%
エヌ・ティ・ティ・ドコモ	23.93%	238.51%	43.72%	0.57%	95.03%
コナミ	100.00%	100.00%	257.89%	100.00%	100.00%
伊藤忠商事	108.03%	0.67%	44.86%	5.94%	58.36%
丸紅	11.22%	141.63%	52.11%	0.12%	0.50%
三井物産	27.08%	31.52%	35.64%	9.30%	39.84%
野村ホールディングス	4087.02%	28.52%	75.83%	38.04%	72.21%
オリックス	15.68%	294.12%	22.59%	85.38%	168.21%
住友商事	65.53%	19.19%	38.33%	49.00%	191.80%
平均	267.57%	60.57%	204.48%	69.48%	147.55%
中央値	60.67%	20.63%	56.07%	38.04%	72.21%

表2 2012年3月31日ののれん価額と期中仕訳

米国・国際会計基準	改訂前日本基準	改訂後日本基準
<b>期末ののれん価額</b> $\$100 \times 90 \text{円} / \$ = 9,000 \text{円}$	<b>期末ののれん価額</b> $8,000 \text{円} - 8,000 \text{円} \times (1/10) = 7,200 \text{円}$	<b>期末ののれん価額</b> $\$100 - \$100 \times (1/10) = \$90$ $\$90 \times 90 \text{円} / \$ = 8,100 \text{円}$
<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん 1,000/ 為替換算調整勘定 1,000	<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん償却費 800/ のれん 800	<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん償却費 900/ のれん 800 為替換算調整勘定 100 のれん 900/ 為替換算調整勘定 900

米国・国際会計基準は、規則的償却を行わず、減損会計処理のみによる事後測定が行われる。したがって、期末において、当初認識価額の\$100にその時点の為替相場を乗じてのれん価額を算出する。改訂前の日本基準は、規則的償却を行うが、期末時における換算会計処理が必要ないため、当

初認識価額の8,000円から期中償却額800円を差し引いて期末ののれん価額とする。対して、改訂後の日本基準は、規則的償却を行う点は改訂前と同様であるが、期中償却額と期末価額に対して換算会計処理を要求する点で異なる。外貨建の期中償却額と期末ののれん価額に、期末時点の為替相場を乗

表3 2013年3月31日ののれん減損損失額と期中仕訳

米国・国際会計基準	改訂前日本基準	改訂後日本基準
<b>減損損失額</b> $\$100 - \$30 = \$70$ $\$70 \times 100\text{円}/\$ = 7,000\text{円}$	<b>減損損失額</b> $\{7,200\text{円} - 8,000\text{円} \times (1/10)\} - 3,000$ $\text{円} = 3,400\text{円}$	<b>減損損失額</b> $\{\$90 - \$100 \times (1/10)\} - \$30 = \$50$ $\$50 \times 100\text{円}/\$ = 5,000\text{円}$
<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん 1,000/ 為替換算調整勘定 1,000 のれん減損損失 7,000/ のれん 7,000	<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん償却費 800/ のれん 800 のれん減損損失 3,400/ のれん 3,400	<b>仕訳</b> (借方) (貸方) のれん償却費 1,000/ のれん 800 為替換算調整勘定 200 のれん 700/ 為替換算調整勘定 700 のれん減損損失 5,000/ のれん 5,000

じること<sup>6)</sup>、それぞれの円建価額を算出している。

米国・国際会計基準は、規則的償却を行わないため、当初認識価額の\$100を減損前帳簿価額として、減損後の公正価値\$30と比べている。差額の\$70が、減損損失額であり、減損時点の為替相場を乗じることで円建の測定値を算出することができる。改訂前の日本基準は、当初認識価額8,000円から2期間分の償却費を差し引いた6,400円を減損前の帳簿価額とし、減損後の公正価値3,000円との差額を減損損失額としている。改訂後の日本基準は、当初認識価額\$100から2期間分の償却費を差し引いた\$80を減損前帳簿価額とし、減損後の公正価値\$30と比べる。\$50の外貨建減損損失額は、その時点の為替相場を乗じることで、円建の測定値となる。

このように、各会計基準に則して会計処理を行った結果認識されるのれんの測定値は相当に異なる。特に、日本基準の改訂前後におけるのれん減損損失額の相違は興味深い。その原因は、のれんを換算するか否かで、円建の償却原価額（減損前の帳簿価額）が変わってしまうことにある。のれんが為替リスクを負わない場合に換算会計処理を強制すれば、減損損失額の中に為替の影響が混入し、収益力の低下を適切に表すことはできない。

本節で示した財務的影響に鑑みても、のれんの換算会計処理を研究対象とする意義はあると考える。

### 3. のれん<sup>7)</sup>の測定属性と換算会計処理の理論的検討

#### 3.1. のれんの性質に照らしたのれんの測定属性と換算会計処理

第2節では、のれんを換算会計処理することによる財務的影響の大きさを示した。円高下では、のれん価額は減少し、円安になればその価額は増加する。為替の影響を織り込んだ測定値、織り込まない測定値、いずれがのれんの本質を表しているのかを検討する必要がある。のれんは、そもそも、為替リスクを負う資産なのかが問われる。為替リスクがないにも関わらず、のれんに関して為替換算調整勘定を認識することは、不必要にのれん価額と包括利益を増減させることになる。

為替リスクに曝されているのは、資産そのものというよりも将来回収されるキャッシュ・フローである。このように解釈すれば、為替の影響を測定値に織り込む必要のある財務諸表項目は、将来キャッシュ・フローの大きさを測定属性とするものである。具体的には時価（割引現在価値または

市場価格)で測定される財務諸表項目であり、売却益や評価益を得ることを目的として保有される金融資産がそれに当たる。容易に売却可能な市場が存在し、市場価格の客観的把握も比較的容易であるため、一部の金融資産には、将来キャッシュ・フローの大きさを表す時価が付される。しかし、買収により認識される買入のれん価額は、将来キャッシュ・フローの大きさを示してはいない。買入のれんの当初認識価額は、取得対価と被取得企業の純資産時価の差額として測定する。自己創設のれんと異なり取得対価を伴っているため、取得原価主義の観点から認識が許容されている。したがって、当初認識以降ののれん価額は、将来キャッシュ・フローを回収するまで資本に拘束される投下資本額の一部をなす。のれんの発生源であるその他の事業資産とともに、有限の期間にわたり費消され、収益獲得に貢献する。けっして、将来キャッシュ・フローそのものの価額、すなわち時価を示しているわけではない。このようにのれんは、自身から期待される超過収益が実現するまで原価評価されるのが一般的であるため、為替相場の変動をのれんの測定値に織り込む必要はない。

ところが、のれんが為替リスクに曝される場合も投資の実態によってはありえるのではないかと疑問がわいた。そこで以下では投資の実態に着目して、のれんの測定属性、換算会計処理を論じる。

### 3.2. 投資の実態に照らしたのれんの測定属性と換算会計処理

投資の実態とは、まず第1に、取得企業がいかなる意図をもって在外子会社への投資を行ったかである。そして第2に、買収が円貨と外貨のいずれにより行われたかである。買収目的によりのれんの測定属性が決まり、買収通貨のいかんによりのれんの換算会計処理の必要性が決まる。順にみていこう。

#### 3.2.1. 投資の目的

まずは、実質的な事業投資にあたる買収から述べる。取得企業は、被取得企業の資本を実質的に支配し、経営にも干渉する。目的は、連結企業集団全体の企業価値を最大化することであり、事前に見込んだ結合シナジー<sup>8)</sup>の実現である。取得企業は、長期的な視点からグループ経営を企図しており、短期的な配当や子会社株式売却益を得ることを主眼に置いていない。したがって、結合シナジーを含むのれんは、将来超過収益を回収するまで資本に拘束されるため、原価による測定が適当となる。のれんの規則的償却を行う日本基準は、実質的な事業投資を想定したものと解釈できる。

次に、実質的な金融投資に該当する買収は、形式的には資本を支配しながらも被取得企業の経営には介入せず、もっぱら子会社株式の保有から得られる配当や株式売却益を期待するものである。取得企業と被取得企業の間、取得を契機とした結合シナジーは生じず、被取得企業が利益を生まなくなれば適時売却することも厭わない点において金融投資といえる。この場合、有用な情報は、被取得企業の企業価値そのものとすれば、のれんは時価で測定される。米国基準および国際会計基準は、のれんの規則的償却を否認し、減損会計処理のみによる事後測定を行っている。これは、自己創設のれんの認識をもたらし、のれんの時価を測定するものと一面では解釈できる。

また、企業結合時点で見込んだ超過収益力が低下する局面、すなわちのれんの減損損失時には子会社への再投資<sup>9)</sup>が行われていると解することができる。このとき、減損後の帳簿価額は、減損認識時点におけるのれんの時価となる。

投資の目的とのれんの測定属性の関係を要約すれば、事業投資に該当する買収では、のれんは原価評価され、金融投資に該当する買収および減損時の子会社への再投資では、のれんは時価評価さ

表4 投資実態とのれんの測定属性、換算会計処理の関係

投資の目的 \ 買取通貨	円貨による買取	外貨による買取
事業投資	(i) 円貨による原価評価	(ii) 外貨による原価評価 決算日レートによる換算
金融投資 減損時の再投資	(iii) 円貨による時価評価	(iv) 外貨による時価評価 決算日レートによる換算

れる。

### 3.2.2. 買取通貨の選択

円貨による買取とは、取得企業が買取資金を円貨で調達することを指す。具体的には、円建の手元資金、円建の借入、社債および株式発行により調達した資金を外貨に変換して取得対価に当てることである。また、返済額について為替予約を付した外貨建借入により買取資金を調達する場合も、円貨による買取に該当すると考える。これらの場合、投下資本の回収は円貨を基準に考えるはずである。当初認識価額は円貨ベースで表され、原価評価の対象となる資産は、その当初認識価額を事後に費用配分する。資産が、事後に再評価の対象となっても、円貨による投資が継続していると擬制すれば、円貨ベースによる再評価が適当である。

他方、外貨による買取とは、取得企業が買取資金を外貨で調達することを指す。具体的には、外貨建の手元資金、外貨建の借入、社債および株式発行により調達した資金を取得対価に当てることである。この場合、取得時点における資産の外貨価額が、将来回収すべき投下資本額である。外貨価額が要回収原価であるとすれば、為替相場によって円建の要回収額は変動する。これは、円貨でみたのれんの要回収額が為替リスクに曝されているものと解釈でき、原価評価を行う資産に対しても毎期末の換算会計処理が適用される。事後に再評価を行う場合にも、外貨による投資の継続を擬制して時価を算出し、それを円貨へと換算するこ

とになる。なお、財の測定が外貨で終了していると考えれば、換算ではなく再測定も考えられるが、多通貨会計ではなく円貨による連結財務諸表の作成を目的としている限り、換算を行うことが為替リスクを表すことになる。

以上、投資の実態を、実質的な投資目的と買取通貨により定義し、それぞれに整合するのれんの測定属性と換算会計処理方法を述べた。これらをまとめると、以下の表4のようになる。

次の項では、これらの測定値の意味を考察する。なお、(iii) 円貨による時価評価額と、(iv) 外貨による時価評価額を決算日レートで換算した円価額を等しいものとし、(i) ~ (iii) を考察対象とする。

### 3.3. 購買力平価説からみる各測定値

前項で示した、のれんに関する各測定値((i) ~ (iii))の意味を知るためには、換算会計処理の構造を理解することが必要である。本稿では、購買力平価が為替相場を決めるものと考え、換算会計処理を分析していく。むろん、為替相場を決定する要因としては、貨幣購買力以外にも金利や経常収支、投資家の心理等といったファンダメンタルズが存在するが、今回は貨幣購買力のみで為替相場を定義し、会計的考察を行う。まずは、購買力平価説について簡記する。

#### 3.3.1. 購買力平価説とは

購買力平価説<sup>10)</sup>は、一物一価の前提のもと、2国間の貨幣購買力の比によって為替相場が決ま



るとする説である。現実的には、中長期的な為替相場の趨勢を説明することができる。ある時点t（取得日とする）の絶対的購買力平価は、t時点の国内一般物価を、同じくt時点の国外一般物価で除した値として表される（1式）。

$$E_t = \frac{P_t}{P_t^*} \quad (1)$$

$E_t$  : t時点の絶対的購買力平価（円/\$）

$P_t$  : t時点の国内一般物価（円）

$P_t^*$  : t時点の国外一般物価（\$）

そして、t+1時点（決算日とする）の購買力平価は、t時点の絶対的購買力平価に相対的一般物価変動率（t時点からt+1時点までの国内一般物価変動率を同期間の国外一般物価変動率で除したもの）を乗じたものとして相対的に表される（2式）。

$$E_{t+1} = E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*} \quad (2)$$

$\pi$  : t時点からt+1時点までの国内一般物価変動率

$\pi^*$  : t時点からt+1時点までの国外一般物価変動率

購買力平価説に関する以上の基本的な数式を念頭に置いて、先述の3つの測定値（(i)～(iii)）を数式によって示したい。なお、t時点ののれんの国外個別物価を表す変数として $S_t^*$ を、そしてt時点からt+1時点までののれんの国外個別物価変動率を表す変数として $s^*$ を置く。

$S_t^*$  : t時点の国外個別物価

$s^*$  : t時点からt+1時点までの国外個別物価変動率

### 3.3.2. 購買力平価説による各測定値の数式化

いま定義した変数および式を用いて、検討対象である測定値（(i)～(iii)）を表せば、以下のようになる。

(i) 円貨による原価評価額（t時点で支払った

円価額）

$$S_t^* \times E_t \quad (3)$$

(ii) 外貨による原価評価額を決算日レートにより換算した価額  
 (t時点で支払った外貨価額にt+1時点の為替相場を乗じた価額)

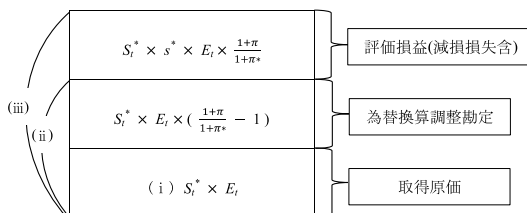
$$\begin{aligned} S_t^* \times E_{t+1} &= S_t^* \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*} \\ &= [S_t^* \times E_t] + [S_t^* \times E_t \times (\frac{1+\pi}{1+\pi^*} - 1)] \end{aligned} \quad (4)$$

(iii) 円貨による時価評価額  
 = 外貨による時価評価額を決算日レートにより換算した価額  
 (t+1時点ののれんの国外個別物価にt+1時点の為替相場を乗じた価額)

$$\begin{aligned} S_{t+1}^* \times E_{t+1} &= S_{t+1}^* \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*} \\ &= S_t^* \times (1+s^*) \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*} \\ &= [S_t^* \times E_t] + [S_t^* \times E_t \times (\frac{1+\pi}{1+\pi^*} - 1)] \\ &\quad + [S_t^* \times s^* \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*}] \end{aligned} \quad (5)$$

そして、これら各測定値の関係を図示すると、以下のようになる。

図1 各測定値間の関係



(i) 円貨による原価評価額を取得原価とすれ

ば、(ii) 外貨による原価評価額を決算日レートにより換算した価額との差額が為替調整勘定となる。さらに、(ii) と (iii) 外貨による時価評価額を決算日レートにより換算した価額すなわち測定時点で在外子会社を清算するとしたら実現する時価との差額が、評価損益として認識される。本稿で主眼に置いているのは、(ii) の測定値および、併せて生じる為替換算調整勘定の意味を明らかにすることである。数式化したように、(ii) は、取得原価に  $\frac{1+\pi}{1+\pi^*}$  を乗じることで導出される。 $\frac{1+\pi}{1+\pi^*}$  は、国外との比較でみた相対的国内一般物価変動率である。一般物価変動の影響を測定に加味している点で、これは実質資本維持会計の一環である可能性がある。そうであるならば、為替換算調整勘定の解釈の仕方によってのれん価額の意味が異なる。

そこで項をあらため、資本維持会計の思考を用いて、(ii) の測定値と為替換算調整勘定の性格を論じてみたい。

### 3.4. 資本維持会計からみるのれん価額と為替換算調整勘定の意味

外貨による原価評価額を決算日レートで換算したことにより生じる為替換算調整勘定の性格は、維持すべき資本額に影響される。資本維持会計は、根本的には損益計算に関わる問題であり、維持すべき資本額を超えて生じる余剰を利益として認識する。この項では、維持すべき資本額によって、為替換算調整勘定の性格が変わることを示したい。測定単位を貨幣に限定したとき、のれんに関

して決算日に維持すべき資本額のパターンは以下の4つになる。

a. は取得原価に等しく、b. は外貨による原価評価額を決算日レートにより換算したものに等しい。a. を維持すべき資本額とした時、換算により生じる為替換算調整勘定は、将来実現する損益である。減損認識時の減損損失額あるいは在外子会社清算時の売却損益額にいずれ含まれることになる。他方、b. を維持すべき資本額とした時、換算により生じる為替換算調整勘定は、将来実現する損益とはならない。名目投下資本額と為替換算調整勘定額の合計を超えて生じた余剰が、初めて利益として認識される。すなわち、為替換算調整勘定は、修正資本勘定となり、減損損失額や在外子会社株式売却損益額に将来的にも含まれることはない。ただし、この時適用されるインフレ修正係数は、 $\frac{1+\pi}{1+\pi^*}$  であって、実質資本維持を企図する時に用いられる  $(1+\pi)$  ではない。しかし、 $\pi^* = 0$  という限界的な状況下では、b. の資本額を維持することはc. の実質投下資本額を維持することに等しい（規則的償却を行っている場合、既に費消した部分に対応する資産から生じる為替換算調整勘定も合わせて資本修正とすることで、目的の資本維持が達成される）。換算を行うことで生じる為替換算調整勘定が、将来配当可能な利益ではなく修正資本勘定であるとすれば、換算会計処理を実質資本維持会計の一環として捉えることができる。その場合、換算後ののれん価額は、修正原価を表すことになる。

表5 のれんに関して決算日に維持すべき資本額のパターン

名目貨幣資本維持	a. 名目投下資本額 $S_t^* \times E_t$	b. 外貨建名目投下資本額 × CR $S_t^* \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*}$
実質貨幣資本維持 ※ c と d は等しい	c. 実質投下資本額 $S_t^* \times E_t \times (1 + \pi)$	d. 外貨建実質投下資本額 × CR $S_t^* \times (1 + \pi^*) \times E_t \times \frac{1+\pi}{1+\pi^*}$

### 3.5. 維持すべき資本額を決定する要因

維持すべき資本額によって、為替換算調整勘定は将来実現損益あるいは修正資本となる。それでは、維持すべき資本額はいかなる要因により決まるのだろうか。それは、既に論じた在外子会社を買取した通貨によるものと考ええる。具体的には、買収資金が円貨により調達されれば円貨による投資がなされたものとし、買収資金が外貨により調達されれば外貨による投資がなされたものとした。円貨により在外子会社を買取した場合には、名目投下資本額を維持し、それを超えて生じた余剰を利益とする。すわなち為替換算調整勘定は現行の会計基準と同様にその他包括利益となる。対して、外貨により在外子会社を買取した場合には、外貨建名目投下資本額に決算日レートに乗じた額を超えた額が利益となる。したがって、毎期末の換算会計処理により生じる為替換算調整勘定は修正資本となる。

### 3.6. 小括

換算会計処理を資本維持会計の視点から捉え、維持すべき資本額とのれん価額、為替換算調整勘定の関係をまとめたものが以下の表6となる。

## 4. のれんの測定および為替換算調整勘定の認識方法に関する考察

これまでの考察を受けて、在外子会社の取得に伴い認識されるのれんの測定および為替換算調整勘定の認識方法について言及したい。要点は2つあり、順に述べる。

### 4.1. 為替換算会計処理を排したのれんの測定

在外子会社への投資を円貨により行っている場合、すわなち、維持すべき資本額は取得時に支払った円価額となる場合には、本来的にのれんの換算会計処理は不要である。表6で示したように、当該状況下において換算会計処理を行った結果生じる為替換算調整勘定は、在外子会社清算時に実現する将来利益である。換算後ののれん価額は、時価評価額とも言えない回収可能価額の一部を表している。事務処理コストをかけてまで、時価とも言えない価額を認識し、さらに将来利益を先取りする必要はない。これは、のれんや事業資産を回収可能価額で評価することは、投資家の意思決定有用性に資さないという主張と軌を一にする。米国・国際会計基準および改訂後日本基準はいずれも、在外子会社の清算時には為替換算調整勘定

表6 維持すべき資本額とのれん価額、為替換算調整勘定の関係

	のれん価額の意味	為替換算調整勘定の意味
名目投下資本額を維持 (円貨で買取を行ったとする 場合)	換算を行わない場合、償却原 価を示す (改訂前日本基準)  換算を行う場合、回収可能な 価額の一部を示す(米国・国 際会計基準、改訂後日本基準)	為替換算調整勘定(貸方)は、 維持すべき資本額を超えて生 じた余剰であり、将来配当可 能な利益の性格を持つ 後に減損損失額、在外子会社 株式売却損益額に含まれる
外貨建名目投下資本額を決算 日レートで換算した額を維持 (外貨で買取を行ったとする 場合)	換算を行わない場合はない (行うことで外貨建名目投下 資本額×CRを維持できる)  換算を行ったのれん価額は、 修正原価を示す	為替換算調整勘定は、資本修 正の性格を持つ 後に減損損失額、在外子会社 株式売却損益額には含まれな い

を取り崩し、損益勘定に振り替えている。名目投下資本額の維持が目的とされている以上、改訂前日本基準のように、在外子会社の取得に伴い生ずるのれんを換算会計処理の対象とする必要はない。また、換算会計処理を行わない償却原価を基準として超過収益力の低下を測った減損損失額が、目的適切な情報になると考える。これによって、取得原価主義会計に則った一般的な会計処理との整合性が保たれる。

#### 4.2. 為替換算調整勘定の性質に応じた科目認識

維持すべき資本額によって、為替換算調整勘定の性格は異なる。名目投下資本額を維持する場合に生じた為替換算調整勘定は、将来実現する利益であるから、その他包括利益として認識することが望ましい。対照的に、外貨建名目投下資本額を維持する場合に生じる為替換算調整勘定は、修正資本であるため、株主資本の区分に認識することが適当である。また、修正資本とされた為替換算調整勘定は、在外子会社清算後も損益勘定へは振り替えず資本として残存することになる。在外子会社の清算後は、当該在外子会社に関する連結会計処理を行わないため、修正資本は親会社の個別財務諸表上で認識される。先述のように、これは実質資本維持会計に当たる。会計処理の整合性を考えるのであれば、親会社個別財務諸表上においても常時実質資本維持会計を行う必要がある。

## 5. 要約と結論

まず、本稿の目的は、換算会計処理の対象となつたのれんの価額と、為替換算調整勘定の意味を理論的に考察することであった。一般的性質に照らせば、のれんは原価ベースで測定され、換算会計処理の対象とする必然性はない。しかし、投資の実態に着目すれば、のれんの測定値にはいくつ

かのパターンがあり、時価での測定や換算会計処理もありうる。そして、表4に示した3つの測定値の意味を知るために、為替相場を購買力平価の観点から定義した。これによって、のれんの換算会計処理は、実質資本維持会計の一環として捉えることが可能となる。維持すべき資本額によって、為替換算調整勘定の性格および換算後ののれん価額の解釈、最終的な評価損益の額が異なる。その違いは表6に示した通りである。ここまでの考察から導かれる結論は2つである。まず1つ目は、名目資本維持会計を貫徹するならば、のれんの換算会計処理は必要ないということである。実際、各会計基準は名目資本維持会計を志向している。換算会計処理を排したのれん価額と、それを基準に測定した減損損失額を認識することが、目的適切な情報提供に資する。そして、換算会計処理を実質資本維持会計の一環と理解したとき、すなわち在外子会社は外貨により取得され維持すべき資本は外貨建名目投下資本額に決算日レートを乗じた額とするとき、為替換算調整勘定は修正資本となる。在外子会社清算後も修正資本は親会社個別財務諸表に引き継がれる。究極的には、親会社個別財務諸表上において実質資本維持会計を常時行うことが整合的である。物価変動という経済事象に対応するために議論されてきた、実質資本維持会計の導入が、もう1つの結論となった。

《注》

- 1) 具体的な会計処理については、日本公認会計士協会(2012)「会計制度委員会報告第4号 外貨建取引等の会計処理に関する実務指針」を参照。背景理論については、企業会計基準委員会(2007)、76-79項を参照。
- 2) IASB(2003)、BC.26-32.参照。
- 3) 住友商事と丸紅は、それぞれ2010年度、2013年度に米国会計基準から国際会計基準へ移行している。この2社以外は全て米国会計基準適用会社である。  
表1に記載しなかった米国基準採用企業は、ワコールHD、日本ハム、富士フィルムHD、マキタ、三菱電機、パナソニ

ック、村田製作所、トヨタ自動車、本田技研工業、インターネットイニシアティブ、ジュビターテレコム、三菱商事、クボタ、アドバンテスト。

同じく国際会計基準採用企業は、HOYA、日本板硝子、日本たばこ産業、日本電波工業。

- 4) 以下では、公正価値と時価は同じ意味で用いている。
- 5) のれんの公正価値を直接見積もる手続きは、米国基準(FASB(2001))のみで実施されている。しかし、ここでは、のれんの測定のみを問題とするため、のれんの公正価値を便宜的に措いた。
- 6) 期中償却額は、原則として期中平均レートにより換算するが、本設例では簡便化の目的で決算日レートによる換算を行っている。
- 7) 本稿ではのれんを、「資産同士の有機的結合により生じる、将来超過収益の源泉となる識別不能な無形の資産」と定義する。
- 8) 企業結合により新たに生じる超過収益力であり、具体例としては、経営効率化による費用削減能力(コストシナジー)、販売チャネルの共同活用による売上拡大能力(販売シナジー)、信用力改善等による資本コストの低下(財務シナジー)等を挙げることができる。
- 9) 「減損の対象となる資産を売却せずに保有し続けるという意思決定は、経済的にはその資産への再投資と同等である。

そのため、減損対象資産は公正価値で測定されるべきである。」というFASB(1995), para. 69の記述を参照。

- 10) 岩本(2012)を参照。

---

《参考文献》

---

- Financial Accounting Standards Board, 1995. Statement of Financial Accounting Standards No.121, Accounting for the Impairment of Long-Lived Assets and for Long-Lived Assets to Be Disposed Of, FASB.
- Financial Accounting Standards Board, 2001. Statement of Financial Accounting Standards No.142, Goodwill and Other Intangible Assets, FASB.
- International Accounting Standards Board, 2003. International Accounting Standard 21 (revised 2003), The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates, IASB.
- 岩本武和, 2012. 『国際経済学 国際金融論』、ミネルヴァ書房.
- 加古宣士, 1994. 『物価変動会計論』、中央経済社.
- 企業会計基準委員会, 2007. 『企業結合会計の見直しに関する論点の整理』、財務会計基準機構.
- 日本公認会計士協会, 2012. 『会計監査六法』、日本公認会計士協会出版局.

# 売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減と支払能力の関係についての一考察

*A Study on the relationship between balance sheet item changes and solvency.*

古山 徹(日経メディアマーケティング株)  
*Tobru Furuyama, NIKKEI MEDIA MARKETING, INC.*

## 論文要旨

営業活動からのキャッシュ・フロー (CFO) の重要な構成要素として売上債権の増減 ( $\Delta R$ )、仕入債務の増減 ( $\Delta P$ )、たな卸資産の増減 ( $\Delta I$ ) がある。本稿では、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ をそれぞれ $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ などの要素に分解し、それぞれの要素の大きさの比較、それぞれの要素とCFOとの関係などの確認を行った。その結果、 $\Delta R1$ よりも $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ よりも $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ よりも $\Delta I2$ の値が大きかった。また、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ のCFOへの影響力は $\Delta R1$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta I1$ よりも大きいことが確認された。 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ の評価においては、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ に注目していくことが必要であろう。

## Summary

In this study, I focus on components of the CFO such as Increase in accounts receivable (delta R), increase in accounts payable (delta P) and increase in inventories (delta I). These items are divided into two parts. For example, Increase in accounts receivable is divided into delta R1 and delta R2. I investigated the relation between delta R and delta R2, delta P and delta P2, delta I and delta I2. And I found change of delta R is depends on delta R2, change of delta P is depend on delta P2, and change of delta I is depend on delta I2. Hence, when we evaluate delta R, delta P and delta I, we have to focus on delta R2, delta P2 and delta I2.

## 1. 問題意識と目的

キャッシュ・フロー計算書が支払能力についての情報を含むものであることは、多くの先行研究によって示されているところである。なかでも、営業活動からのキャッシュ・フロー（以下CFOと略す）が、支払能力を見る上でもっとも重要な指標と言われている。したがって、CFOの値がプラスであるか、マイナスであるかによって支払能力の評価は大きく異なってくる。

このようなCFOの重要な構成要素として売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減がある。売上債権の増減、仕入債務の増減、たな

卸資産の増減は、値の大きさから見てそれなりの大きさのものであってCFOの値に少なからぬ影響を及ぼしているものと考えられる。それゆえ、売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減の値をある程度コントロールできるのであれば、それによってCFOの値をコントロールでき、延いてはCFOによって示される支払能力の良し悪しをコントロールすることができる。

「利益は意見、キャッシュ・フローは事実」という言葉で示されるように、利益の値は操作可能だが、キャッシュ・フローの値は操作できない、あるいは操作しにくいものだと言われている。売

売上高と売上収入は原因と結果の関係にあるが、売上債権の増減は売上収入の一部であるから、売上債権の増減は売上高を原因として発生する現金収入の一部を示している。同様に仕入高と仕入代支出も原因と結果の関係にあるが、仕入債務の増減は仕入代支出の一部であるから仕入債務の増減は仕入高を原因として発生する現金支出の一部を示している。結果である売上債権の増減や仕入債務の増減は事実であるから操作が入る余地はないと考えるのが一般的であるかもしれない。しかしながら果たして本当にそうだろうか。

売上債権の増減は売上高の増減に連動する部分と売上高の増減に連動しない部分に、仕入債務の増減は仕入高の増減に連動する部分と仕入高の増減に連動しない部分に、たな卸資産の増減は売上原価に連動する部分と売上原価の増減に連動しない部分に分解することができる。売上債権の増減のうち売上高の増加に連動しない部分、仕入債務の増減のうち仕入高に連動しない部分、たな卸資産の増減のうち売上原価に連動しない部分に関しては増減に操作、恣意性の入り込む余地を完全に否定することはできない。また、売上債権の増減のうち売上高の増減に連動しない部分、仕入債務の増減のうち仕入高の増減に連動しない部分、たな卸資産の増減のうち売上原価に連動しない部分は値の大きさからみてそれなりのものであって、それぞれ売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減さらにはCFOに及ぼす影響も大きなものであると考えられる。

本稿では、売上債権の増減のうち売上高の増減に連動しない部分、仕入債務の増減のうち仕入高の増減に連動しない部分、たな卸資産のうち売上原価の増減に連動しない部分に注目して、これらが持つ特性について調べてみたい。

これらの特性を知ることが、売上債権の増減、仕入債務の増減、たな卸資産の増減が支払能力に

どのような影響を及ぼしているかを調べていく上で極めて有用なものであると言えよう。

## 2. 背景となる考え方など

つぎに問題意識の背景や測定方法についての基本的考え方について説明する。

### 2.1. CFOを構成する要素とその大きさ

キャッシュ・フロー計算書に示されているCFOの主な要素としては、税金等調整前当期純利益、減価償却費、売上債権の増減、たな卸資産の増減、仕入債務の増減といったものが挙げられる。

- ①キャッシュ・フロー（税金等調整前当期純利益+減価償却費）（以下CFと示す）
- ②売上債権の増減（ $\Delta R$ ）
- ③たな卸資産の増減（ $\Delta I$ ）
- ④仕入債務の増減（ $\Delta P$ ）

CFO、CFを構成する項目、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ の基本統計量を示したものが表1である。これを見ると、普通に平均値を取った場合は、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ などの値はCFOに比べてとても小さく、これらの影響力もまた小さいと見えてしまう。ところが、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ の値を絶対値にして平均を取ってみると、評価は異なってくる。すなわち、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ などの絶対値の平均値は、CFOの20%程度の大きさであって、それなりの影響力を持っていると考えられる。これらの要素をコントロールできればCFOの値をコントロールできる。すなわち、これらは支払能力の調整材料として利用することは十分可能な大きさである。

### 2.2. $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ を構成する要素

支払能力は、CFOによって測定できるので、CFOの値をプラス方向に大きくすることは支払

表1 基本統計量（サンプルサイズ：14607社・期）

（単位：百万円）

	平均値	標準偏差	中央値	最大値	最小値	平均値 (絶対値)
cfo0	15,442	90,540	1,569	2,830,872	-135,130	15,948
cfo_c00	6,471	38,250	856	962,163	-766,134	8,679
cfo_c01	9,075	57,292	740	2,015,980	0	9,075
cfo_c02	-198	15,425	-3	698,096	-576,711	2,994
cfo_c03	926	12,365	12	352,994	-208,924	2,662
cfo_c04	26	15,153	-3	649,214	-406,210	2,902

ただし、表1におけるcfo0、cfo\_c00、cfo\_c01、cfo\_c02、cfo\_c03、cfo\_c04の意味はそれぞれ次の通り。cfo0：営業活動からのキャッシュ・フロー、cfo\_c00：税金等調整前当期純利益、cfo\_c01：減価償却費、cfo\_c02：売上債権の増減、cfo\_c03：仕入債務の増減、cfo\_c04：たな卸資産の増減

能力が改善することを意味する。 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ の値を大きく変動させることができれば、支払能力を改善させることができる。通常、売上債権は売上高に、仕入債務は仕入高に、たな卸資産は売上原価に連動して動く。すなわち、売上高が増加すれば $\Delta R$ はプラス方向に大きくなり、仕入高が増加すれば $\Delta P$ はプラス方向に大きくなり、売上原価が増加すれば $\Delta I$ はプラス方向に大きくなる。それゆえ、普通に考えれば、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ は売上高、仕入高、売上原価に連動して大きくなったり、小さくなったりする。以下の方法により、 $\Delta R$ を売上高に連動する部分と売上高に連動しない部分、 $\Delta P$ を仕入高に連動する部分と仕入高に連動しない部分、 $\Delta I$ を売上原価に連動する部分と売上原価に連動しない部分に分けることができる（この分析方法は森脇（2002）に示されている）。このように分解すると話は少し変わってくる。

$$\begin{aligned} \text{売上債権の増減} &= \text{当期末売上債権} - \\ &\quad \text{前期末売上債権} \\ \text{当期末売上債権} &= \text{当期平均月商} \times \\ &\quad \text{当期売上債権回収期間} \\ \text{前期末売上債権} &= \text{前期平均月商} \times \\ &\quad \text{前期売上債権回収期間} \end{aligned}$$

ここで、売上債権残高をR、平均月商をS、売上債権回収期間をTとすると、売上債権の増加 $\Delta R$ は次のように示すことができる。

$$\Delta R = \Delta S \times T_{t-1} + S_{t-1} \times \Delta T + \Delta S \times \Delta T \quad \dots \text{式1}$$

ただし、

$$\begin{aligned} R_t &= S_t \times T_t, \quad r_{t-1} = S_{t-1} \times T_{t-1} \\ S_t &= S_{t-1} + \Delta S, \quad T_t = T_{t-1} + \Delta T \end{aligned}$$

式1の三つの項は、それぞれ次のような内容になる。

- (1)  $\Delta R1 : \Delta S \times T_{t-1}$   
売上高の増減による売上債権の増減
- (2)  $\Delta R2 : S_{t-1} \times \Delta T$   
回収期間の変化による売上債権の増減
- (3)  $\Delta R3 : \Delta S \times \Delta T$   
売上高の増減と回収期間の変化の両方による売上債権の増減

売上債権の増減すべてを見てしまうと、どうしても売上高に連動してしまう。それは、要素として $\Delta R1$ を含んでいるからである。 $\Delta R2$ は売上高の増減に関係のない部分であって、この部分は売上高の増減以外の理由で動く部分である。この部



分をマイナス方向に大きくすることで $\Delta R$ をマイナス方向に大きくし、CFOを大きくすることができる。それによって、支払能力の余裕度は大きくなることになる。この部分に注目することで、売上債権を使った資金面の操作の可能性を確認することができる。 $\Delta R2$ を取り出してみることで、それがどのような方向に向いているかを見ることで資金面の操作を行なおうとする企業行動が有ったか無かったか、企業行動はどちらの方向を向いていたかを知ることができる。仕入債務の増加、たな卸資産の減少についても同様に考えることができる。

### 2.3. $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ を構成する要素の大きさ

$\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ の3つをそれぞれ構成要素に分解し、それぞれの項目とCFOの相関係数およびそれぞれの項目の大きさを比較してみると、表2、表3のようになる。

まず、相関係数についてみると、CFOと税金等調整前当期純利益(cfo\_c00)、減価償却費(cfo\_c0)の相関は非常に高いが、CFOと $\Delta R$ 、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ との相関は低い。しかしながら、CFOと $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ といった売上高や仕入高の増減に関係のない要素の相関は、プラスになっていて、そのことが $\Delta R$ と $\Delta P$ の相関

表2 CFOと $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ などの相関係数

項目	相関係数	項目	相関係数	項目	相関係数	項目	相関係数
CFO_01	0.627	$\Delta R$	0.122	$\Delta P$	0.238	$\Delta I$	-0.052
CFO_02	0.947	$\Delta R1$	-0.077	$\Delta P1$	-0.071	$\Delta I1$	-0.134
		$\Delta R2$	0.195	$\Delta P2$	0.243	$\Delta I2$	0.072
		$\Delta R3$	-0.277	$\Delta P3$	-0.184	$\Delta I3$	-0.049

表3 CFOおよび $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ などの基本統計量

(単位：百万円)

	平均値	標準偏差	中央値	最大値	最小値	平均値 (絶対値)
CFO	15,442	90,540	1,569	2,830,872	-135,130	15,948
$\Delta R$	703	17,221	20	492,225	-697,215	3,296
$\Delta R1$	-692	16,441	-9	376,984	-632,217	3,098
$\Delta R2$	1,944	25,322	30	650,494	-720,635	4,394
$\Delta R3$	-549	5,668	-5	16,824	-418,623	658
$\Delta P$	531	15,786	2	657,050	-453,433	2,945
$\Delta P1$	-505	12,796	-10	314,419	-455,435	2,317
$\Delta P2$	1,549	27,444	6	1,492,281	-454,776	3,940
$\Delta P3$	-514	10,933	-2	10,171	-1,208,879	633
$\Delta I$	-435	14,074	-6	273,753	-308,332	2,967
$\Delta I1$	-691	11,806	-5	254,515	-449,678	2,275
$\Delta I2$	630	21,498	3	2,017,717	-241,171	2,975
$\Delta I3$	-375	14,272	-1	37,651	-1,634,528	567
CFO_01	6,471	38,250	856	962,163	-766,134	8,679
CFO_02	9,075	57,292	740	2,015,980	0	9,075

係数をプラスにしていると考えられる。

つぎに、基本統計量をみると、 $\Delta R$ 、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ の平均値は、税金等調整前当期純利益（CFO\_01）や減価償却費（CFO\_02）に比べて小さく影響力は小さい。しかし、 $\Delta R$ 、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ の絶対値の平均値を見ると、 $\Delta R$ 、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ はそれなりに大きく、CFOに対する影響力も大きいと見られる。中でも $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ の大きさは、 $\Delta R1$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta I1$ よりも大きく、さらには $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ をも上回る大きさであって、CFOに対する影響力は大きいと見られる。

#### 2.4. ここでのまとめ

CFOを構成する要素である $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ はそれなりの大きさであって、CFOに対する影響力もかなり大きいと考えられる。さらに、 $\Delta R$ を $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ に、 $\Delta P$ を $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ に、 $\Delta I$ を $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ にそれぞれ分解して、CFOに対する相関や大きさの比較を行ってみると、相関係数からは $\Delta R1$ と $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ と

$\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ と $\Delta I2$ のCFOに対する影響の方向が異なっていること、大きさの比較からは $\Delta R2$ は $\Delta R1$ や $\Delta R$ 、 $\Delta P2$ は $\Delta P1$ や $\Delta P$ 、 $\Delta I2$ は $\Delta I1$ や $\Delta I$ より大きく、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ のCFOに対する影響力は大きいとみられる。

### 3. 分析結果

#### 3.1. 測定、分析に用いたデータ

銀行、証券、保険を除く全上場会社（2013年3月31日時点）のうち2009年度（2009年4月～2010年3月）から2012年度（2012年4月～2013年3月）の間に決算を行い、かつ、決算期変更を行っていない会社のデータを用いた。さらに、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ が正しく算出されるためのデータがそろっているサンプルに限定した。

従属変数はCFOがプラス（1）かマイナス（0）であり、独立変数は $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ である。ポアソン回帰を当てはめることによって係数を推計した。また、全サンプルを用いたケース、売上高が増加している局面のサンプルに限定したケース、売上高が減少している局面のサンプルのみに限定したケースの3つ

表4 CFOの符号と $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ の関係（全サンプル14607）

	Estimate		SE
(Intercept)	-0.117	***	0.009
$\Delta R1$	-0.756	*	0.344
$\Delta R2$	-2.349	***	0.235
$\Delta P1$	1.242	*	0.611
$\Delta P2$	2.149	***	0.309
$\Delta I1$	-0.683	**	0.227
$\Delta I2$	-0.981	***	0.158
AIC	28748		

表5 CFOの符号と $R1$ 、 $R2$ 、 $P1$ 、 $P2$ 、 $I1$ 、 $I2$ の関係（売上高増加局面サンプル6826）

	Estimate		SE
(Intercept)	-0.070	***	0.015
$\Delta R1$	-1.283	**	0.491
$\Delta R2$	-2.691	***	0.382
$\Delta P1$	0.665		0.878
$\Delta P2$	1.897	***	0.512
$\Delta I1$	-1.581	***	0.456
$\Delta I2$	-1.336	***	0.334
AIC	13543		

表6 CFOの符号と $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ の関係  
(売上高減少局面サンプル7704)

	Estimate		SE
(Intercept)	-0.104	***	0.017
$\Delta R1$	0.070		0.652
$\Delta R2$	-2.096	***	0.313
$\Delta P1$	2.099		1.116
$\Delta P2$	2.540	***	0.414
$\Delta I1$	-0.117		0.344
$\Delta I2$	-1.064	***	0.207
AIC	15180		

について係数の推計を行なった。推計の結果は、表4、表5、表6に示したとおりである。

#### 従属変数

CFOがプラス（1）かマイナス（0）か

#### 独立変数

$\Delta R1$  売上債権の増減額のうち売上高の増減に連動する部分

$\Delta R2$  売上債権の増減額のうち売上高の増減に連動しない部分

$\Delta P1$  仕入債務の増減額のうち売上原価の増減に連動する部分

$\Delta P2$  仕入債務の増減額のうち売上原価の増減に連動しない部分

$\Delta I1$  たな卸資産の増減額のうち売上原価の増減に連動する部分

$\Delta I2$  たな卸資産の増減額のうち売上原価の増減に連動しない部分

### 3.2. $\Delta R$ について

3つのケースすべてにおいて $\Delta R2$ は有意で、CFOに対して $\Delta R1$ よりも大きな影響力を有している。売上高減少の場合においては、 $\Delta R2$ のみ

有意で、かつ、 $\Delta R2$ の係数の符号は $\Delta R1$ の係数の符号と逆方向になっている。3つのケースすべてにおいて、 $\Delta R2$ はCFOを増加させる方向に作用している。

### 3.3. $\Delta P$ について

3つのケースすべてにおいて $\Delta P2$ は有意で、CFOに対して $\Delta P1$ よりも大きな影響力を有している。売上高増加、売上高減少の場合に分けてみると、 $\Delta P2$ のみがCFOに対して有意な影響力を持っている。3つのケースすべてにおいて、 $\Delta P2$ はCFOを増加させる方向に作用している。

### 3.4. $\Delta I$ について

3つのケースすべてにおいて $\Delta I2$ は有意で、CFOに対して $\Delta I1$ よりも大きな影響力を有している。売上高減少の場合においては $\Delta I2$ のみがCFOに対して有意な影響力を持っている。3つのケースすべてにおいて、 $\Delta I2$ はCFOを増加させる方向に作用している。

## 4. 終わりに

本稿では、まず $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ をそれぞれ $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta R3$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ 、 $\Delta I3$ に分解し、それぞれの要素の大きさの比較、それぞれの要素とCFOとの関係などの確認を行った。その結果、 $\Delta R1$ よりも $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ よりも $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ よりも $\Delta I2$ の値が大きいこと、さらには $\Delta R2$ は $\Delta R$ 、 $\Delta P2$ は $\Delta P$ 、 $\Delta I2$ は $\Delta I$ よりも大きいものであることがわかった。

つぎに、 $\Delta R1$ 、 $\Delta R2$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I1$ 、 $\Delta I2$ のCFOに対する影響力について調べた。その結果 $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ のCFOへの影響力は $\Delta R1$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta I1$ よりも大きいことが確認できた。

$\Delta R1$ 、 $\Delta P1$ 、 $\Delta I1$ は売上高や売上原価の変化

により変動する部分を示している。一方 $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ は、売上高や売上原価の変化の影響を受けず、回収条件、支払条件、在庫の状況の変化のみによって変動する部分を示している。大きさと相関係数の比較から $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ は大きさが同等程度の2つの要素により構成されていること、さらに2つの要素は性質の異なるものであることが分かった。

売上高の回収条件、仕入高の支払条件、たな卸資産の在庫期間に変化がなければ、 $\Delta R$ は $\Delta R1$ 、 $\Delta P$ は $\Delta P1$ 、 $\Delta I$ は $\Delta I1$ に一致するはずである。売上高の回収条件、仕入高の支払条件、たな卸資産の在庫期間に変化があったとき、はじめて $\Delta R3$ 、 $\Delta P3$ 、 $\Delta I3$ や $\Delta R2$ 、 $\Delta P2$ 、 $\Delta I2$ が発生し、 $\Delta R$ と $\Delta R1$ 、 $\Delta P$ と $\Delta P1$ 、 $\Delta I$ と $\Delta I1$ の間に差違が発生することになる。売上高の回収条件、仕入高の支払条件、たな卸資産の在庫期間の変化に恣意性が含まれているかどうかは本稿の分析だけでは分からない。

しかしながら、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ は単純に売上高や売上原価の変動によって増減するものではなく、むしろそれとは異なる要因によって変動し、それがCFOにかなりの影響を及ぼしているの

ある。それゆえに、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ はそのまま分析に用いるべきではなく、少なくとも $\Delta R$ は $\Delta R1$ と $\Delta R2$ に、 $\Delta P$ は $\Delta P1$ と $\Delta P2$ に、 $\Delta I$ は $\Delta I1$ と $\Delta I2$ に分解して用いるべきものであると言える。そのように用いることで、 $\Delta R$ 、 $\Delta P$ 、 $\Delta I$ に含まれる異なる性質の要素間の値の相殺による影響力のミスリードを防ぐことができると考えられる。

このことは、CFOが売上高の増減や売上原価の増減とは関係のない要素によって決まっていることを意味しており、売上高の増減や売上原価の増減との単純な比例関係にはないことが確認できたことになる。

#### 《参考文献》

- 上野清貴, 2001年3月. 『キャッシュ・フロー会計論—会計の論理統合—』, 創成社.
- 鎌田信夫・藤田幸男共訳, ロイド・C・ヒース, 1982年11月. 『財務報告と支払能力の評価』, 国元書房.
- 鎌田信夫, 2006年7月. 『キャッシュ・フロー会計の原理 [新版第2版]』, 税務経理協会.
- 古山徹, 2004年4月. 『支払能力の測定と評価 建設業の場合』, 創成社.
- 森脇彬, 2002年8月. 『資金と支払能力の分析 [四訂版]』, 税務経理協会.

# 銀行業におけるヘッジ会計適用に関する考察

## *A Study of Hedge Accounting in the Japanese Banking Industry*

松山 將之 (株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所主任研究員)  
*Masayuki Matsuyama, Development Bank of Japan Inc. Research Institute  
of Capital Formation Senior Economist*

### 要 旨

本稿は、日本の銀行業におけるヘッジ会計の適用についての分析である。ヘッジ会計とは、企業の保有する金融資産や金融負債について市場変動のリスクを回避するため一定の要件を満たすことによって損益を同一の会計期間に認識し財務諸表に反映させる特殊な会計処理である。

ヘッジ会計は、様々な業種で適用されているが、その中でも、銀行業は、金融資産、金融負債を多く保有し、またヘッジ手段であるデリバティブのマーケットメイクも行っていることからヘッジ会計とは親和性の高い業種である。しかし、そもそもヘッジ会計の運用面に関する分析は数少なく、また、銀行業に関するヘッジ会計の研究は、ほとんど行われていない。

一方で、日本の金融商品会計は、IFRS 9に収斂され、公正価値会計によるヘッジ会計の導入が予定されており、会計情報の利用者だけではなく実際のヘッジ取引の実務への影響も注目されている。本稿は、銀行業におけるヘッジ会計適用を判断する要因をバランスシートの構成面と業種固有の特質面から、明らかにすることによって、今後のヘッジ会計に関する議論の活性化や会計実務と学術的な認識のギャップ解消の一助となる研究として意義があると考えられる。

### Summary

This study examines the application of hedge accounting in the Japanese banking industry. It is generally known that hedge accounting is a specialized accounting treatment for reducing the financial market risk of company-owned financial instruments. Hedge accounting has been applied in a variety of industries. The banking industry, in particular, is a heavy user of this accounting method. The reasons for this are that the banking industry is the market maker for derivatives, which are used to hedge financial instruments, and that bank balance sheets include almost all the financial instruments. However, there are few research papers on hedge accounting in the banking industry. Further, accounting standards for financial instruments in Japan must converge according to IFRS 9. The application of IFRS 9 has been focused on the financial activities of the company and the analysis of accounting information. The academic contribution of this study is to examine the application of hedge accounting through an analysis of the balance sheets of banks, and to bridge the gap between research and practice.

## 1. はじめに

ヘッジ会計とは、体系的な会計基準の中でも例外的なものとして紹介されることが多い。その理由の一つとして、金融商品会計上の要件を満たせば収益認識のタイミングを変更するという特殊な会計処理を行うことがあげられる。また、金融資

産若しくは金融負債をヘッジの対象として指定し、デリバティブをヘッジ手段とし、これらを会計基準適用の構成要件としている点も他の会計基準と比較して特徴的である。

そして、現在、日本基準、米国基準(SFAS133)、国際会計基準(IAS39)でのヘッジ会計は、IFRS 9への収斂に向けてこれまで、長らく議論

されてきたが、ようやくIFRS 9の2013年度版においてようやく一般ヘッジ内容が固まった状況である。しかし、主に金融機関を利用者として想定されているマクロヘッジ会計に関しては、一般ヘッジの会計基準からスピアウトされ、まだ基準決定までの明確な筋道が描けていない。

一方、ヘッジ手段であるデリバティブの規制は、近年デリバティブ自体のリスクだけではなく、取引相手先リスクの管理にもフォーカスした内容に変わってきている。OTC (Over-the-counter) 取引が主流であるデリバティブ取引は、ISDA (International Swap and Derivatives Association) によって契約内容が共通化され、更にCSA (Credit Support Annex) に従ったリスク管理も一般的になっている。更に欧米のインターバンク (金融機関間) 取引では、CCP (Central Counter Party : 中央清算機関) による取引清算が義務化されている。

しかし、本稿は、会計基準の動向や金融機関の規制についての是非を問うことを目的としているのではない。現在のヘッジ会計が日本基準の中の運用状況を明らかにし、金融商品を扱う実務者にとっては、ともすれば当然かもしれない周知の事実を会計理論や実証研究との整合性を明らかにすることによって、研究者だけではなく、会計情報の利用者や財務情報の報告者も含めた関係者間での認識を共有することを目的としている。

その中でも、銀行業を分析対象とした理由としては、ヘッジ会計の要素を構成しているデリバティブ取引についてのマーケットメイカーであり、ヘッジ会計を最も積極的に活用している業種の1つであるにもかかわらず、日本では、殆ど研究されていないという問題意識からである。

また、今後、デリバティブをはじめとする金融商品に関連した会計基準の動向や金融機関への規制に関する議論も国内でも高まることが予想され

ることから、本稿は、会計実務と学術的な認識のギャップ解消の一助となる研究として意義があると考えられる。

## 2. ヘッジ会計とは

ヘッジ会計とは、一般的に企業がヘッジ対象である資産又は負債の価格変動、金利変動、および為替変動といった相場変動等による損失の可能性を減殺することを目的として、デリバティブ取引をヘッジ手段として用いる取引である<sup>1)</sup>。ヘッジ会計の基本的なコンセプトは、日本基準だけではなく米国基準、国際会計基準においても、会計基準の目的適合性や信頼性の点で共通しており、また、ヘッジ対象とヘッジ手段との対応関係を会計基準適用の構成要件やヘッジ手段として主にデリバティブを利用するといった手法における技術的な点も共通している。ただ、日本基準と米国基準、国際会計基準とは会計基準のフレームワークが異なるため、ヘッジ行為自体の背景や手法についての考え方が異なっている。

例えば、米国基準や国際会計基準にもキャッシュフローヘッジとして効果としては日本基準と同様の手法は認められているが、実際には公正価値の変動をヘッジ目的とするフェアバリューヘッジの利用が主流である。一方、日本基準では、逆に同様のヘッジは、時価ヘッジと呼ばれ、あくまでも例外的処理との位置付けに過ぎない。つまり、会計基準が存在するという事実と、その会計基準が利用されるということは異なっており、同じ目的であってもその会計基準を適用する国の実情に合致した手法が適用されている。

その中で、日本基準におけるヘッジ会計の会計処理上の特徴は、ヘッジ手段の時価変動から発生する損益を純資産の部において繰延処理する点である。従って繰延ヘッジが適用された場合、特例

処理や、時価ヘッジなどといった特別な処理を除けば、純資産の部の繰延ヘッジ損益の変動が認められれば、企業がヘッジ会計を適用していると判断できる。本稿では、この特徴を利用して、ヘッジ会計の適用の有無についての分析を行っている。

### 3. ヘッジ会計の適用とヘッジ手段

#### 3.1. ヘッジ会計の適用状況について

日本基準におけるヘッジ会計の利用状況について上場企業のデータを用いて概観する。日本で適用されているヘッジ会計の殆どは、繰延ヘッジであることから、ヘッジ会計の適用の有無については、純資産の部の繰延ヘッジ損益の変動で判断が可能である。2012年度の日本の上場企業の決算データを基にして、繰延ヘッジ損益に前年度と比較して変動があった場合には、ヘッジ会計を適用していると判断した場合、結果、サンプル全体の適用率は34.8%という結果となった<sup>2)</sup>。そこから更に、製造業、非製造業、金融業に分けて適用率を比較してみると、金融業が最も高く61.0%の適用率であり、製造業では、39.8%、非製造業では、26.5%と、産業によって適用率が大きく変わることがわかる<sup>3)</sup>。

ただ、同じ産業群である金融業の中であっても、個々の業種に目を向けてみると、銀行業77.1%、保険業66.7%の適用率である一方で、証券業、商品先物取引業では12.5%と適用率に大きな違いが見られる。これは、ストックビジネスである銀行業や保険業とフロービジネスである証券業との間の違いがヘッジ会計の適用率の違いにも表れていると考えられる。

#### 3.2. 日本のデリバティブ市場について

次に、ヘッジの手段であるデリバティブの市場に関して概観する。デリバティブの国際的な統計に関しては、BISやIMFの統計を用いるのが一般的であるが、国内市場のみの分析であれば、日本銀行が定期的に公表している統計を用いるのが有効である<sup>4)</sup>。(表2)は、2012年12月末基準の公表データを用いて、デリバティブの想定元本をデリバティブ種別、取引商品、取引期間別に分類したものである。デリバティブは、ヘッジ以外にもマーケットメイク、トレーディング、ALMといった様々な目的で利用されており、取引の外形上は、目的まで特定することはできないが、その種別から対象となるリスクや、商品と期間から有効なヘッジ手段として利用されるデリバティブがある程度、特定することができる。

表1 日本企業の上場企業のヘッジ会計の適用比率

区 分	企業数	ヘッジ会計		適用比率
		非適用	適 用	
製造業	1,064	641	423	39.8%
非製造業	1,066	784	282	26.5%
金融機関	136	53	83	61.0%
銀行業	83	19	64	77.1%
保険業	9	3	66	6.7%
その他金融業	20	10	10	50.0%
証券、商品先物取引業	24	21	3	12.5%
	2,266	1,478	788	34.8%

出所：日本政策投資銀行「財務データバンク」、Bloomberg

表2 日本のデリバティブ市場規模（想定元本）（種別、取引、期間別）

（単位：百万ドル）

OTC取引合計	想定元本		1年以内	1年超 5年以内	5年超
	47,078,238	93.17%			
うち外為関連取引	5,915,586	12.57%			
フォワード・為替スワップ	2,839,803		3,266,732	1,255,826	346,681
通貨スワップ	2,029,436				
オプション（売り）	532,707		326,884	179,839	25,987
オプション（買い）	513,645		314,400	167,717	31,528
うち金利関連取引	40,999,428	87.09%			
FRA（金利先渡取引）	2,285,962		11,779,874	16,281,935	8,568,723
金利スワップ	34,344,570				
オプション（売り）	2,291,234		614,332	1,036,763	640,141
オプション（買い）	2,077,661		477,233	938,501	661,929
うちエクイティ関連取引	140,973	0.30%			
フォワード・スワップ	30,232		6,009	13,112	11,110
オプション（売り）	57,892		24,026	23,766	10,101
オプション（買い）	52,850		23,117	21,190	8,546
うちコモディティ関連取引	22,251	0.05%			
フォワード・スワップ	13,054				
オプション（売り）	4,584				
オプション（買い）	4,613				
クレジット・デリバティブ	1,047,913				
取引所取引合計	3,450,785	6.83%			
うちコモディティ関連取引	180	0.01%			
うち外為関連取引	3,353,152	97.17%			
うち金利関連取引	91,183	2.64%			
うちエクイティ関連取引	6,270	0.18%			
OTC取引+取引所取引合計	50,529,023				

出所：日本銀行

想定元本ベースでのデリバティブ種別では、金利関連と為替関連の取引が、OTC取引の99.6%を占めている。また取引商品の内訳は、金利関連取引では、金利スワップが全体の83.8%を占めており、為替関連取引では、通貨スワップが34.3%、フォワードも含めた為替スワップが48.0%を占めている。これらの3つの取引でOTC取引全体の

想定元本ベースで83.2%を占めている。

更に、主な取引商品の取引期間を1年未満と1年以上に分類してみると、金利関連では、金利スワップにFRAも加えた1年未満の取引の比率が32.2%であるのに対し、スワップにフォワードを加えた1年未満の為替取引は、67.1%を占めている。



実務上、フォワード取引や1年未満の為替スワップは資金調達目的で利用されることを勘案すると、ヘッジ手段として利用されているデリバティブの取引商品は、金利スワップ若しくは期間1年以上の通貨スワップであり、これらの商品によって繰延ヘッジを用いてヘッジできるリスクは金利リスクであると考えられる。

## 4. 先行研究

ファイナンス分野の先行研究では、海外を中心として、企業がヘッジ取引を行なう要因について企業活動とヘッジ取引との関係、期待倒産コストの低減や節税効果などから企業価値向上との関係等、様々な実証分析がなされている<sup>5)</sup>。また、銀行業に関する研究では、デリバティブの利用とバランスシートの規模や流動資産、預金等の負債の規模に有意に正関係があることが、数多くの先行研究の中で示されている<sup>6)</sup>（たとえば、Sinkey and Carter, 2001）。しかし、取引の目的がヘッジ取引であるか、ヘッジ取引に関してもヘッジ会計を適用しているか否かに関しては、取引の外形だけで判断することは難しいことから、先行研究においてもヘッジ取引若しくはデリバティブ取引全般を対象とした分析がなされている。

会計基準に関する理論研究では、ヘッジ会計を事業投資から発生するキャッシュフローのヘッジ行為を経営者から投資家への有用な情報伝達手段として位置付けている。これは、日本基準ではヘッジ会計を適用するデリバティブ取引には、企業の経営者が事業投資に付随するリスクをヘッジするという明確な意図が会計情報に含まれると考えられている。（斉藤, 2009）

ヘッジ会計を適用しないヘッジ取引は投機取引と明確に区分している点は、海外のヘッジに関する先行研究と異なる点である。また、日本におけ

る会計情報についての考え方を基本として、ヘッジの意図が実際の企業活動に反映され財務情報との関係について実証分析している点が、本稿の会計研究上の新規性である。

## 5. リサーチクエッション

企業がヘッジ会計を適用する財務情報上の要因としては、バランスシートに内包されるリスクを軽減することを目的に利用すると考えられており、バランスシートの規模とヘッジ行為との間に正に有意な関係があると考えられる。しかし、銀行業のようなバランスシートの大半が金融資産、金融負債で構成されており、かつトレーディング勘定の利用や会計基準の適用要件が緩和された手法の利用が認められている業種では、バランスシートの規模に関する要因は、デリバティブを利用するという動機とは異なりヘッジ会計適用の判断要因に影響を及ぼさないのではないか。

## 6. 分析方法

### 6.1. 説明変数について

銀行業の資産、負債の大半は、金融資産、金融負債から構成されており、バランスシート全体のリスクをマネージするためにALMについての方針を策定している。その方針に従って、運用、調達を実行し、ポートフォリオを構築している。具体的には、総資産（Ta）における金融資産は、証書貸付に代表される長期貸出（loan）と、手形貸付に代表される短期貸出（L<sub>BD</sub>）に分類され、有価証券運用は、資金流動性を重視した国債に代表される債券運用（sec\_ex\_stock）と、株式に代表される純投資としての運用（stock）に分類される。負債（Lib）における金融負債は、銀行業としての預金（dep）と一般事業法人と同様の債

券や借入による長期調達 (long\_fond) に大別されるが、特に預金に関しては、普通預金や当座預金に代表される決済性預金 (COSD\_dep) と定期性預金 (Term\_dep) に分類される。このように銀行業は、期間やリスクプロファイルの異なった金融資産、金融負債を数多く保有している。

ヘッジ会計を適用する場合には、通常、ヘッジ対象とヘッジ手段の1対1の対応関係を満たしていることが適用要件として求められている。しかし、金融機関の場合、ヘッジ要素の対応関係を個々

の資産、負債について満たしていくことが実務上、難しい場合と考えられることから、日本基準では、リスク管理方針を別途定めることによって、要件を緩和した手法である包括ヘッジの適用が認められている<sup>7)</sup>。

また、銀行業は、貸出や預金といった経常的な金融資産、金融負債は通常、銀行勘定において認識されるが、高度なリスクマネジメントの要件を満たすことにより、トレーディング取引等を目的とした特定取引勘定と呼ばれる特別勘定を設置す

表3 説明変数

説明変数	内容	
特定取引勘定の有無	toradhing_account	特定取引勘定設置の有無 (有 = 1、無 = 0)
包括ヘッジ方針の有無	potoforio_hedge	業種別24号・25号に関して、重要な会計上の方針の有無 (有 = 1、無 = 0)
負債	ln_ToT_Lib	負債 (対数)
預金	ln_dep	預金総額 (対数)
預金 (決済性預金除く)	ln_Term_depo	定期性預金の合計値 (対数)
決済性預金	ln_COSD_dep	決済性預金の合計 (対数)
長期調達	ln_long_fund	社債、債権 (金融債)、銀行借入 (インターバンク等市場取引除く) の合計
純資産	ln_ToT_NA	純資産 (対数)
貸出	ln_loans and bills discounted	融資 (対数)
融資	ln_Loan	証書貸付 (対数)
融資 (証書貸出除く)	ln_L_BD	割引手形、手形貸付の合計 (対数)
有価証券 (株式除く)	ln_sec_ex_stock	銀行勘定で保有する有価証券のうち株式を除いたもの (対数)
株式	ln_stock	銀行勘定で保有する株式 (対数)
総負債総資産比率	Lib_Ta	総資産に対する総負債の比率
預金総負債比率	dep_Lib	総負債に対する預金総額の比率
預金 (決済性預金除く) 総負債比率	Term_depo_Lib	総負債に対する定期性預金の合計額の比率
決済性預金総負債比率	COSD_depo_Lib	総負債に対する決済性預金の合計額の比率
長期調達比率	long_fund_Lib	総負債に対する社債、債権 (金融債)、銀行借入合計額の比率
貸出資産総資産比率	loan_billD_Ta	総資産に対する貸出資産の比率
銀行融資総資産比率	loan_Ta	総資産に対する銀行融資の比率
銀行融資 (証書貸出除く) 総資産比率	L_BD_Ta	総資産に対する割引手形、手形貸付の合計額の比率
有価証券 (株式除く) 総資産比率	sec_ex_stock_Ta	総資産に対する銀行勘定で保有する株式を除く有価証券の比率
自己資本比率 (修正)	capital_ratio_adj	自己資本比率連結 (連結のないものは単体)

定期性預金 = 譲渡性預金 + 定期積立預金 + 定期預金の合計値、決済性預金 = 普通預金 + 当座預金 + 通知預金の合計値  
出所: 全銀協、有価証券報告書

ることが認められている。更に、自己資本についてBISの定める自己資本比率に関する規制を受けており、先行研究においても、デリバティブ使用との関連性が指摘されている。自己資本比率（capital\_ratio\_adj）に関しては、連結ベースを基本としているが、単体開示のみの場合には、単体ベースでの自己資本比率を採用している。

金融資産、金融負債といったヘッジ対象以外にヘッジ会計並びにデリバティブ使用について関連する銀行業固有の説明変数により業種固有の要因をコントロールしている。包括ヘッジの代理変数として、重要な会計方針における業種別24号、25号の枠組の開示の有無（portfolio\_hedge）、デリバティブ使用に関して高度なリスク管理が求められる業務を行っていることの代理変数としての特定取引勘定の設置の有無（trading\_account）について、それぞれダミー変数を用いてコントロールしている。

## 6.2. モデルについて

実証分析にあたっては、ヘッジ会計の有無を被説明変数としたロジットモデルによる分析を行う。ヘッジ対象を説明変数としてその限界効果から、ヘッジ会計適用する要因について考察する。

$hedge\_accounting = \begin{cases} 0 \dots 2011\text{年度において繰延ヘッジ損益の増減がなかった場合} \\ 1 \dots \text{①繰延ヘッジ損益の増減があった場合、②繰延ヘッジ損益の増減がなかった場合で且つ時価ヘッジの利用が開示されている場合} \end{cases}$

ヘッジ会計適用の要件について、ヘッジ対象となる資産、負債の規模との関係について分析する。銀行業固有の要件として、資本に関する制約を自己資本比率とトレーディング取引、ヘッジ会計適用要件の緩和については、ダミー変数を用いてコ

ントロールしている。そして、ヘッジ対象の規模に関して、ヘッジ会計の適用についての分析を以下のステップに分けて分析を行う。

### 6.2.1. ヘッジ対象との絶対的な規模について

バランスシートの絶対的な規模がヘッジ会計適用に及ぼす影響を分析する。総資産の規模にあたっては、ヘッジ対象となる総負債（ln\_ToT\_Lib）とヘッジ対象外である純資産（ln\_ToT\_Na）の面から分析を行っている。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 \ln\_ToT\_Lib_i + a_2 \ln\_ToT\_Na_i + a_3 capital\_ratio\_adj_i + a_4 trading\_account_i + a_5 portfolio\_hedge_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

次に、ヘッジ対象を属性によって区分し、ヘッジ会計の適用の要因について分析する。銀行業のバランスシートの特徴の1つは、バランスシートを構成する資産、負債の金融資産と金融負債で構成されている点である。一般事業法人と同様に起債や借入金によって資金調達も行う一方、預金による資金調達や融資、債券による資金運用も行っている。

金融資産では、貸出（ln\_loan\_and\_bills\_discounted）と有価証券運用に大別され、有価証券運用に関しては、ヘッジ対象資産となる債券運用（ln\_sec\_ex\_stock）と純投資である株式運用（ln\_stock）に区分できる。金融負債については、銀行業固有の調達手段である預金（ln\_dep）と企業としての調達手段である起債や借入金による長期調達（ln\_long\_fund）に区分できる。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 \ln\_dep_i + a_2 \ln\_long\_fund_i + a_3 \ln\_loan\_and\_bills\_discounted_i + a_4 \ln\_sec\_ex\_stock_i + a_5 \ln\_stock_i + a_6 capital\_ratio\_adj_i + a_7 trading\_account_i + a_8 portfolio\_hedge_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

更に、（2）の属性区分よりも対象を限定し金

融商品レベルで区分する。銀行業の開示科目では、商品別に表示されており、それらに内在するリスクも、金融商品によってある程度判断できる。証書貸出 (ln\_Loan) によって長期貸出と手形貸出 (ln\_L\_BD) によって短期貸出に、預金に関しては、決済性預金 (ln\_COSD\_depo) によって短期調達と定期性預金 (ln\_Term\_depo) によって長期調達にそれぞれ区分できる。本分析によって、金融商品に内在するリスク量が絶対的な規模とヘッジ会計を適用するインセンティブとの関係を明らかにする。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 \ln\_Term\_depo_i + a_2 \ln\_COSD\_depo_i + a_3 \ln\_long\_fund_i + a_4 \ln\_Loan_i + a_5 \ln\_L\_BD_i + a_6 \ln\_sec\_ex\_stock_i + a_7 \ln\_stock_i + a_8 \text{capital\_ratio\_adj}_i + a_9 \text{trading\_account}_i + a_{10} \text{portfolio\_hedge}_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

#### 6.2.2. ヘッジ対象との相対的な規模について

バランスシートの相対的な規模に関しては、まず、総資産に占める負債の比率 (Lib\_Ta) がヘッジ会計適用に及ぼす影響に関して分析する。ファイナンス分野では、ヘッジのインセンティブと負債との関連性についての先行研究も数多くあるが、銀行業のような金融負債が大半を占めるような場合でも同様のインセンティブが働くかを確認する。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 Lib\_Ta_i + a_2 \text{capital\_ratio\_adj}_i + a_3 \text{trading\_account}_i + a_4 \text{portfolio\_hedge}_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

次に預金及び長期調達が総負債に対して占めるそれぞれの比率 (dep\_Lib、long\_fund\_Lib) と融資、債券運用、株式運用が総資産に対して占めるそれぞれの比率 (loan\_billsD\_Ta、sec\_ex\_stock\_Ta、stock\_Ta) を説明変数とする。金融資産、金融負債の相対的な規模とヘッジ会計適用のインセンティブの働きの違いについて明らかにする。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 \text{dep\_Lib}_i + a_2 \text{long\_fund\_Lib}_i + a_3 \text{loan\_billsD\_Ta}_i + a_4 \text{sec\_ex\_stock\_Ta}_i + a_5 \text{stock\_Ta}_i + a_6 \text{capital\_ratio\_adj}_i + a_7 \text{trading\_account}_i + a_8 \text{portfolio\_hedge}_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

更に、金融商品のレベルまでヘッジ対象を区分し、預金に関しては、決済性預金と定期性預金の総負債に占めるそれぞれの比率 (COSD\_depo\_Lib、Term\_depo\_Lib) と貸出に関しては、証書貸付と手形貸付に対する総資産に占めるそれぞれの比率 (Loan\_Ta、L\_BD\_Ta) を説明変数として分析を行う。長期と短期の金融商品に内在するリスクの違いによる総資産、総負債に占める相対的な規模とヘッジ会計を適用するインセンティブとの関係を明らかにする。

$$hedge\_accounting_i = a_0 + a_1 \text{Term\_depo\_Lib}_i + a_2 \text{COSD\_depo\_Lib}_i + a_3 \text{long\_fund\_Lib}_i + a_4 \text{Loan\_Ta}_i + a_5 \text{L\_BD\_Ta}_i + a_6 \text{sec\_ex\_stock\_Ta}_i + a_7 \text{stock\_Ta}_i + a_8 \text{capital\_ratio\_adj}_i + a_9 \text{trading\_account}_i + a_{10} \text{portfolio\_hedge}_i + \varepsilon_i \quad (6)$$

## 7. 分析結果

### 7.1. データについて

各銀行の財務データは、一般社団法人全国銀行協会が公表している2011年度の各行別財務諸表から取得している。分析対象は、都市銀行6行、第一地銀63行、第二地銀42行、信託銀行6行に、新生銀行とあおぞら銀行を加えた計119行としている<sup>8)</sup>。また、銀行本体のヘッジ活動を分析することを目的としていることから、単体の財務データを用いている。特定取引勘定の有無、包括ヘッジの有無、自己資本比率の情報に関しては、同協会が公表している銀行別諸比率表から取得している。

表4 記述統計量

（単位：百万円）

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Term_depo	119	2,589,191	5,663,199	0	45,512,304
COSD_depo	119	2,662,857	7,877,599	0	64,300,809
long_fund	119	469,716	1,783,895	0	10,800,123
sec_ex_stock	119	2,004,184	6,437,125	0	54,600,050
stocks	119	159,829	521,986	0	3,674,325
L_BD	119	197,449	424,641	0	3,774,960
Loan	119	3,074,259	6,940,909	0	51,700,115
COSD_depo_Lib	119	0.399	0.117	0.000	0.626
Term_depo_Lib	119	0.508	0.112	0.000	0.732
long_fund_Lib	119	0.028	0.046	0.000	0.336
sec_ex_stok_Ta	119	0.250	0.081	0.000	0.579
stock_Ta	119	0.015	0.010	0.000	0.056
loan_Ta	119	0.535	0.097	0.000	0.761
L_BD_Ta	119	0.043	0.021	0.000	0.108
capital_ratio_adj	119	0.119	0.031	0.067	0.314
toradging_account (Dummy)	119	0.202	0.403	0	1
potoforio_hedge (Dummy)	119	0.462	0.501	0	1

## 7.2. 分析結果について

ヘッジ対象の絶対的な規模とヘッジ会計適用に関するインセンティブに関して（1）において、総資産の規模との間に有意な関係は見られなかった。（2）においても、ヘッジ対象となる金融資産、金融負債の属性に関しても絶対的な規模に関して有意な結果とならなかった。金融商品レベルでのヘッジ対象について分析した（3）では、定期性預金（ln\_Term\_depo）の規模との関係において5%の有意水準で正の関係と、証書貸付（ln\_Loan）の規模との関係において10%の有意水準で負の関係が確認できた。また、包括ヘッジの枠組みの有無（portforio\_hedge）を示すダミー変数に関しては、各モデルにおいて1%の有意水準で、包括ヘッジの枠組みを持つこととヘッジ会計を適用するインセンティブの間に正の関係が認められた。

ヘッジ対象の相対的な規模とヘッジ会計適用に

関するインセンティブに関して（4）において、総資産に占める負債の規模（Lib\_Ta）、自己資本比率（capital\_ratio\_adj）、について5%の有意水準で正の関係が認められた。また、包括ヘッジの枠組みの有無（portforio\_hedge）に関しては1%の有意水準で、特定取引勘定の有無（trading\_account）に関しても10%の有意水準で正の関係が認められている。（modelE）におけるヘッジ対象となる金融資産、金融負債の属性に対する相対的な規模に関しては、金融負債においては、預金に対する総負債の比率（dep\_Lib）に関して、5%の有意水準で正の関係は認められたが、金融資産のうち、ヘッジ対象となる資産である融資と債券運用が総資産に占める比率（loan\_billsD\_Ta）（sec\_ex\_stock\_Ta）に関しては、それぞれ負の関係を示しているが、有意水準とはならなかった。更に、（5）における金融商品レベルでの相対的な規模に関しての分析結果については、決済性預

表5-1 分析結果

説明変数	被説明変数	ヘッジ会計適用有無 hedge_accounting			
			(1)	(2)	(3)
	符号	b/Z	b/Z	b/Z	
特定取引勘定 (ダミー変数)	toradhing_account	(+)	1.1833 [0.98]	0.9435 [0.75]	0.8813 [0.68]
包括ヘッジ方針 (ダミー変数)	potoforio_hedge	(+)	1.8514 [3.40]***	2.0744 [3.50]***	2.3115 [3.62]***
負債	ln_ToT_Lib	(+)	1.8488 [1.55]		
預金	ln_dep	(+)		5.047 [1.21]	
預金 (決済性預金除く)	ln_Term_depo	(+)			8.5227 [2.31]**
決済性預金	ln_COSD_depo	(+)			2.7366 [1.32]
長期調達	ln_long_fund	(+)		0.2658 [1.08]	0.2055 [0.81]
純資産	ln_ToT_NA	(-)	-0.4923 [-0.43]		
貸出	ln_loans and billdiscounted	(-)		-2.3805 [-0.69]	
融資	ln_Loan	(-)			-5.9603 [-1.65]*
融資 (証書貸出除く)	ln_L_BD	(-)			-0.8997 [-1.42]
有価証券 (株式除く)	ln_sec_ex_stock	(-)		-1.6722 [-1.25]	-2.6738 [-1.61]
株式	ln_stock	(+)		0.296 [0.63]	0.1642 [0.33]
自己資本比率 (修正)	capital_ratio_adj	(+)	17.8861 [1.29]	27.5039 [1.52]	33.4248 [1.80]*
	_cons		-23.8851 [-3.28]***	-26.8589 [-3.17]***	-35.2217 [-3.40]***
	N		119	113	113
	Prude R2		0.4196	0.4466	0.4834
	適合比率		0.7899	0.8319	0.8142

\* p < 0.1, \*\* p < 0.05, \*\*\* p < 0.01

金が負債に占める相対的な比率 (COSD\_depo\_Lib) に関して 5% の有意水準で正の関係が認められたが、長期調達との関係においては有意な結果とはならなかった。一方、資産サイドの金融商品においては、短期貸出と債券運用との総資産に占める比率 (L\_BD\_Ta) (sec\_ex\_stock\_Ta) に関して、それぞれ10%の有意水準で負の関係が認

められた。包括ヘッジの枠組みの有無(portfolio\_hedge) を示すダミー変数に関しては、(5) (6) においても 1% の有意水準で、正の関係が認められた。

表5-2 分析結果

説明変数		被説明変数 ヘッジ会計適用有無 hedge_accounting			
			(4)	(5)	(6)
	符号	b/Z	b/Z	b/Z	
特定取引勘定（ダミー変数）	toradhing_account	(+)	2.0752 [1.98]*	1.3837 [1.19]	1.0638 [0.88]
包括ヘッジ方針（ダミー変数）	potoforio_hedge	(+)	2.1361 [4.25]***	2.2164 [4.24]***	1.9988 [3.74]***
総負債総資産比率	Lib_Ta	(+)	36.7523 [2.08]**		
預金総負債比率	dep_Lib	(+)		12.7651 [2.09]**	
預金（決済性預金除く）総負債比率	Term_depo_Lib	(+)			8.2186 [1.40]
決済性預金総負債比率	COSD_depo_Lib	(+)			10.7873 [2.10]**
長期調達比率	long_fund_Lib	(+)		39.0924 [1.90]*	25.5594 [1.36]
貸出資産総資産比率	loan_billD_Ta	(-)		-14.8205 [-1.51]	
銀行融資総資産比率	loan_Ta	(-)			-11.9685 [-1.44]
銀行融資（証書貸出除く）総資産比率	L_BD_Ta	(-)			-28.3292 [-1.73]*
有価証券（株式除く）総資産比率	sec_ex_stock_Ta	(-)		-12.6547 [-1.54]	-13.8994 [-1.74]*
株式総資産比率	stock_Ta	(+)		16.401 [0.53]	10.2652 [0.31]
自己資本比率（修正）	capital_ratio_adj	(+)	40.3215 [2.47]**	34.4812 [1.96]**	27.5052 [1.58]
	_cons		-40.4969 [-2.20]**	-4.7134 [-0.71]	-1.9306 [-0.29]
	N		119	119	119
	Prude R2		0.3384	0.3544	0.3694
	適合比率		0.7899	0.8067	0.8235

\* p &lt; 0.1, \*\* p &lt; 0.05, \*\*\* p &lt; 0.01

## 8. 結論と今後の課題

ヘッジ会計は、企業の事業投資から発生するキャッシュフローから市場の相場変動の要因をヘッジ手段としてデリバティブを用いることによって、収支の安定性を高める為に利用される会計処理である。本稿は、銀行業のような、ヘッジ対象となる金融資産や金融負債を多く保有し、且つ、ヘッジ手段であるデリバティブのマーケットメイ

クも行っている業種でも同様のインセンティブが働くか、若しくは業種固有の要因や行動思考が存在し、ファイナンス研究でのコンセンサスとは異なる結果になるか否かについて分析をおこなった。

ヘッジに関する先行研究では、バランスシートの規模が、企業のヘッジ活動のインセンティブとなることに関しては、海外、国内の先行研究の中でも正に有意な関係について確認されている。し

かし、本稿での分析の結果では、ヘッジ対象の規模との関係において、定期性預金や融資といった一部の金融商品レベルでの有意な関係は認められたが、全般的にはヘッジ対象の絶対的な規模がヘッジ会計適用に関するインセンティブへの影響は乏しいものであった。また、ヘッジ対象の資産や負債に対する相対的な規模とヘッジ会計を適用するインセンティブに関しては、負債サイドの説明変数において有意に正の関係を確認することができたが、資産サイドも含めて考えた場合には、ヘッジ対象の相対的な規模がヘッジ会計適用に対するインセンティブに明らかに影響を及ぼしているとは言い難いものであった。

一方、包括ヘッジの代理変数である、業種別24号、25号の枠組の開示の有無 (portforio\_hedge) に関しては、1%の有意水準で正の関係を示しており、限界効果は小さいものの会計基準の適用を緩和した枠組みがヘッジ会計適用のインセンティブに影響を及ぼしていることを分析結果上、示唆している。

分析結果の含意は、銀行業のような金融業は、一般事業法人のようなリスクヘッジ的な基準でヘッジ会計を“適用する”“適用しない”の判断を行うのではなく、企業としてのリスクマネジメントの数多ある手段の一つとしてヘッジ会計の適用の判断を行っているのではないかということである。従って、ヘッジ会計の適用を前提として考えた場合、企業としての行動を分析する為には、ヘッジ会計を適用するかしないかに関してよりも寧ろ、適用を前提に、どこまでの水準に関してヘッジ会計を適用するか重点を置いた分析が必要であると考えられる。

今後の課題は、銀行業のようなヘッジ会計の適用率の高い業種に関して、会計基準の適用の有無だけでなくヘッジ会計を適用しているデリバティブの想定元本や適用している比率等による量的

変数によるヘッジ適用の水準を被説明変数とすることによって、分析の範囲を拡大させることであると考える。

以上

《注》

- 1) 日本基準のヘッジ会計に関しては、金融商品会計基準の第29項～34項に定められている。
- 2) 東証上場（東証1部、東証2部、マザーズ）のうち日本国内に拠点を置く事業法人であり、ファンド、事業年度1未満若しくは対象年度内に上場廃止した企業は除いた、決算年度ベースでのデータより作成した。東証業種コード並びに繰り延べヘッジ損益の変動値についてBloombergより取得している。
- 3) 東証33業種を基準に分類し、製造業、非製造業、金融業にそれぞれ該当する業種をグループ化している。
- 4) 日本銀行がBSI統計を同じ集計基準で「デリバティブに関する定例市場報告」として日本国内市場の取引のみを対象として公表している。これらの報告は、日銀取引先の金融機関から集計したものであり、デリバティブの種類、ポジション、想定元本、取引商品、取引相手先、取引期間(1部)についての計表の形となっている。
- 5) 海外での研究では、資金調達や為替取引とヘッジ取引との関係を述べた、Nance et al. (1993)、Géczy et al. (1997)がある。ヘッジ行為の企業の期待倒産コストの低減の観点から企業のヘッジ取引に関するインセンティブを指摘した研究としてはSmith and Stutz (1985)が代表的である。また、Graham and Rogers (2002)のように負債利用による節税効果とヘッジ活動との関連から、ヘッジ行為のインセンティブを指摘した研究もある。日本での研究では、柳瀬 (2010) が、東証一部上場企業を対象に、企業のデリバティブの利用とヘッジ動機に関する分析を行っている。
- 6) 本文中に示したものの以外でも、銀行のバランスシートの規模とデリバティブの利用との間で正の関係を述べているものとしてはKoppenhaver (1990)、Kim and Koppenhaver (1992)、Gunther and Siems (2002) などがある。また、規模を大手銀行の代理変数として、内部統制や人材インフラが整っていることからデリバティブを利用しやすい環境にあることを述べていることも指摘している。
- 7) 日本における包括ヘッジは、金融商品会計基準の第99項に金融機関に適用することが認められ、業種別監査委員会報告第24号、第25号において具体的な規定が定められている。
- 8) 公表データのうち第1地銀の北九州銀行は、分析年度期の途中より営業を開始していることから対象外としている。



参考文献

- あずさ監査法人編, 2013. 『金融商品会計の実務』, 第4版, 東洋経済新報社.
- 萩茂生, 長谷川芳孝, 2006. 『ヘッジ取引の会計と税務』, 第4版, 中央経済社.
- Harold, Bierman, Jr., L. Todd Johnson, and D. Scott Peterson., 1991. Hedge Accounting: An Exploratory Study of the Underlying, FASB. (白鳥庄之助他訳, 1997. 『ヘッジ会計: 基本問題の探求』, 増補版, 中央経済社.)
- 斎藤静樹, 2010. 『会計基準の研究』, 増補版, 中央経済社.
- 米山正樹, 2008. 『会計基準の整合性分析』, 中央経済社.
- Ge'czy, C., Minton, B. A., & Schrand, C., 1997. Why firms use currency derivatives. *Journal of Finance* 52(4), 1323-1354.
- Graham, JR, and DA Rogers., 2002. Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?. *The Journal of Finance* 57(2), 815-840.
- Gunther, J. W., & Siems, T. F., 2002. The likelihood and extent of banks' involvement with interest-rate derivatives as end-users. *Research in Finance* 19(1), 125-142.
- Jr, JF Sinkey, and DA Carter., 2001. Evidence on the Financial Characteristics of Banks That Do and Do Not Use Derivatives. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 40 (3), 431-449.
- Kim, S.-H., & Koppenhaver, G. D., 1992. An empirical analysis of bank interest-rate swaps. *Journal of Financial Services Research* 7(1), 57-74.
- Koppenhaver, G. D., 1990. An empirical analysis of bank hedging in futures markets. *Journal of Futures Markets* 10 (1), 1-12.
- Nance, D. R., Smith, C. W., Jr., & Smithson, C. W., 1993. On the determinants of corporate hedging. *The Journal of Finance* 48(1), 267-284.
- 斎藤静樹, 1999. 「キャッシュフローヘッジの概念とヘッジ会計の方法」『会計』156 (6), 1-14.
- 桜井貴憲, 1999. 「キャッシュフローヘッジ会計の国際比較研究」『会計』156 (3), 137-149.
- Smith, CW, and RM Stulz., 1985a. The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of financial and quantitative* 20(4), 391-406.
- Triki, Thouraya., 2005. Research on Corporate Hedging Theories : A Critical Review of the Evidence to Date. Working Paper No. 05-04, HEC Montrea.,
- 柳瀬典由, 2011. 「わが国企業のデリバティブ利用とヘッジ行動」『証券アナリストジャーナル』49 (2), 66-75.

# 資 料

【資料1】

日本ディスクロージャー研究学会役員一覧  
(任期：2012年4月1日～2015年3月31日)

[会長]	黒川行治 (慶應義塾大学)	
[名誉会長]	柴 健次 (関西大学)	日本学術会議および関西地区担当
[副会長]	薄井 彰 (早稲田大学) 亀川雅人 (立教大学)	研究および大会担当および関東地区担当 研究および大会担当、経営関連学会評議員
[常任理事]	中條祐介 (横浜市立大学) 吉田和生 (名古屋市立大学) 大柳康司 (専修大学) 岩渕昭子 (東京経営短期大学) 坂上 学 (法政大学) 村井秀樹 (日本大学)	学会誌編集委員長 会報、故須田先生追悼記念事業および中部地区担当 会員担当およびディスクロージャー研究会議担当 会計担当 年報編集委員長およびウェブ・広報担当 渉外担当
[理事]	青木茂男 (青山学院大学) 石川博行 (大阪市立大学) 太田三郎 (千葉商科大学) 音川和久 (神戸大学) 加賀谷哲之 (一橋大学) 黒川保美 (専修大学) 首藤昭信 (神戸大学) 竹原 均 (早稲田大学) 八田進二 (青山学院大学) 古山 徹 (日経メディアマーケティング株式会社)	青淵正幸 (立教大学) 伊藤邦雄 (一橋大学) 奥村雅史 (早稲田大学) 乙政正太 (関西大学) 國村道雄 (名城大学) 小西範幸 (青山学院大学) 多賀谷充 (青山学院大学) 野口晃弘 (名古屋大学) 星野優太 (名古屋市立大学) 吉田 靖 (千葉商科大学)
[監事]	瓦谷純一 (瓦谷公認会計士事務所)	町田祥弘 (青山学院大学)
[幹事]	浅野敬志 (首都大学東京) 国見真理子 (田園調布学園大学)	記録担当 会員・出納担当

## 【資料2】

### 日本ディスクロージャー研究学会第7回研究大会プログラム

2013年5月11日（土）～12日（日）

福島学院大学・宮代キャンパス

#### 大会1日目 5月11日（土）

■理事会（11：00～12：00）

■会員総会（12：30～13：00）

■統一論題報告（11：00～17：00）

■特別講演（13：00～14：00）

「福島原発事故にみられたリスク・コミュニケーションの問題点」

野村修也氏（中央大学法科大学院教授・弁護士）

■統一論題報告（14：05～16：15）

テーマ「東日本大震災後のリスク開示と情報のディスクロージャーのあり方」

司会：黒川行治氏（慶應義塾大学）

統一論題解題

黒川行治氏（慶應義塾大学）

第1報告「リスク・コミュニケーションの現代的意義」

吉川肇子氏（慶應義塾大学）

第2報告「東日本大震災と福島第一原発事故をめぐる情報：福島在住者の視点から」

藤野美都子氏（福島県立医科大学）

第3報告「ディスクロージャーの原点を探る—会計が果たす役割を中心に—」

八田進二氏（青山学院大学）

第4報告「リスクのディスクロージャーに関する研究の必要性」

柴健次氏（関西大学）

■統一論題討論（16：30～17：45）

座長：黒川行治氏（慶應義塾大学）

討論者：野村修也氏（中央大学法科大学院教授・弁護士）

吉川肇子氏（慶應義塾大学）

藤野美都子氏（福島県立医科大学）

八田進二氏（青山学院大学）

柴 健次氏（関西大学）

■懇親会（19：00～20：30）

大会2日目 5月12日（日）

■特別プロジェクト（10：00～11：20）

司 会：音川和久氏（神戸大学）

第1報告 「東日本大震災のディスクロージャー問題に関する実証研究」

代表：薄井 彰氏（早稲田大学）

浅野敬志氏（首都大学東京）・稲葉喜子氏（早稲田大学）・海老原崇氏（武蔵大学）・

大鹿智基氏（早稲田大学）・奥村雅史氏（早稲田大学）・乙政正太氏（関西大学）・

坂上 学氏（法政大学）・中野貴之氏（法政大学）・吉田和生氏（名古屋市立大学）・

吉田 靖氏（東京経済大学）

司 会：亀川雅人氏（立教大学）

第2報告 「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」

代表：柴 健次氏（関西大学）

副代表：太田三郎氏（千葉商科大学）・副代表：本間基照氏（インターリスク総研）

金子友裕氏（岩手県立大学）・佐藤綾子氏（早稲田大学）・円谷昭一氏（一橋大学）・

中島真澄氏（福島学院大学）

■自由論題報告・院生コロキウム（11：30～14：30）

○第1会場 自由論題報告

司 会：木村史彦氏（東北大学）

第1報告 「東日本大震災によるディスクロージャー実務への影響—被災地企業に関する定性的調査」

川島健司氏（法政大学）

ディスカッサント：村宮克彦氏（大阪大学）

第2報告 「東日本大震災復興ファンドの現状と情報開示のあり方に関する一考察」

杉浦慶一氏（日本バイアウト研究所）

ディスカッサント：青淵正幸氏（立教大学）

司 会：高橋 衛氏（浜松大学）

第3報告 「情報開示の有効性向上にいかに取り組むべきか」

円谷昭一氏（一橋大学）

ディスカッサント：坂上 学氏（法政大学）

第4報告 「風評被害とディスクロージャー」

岩渕昭子氏（東京経営短期大学）

ディスカッサント：町田祥弘氏（青山学院大学）

○第2会場 院生コロキウム・自由論題報告

司 会：橋本 尚氏（青山学院大学）

第1報告 「地方議会における財務報告活用に関する事例研究」

佐藤綾子氏（早稲田大学大学院博士課程）

ディスカッサント：宗岡 徹氏（関西大学）

第2報告 「被買収企業の存続期間に関する生存時間分析-情報通信業における事例研究」

小倉賢治氏（立教大学大学院博士課程）

司 会：榎本正博氏（神戸大学）

第3報告 「子会社・関係会社との取引と企業の支払能力の関係についての一考察」

古山 徹氏（日経メディアマーケティング）

ディスカッサント：一ノ宮士郎氏（専修大学）

第4報告 「Management forecasts, idiosyncratic risk, and information environment」

奥田真也氏（大阪学院大学）・北川教央氏（神戸大学）

ディスカッサント：太田浩司氏（関西大学）

○大会参加費（会員）5,000円（当日受付・非会員）5,500円

○懇親会費（会員）4,000円（当日受付・非会員）4,500円

### 【資料3】

## 日本ディスクロージャー研究学会第8回研究大会プログラム

2014年1月11日(土)  
専修大学・神田キャンパス

### ■自由論題報告 (10:00~11:25)

○第1会場 司 会：浅野敬志（首都大学東京）

第1報告 「経営者予想情報と実績情報に対する市場の反応」

棚橋則子（名古屋市立大学大学院）

第2報告 「なぜ経営者が公表する業績予想の誤差は持続するのか」

鈴木智大（亜細亜大学）

○第2会場 司 会：中嶋教夫（明星大学）

第1報告 「のれんの換算会計処理と開示に関する一考察」

澤井康毅（慶應義塾大学大学院）

第2報告 「売上債権の増減、仕入債務の増減と支払能力の関係についての一考察」

古山 徹（日経メディアマーケティング（株））

○第3会場 司 会：吉田 靖（東京経済大学）

第1報告 「M&A効果の誤認リスクに関する研究－財務情報の視点から－」

村上暢子（筑波大学大学院）

第2報告 「M&Aに関する適時開示情報と株式市場の反応」

高橋由香里（首都大学東京）

○第4会場 司 会：吉田和生（名古屋市立大学）

第1報告 「会計保守主義が企業の資金調達活動に及ぼす影響」

石田惣平（一橋大学大学院）

第2報告 「Accrual Based and Real Activities Based Earnings Management Behavior of Family Firms in Japan」

Hitoshi Takehara (Waseda University), Tai-Yuan Chen (Hong Kong University of Science and Technology), Zhaoyang Gu (Chinese University of Hong Kong), Keiichi Kubota (Chuo University)

### ■理事会 (11:40~12:40)

## ■自由論題報告 (12:50~14:15)

○第1会場 司会：一ノ宮士郎 (専修大学)

第3報告 「銀行業におけるヘッジ会計適用に関する考察」

松山将之 (日本政策投資銀行)

第4報告 「地方銀行の貸倒引当金に対する市場の評価」

梅澤俊浩 (北九州市立大学)

○第2会場 司会：薄井 彰 (早稲田大学)

第3報告 「企業の利益の質と実体的裁量行動」

大沼 宏 (東京理科大学), 安藤博昭 (東京理科大学大学院)

第4報告 「資本剰余金配当を実施する法人の財務的特性と投資家の反応」

櫻田 譲 (北海道大学)

○第3会場 司会：山崎秀彦 (専修大学)

第3報告 「データサイエンスによる会計教育の試行、統合報告時代に向けた開示情報ユーザの育成について」

村上敏也 (慶應義塾大学大学院)

第4報告 「社外監査役の出自の違いは監査の品質に影響を及ぼすのか」

浅野信博 (大阪市立大学)

## ■統一論題報告 (14:30~16:00)

統一論題テーマ「企業不祥事におけるディスクロージャー」

司会：太田三郎 (千葉商科大学)

統一論題解題

大柳康司 (専修大学)

第1報告

末松義章 (千葉商科大学大学院・文京学院大学)

第2報告

齋藤 憲 (専修大学)

## ■パネルディスカッション (16:20~17:30)

パネリスト：末松義章 (千葉商科大学大学院・文京学院大学)

齋藤 憲 (専修大学)

大柳康司 (専修大学)

モデレーター：太田三郎 (千葉商科大学)



■懇親会（18：00～20：00）

○大会参加費（会員）2,000円（当日払いおよび非会員）3,000円

○懇親会費（会員）4,000円（当日払いおよび非会員）4,000円

【資料4】

日本ディスクロージャー研究学会  
第7回『現代ディスクロージャー研究』カンファレンス

2014年1月11日（土）  
専修大学神田キャンパス

○10：30～11：30（報告20分，コメント20分，質疑応答20分）

司 会：坂上 学（法政大学）

テーマ：変数「外国人持株比率」はなぜ有意になるのか

円谷昭一（一橋大学）

コメンテータ：田澤宗裕（名城大学）

年報 経営ディスクロージャー研究 (第13号) 編集委員会

編集長：坂上 学 (法政大学)

編集者：奥村雅史 (早稲田大学)

野口晃弘 (名古屋大学)

大柳康司 (専修大学)

町田祥弘 (青山学院大学)

編集委員：浅野敬志 (首都大学東京)

村井秀樹 (日本大学)

年報 経営ディスクロージャー研究  
第 13 号

---

発行 2014年 3月31日

編集人 坂上 学

発行人 黒川 行治

---

日本ディスクロージャー研究学会 ©2014年

〒108-8345 東京都港区三田2-15-45

慶應義塾大学 商学部会計研究室気付

---