

ISSN 1347-6963

JARDIS

年報 経営ディスクロージャー研究

第14号 / 2016年3月

年報 経営ディスクロージャー研究

第14号

日本ディスクロージャー研究学会



JARDIS 年報
経営ディスクロージャー研究
第14号 / 2016年3月

日本ディスクロージャー研究学会

序文 一年報第14号の発刊にあたって

坂 上 学 (法政大学)

諸々の事情により発刊が遅れに遅れてしまいましたが、やっとのこと『年報 経営ディスクロージャー研究』(以下、『年報』)第14号を発刊することができました。発刊が遅れ、多くの方々よりご心配の言葉をおかけいただきましたが、編集長として最後の仕事をなんとか終えたことを素直に喜びたいと思います。

第14号より大幅な編集方針の刷新があり、本学会の年報として性格を全面的に押し出すことになりました。その象徴となるのが「特集」セクションで、研究大会における統一論題報告・討論セッションの概要や特別プロジェクトの研究成果を、会員の皆様に広く内容を伝えるべく設けられたものです。

「特集1」は、2013年5月に東北大地震の被災地でもある福島の地で開催された第7回研究大会(福島学院大学)での統一論題「東日本大震災後のリスク管理と情報のディスクロージャーのあり方」を特集しました。本来であれば2013年度の活動ですので第13号に掲載すべきものですが、諸般の事情により第14号に掲載することになりました。「特集2」は第9回研究大会(名古屋大学)での統一論題「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」を、「特集3」は第10回研究大会(名古屋市立大学)での統一論題「ディスクロージャー研究の新動向」を、それぞれ特集しました。各報告の内容は当日会場で配布された要旨集に掲載された原稿を再掲したのですが、各研究大会でどのような議論がなされたのか、その概要をお届けできるのではないかと考えております。「特集4」は、特別プロジェクト(主査:野口晃弘・名古屋大学)の中間報告「負債と資本の中間項目の開示」を掲載しました。

今回新たに設けられたもう1つのセクションである「論稿」には、3つの論文が掲載されています。「論稿」セクションは各研究大会における自由論題報告の論文を掲載するもので、今号では会員への周知が不十分だったためか、2014年度に研究大会で報告された論文が16篇あったにもかかわらず、投稿された数が3篇にとどまりました。投稿を呼びかける周知方法(会員向けニュースメールによるアナウンスのみ)に問題があったのではないかと大いに反省しております。

本号は結果として、「特集」4編、「論稿」3編が掲載されることになりましたが、まだまだ多くの論稿を掲載する余地があります。研究大会で報告された論文は、投稿されれば原則としてすべて掲載することになっておりますので、会員の皆さまには奮って学会報告をしたうえで投稿していただければと思っております。

第15号より編集長が乙政正太氏(関西大学)へ交代し、本号が発刊されてすぐに『年報』第15号が発刊できるよう、鋭意編集中であると聞いています。次号より『年報』の発刊スケジュールがようやく正常化できる目途がたったことを、最後にご報告申し上げたいと思います。

年報 経営ディスクロージャー研究

No.14 2016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14号の発刊にあたって— 坂上 学

特 集

特集（1） 東日本大震災後のリスク管理と情報のディスクロージャーのあり方

- 統一論題解題 黒川 行治（3）
- リスク・コミュニケーションの現代的意義 吉川 肇子（6）
- 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（7）
- 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（7）
- 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（8）

特集（2） M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか

- 統一論題解題：M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか
..... 黒川 行治（13）
- M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか
—M&Aの促進とのれんの償却 花村 信也（16）
- M&Aの効果に関する実証研究
—測定手法と効果を左右する要因の視点から— 矢部 謙介（19）
- M&Aマネジメントの組織的課題
—M&Aによって競争力を高めるために— 中村 公一（21）

特集（3） ディスクロージャー研究の新動向

- 統一論題解題 奥田 真也（27）

- テキストマイニングとディスクロージャー研究 坂上 学 (29)
- アノマリーとディスクロージャー研究 音川 和久 (31)
- 実験研究とディスクロージャー研究 上枝 正幸 (33)

特集 (4) 2014年度特別プロジェクト中間報告

- 「負債と資本の中間項目の開示」 (39)

論 稿

- 1 SEC基準採用企業のMD&A情報と株式市場の反応 伊藤 健顕 (53)
- 2 Challenge by Goldman Sachs Group in the Competitive and Mature Market
..... Taka Okada (63)
- 3 予想外の事象に直面する企業の企業評価を決定づける要因
— 移転価格税制適用企業を題材に — 大沼 宏・櫻田 譲 (83)

資 料

- 1 日本ディスクロージャー研究学会役員一覧 (99)
- 2 日本ディスクロージャー研究学会第9回研究大会プログラム (100)
- 3 日本ディスクロージャー研究学会第10回研究大会プログラム (102)
- 4 日本ディスクロージャー研究学会第8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 (104)

東日本大震災後のリスク管理と 情報のディスクロージャーのあり方

- 統一論題解題
黒川行治（慶応義塾大学）
- リスク・コミュニケーションの現代的意義
吉川肇子（慶応義塾大学）
- 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（福島県立医科大学）
- 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（青山学院大学）
- 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（関西大学）

2013年5月11日（土）～12日（日）にかけて福島学院大学において第7回研究大会が開催された。東日本大震災の被災地でもある福島の地において、震災から2年余の時間経過を踏まえ、リスク管理はどのようにすべきか、また情報のディスクロージャーはどのようにあるべきかについて長期的かつ普遍的な視点で議論することを目的として、統一論題「東日本大震災後のリスク管理と情報ディスクロージャーのあり方」が設定され、黒川行治氏（慶応義塾大学）を司会に、吉川肇子氏（慶応義塾大学）・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）の各氏より、多様な立場から多角的に議論・討議がおこなわれた。

特集1では、当日配布された要旨集より、各報告者の報告要旨を再掲し、当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにした。

統一論題解題

2013年5月11日 福島学院大学
統一論題司会・本学会会長
黒川行治(慶應義塾大学)

I

日本ディスクロージャー研究学会は、会計学・経営学を専門とする会員の構成から、財務情報のディスクロージャー問題を対象とする研究報告がこれまで多かった。しかし、ディスクロージャーに関する課題は、われわれが日々生活している人間社会の其処此処に存在しているので、本学会は、それらをすべて研究対象とする総合的なディスクロージャー研究専門学会に発展することを目標に掲げている。

2011年3月11日に発生した東日本大震災から2年余を経過した。被災された方々の苦難は今なお続き、時間の経過とともに山積する問題は深化と多様化している。この間、公的機関のみならず、その労苦に共感した人々の善意に基づく支援活動も続いている。自然科学系、社会科学系の学会・学者もこの事態を深刻に受け止め、多くの研究、提言、試行がなされてきた。そのような時期、第7回研究大会が被災した福島学院大学で開催され、しかも統一論題のテーマが「東日本大震災後のリスク管理と情報のディスクロージャーのあり方」とされたことは大変意義深く、当学会会員を代表して、準備委員長の中島真澄教授に心より感謝申し上げるものである。

II

大震災後の私自身の状況を語ることは憚られることではあるが、おそらく同様の思考・体験をされている方々も多いのではないかと思います、少しだけ述べさせていただきます。大震災以前に政府の仕事で東海村の原子力発電所と青森の六ヶ所村にある使用済み核燃料再処理施設および東通原子力発電所を視察した経験があり、一般市民よりも僅かであるが原子力発電所の建屋の構造と使用済み核燃料の性質に関する知識があった。したがって、3月14日の時点で、炉心ならびに使用済み核燃料プールの融解の危機と広範囲にわたる自然環境の深刻な放射能汚染、チェルノブイリと同様の長期にわたる当地域からの人間の撤退を直感した。

わが国は広島と長崎でそれぞれ数十万人の一般市民が原子爆弾の被害を受けた唯一の被爆国である。その日本国および国民が、再び深刻な放射能被害を受けなければならないのか？自然とともにある人間を超える存在を「神」と呼ぶのであれば、あるいは人間をも含む自然世界の普遍的法則があるのであれば、今回の東日本大震災とくに原子力発電所の大事故は、人間に対する「神」の啓示、自然法則に違反

する行為への警告ではないかと思え、その啓示や警告の意味する内容が何であるのかを人間として思索しなければならないと思った。次に、福島県東部を中心とする広範囲で、しかもわれわれの寿命と比較して何世代かに及ぶ長期の被害、現在世代では解決できず将来世代を巻き込んだ危機の現出は、近代日本の歴史からして明治維新と第2次世界大戦の終結に匹敵する社会の大転換の契機ではないかと思えた。そこで、この2年余、都市工学、日本人文化論、宗教論、環境哲学、公共哲学、政治経済学、社会学の名著とされるもの等を遅々ながら読んで過ごした。しかし当然のこととはいえ、未だに「神」の啓示、自然法則違反の警告の意味は解らないでいる。

III

統一論題に参加される会員諸兄に問いたい。現在、学問・研究を職業とする学者、それらと何らかの関わりをもつ専門家に求められていることは、既存の研究対象と研究モデルの枠内で研究活動等を行っていくことではないのではないのか。ジャーナル至上主義から離れ、自分独自のモデルを構築し、不確実でリスクの高い長期に及ぶ研究に挑戦することではないのか。そして、人間社会の幸福に役立つような研究こそすべきではないのか。そのためには、何がわれわれの社会において解決すべき問題であるのかを知ること、すなわち研究課題を探索し、重要な研究課題を設定する能力と努力が学者や専門家に求められているのではないのか。

昨年（2012年）8月の夏期休暇中に、600頁を遥かに超える『国会事故調査委員会報告書』を全文拝読した。技術的にも多くの指摘がなされているが、社会学者にとっても感慨深い多くの示唆が含まれている。本学会の特別講演および統一論題討論者に、この国会事故調査委員会を中心となって活動された野村修也教授をお迎えできたことは画期的なことである。さらに、リスク・コミュニケーションの大家、日本中の自治体や防災関係機関等からの招聘で超多忙な吉川輩子教授から、ディスクロージャーとコミュニケーションの概念の異同等がお聞きできるであろう。また、チェルノブイリ調査にも参加された藤野美都子教授からは医学・健康管理のご専門の立場で、福島在住者が東日本大震災の錯綜する情報にどのように接し受け止めたかというご報告が予定されており、異分野の課題を知ることができるであろう。そして、当学会会員の八田進二教授と柴健次教授は、ともに東日本大震災後に研究会を発足させ、既存の会計学者を超える視点で研究・提言書をそれぞれ上梓されている。具体的な研究成果と提言をお聞きすることができるであろう。

特別講演と統一論題のご報告、そして討論を拝聴することで、何が私たちに求められているのか、新たな研究課題探索に向け多くの示唆が得られることであろう。

IV

上述したように、浅学非才で、「資本主義精神に関わる営利・発展思想」の問題点¹⁾に「神」の啓示の意味を見いだそうかと、未だもがいている私には、統一論題の司会・討論会座長として、会員諸兄へのプレゼントとなるような研究成果を持ち合わせていない。とはいえ統一論題解題ということで、何か

共通する思想のようなものを期待する会員も居られることであろう。そこで、恥ずかしながら現在一つ考えているアイデアは、「リスク管理と情報のディスクロージャーの当事者である人間のあり様に関する前提」の問題である。規範的な論述でご容赦いただきたい。民主主義社会では、人間が人間であるために最も価値を置いている規準は、意思決定の『自由』ではないのかと思う。そこで、この自由なるものの概念が重要となるのである。いささか長文となるが、カール・ポラニーの言説を引用して本解題の結語とする。

「社会的自由の真の概念は、人間と人間との実在的關係に基づいている。社会的自由の概念はわれわれに、次のような二重の認識によって、この責任の要求を押しつける。すなわち、一方では、社会的な結果を全くともなわないような人間の行動など存在しない、ということであり、他方では、社会のなかでは、 どういふかたちであろうと個々の人間の行動に基づかない存在、構築物、法則は存在しないし存在しえない、ということである。社会主義者にとって「自由に行為する」というのは、われわれが人間の相互関連——その外に社会的現実が存在しない——に關与することに対して責任があるという事実、まさにこのことに対して責任を担わなければならないという事実を意識して行為する、ということである。自由であるというのは、したがってここではもはや典型的な市民のイデオロギーにおけるような義務や責任から自由だということではなく、義務と責任を担うことによって自由だということである。それは選択を免れた者の自由ではなく、選択する者の自由であり、免責の自由ではなく、自己負担の自由であり、したがってそもそも社会からの解放の形態ではなく、社会的に結びついていることの基本形態であり、他者との連帯が停止する地点ではなく、社会的存在の逃れられない責任をわが身に引き受ける地点なのである。」²⁾

公共社会の義務や責任に対する姿勢によって、われわれ個々人の気品と価値が決まるのであろう。

《注》

- 1) 黒川行治「資本主義精神の終焉—公共会計学の勸めの背景—」『企業会計』論壇、2012年7月号、Vol.64 No.7、17-28頁。
- 2) カール・ポラニー著、若松みどり・植村邦彦・若松章孝編訳『市場社会と人間の自由』大月書店、2012年、33-34頁。

リスク・コミュニケーションの現代的意義

吉川 肇 子(慶應義塾大学)

リスク・コミュニケーションの歴史を紹介した上で、その現代的な意義について論じる。ことに、リスク・コミュニケーションにおける「情報公開」と「透明性」の重要性について、強調したいと考えている。

「リスク・コミュニケーション (risk communication)」という用語は、1980年代から使われるようになってきた比較的新しい用語である。

新しい用語の導入は、人々の意識を変える。たとえば、「インフォームド・コンセント」という用語が使われるようになってから、患者と医療関係者の関係が変化してきている。リスクを受ける当事者である患者に十分に説明した上で同意を取ることの重要性が、単に同意書にサインをするという手続き上の変化だけでなく、医療者に意識されるようになってきた。

逆に言えば、リスク・コミュニケーションといいながら、リスクの伝達手法と狭く誤解し、意識を変えないのであれば、新しい用語を使う意味がない。リスクについて多くの情報をもっている科学者や行政などの専門家だけが情報や意思決定を独占するのではなく、非専門家である市民を含めた社会全体として意思決定していこうとする、新しい考え方の浸透が目指されている。

リスク・コミュニケーションを通して、情報公開を進めていくと、リスク発見の可能性が高まる。たとえば、2011年の原発事故後には、行政当局の情報公開が遅かったり、公的な機関の測定が遅々として進まなかったりしたために、一般市民が放射線の測定を行ってその情報を集積していくという動きも出てきた（「測ってガイガー」<http://hakatte.jp/>）。多くの人が非公式なつながりの中で知恵を結集していくこのような手法は、リスク・コミュニケーションにおける市民参加の新しい形を示唆している。

リスクの発見は、理想的にはリスク削減につながっていくものである。しかし、現実には必要な費用が支弁できなったり、解決の方法がなかったりして、有効な対策をとれないこともある。そのような時には、どうしてその決定をしたのかについてきちんと記録を取っておき（透明性）、後になって費用が調達できたら、あるいは新しい対策が見いだせたら、決定を見直すことになる。一度決めたことだからといって、その決定に固執するようなことがあってはならない。リスク・コミュニケーションは、修正を繰り返しながらも、継続していく過程なのである。

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(福島県立医科大学)

一昨年参加したチェルノブイリ調査からの知見も踏まえ、福島在住者が、様々な情報が錯綜するなかで、地震・津波・原発事故をめぐる情報にどのように接し、受け止めたかという視点から報告する。

地震・津波そして福島第一原発事故に見舞われた福島に在住している者として、地震・津波・原発事故をめぐる情報にどのように接し、受け止めたかという視点から報告したいと考える。一昨年11月にチェルノブイリ調査団に参加し、チェルノブイリ事故について知る機会を得た。その際に得た若干の知見も踏まえたい。県民健康管理調査を担う大学に所属しており、余力があれば、放射線の健康影響に関する情報についても考察を試みたいと思う。なお、私自身は全くの活字人間で、通常テレビ・ラジオは利用していない。事故直後はテレビ等もみたが、日常的な情報源は新聞である。接したネット上の情報も限られている。従って、私の情報源はかなり狭いということも、予めご了解いただきたい。



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(青山学院大学)

東日本大震災後、最も深刻なことは専門家と称する科学者に対しての信頼感が喪失してしまったことである。当初、大震災、大津波そして原発事故等、一連の大災難を前にして、科学者ないしは専門家と称される者の多くが、異口同音に口にした言葉は、「想定外であり」「未曾有のものだ」という台詞であった。これは、裏を返すならば、今般の災害等が自分たちの守備範囲とする専門領域での知見を遥かに超えるものであり、それゆえ、自らの責任は回避されるものであることを力説せんがためのものと解されるのである。

一方、会計の領域に関しては、今日に至るまで、会計の専門家ないしは専門家集団等から大震災からの復活および復興を目指しての提言等は、ほんの一部を除き^{*}、皆無に等しい状況にあることに対して、失望にも似た焦燥感を抱かざるを得ない。というのも、会計専門家の多くは、会計をして「事後的対応」

に特化した業務領域であるとの認識からか、あるいは、会計や監査は平時の学問と解しているからなのかは定かではないが、少なくとも、国難ともされる緊急時ないしは非常時には、会計はまったく無力であると認識してしまっているのではないかとさえ思えるのである。

それどころか、会計ないし会計学とはいうのは、Accounting の翻訳語であり、本来的には、「報告すること」「説明すること」更には、「責任を負うこと」と訳出される“accounting for～”にそもそもの語源があるのであり、単に銭勘定のための計算合わせの技術ないしは学問ではないということである。つまり、権限を有する立場の者が、当人に課せられた使命(役割)を適切に果たすとともに、その経緯・顛末について適時かつ適切な情報開示(ディスクロージャー)を通じて、関係当事者(ステークホルダー)に対して説明責任を履行するといった一連の活動にこそ、会計の原点があるのであり、それは、まさに、民主主義社会および司法主義社会のインフラを成すものといえる。したがって、国を挙げての大災難を前に、会計が為すべきこと、あるいは、為さねばならないことは余りにも多いのである。

そこで、本報告では、概略、以下の内容に即して、会計が果たすべき役割を検討することで、求められるディスクロージャーの原点について検討することを予定している。

1. 会計の役割と領域
2. 情報発信の明確化
3. 説明責任の強化に向けた対応
4. ガバナンスの強化に向けた内部統制の意義
5. 会計的発想法の再確認

※八田進二他編著『会計専門家からのメッセージ—大震災からの復興と発展に向けて』(同文館出版、2011年9月)、八田進二編著『大震災を風化させない—会計研究者からの提言』同文館出版、(2012年10月)。

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(関西大学)

大震災を経験した我々は、その発生直後から、ディスクロージャーとリスク管理の重要性を改めて認識することになった。ここに改めてという意味は、これらの重要性は以前から認識されていたが大惨事が現実化したいま実感としてその重要性を認識することになったということである。また、これらを別々に考えるのではなくて、統合する必要があるとの意味合いも含んでいる。そこで、本報告では「リスクのディスクロージャー」を充実させていくために何が必要なのかを考えてみたい。

このたびの大震災は、大地震と大津波と原発事故の3つが同時に発生した大惨事であった。我々が目にしたのは、これらの大惨事の映像であり、その後の被災地の現状に関する報告である。これらはいま起きている大惨事をすべての人々に知らせるのに役立っているので、一つのディスクロージャーであると言える。しかしながら、我々が問題としたいのは、報道の在り方ではない。これは我々の関心の一部に過ぎない。

大震災の後、減災の重要性が強調されている。防災に力点をおいた従来の発想からのコペルニクスの転回である。ここでいう防災はいわばリスク管理に相当する。このリスク管理の対象がリスクであり、たとえば、地震、津波、原発事故をさす。しかし、大災害が実際に発生した後では、リスク管理そのものがリスクに変わりうる。このリスクは大災害後の人間行動と言ってもよい。この行動がのちに誤りであると判断される場合がある。すなわち、大災害から派生した2次の被害が発生し、これを人災と呼ぶことがある。

大惨事から学んだように我々が知りたいことは、自然災害の発生の可能性と、災害発生後のすべての人間行動である。この欲求に対応して、ディスクロージャーの理論構築を模索する必要がある。

M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか

■ 統一論題解題

黒川行治（慶応義塾大学）

■ M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか—M&Aの促進とのれんの償却

花村信也（みずほ証券）

■ M&Aの効果に関する実証研究—測定手法と効果を左右する要因の視点から—

矢部謙介（中京大学）

■ M&Aマネジメントの組織的課題—M&Aによって競争力を高めるために—

中村公一（駒沢大学）

2014年5月10日（土）に名古屋大学において第9回研究大会が開催され、統一論題は「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」と設定された。黒川行治氏（慶応義塾大学）を座長とし、報告者兼パネリストとして、実務の視点から花村信也氏（みずほ証券）に加え、矢部謙介氏（中京大学）と中村公一氏（駒沢大学）よりテーマにかかわる報告がなされ、会場から寄せられた意見を交えながらパネルディスカッションがおこなわれた。

特集2でも、当日配布された要旨集より、各報告者の報告要旨を再掲し、当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにした。

統一論題解題： M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか

黒川 行 治 (慶應義塾大学)

1. はじめに

東日本大震災から3年が経過し、ようやく三陸鉄道北リアス線と南リアス線が全線開通した。私は、北リアス線の開通した4月6日に鳥越駅から宮古駅まで乗車することができ、久慈方面からの列車を待つ間、鳥越駅で鉄道関係者や地元の人々が喜んでいる様子を目撃した。翌日、宮古から気仙沼まで45号線をバスで一路南下した。浄土が浜、山田湾、碁石海岸、釜石、大船渡、そして陸前高田と続く海岸線は、リアス特有の美しい絶景と、入り江に広がる街跡の大きく広がる更地が交互に現れ、胸がいっぱいになった。人々の経済社会の復興、そして成長とはどのようなものなのだろうか。

2. 成長戦略とのれんの会計処理の変更

大都会、とくに首都の東京に住んでいると、大震災後1年間、せいぜいのところ2年間は続いていたかもしれない環境や公共に対する言及は激減し、増加する電力需要のために火力発電所の建設計画が報道されこそすれ、節電の呼びかけは激減した。東京オリンピック開催も決まり、アベノミクスの第3の矢である経済の成長戦略が人々の主たる関心時となっている。そのような中、経済産業省が、アベノミクス成長戦略の手段の一つとされるM&Aを促進するために、M&Aで発生する「のれん」を定期的に償却する従来の日本基準に対して、のれんを非償却—減損処理するIFRSおよびSEC基準との共通処理化の検討をASBJに依頼したと新聞報道された。5月末までにASBJから発表され、金融庁「企業会計審議会」でも審議されるであろう「日本版IFRS」への影響が注目される。ただし、これまでのところ、日本基準が固守してきたのれんの規則的償却処理は、収益・費用対応、期間損益計算志向の長所を具現するもので、企業会計審議会の場で、のれんの非償却—減損処理を強く擁護する経済界からの意見は少なかったように思う。

3. のれんの非償却—減損処理の効果

のれんの償却は、高額なM&A、とくに買収プレミアムが高額な場合に、巨額なのれん金額をその有効期間内に毎期償却する費用が期間損益を下方に押し下げ、M&Aの効果を小さく見せるということを

理由として、経営者の投資意欲を減退させる効果があるといわれる。非償却－減損処理への変更により、のれん償却費の計上を取り除くことで、経営者に積極的なM&A投資をさせ、経済成長を促進する要素の一つにしようという思惑が政府のどこかにあっても不思議ではない。しかしながら、このような会計処理の効果については周知のことであり、企業を評価する投資家（アナリストやファンドマネージャーを含む）は、表面上の利益数値に誤導されることはないのではないかという問題が提起されてきた。これに関連するディスクロージャー問題として、M&A取引に関する非財務・定性的な開示情報として、どのようなものが求められるのかということが提起されてきたのである。

4. M&Aは成功する可能性が高いのか

このようなM&A後の利益数値を高く測定する会計基準が経営者に選好されるのは、そもそもM&Aが経営戦略の一つとして、企業および社会の発展に対して無条件に有効なのか、実際に成功事例が圧倒的に多く存在するのかということへの疑問を抱かせる。事後の利益数値を高く測定する会計処理は、成功とはいえない経営意思決定への非難を緩和する効果を持ってきたのではないか。M&A成功の鍵は、結合後のシナジー効果にあるが、シナジーを想定しての買収価格が高く設定され（買収プレミアムが高くなりすぎ）ると、予定した投資回収が不可能になる。のれんの非償却－減損処理は、経営者のM&A検討時の慎重さという美德を喪失させ、楽観的な投資を促進する効果があるのではないのか。M&Aが活発になされた経済社会で成功したのはコンサル会社だけなのではないのか。こうした疑問は、ファイナンス研究分野における実証結果がM&Aの成否についてどのように判定しているのかについての興味を湧かせるのである。

5. 経済の発展が意味するもの

経済の発展を裏付けるものは、資本市場における生産性の向上とともに、労働市場における賃金の上昇と雇用の維持・創出であると思う。M&Aは、このような意味で経済の成長に無条件に寄与するものであろうか。M&Aが成長戦略の手段として有効であるためには、どのような前提・条件が必要なのであろうか。

さらに、経済の発展は、同一の成長率であれば毎期の変動が小さい方がよい。リターンとリスクとのトレード・オフの原理はここでも生きている。のれんの非償却－減損処理は、期間損益の毎期の変動を大きくし、金融市場のボラティリティを大きくするので、健全な経済の発展に有効ではないのではないかという問題が提起されてきた。

6. おわりに

被災地の経済が活況を呈するというのは、補助金が潤沢にもたらされることではない。現地の経済活動をにう事業や企業の存在、そしてそれにとまなう雇用の創出にあるのである。雇用機会が十分にあ

るところに人は集まり、豊かな社会・街が形成される。

本年1月に、サントリー社が米国ビーム社株式を総額138億ドル（約1兆4000億円）で取得し、負債を含め総額160億ドルで買収すると報道された。わが国全体という観点でみたとき、国民一人あたり約1万円を米国ビーム社株主に支払うことになるが、この投資がどのような意味で、わが国国民の経済社会の発展に寄与することになるのかを考察しても時間の無駄ではないであろう。本学会統一論題では、M&Aをめぐるさまざまな問題について、企業評価論、ファイナンス論、経営学（組織論）、そして公共社会学等の観点から総合的に議論したいと思う。

M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか — M&Aの促進とのれんの償却 —

花 村 信 也(みずほ証券)

1. 本報告の目的

経済産業省が約300社の国内企業を対象にM&Aが進まない理由を聞いた調査では、半数近くの45%の企業が「のれんの評価が難しい」と回答し、同省ではのれん償却の義務がM&Aに踏み切れない理由の一つと見ている。一方、金融庁では、平成27年よりIFRSの導入義務づけを計画したものの、経済界からは導入への負担増や切替え混乱の声から断念した経緯がある。のれんの償却が見直されれば、日本の会計基準のままでIFRS同様の処理ができるなど企業は負担なく円滑なM&Aが可能となる。そこで、経済産業省の有識者会議が年初に提言し、新制度の報告書をまとめ、企業会計基準委員会に見直しを求めて、6月の成長戦略に盛り込むとのことである。M&Aは大企業にとどまらず中堅・中小企業においても年々増加している。産業構造のグローバル化は進み、国内企業は企業間競争が激化し政府は過当競争から企業再編を促す。この一環として、のれんの非償却によりM&Aを促進させる狙いが政府にあるといわれている。

本発表は、M&Aの促進とのれんの非償却に関して先行研究をレビューし、実務の観点から先行研究の内容を補足し、のれんの非償却の影響を考察するものである。

2. 先行研究と実務の観点からの考察

Wielenberg and Scholze (2007) は、固定資産の償却と減損について、株主と経営者のエージェンシー問題の枠組みで分析をした。分析にあたっては、株主と経営者の間に情報の非対称性がある設定で効用を最大化する方法をとっている。3期間モデルで、残余利益に経営者報酬が連動する形式で、のれんの償却、非償却を分析し、株主の効用最大化と経営者の効用最大化を別々に解いて、最適解の条件が両者で一致することから結論を導出している。モデルの結論は、Relative benefit rule (年金原価法) による規則的償却が、株主と経営者の(投資に関する)効用を同時に最大化する。規則的償却を行わない場合、経営者は、減損を避けようと努力をするので、株主は減損する可能性が高い場合より、より少ない報酬を払えばよい。つまり、減損の可能性が、経営者のインセンティブとなっている。本モデルを実務の観点からみると、まず、Relative benefit rule (年金原価法) による規則的償却は、規則償却という点で日本基準の考え方に沿ってはいる。ただし、年金原価法は加速償却に近い。直感とは逆に、減損がインセンティブとなるとしているものの、利益調整に使う事例もある。

Göx and Wagenhofer (2009) では、外部資金の調達に際して保有資産を担保に供する状況を想定して、担保資産のいかなる価値評価を債権者にコミットするのが最適であるかが分析される。分析の結果、担保資産の減損損失を認識するが、予想される評価益は認識しないという条件付保守主義を採用することが最適であることが明かにされる。また、経済状況が悪化する場合、より精度の高い報告方針、したがって、減損の認識がより厳格化し、保守主義志向が高まることが示されている。本モデルを実務からみた場合、まず、固定資産をのれんとした場合、債権者（銀行）は、原則、のれんを資産とはみなさない。つまり、銀行は、のれん見合いの貸出は原則行わない。また、固定資産を原始取得簿価とした場合、固定資産の時価の洗い替えは、銀行にとっての担保評価手続きであり、時価による洗い替えは銀行からすれば当たり前として債務者にやって欲しいことである。つまり、モデルで主張する以前に、銀行は債務者に要求をしている。

実証の先行研究として、まず、規則的償却による償却費の価値関連性として、Moehrl et al.(2001)、Jennings et al. (2001) は、期末3か月後の株価に、償却費控除前、後利益を回帰した。結果は、償却費控除前の利益のほうが、説明力が高く、償却費には会計情報の有用性がない、となった。実務の観点からみた場合、投資家、アナリストが注目するのは、当期利益の額である。償却費が増えることでEPSは下がりネガティブインパクトになる。そこで、償却費がのれんに基づくことに戻り、買収による増収寄与をアナリストは分析する。とすると、実務の観点からも、償却前後の利益の価値関連性の相違はないと言える。

Beatty and Weber (2006) は、SFAS142号の適用による影響として、特別項目にのれんの減損を計上することで経営者責任の追及を回避するといった経営者の裁量的な行動を明らかにした。オーストラリア企業でIFRS 3号を採用した企業をサンプルとしてCarlin and Finch (2010) は、IFRS 3号では、減損テストの単位が資金生成単位であり、それが事業セグメント以下の単位であることが規定されているために、減損テストの単位を大きくすることで、他の利益で減損損失を相殺しようとする経営者の裁量的な行動があることを示した。すなわち、資金生成単位の数を少なくして、のれんの減損を回避しており、オーストラリアの企業はIFRS 3号には従っていない可能性があることを指摘した。実務からみれば、経営者の裁量的行動として十分にありえる。また、資金生成単位が減損の事業ユニットが含まれていれば、ほかと紛らわせて、減損をさせてしまうケースもある。逆に、資金生成単位を絞ってしまうことで減損を回避する。資金生成単位以外では、資本コスト、将来予想キャッシュフローに対して裁量的な行動をとられる。

Jordan et al. (2007)、Ramana and Watts (2012) は、減損計上と利益調整について実証を行った。業績の悪い会計年度にビッグバスを行うとき、のれんの減損を利用している結果を検出した。実務的には、減損認定を裁量的に経営者が行うことは、十分にあり得て、ビッグバスを狙った事例もある。

3. M&Aの促進とのれんの償却

以上の先行研究を総括すると、理論モデルについては、償却と非償却について分析しているものの、利益調整に関するモデルはまだない。実証に関しては、償却と非償却の価値関連性は低く、減損は価値

関連性が高いという結果である。非償却と利益調整に関する実証は、欧米の先行研究で主流であり、非償却の適用前と後、また適用後で、経営者による利益調整にのれんが使われているという結果である。

これらの先行研究、並びに、実務の観点から先行研究をみると、まず、のれんの規則償却により費用が増えることを経営者が気にする点については、市場は、償却費に対して反応が高くなく、経営者が気にすることは逆の結果となっている。日本でもこのような結果になるのか否かは、さらなる実証が待たれるが、のれんを非償却とする根拠が、経営者の憂慮にあるとするならば、重要な論点といえる。また、欧米の研究で示されているように、非償却会計を導入することで、利益調整を行う材料が発生することが予想できる。資産の項目に、将来要因が混入することで、評価の要素（経営者のみならず、会計士、コンサルタント）が増え、これが、証券市場への財務情報のディスクロージャーに影響を及ぼすことも踏まえる必要がある。このように考えるならば、非償却会計を導入することが、買収の促進につながり、経済成長を促進するという政策は、導入による、その他の影響を十分に考えて対応すべきであり、また、その影響を分析した上で政策判断を行うべきと言えよう。

《参考文献》

- AbuGhazaleh, N. M., O. M. Al-Hares, and C. Roberts, "Accounting Discretion in Goodwill Impairments: UK Evidence," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3) : pp.165-204.
- Beatty, Anne and Joseph Weber, "Accounting Discretion in Fair Value Estimates: An Examination of SFAS142 Goodwill Impairments" , *Journal of Accounting Research*, Vol.44, No.2, 2006, pp.257-288.
- Carlin, Tyrone M. and Migel Finch, "Resisting compliance with IFRS goodwill accounting and reporting disclosures," *Journal of Accounting & Organizational Change*, Vol.6.No.2, 2010, pp.260-280.
- Cowan, A.R., W.N.Dilla, and C.Jeffrey "Goodwill Testing and Earnings under SFAS 142," 2006,working paper.
- Göx and Wagenhofer (2009) "Optimum impairment rules." *Journal of Accounting and Economics* 48(1): 2-16.
- Hirschey and Richardson (2002) "Information content of accounting goodwill numbers." *Journal of Accounting and Public Policy*. 21: 173-191.
- Jennings, R.,LeClere,M. and Thompson,R.B., "Goodwill Amortization and the Usefulness of Earnings," *Financial Analysts Journal*,Vol.57, No.5, 2001, pp.20-28
- Jordan,C.E., S.J.Clark, and C.E.Vann "Using Goodwill Impairment to effect Earnings management during SFAS No.142's Year of Adoption and Later," *Journal of Business and Economic Research* 5(1) , 2007,pp.23-30.
- Moehrle, S.R., and Reynold-Moehrle, J.A. and Wallace, J.S., "How Informative Are Earnings Numbers That Exclude Goodwill Amortization?" *Accounting Horizons*, Vol.15, No.3, 2001, pp.243-255.
- Ramanna, K., and R.L.Watts, "Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment," *Review of Accounting Studies* 17(4) , 2012,pp.749-780.
- Riedl,E.J. "An Examination of Long Lived Asset Impairments," *The Accounting Review* 79(3), 2004, pp.823-852.
- Wielenberg and Scholze (2007) "Depreciation and Impairment: A Tradeoff in a Stewardship Setting," working paper.

M&Aの効果に関する実証研究 —測定手法と効果を左右する要因の視点から—

矢部 謙介(中京大学)

1. 本報告の目的

本報告の目的は、M&Aが経済的な効果をもたらすかどうかについて、日米におけるコーポレートファイナンス分野における実証研究を整理し、検討することにある。これまで、日本においてはM&Aの件数自体が少ないために実証研究を行にくい状況にあり、こうした研究成果は米国を始めとした海外におけるものが先行している状況にあったが、1990年代末頃から日本でもM&Aの件数が大幅に増加し、M&Aの効果に関する実証研究を本格的に行うことができるようになった。そこで本報告では、日米における先行研究を比較しながら、M&Aがもたらす効果について検討していきたい。

検討にあたり、まずM&Aにおいて期待される効果について整理し、その後測定手法ごとに効果の実証結果についてまとめ、効果を左右する主な要因について言及していくこととする。なお、本報告におけるM&Aは、合併・買収だけではなく、事業売却や第三者割当増資といった、広義のM&Aに分類されるものも含むものとする。

2. M&Aに期待される効果

M&Aに期待される効果としては、大きなものとしてシナジー効果と経営改善効果が挙げられる。シナジー効果が発揮される場面では、2つ以上の事業を統合して運営する際の価値が、それぞれ別に運営される場合の価値の和を上回ることとなる。シナジー効果が生まれるためには、一方の事業体では活用しきれないが、双方の事業体では有効に活用できるといった、経営資源の補完性が存在する必要がある。双方の事業体を持つ顧客に対してそれぞれの事業体を持つ商品・サービスを販売することができる場合や、間接部門を統合することによって費用を節約することができるケースがこれに当たる。また、M&Aにあたって期待される効果としてもう一つ挙げられるのが、経営改善効果である。M&Aのターゲット企業の経営陣を入れ替えることで経営改善を図るケースなどが想定される。経営改善効果に関する実証研究としては、Lang et al. (1989)、Martin and McConnell (1991) などがある。

一方、経済的合理性を有しないM&Aの誘因を指摘する研究もある。その誘因の一つが、M&Aによる経営者の自己利益の実現である。Jensen (1986) は、M&Aの動機の一つとして、経営者の経営可能資産の最大化に対する私的欲求があると指摘している。もう一つの誘因として挙げられるのは、M&Aによる株価維持である。Shleifer and Vishny (2003) は、株価が過大評価されている企業の経営者は、

自社の株価を高く維持するために、株価が過小評価されている企業を株式交換で買収する傾向があるという理論的分析を行っている。また、Rhodes-Kropf et al. (2005) は、Shleifer and Vishny (2003) の見方を裏付ける実証結果を報告している。

3. 株主価値効果研究

M&Aのアナウンスメント時における株式市場からの評価を超過リターンで測定する手法（イベント・スタディ）は、M&Aの効果を測定する上で最も一般的に利用される実証分析の方法である。Jensen and Ruback (1983) では、1980年代までのイベント・スタディに関する広範なレビューを行っており、M&Aの前後において被買収企業の株式に大きな超過リターンが発生する一方、買収企業側の株式では有意な超過リターンが見られなかったことを報告している。これ以外の研究でも、Jensen and Ruback (1983) と類似した結果が報告されている。

日本における多くの研究でも、被買収企業の株式に関しては有意な超過リターンが測定されている。また、日本においては買収を行う企業においても正の超過リターンが発生しているという研究も散見される（薄井 2001；井上・加藤 2006；矢部 2013）。

4. 財務業績効果研究

株主価値効果研究で測定するのは株式市場からの反応であり、こうした反応はM&Aによる企業価値向上以外の要因に影響を受けている可能性がある。こうした観点から、M&A前後の財務指標に着目し、実際にM&Aが企業の組織効率を高めたか否かを検証する研究も行われている。

日米における財務業績効果研究の結果は、一定の傾向を示しておらず、いまだ結論を得ることができていないという状況であるように見受けられる。M&A後の財務業績が向上するという結果を報告している研究と、逆に低下するとした研究が混在している状況であり、今後測定指標の精緻化を含め、多くの研究上の課題が残されている。

5. 効果を左右する要因

M&Aの効果に影響を与える要因に関しては、先行研究でも全てが明らかになっているわけではない。しかしながら、ここでは先行研究において構築された仮説に基づき、M&Aに影響を与える要因として、経営効率、事業の関連性、株主構成、買収プレミアム、支払対価、競合性・敵対性などを取り上げ、それぞれについて検討を加えることとする。

《参考文献》

Jensen, M. C. and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.11, No.1, April 1983, pp.5-50.

- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *The American Economic Review*, Vol.76, No.2, May 1986, pp.323-329.
- Lang, L. H. P., R. M. Stulz and R. A. Walking, "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, Vol.24, No.1, September 1989, pp.137-154.
- Martin, K. J. and J. J. McConnel, "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," *The Journal of Finance*, Vol.46, No.2, June 1991, pp.671-687.
- Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson and S. Vishwanathan, "Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol.77, No.3, September 2005, pp.561-603.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Stock Market Driven Acquisition," *Journal of Financial Economics*, Vol.70, No.3, December 2003, pp.295-311.
- 薄井彰「株主価値とM&A」、薄井彰編著『バリュウー経営のM&A投資』中央経済社、2001年。
- 井上光太郎・加藤英明『M&Aと株価』東洋経済新報社、2006年。
- 矢部謙介『日本における企業再編の企業価値向上効果—完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析—』同文館出版、2013年。



M&A マネジメントの組織的課題 —M&Aによって競争力を高めるために—

中 村 公 一(駒沢大学)

1. 本報告の目的

本報告では、M&Aを効果的に実行する場合は、プレM&AからポストM&Aという一連のM&Aプロセスの視点をとることが必要であり、特に、組織的な課題に対するM&Aマネジメントの論点を整理する。そして、期待した成果を上げるためには、内部成長戦略を実行する場合の研究開発者や研究開発部門の存在のように、M&Aという外部成長戦略を実行する場合にもM&A専門担当者や専門部署が必要となる。こうした専門組織の設置は、組織内にM&Aの実行に関する組織能力であるM&Aコンピタンス(中村, 2003)を形成し、これがコア・コンピタンスにもなり、企業の競争力を向上させることにもつながる。

2. M&Aマネジメントの視点

経営戦略論におけるM&Aの初期研究では、多角化戦略との関連など、その形成段階に関する研究が多かったが、Haspeslagh & Jemison (1991)において、M&Aプロセスのマネジメントの重要性が提唱され、その後の理論的發展につながっていく。つまり、M&Aの価値創造とは、相手企業からの価値

の移転ということのみならず、一連のM&Aプロセスから創出され、重要な経営資源の移転や企業間の相互学習によって、単独企業では獲得できない新たな成果を創造することである（Ellis, 2004）。

①プレM&Aにおける準備・交渉プロセス

M&Aは自社だけの行動で完結するのではなく、常に相手企業のことを考える必要がある。まず、準備段階では戦略目標の策定、M&Aの実行理由の明確化、買収候補企業の選別が行われる。この段階で重要な作業は、自社ニーズに適合した企業を選択するための買収監査（デュー・ディリジェンス）である。次に、買収価格の算出や契約の交渉を行う段階に入る。ここでは、Win-Winの関係の構築が目指され、トップ間での信頼関係を構築し、戦略目標の共有と新会社の方向性を明確にすることが課題となる。

プレM&Aでは、次のような注意点が存在する。第1に、関係者の利害の不一致であり、買収価格などで買う側と売る側の思惑は必ずしも一致しない。第2に、意思決定がトップ中心の一部の人物に限定されていることであり、M&Aは企業全体に対する重大な決定にもかかわらず、多くの一般従業員には事前には知らされないという状況がある。第3に、M&Aの実行方法であり、敵対的な方法の場合には、その後も悪い印象を残すだろう。そして、このようなプレM&Aで発生する可能性のある問題点を考慮することが、その後の円滑な統合プロセスにつながっていく。

②ポストM&Aにおける統合プロセス

実行したM&Aから成果を生み出していくには、戦略目標を達成するために、企業間で戦略・組織・文化の統合が必要になる。近年ではPMI（Post Merger Integration）といわれている。企業間における統合プロセスにおいて、次のことが課題となる。第1に、価値活動の共同化という両企業間の価値活動、例えば研究開発、生産、マーケティングの機能を共同化することから規模の経済、差別化要因の強化というような利点を獲得するものである。第2に、スキルの移転という企業の持つ経営上のノウハウや技能・知識を他方に移転するということであり、組織間学習にも関係する。

この統合プロセスを円滑に行うためには、従業員の存在が大きく影響する。協働意欲を引き出し、組織間の衝突を回避するような施策が必要となる。そこで、M&Aマネジメントの組織的課題について考えていくことが求められる。

3. M&Aマネジメントの組織的課題

M&Aにおいては、その中心的役割を担うトップマネジメントはチームとして活動していくことが求められ、また専門部門の設置など組織的に推進していく体制の構築が有効である。そして、M&Aの意思決定から統合というM&Aプロセスを効果的にマネジメントしていく企業特殊な能力でもある「M&Aコンピタンス」の形成が課題となる。

① トップマネジメントのチーム化（中村，2009）

M&Aの実行においては、最終的な経営責任をもつ経営者を含むトップマネジメントが大きな役割を担っているが、その中でも当該M&Aに関する意思決定と、M&Aを推進していく際のリーダーシップの発揮が課題になる。そもそもM&Aは通常の経営活動ではなかなか経験しないものであり、未経験の経営者にとっては関連するスキルやノウハウを持たない。

そこで、M&Aの実行の最前線に立つトップマネジメントは、個人の経験不足を補う意味でも、チームとして動くことが効果的である。CEOを含め、全社的意思決定に関わる役職にある人物や買収対象企業と関連する事業部長、専門知識を持つ人物によって構成される。

② 組織内M&A推進体制の構築（中村，2010）

M&Aを成長戦略の主軸として展開する企業では、個別のM&Aを成功的に実行し、さらに他のM&Aを行う時にも同様の効果を上げることが望まれるために、過去に行われたM&Aに関する専門知識やスキルを将来の実行に際しても活用している。

M&A戦略という面だけではなく、M&Aマネジメントという側面を考察することが重要となり、それは組織的にどのようにM&Aに取り組んでいるのかという推進体制を見ることである。M&Aの実行に際してはトップチームが大きな役割を担うが、M&Aが重要な戦略の1つとして位置付けられている企業では、M&A専門担当者や専門部署の設置が行われている。

専門担当者の設置の理由は、トップマネジメント・チームの意思決定や業務における負担を軽減するための権限委譲のためである。M&Aが企業内で大きな位置付けになる場合には、研究開発者や営業担当者のように、専門の担当者を置くことによって、業務の分担を図ることが、より高い効率を求めるには必要である。また、組織内にM&Aに関連する知識やスキルを蓄積することも理由として考えられる（Harbison & Pekar, 1998）。M&Aに関連する業務は非常に高度な専門知識とスキルを必要とする。

専門担当者の存在により、一貫した体制でM&Aに取り組むことができ、彼らの中に専門知識やスキルを蓄積することができ、案件の数が増加するに従って、以前の案件からの学習を行いより良い対応をしていくことが可能となる。さらに、担当者を集合させたチーム化や専門部署化は、M&Aに関わる知識やスキルを持つ人達が、個人単位ではなく相互にコミュニケーションを採ることによって、組織の知識やスキルとして体系化していくことができる。

③ M&Aコンピタンスの形成

M&Aを推進する企業では、M&Aに伴う対処策をその都度ゼロから構築しているわけではない。過去のM&Aを評価し、実行プロセスで不都合だった所を改善し、自分達の経験や他社のベストプラクティスから学習することにより、将来のM&Aで活用することが可能である（Hitt et al., 2001）。つまり、個別のM&Aだけの視点ではなく、将来に対しての視点から過去のM&Aは新しい教訓を提供すると考えている。そして、M&A関連のスキルやノウハウであるM&Aコンピタンスを組織内に形成している。

こうした知識やスキルは複数のM&Aを通しての経験に基づいて形成されてきたものであるために、他企業が簡単には模倣できない独自の価値をもたらす。そして、社内におけるM&Aの戦略的位置づけ

の重要度が高い場合や、M&Aを取り巻く雰囲気は、M&Aを選択肢の1つとして選ぶことを推し進める。また、外部からの持ち込み案件に対しては、M&Aに積極的な企業だという評判の影響も大きい。

《参考文献》

- Ellis, K. M (2004) *Managing the Acquisition Process*, (in A. L. Pablo & M. Javidan ed. *Mergers and Acquisitions*, Blackwell Publishing, pp.113-132)
- Harbison, J & P. Pekar Jr (1998) *Smart Alliances*, Jossey-Bass.
- Haspeslagh, P. C. & D. B. Jemison (1991) *Managing Acquisitions*, Free Press.
- Hitt, M. A., J. S. Harrison & R. D. Ireland (2001) *Mergers & Acquisitions*, Oxford University Press.
- 中村公一 (2003) 『M&A マネジメントと競争優位』 白桃書房.
- 中村公一 (2009) 「日本の経営者のためのM&A戦略」(日本経営教育学会編『講座 経営教育2 経営者論』中央経済社、pp.275-292.)
- 中村公一 (2010) 「専門組織と経営戦略—戦略策定能力から戦略実行能力の向上へ—」『経営力創成研究 (東洋大学経営力創成研究センター)』第6号、pp.73-85.
- 中村公一 (2013) 「M&A戦略の焦点—シナジー創出からコンピタンスの形成へ—」『駒大経営研究』第44巻第3・4号、pp.23-46.

ディスクロージャー研究の新動向

■ 統一論題解題

奥田真也（名古屋市立大学）

■ テキストマイニングとディスクロージャー研究

坂上 学（法政大学）

■ アノマリーとディスクロージャー研究

音川和久（神戸大学）

■ 実験研究とディスクロージャー研究

上枝正幸（青山学院大学）

2014年12月20日（土）に名古屋市立大学において第10回研究大会が開催され、統一論題は「ディスクロージャー研究の新動向」と設定された。統一論題では、奥田真也氏（名古屋市立大学）を座長とし、報告者として坂上学氏（法政大学）、音川和久氏（神戸大学）、上枝正幸氏（青山学院大学）よりご報告があり、その後ディスカッションがおこなわれた。

特集4では、当日配布された要旨集より、各報告者の報告要旨を再掲するとともに、今回新たに座長の奥田氏より「統一論題解題」を執筆いただいた。当日会場に来られなかった会員のために、討論の概要をお伝えすることにしたい。

統一論題解題

奥田真也(名古屋市立大学)

日本ディスクロージャー研究学会の母体となった学会の1つであるディスクロージャー研究学会の時代より、本学会では実証研究が数多く発表され、学会誌である『現代ディスクロージャー研究』に多数の実証研究が掲載されてきた。ところで伝統的な会計分野の実証研究はデータとしては数値のアーカイバルデータを用いることが、研究対象としては株式市場の効率性を前提として会計情報の有用性を探求するか、契約論をベースにした会計上の意思決定要因を探るのかのどちらかが多かったように感じられる。

ところが周辺領域の研究の進展もあり、ひとえに実証研究といってもこれらの枠に収まらない研究が昨今増えてきている。広がっていく研究領域を自力で追っていけるならば、それに越したことはないが、これだけ早く様々な方向に研究領域が広がっているのであれば自力ですべての分野を追っていくのはかなり困難だろうと考えられる。そこで、昨今、特に重要と思われるテーマを選び、それらの研究の第一人者にそのテーマについて紹介していただくというのが、統一論題の趣旨であった。

第一のテーマとしてはテキストマイニングを選択した。会計研究ではないディスクロージャー研究にどのようなものがあるのか考えた時に、非財務情報の分析、その中でも容易には数値化されない情報であるテキストの分析が考えうる。テキスト分析は従来であれば、人海戦術で行うしかなく、現実的に分析できる量に限りがあり、かつ主観的な分析にならざるを得ないという質的な問題もあったと考えられる。ところが、情報技術の進展により、テキストマイニングという手法で、これらの限界を突破することが昨今可能になっており、その結果、ディスクロージャー研究にも応用されることが増えている。そこで、このような研究の第一人者であり、かつ情報技術にも詳しい坂上先生にご登壇いただくこととした。

第二のテーマとしてはアノマリーを選択した。すでに先に述べたように、また会員の皆様には釈迦に説法ではあるが、会計の実証研究は証券市場の効率性を前提とする研究からスタートし、発展してきた。しかしながら、その前提に当てはまらない現象であるアノマリーも多数発見されてきた。これに対して、最近では行動ファイナンスの進展もあり、アノマリーが発生する原因についての分析も進みつつある。その結果として、逆説的にはあるが、証券市場の効率性についての理解も進みつつあるといえる。このため、証券市場に関して多数の研究を実施され、市場の効率性・非効率性、双方に詳しい音川先生にご登壇いただき、アノマリー研究の可能性について議論していただくこととした。

第三のテーマとしては実験研究を選択した。すでに述べてきた実証研究はどれも企業が公表したという意味では過去のデータを用いた研究となる。一方、リスク社会といわれる昨今、過去には起こらなかった様々な問題が頻発している。そのような中では、思考実験として起こりうる状況を設定して、その中でどのような問題が起こるか、あるいは起こさないようにするにはどのようにすべきかについて検証

する必要があろう。このような検証に向いているのは実験研究と考えた。そこで、実験会計学の第一人者の一人である上枝先生にご登壇いただいた。

三人のご発表の後は、司会である奥田が三人からいろいろ教わるという形で討論が進行した。その中ではこれらの研究を進めるうえで重要な点、失敗しやすい点、さらには組み合わせるとどのような研究の可能性があるか、などについて伺うことができた。これらの討論をきっかけに新しい研究の面白みや可能性が会員の皆様に伝わっていれば、このお題を決めた当事者の1人として、また当日の司会としてうれしく思う。

テキストマイニングとディスクロージャー研究

坂 上 学(法政大学)

1. はじめに

近年、ビッグデータやデータサイエンスといった言葉を目にすることが多いが、この中でしばしば取り上げられる手法に「テキストマイニング」がある。テキストマイニングは、データマイニングの一領域であり、通常のデータマイニング手法との違いは、機械学習の一形態である自然言語処理が必要とされる点である。

本報告で、テキストマイニング研究の位置付けと、機械学習および自然言語処理の手法について簡単に説明し、テキストマイニングのためのツールと有価証券報告書のXBRL対応の状況についても紹介し、テキストマイニング手法のディスクロージャー研究への応用について、その全体像を明らかにすることを目的としている。

2. テキストマイニング研究の位置付け

テキストマイニングだけでなくデータマイニング研究全体に言えることであるが、実世界におけるデータを使って検証するという側面はあるものの、仮説検証型の研究ではなく、仮説探索的な研究として位置づけることができる。

経験や直感に基づいて実世界を観察し、そこから何らかの仮説を導き出し、その仮説をもとに実世界のデータを使って検証し、仮説が理論として確立されていくという一連の科学的研究の理論形成の過程の中で、実証研究や実験研究は後半部分を担う手法であるのに対し、テキストマイニングをはじめとするデータマイニング研究は、仮説の発見という前半部分を担う手法であるという点を強調しておきたい。

3. 機械学習と自然言語処理

テキストマイニングには自然言語処理が必須であるが、この自然言語処理は機械学習の一例でもある(Manyika et. al. 2011, 29)。機械学習には色々な定義が存在するが、ここでは「重要なパターンや傾向を抽出し、『このデータは何を言わんとしているのか』を理解すること」(Hastie, Tibshirani and Jerome 2009)としておこう。大量のデータを分析するにあたって機械学習が必要とされるのは、どのような理論が背後に存在しているのかが分からない状態で、手探りで探索的にモデルを導出するために「学習」を通じたモデルのチューニングが欠かせないからである。

データマイニングでは、ナイーブ・ベイズ (Domingos and Pazzani 1997) やサポート・ベクター・マシーン (Vapnik and Lerner 1963; Cortes and Vapnik 1995) などの学習アルゴリズムが開発されてきたが、これらをテキストの分析に応用するためには、前処理が必要となる。それが自然言語処理である。

自然言語処理の最も基本的な技術は「形態素解析」である。言語的に意味を持つ最小単位に分割し、それぞれの品詞を判別する作業を指す。その上で、単語の出現頻度や係り受け頻度などを手掛かりに定量化する必要がある。たとえばテキストデータの中から重要語を抽出するために Jones (1972) の IDF (Inverse Document Frequency) を用いた TF-IDF 法がしばしば用いられるが、まずは形態素解析をおこない、一文書内での単語の出現頻度データとその単語の出現する文書の頻度データをもとに定量化をおこなっている。このような前処理さえ済ませれば、後処理として従来のデータマイニングで用いられてきたさまざまな手法を適用することが可能となる。

4. テキストマイニングのためのツール

実際にテキストマイニングをおこなうためには、形態素解析のツールが必要となる。日本語形態素解析ツールとしては、隠れマルコフモデル (Hidden Markov Model: HMM) を実装した Chasen が有名であるが、最近では、条件付き確率場 (Conditional Random Fields: CRF) を実装した MeCab が登場している (坪井・鹿島・工藤 2006)。この MeCab は、統計解析ソフト R 用のパッケージ Rmecab が提供されており、R 上から Rmecab を通じて MeCab を利用できるようになっている。R にはデータマイニング用のパッケージも数多く提供されているので、R だけで基本的なテキストマイニングの手法を一通り実行することができる。

5. おわりに—テキストマイニング研究の今後の展開

金融庁では2014年1月より次世代 EDINET システムを稼働させ、それにともない有価証券報告書等の書類全体が XBRL 化された。これまでのシステムでは、有価証券報告書からテキストデータを抽出するためには、どうしても手作業に頼らざるを得なかったが、報告書全体が XBRL 化されたことにより、テキスト情報に対しても自動処理が可能となったのである。テキストマイニングのためのフリーで高性能なツールも入手可能となり、テキストマイニング手法をディスクロージャー研究に応用する環境が整いつつあるといえる。この領域の研究の更なる展開を期待したい。

《引用文献》

- Domingos, P. and P. Pazzani, 1997. On the optimality of the simple Bayesian classifier under zero-one loss, *Machine learning*, 29 (2-3): 103-130.
- Jones, K. S. 1972. A statistical interpretation of term specificity and its application in retrieval, *Journal of Documentation*, 28(1): 11-21.

Kovahi, R. and F. Provost, 1998. Machine learning-Glossary of terms, Machine Learning 30: 271-274.

Manyika, J., M. Chui, B. Brown, J. Bughin, R. Dobbs, C. Roxburgh, and A. H. Byers, 2011. Big data: The next frontier for innovation, competition, and productivity, McKinsey Global Institute.

Hastie, T., R. Tibshirani, and F. Jerome. 2009. The Elements of Statistical Learning: Data Mining, Inference, and Prediction (2nd Edition), Springer-Verlag.

Vapnik, V. and A. Lerner, 1963. Pattern recognition using generalized portrait method, Automation and Remote Control, 24: 774-780.

坪井祐太・鹿島久嗣・工藤拓. 2006. 言語モデルにおける識別モデルの発展—HMMからCRFまで、言語処理学会第12回年次大会チュートリアル資料.



アノマリーとディスクロージャー研究

音川和久(神戸大学)

本報告では、証券市場の情報効率性を主張する効率的市場仮説とは相容れないアノマリーの存在を証拠づけている実証研究と、アノマリーがなぜ存在するのか、その原因を探求している実証研究をできるかぎり幅広く取り上げて検討し、アノマリーの解消に向けたディスクロージャー研究の意義を考える。

I 効率的市場仮説と裁定取引

効率的市場仮説とは、市場における証券価格が入手可能なすべての情報を常に完全に反映していることを主張する仮説である。そのような厳密な意味において市場が効率的であるかぎり、公表された会計情報に含まれる新しいニュースは、瞬時かつ完全に証券価格に反映されることになる。したがって、現在入手可能な情報に基づいて証券を売買した場合、投資家はそのリスク負担に見合う正常リターンまたは期待リターンを享受することはできても、それを上回る異常リターンまたは超過リターンの獲得は不可能である。

経済的利益を求める投資家は、誤って過小に価格形成された証券を発見した場合にはその銘柄を買い、反対に過大に価格形成された証券を発見した場合にはその銘柄を売却(空売り)するのが合理的である。こうした合理的な投資家による裁定取引は、誤って形成されている証券価格を是正し、市場の効率性を回復・維持させるメカニズムの1つである。

II アノマリーの存在

しかし、効率的市場仮説の考え方と首尾一貫しないアノマリー現象が多くの研究において報告されて

いる。以下の4つは、会計学の分野における代表的なアノマリー現象である。

- ①利益発表後の株価のドリフト (PEAD)：利益発表に対する株価の反応が迅速に完了せず、予想外に良好な利益を発表した企業の株価はその後の期間にわたって上昇し、予想外に低調な利益を発表した企業の株価は下落し続ける。
- ②会計発生高アノマリー：大きなプラスの会計発生高を計上した企業グループは、大きなマイナスの会計発生高を計上した企業グループに比べて、その後の株価パフォーマンスが悪い。
- ③財務諸表分析 (ファンダメンタル分析)：一般に入手可能な財務諸表の分析に基づいて将来の株価パフォーマンスを予測できる。
- ④残余利益モデル (V/Pアノマリー)：残余利益モデルに基づく理論上の株価 (V) と実際株価 (P) が大きく乖離している場合には、その後の期間において実際株価が理論上の株価へ徐々に収束していく。

このほかにも、1月のリターンがその他の月に比べて有意に高い1月効果、時価総額の大きな大型株よりも小型株のリターンが有意に高い規模効果、利益を株価で割り算した利益利回り (EP) の高い銘柄が低い銘柄に比べて、その後の株価パフォーマンスが良好であるEP効果、株主資本簿価を時価総額で割り算した簿価・時価比率 (BM) の高い銘柄が低い銘柄に比べて、その後の株価パフォーマンスが良好であるBM効果、過去3年ないし5年という長期間にわたって株価パフォーマンスが良かった銘柄よりも悪かった銘柄のほうが、その後数年間の株価パフォーマンスが良好である株価の反転効果、過去6ヶ月という比較的短期間の株価パフォーマンスに焦点を当てた場合には、パフォーマンスの傾向がその後しばらく持続するモメンタム効果など、多数のアノマリー現象が報告されている。

Ⅲ アノマリーの原因

証券市場では、多数の投資家が経済的利益を求めて競い合っているにもかかわらず、効率的市場仮説とは相容れないアノマリー現象がなぜ観察されるのか、その原因を探求するために多大な研究上の努力が払われている。証券市場の効率性を直接的に検証するのは困難であるから、研究者は、市場が効率的であり、かつ資産価格決定の均衡モデルが正確であるという結合仮説を検証せざるをえない。そのような状況において、もし研究者がアノマリー現象を発見した場合、それは、市場が非効率的であるのか、それとも研究者が依拠した均衡モデルが間違っているのか、さらにはその両方である可能性が示唆される。したがって、アノマリーの原因を探求する研究は、研究者によって想定された資産価格決定の均衡モデルそのものが間違っている、あるいは均衡モデルそのものは正しくとも、研究者が均衡モデルに基づく超過リターンを正確に計測できないからアノマリー現象が観察されることを主張する研究と、市場が効率的でないからアノマリー現象が生じることを主張する研究に分類することができる。さらに、後者の主張については、心理的なバイアスをもつ投資家が存在し、その非合理的な期待や行動の結果として市場の非効率性が生まれるという研究と、合理的な投資家による裁定取引が十分に機能しない市場構造 (マーケット・ストラクチャー) の結果として市場の非効率性が解消されないという研究に細分類することができる。

IV ディスクロージャー研究の意義

最近のいくつかの研究は、先行研究において例証されてきたアノマリーに基づく投資戦略から獲得できる超過リターンが最近になって有意に減少していることを指摘する。そして、アノマリーの活用を意識した機関投資家による裁定取引の活発化、証券市場の制度改革や情報技術の発達に伴う流動性の改善、新たな情報提供による投資家を取り巻く情報環境の向上などを、その原因として提示する。さらに、別の研究は、アノマリー現象を例証した学術論文の公刊後に、それを利用した投資戦略から獲得できる超過リターンが有意に減少することを報告している。したがって、アノマリーの存在およびその原因を探究するディスクロージャー研究はいずれも、アノマリー現象の解消と効率的な証券市場の発展に向けて極めて大きな意義を有するというのが、本報告の趣旨である。

実験研究とディスクロージャー研究

上 枝 正 幸(青山学院大学)

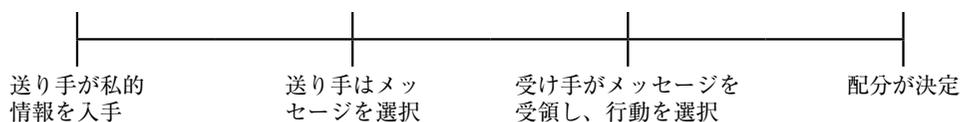
実験研究は、「統制 (コントロール)」かつ／または無作為化された環境下における被験者 (以下、実験参加者とよぶ) の判断や意思決定のデータを分析し、もって結論を導かんとする実証研究の手法の一つである。ディスクロージャーの諸論点に対する実験研究の適用は、他の会計学分野の実験研究と同様に、(1) 行動会計学 (behavioral research) (の一部) と (2) 実験経済学 (experimental economics) の方法論に大別しうる (下表参照)。

	理論的基盤	人間観	実験参加者	タスク	謝金支払
1 行動会計学	心理学・社会学	限定合理性	会計専門家	詳細なタスク	必須でない
2 実験経済学	経済学	経済合理性	学生でも可	一般的タスク	必須

(1) 行動会計学は、会計の環境やコンテキストにおける人間行動の理解、説明と予測を目的とする (AAA 1974, 128)。そこでは、ヒト、タスクおよび環境の諸変数が会計関連の人間の判断と意思決定に影響を及ぼすメカニズム (媒介変数) を考察し、かつ (あるとすれば) それら影響を緩和ないし増強する要因 (調整変数) を探るべく、主として実験の手法が1960年代初めから用いられてきた。例えば、財務諸表の表示様式やある経済取引の会計処理方法など関心のある変数のみを操作した詳細なケース資料を実験参加者に提示し、企業評価タスクを依頼し、当該処理が実験参加者の判断と意思決定に及ぼす影響を観察する。対して、(2) 実験経済学の手法を適用したディスクロージャー研究では、個人の選択の問題に加え、実験室内の仮想市場における個人の取引と市場全体の動向、複数主体の相互作用から各

人の利得が定まるゲームの均衡など経済学理論の予測が1980年代半ばから検証されてきた。例えば、資本市場における私的・公開情報の役割、経営者の戦略的ディスクロージャーの分析的モデルの予測、および企業内外の協調・連携行動における情報の役割が主論点である。実験経済学では、実験室内のパフォーマンス（取引利益や獲得ポイント）に応じた謝金を実験参加者に支払う。金銭的インセンティブの付与は、いわゆる経済人を前提とし、均衡や分配といった経済学の論点を扱うために決定的な要素である。各アプローチには表に示したような差異があるが、ディスクロージャー問題に有益な知見をもたらすという目標が変わるところはなく、2000年前後からは両者の融合が急速に進展してきている。

財務諸表数値やその他企業の開示情報、また株価や各種統計数値などのデータ蓄積（アーカイバル・データ）があるなか、あえて実験研究によって新規のデータを創出するのは、そこに固有の優位性があるからといえる。Bert et al. (1990, 831) は、例えば、ディスクロージャーと監査の実験（経済学）研究の典型的なタイムラインを下図のように示している。



実験研究では、① 現実世界の事象から抽出された理論モデルに沿う環境の創出、② ディスクロージャーの環境や利害関係者の情報集合などの因子と剰余変数（extraneous variables）の統制（コントロール）と無作為化、③ パラメータ値の変化と仮定の緩和による複数の異なる設定および現存しない制度・環境におけるデータ取得が可能となるかもしれない。このとき、研究目的にとって適切なデータを研究者が「事前に」入手し、かつさまざまな処理変数の影響を分離して把握できるという実験研究の強みが導かれうる。例えば、審議中のディスクロージャー制度の複数の代替案につき、個々の利害関係者の判断と意思決定に及ぼす影響を（＝(1) 行動会計学研究）、あるいは利害関係者の間の相互作用や実験室内の仮想市場の帰結を（＝(2) 実験経済学研究）、それぞれ実証研究の俎上に載せられる。また、依拠する理論的基盤の相違から、または同一理論からでも複数の競合する行動予測が導かれる場合、そのうちの何れが諸要因に照らして頑健であるかを検証できるかもしれない。さらに、理論モデルでは省略され、または曖昧なままであった設定が実験デザイン時に明確に特定されたり、理論の予測とは合致しないが実験室内で一貫して生起する事象（いわゆる実験のアノマリー）が新たな理論構築を促進したりするといった、実験研究の実施にとって付随的な効果も想定されうる。

前段落に掲げたような特徴をもつとはいえ、実験研究も、制約というよりむしろ取り扱いに注意を要する方法論に固有の微妙な問題、すなわち内的妥当性と外的妥当性などの問題を伴う。第一に、内的妥当性（internal validity）とは、従属変数（の変化）が独立変数（の変化）に起因してもたらされたと確証しうる程度をいう。実験の統制（コントロール）は因果関係の推測にとって鍵となる要素であるが、その十分性の確証は困難である。統制（コントロール）外の要因がある実験結果をもたらした、あるいは場合によっては、研究者自らが特定の結果を導くように実験参加者を誘導したとさえ指摘されうる。厳格な統制（コントロール）ほど、一般的には、実験研究から得られる教訓を減少せしめることも併せて、当該問題の解消は簡単ではない。続いて、外的妥当性（external validity）とは、実験結果の一般化可能性、換言すれば実験室で観察された事象が現実の環境でも同様に生起し、よってその知見を一般

化できる程度をいう。現実性や実験参加者の選択と密接に関わる当該問題への対処は比較的容易であるものの、主として非実験研究者から呈される方法論に対するこうした疑念は理解しうる。ほかにも、実験はシミュレーションではないこと、点推定（パラメータ値の確定）には向かないこと、参加者は実験のタスクの遂行を通じて学習しつつ適応的に行動すると考えられることは注意が必要な論点の例である。

統一論題報告においては、実験研究の方法論に関わる上記のような議論をたどったあと、それを適用する一連のディスクロージャー研究をみていきたい。わが国において（も？）実際の研究事例は極めて少ないとはいえ、実験という研究手法は、ディスクロージャーの問題を扱うための非常に強力なツールである。実験も、他の実証研究と同様に、直接的・間接的なコストを免れるものではない。しかしながら、ディスクロージャーの制度や環境が、個別企業とその利害関係者を含む社会全体に及ぼす深甚なる経済的影響に鑑みるならば、その方法論に固有の優位性を活かしたうえで、より一層の実験研究の実施を提唱するのは、不自然なことではないと考える。

《文献》

American Accounting Association (AAA), 1974. Report of the committee on the relationship of behavioral science and accounting. Supplement to The Accounting Review 49, 127-139.

Berg, J., Coursey, D., Dickhaut, J., 1990. Experimental methods in accounting: A discussion of recurring issues. Contemporary Accounting Research 6, 825-849.

2014年度特別プロジェクト・中間報告 「負債と資本の中間項目の開示」

Interim Report of the Special Project for the FY 2014
“Disclosure of Mezzanine items between Liabilities and Equity.”

特別プロジェクト代表

野口晃弘 (名古屋大学教授)
Akihiro Noguchi (Professor, Nagoya University)

委 員

小川淳平 (神奈川大学准教授)
Junpei Ogawa (Associate Professor, Kanagawa University)

仙場胡丹 (名古屋大学准教授)
Hu Dan Semba (Associate Professor, Nagoya University)

田澤宗裕 (名城大学准教授)
Motohiro Tazawa (Associate Professor, Meijo University)

中條祐介 (横浜市立大学教授)
Yusuke Nakajo (Professor, Yokohama City University)

向伊知郎 (愛知学院大学教授)
Ichiro Mukai (Professor, Aichi Gakuin University)

二村雅子 (小樽商科大学准教授)
Masako Futamura (Associate Professor, Otaru University of Commerce)

2014年度特別プロジェクト・中間報告 「負債と資本の中間項目の開示」

1. プロジェクトの課題と範囲

負債と資本の区分は現在の会計理論・制度・実務が抱える最難問の一つと考えられている（徳賀，2014）。負債と資本の区別は新たな金融商品の開発・普及に伴って、複雑化の様相を呈しており、会計処理そのものの解決が容易でないことから、開示の充実によって対応がなされている部分もあり、会計処理のみならず、開示についても議論すべき点が少なくない。

本プロジェクトでは、国際比較及び歴史研究という伝統的な制度会計における研究方法に加え、その成果を検証するための実証研究を行った上で、開示に関する立法論を展開することを意図としている。そのため国際比較と歴史研究を進めると併行して、実証研究についても先行研究の文献調査を進めた。

負債と資本の中間項目としては、連結貸借対照表の純資産のうち株主資本に分類されない、その他の包括利益累計額（その他有価証券評価差額金・繰延ヘッジ損益・土地再評価差額金・為替換算調整勘定・退職給付に係る調整累計額）、新株予約権、非支配株主持分、に加え、わが国の会計基準では負債として表示することができる転換社債型新株予約権付社債と、株主資本に含まれる優先株式についても、研究対象とした。

本稿では、まず、負債と資本の中間項目に関する現行の表示区分を整理・検討した上で、具体的な論点のうち、ストック・オプションと優先株式について取り上げる。

2. 負債と資本の中間項目の性格と表示区分の整合性

国際会計基準委員会（IASB）は2010年に「財務報告に関する概念フレームワーク」（概念フレームワーク）を公表しているが、負債や持分の定義は1989年に公表された「財務諸表の作成及び表示に関するフレームワーク」の本文が、まだそのまま残されている。負債は「過去の事象から発生した企業の現在の債務で、その決済により、経済的便益を有する資源が当該企業から流出することが予想されるもの」（4.4項（b））と定義されている。

IASBが2013年に公表したディスカッション・ペーパー「『財務報告に関する概念フレームワーク』の見直し」（DP）では、負債が報告日現在の義務であることを明確にし、かつ、蓋然性のしきい値の問題を除去するため、負債の定義として「過去の事象の結果として企業が経済的資源を移転する現在の義務」（2.11項）という表現が提案されている。しかし、負債と資本の区別という視点から考えると、負債が「経済的資源を移転する義務」に限定されていることに変更はなく、DPに示されている予備的見

解も、現在の持分の定義「企業のすべての負債を控除した後の資産に対する残余持分」（IASB「概念フレームワーク」4.4項（c））を変更すべきではないとしている（DP、5.2項）。

これに対し、資本を狭く定義する考え方もある。日本の「財務会計の概念フレームワーク」では、資本と負債の差額として定義される純資産とは別に、株主資本を「純資産のうち報告主体の所有者である株主（連結財務諸表の場合には親会社株主）に帰属する部分」と定義している（第3章6-7項）。FASBが2007年に公表した予備的見解「持分の性格を有する金融商品」では原則として非支配持分を持分に含めるものの（par.29）、最も劣後する残余請求権のみを持分に分類する狭義資本説を提案している（pars.16-17）。

このように概念フレームワークレベルでも負債と資本の区別はその境界線が画定しておらず、中間的な表示区分を残さざるを得ない状況にある。以下、わが国における現在の表示区分について、各項目が、①その増減が連結財務諸表で包括利益の計算要素か否か、②いわゆるリサイクリングの対象となるか否か、③税効果会計が適用されるか否か、という点から分類し直し、表示区分との整合性を検討する。

2.1. その他の包括利益累計額

2.1.1. その他有価証券評価差額金

「金融商品に関する会計基準」では、売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券の時価評価差額を、原則として、税効果会計を適用した上で、洗い替え方式に基づく合計額で、純資産の部に計上するように指示している（金融商品会計基準18項）。

「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」では、純資産の部における株主資本以外の項目として、評価・換算差額等の区分が設けられており、具体的な表示科目の筆頭に、その他有価証券評価差額金が例示されている。そして、その金額についても、繰延税金資産又は繰延税金負債の額を控除した後の金額で記載することが指示されている（純資産会計基準7-8項）。なお、「包括利益の表示に関する会計基準」により、連結財務諸表上は、「評価・換算差額等」を「その他の包括利益累計額」と読み替えるように指示されており（包括利益会計基準16項）、単体の貸借対照表と連結貸借対照表で、異なる表現が用いられるようになった。

その他有価証券の評価差額については、毎期末の時価と取得原価との比較により算定されるため、期中に売却した場合には、取得原価と売却価額との差額が売買損益として当期の損益に含まれることになる（金融商品会計基準79項）。なお、低価法による評価損益を従来通り損益計算書に計上することも認められており（18項（2））、時価が著しく下落した場合に、帳簿価額を時価により付け替えて取得原価を修正した場合も、同様に、当期の損失として処理するように指示されている（20項）。

2.1.2. 繰延ヘッジ損益

「金融商品に関する会計基準」によれば、繰延ヘッジ損益は、時価評価されているヘッジ手段に係る損益又は評価差額を、ヘッジ対象に係る損益が認識されるまで、税効果会計を適用した上で、繰り延べるため純資産の部に計上されるものである。そして、ヘッジ対象が消滅した時点で、当期の損益として処理することが求められている（金融商品会計基準32-34項）。

繰延ヘッジ損益は、損益計算の観点から資産又は負債として繰り延べられてきた項目であったが、資

産性又は負債性を有しないため、純資産の部に計上することが指示されるようになった（純資産会計基準23項）。

2.1.3. 土地再評価差額金

土地再評価差額金とは、土地の再評価に関する法律（土地再評価法）に基づき、事業用土地について、時価による評価替えを行って帳簿価額を改定した結果生じた再評価差額から、再評価に係る繰延税金負債または資産を加減した金額を示す表示科目である（土地再評価法7条、会社計算規則53条、76条7項3号）。再評価実施期間は既に経過しているため、新たに再評価が行われることはないが、平成19年版の『決算開示トレンド』によれば、2002年には300社中96社で土地再評価を行った旨の注記があり、うち19社については時価下落に関する注記が行われている。土地再評価差額金は、土地の処分あるいは減損処理によってしか、取り崩すことができない（土地再評価法8条）。ただし、税率変更に伴う再評価に係る繰延税金の増減額は土地再評価差額金に加減しなければならない（土地再評価法7条3項）。

日本公認会計士協会会計制度委員会の「土地再評価差額金の会計処理に関するQ&A」によれば、再評価後の帳簿価額が会計上の帳簿価額として位置付けられているため、土地再評価差額金の取崩額は、当期純利益には反映されず、その他利益剰余金に直接計上される。包括利益会計基準でも、土地再評価差額金の取崩額が組替調整額に該当せず、株主資本等変動計算書において利益剰余金への振替として表示されることが示されている（包括利益会計基準31項）。

このように土地再評価差額金の取崩額は、いわゆるリサイクリングの対象にならないものの、利益剰余金への振替とされていることから、損益でも資本修正でもない特殊な扱いとなっている。

2.1.4. 為替換算調整勘定

企業会計審議会によって平成11年に改訂された外貨建取引等会計処理基準では、在外子会社等の財務諸表項目の換算において、資産及び負債については、決算時の為替相場による円換算額を付した上で、親会社による株式の取得時における資本項目については、株式取得時の為替相場による円換算額を、取得後に生じたものについては、発生時の為替相場による円換算額を付すように指示されている。そして、生じた換算差額については、為替換算調整勘定として貸借対照表の資本の部に記載すると指示されていた。

純資産会計基準の設定に伴い、純資産の部の評価・換算差額等の区分に含まれるようになり（純資産会計基準8項）、さらに包括利益会計基準が設定されると、その他の包括利益の内訳項目として表示されるようになった（包括利益会計基準7項）。なお、表示される金額は、税効果を控除したものと指示されている（包括利益会計基準8項）。

2004年7月に公表された討議資料「財務会計の概念フレームワーク」では、包括利益のうち、投資のリスクから解放されていない部分を、その他の包括利益といい、為替換算調整勘定が例示されていたが（討議資料『財務諸表の構成要素』12項、脚注5）、9月の修正版では、その例示は削除されている。

2.1.5. 退職給付に係る調整累計額

「退職給付に関する会計基準」では、確定給付制度における数理計算上の差異の当期発生額及び過去勤務費用の当期発生額のうち、費用処理されない部分については、その他の包括利益に含めて計上し、その他の包括利益累計額に計上されている未認識数理計算上の差異及び未認識過去勤務費用のうち、当

期に費用処理された部分については、いわゆるリサイクリングを行うように指示されている（退職給付会計基準15項）。

未認識数理計算上の差異及び未認識過去勤務費用については、税効果を調整の上、純資産の部におけるその他の包括利益累計額に「退職給付に係る調整累計額」等の適当な科目で計上し、リサイクリングについては、その他の包括利益に「退職給付に係る調整額」等の適当な科目で一括して計上するように指示されている（退職給付会計基準27項・29項）。

従来（平成10年会計基準）は、未認識数理計算上の差異及び未認識過去勤務費用は貸借対照表に計上されなかったが、平成24年改正基準では、国際的な会計基準に合わせて純資産の部に計上するようになった（退職給付会計基準55項）。

2.2. 新株予約権

新株予約権勘定は、自社株式オプションの発行価額を記入する勘定である。純資産会計基準によれば、新株予約権は、個別貸借対照表でも連結貸借対照表でも、純資産の部において、株主資本とは区分された株主資本以外の項目の中で、新株予約権として表示される（純資産会計基準4項、7項）。なお、評価・換算差額等とは異なり、「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準等の適用指針」において、新株予約権については、権利行使の有無が確定するまでの間は、その性格が確定せず、課税所得計算上の負債にも該当しないことから、税効果会計の対象とされていない（純資産会計基準適用指針18項）。

新株予約権は、権利行使されれば、株主資本に振り替えられ、失効すれば、新株予約権戻入益に振り替えられることになる（金融商品会計基準38項）。

企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」によれば、自己新株予約権は、取得原価による帳簿価額を、純資産の部の新株予約権から直接控除して表示するように指示されている（13項）。したがって、株価が継続的に上昇している局面であれば、自己新株予約権の取得に伴って、新株予約権勘定の残高が借方に生じる可能性もある。なお、消却した場合には、消却損益を（16項）、処分した場合には、処分損益を計上することになる（17項）。

新株予約権は、決済される時点の時価で損益計算が行われれないという点では、負債と異なる処理が行われるものの、失効に伴って戻入益が損益計上され、また、自己新株予約権の処分・消却によって損益が計上することなど、自己株式とは全く異なる扱いとなっている。新株予約権が負債の部ではなく、純資産の部で表示されるようになった主たる根拠は、返済義務のある負債ではない点にある（純資産会計基準22項）。

2.3. 非支配株主持分

「連結財務諸表に関する会計基準」によれば、子会社の資本のうち親会社に帰属しない部分が、非支配株主持分とされ（連結会計基準26項）、純資産会計基準に従い、純資産の部の株主資本以外の項目として区分されて表示される（連結会計基準32項、純資産会計基準7項）。

非支配株主持分のように返済義務がないものについては、負債の部に記載しないことが従来から連結財務諸表を中心に行われており、平成17年純資産会計基準からは、負債の部と資本の部の中間項目が設

けられなくなったため、純資産の部に記載されるようになった（純資産会計基準19-21項）。株主資本は、純資産のうち株主（連結財務諸表においては親会社の株主）に帰属する部分に限定されており（純資産会計基準25項）、非支配株主持分は親会社株主に帰属するものではないため、純資産の部に記載されるものの株主資本からは排除されている。

2004年版の討議資料「財務会計の概念フレームワーク」では、純資産におけるその他の要素のうち、報告主体の所有者である株主以外に帰属するものとして、少数株主持分が例示されている（『財務諸表の構成要素』7項）。2006年版でも、第3章の脚注（7）で、子会社の少数株主との直接的な取引で発生した純資産は、株主資本から除かれることが明示されている。

なお、非支配株主持分については、連結貸借対照表に計上されている負債でも、課税所得上の負債でもないため、税効果会計の対象にならないものと考えられている（純資産会計基準適用指針19項）。

2.4. 区分とその整合性

ここまでに取り上げた7つの中間項目について、包括利益計算の要素か否か、リサイクルリングの対象か否か、税効果会計の適用対象か否か、に基づいて分類し、整理すると、表1のようにまとめることができる。

表1 中間項目の性格

	包括利益	リサイクルリング	税効果会計
その他有価証券評価差額金	○	○	○
繰延ヘッジ損益	○	○	○
土地再評価差額金	×	×	○
為替換算調整勘定	○	○	○
退職給付に係る調整累計額	○	○	○
新株予約権	×	△	×
非支配株主持分	×	×	×

ここで明らかのように、土地再評価差額金はその他の包括利益累計額の項目の一つとして表示されているものの、他の項目とは異質であり、新株予約権や非支配株主持分と同列の、独立の項目と位置づけられる。

3. ストック・オプション

わが国におけるストック・オプションの特徴は、アメリカと比較して経営者報酬に占めるウエイトが低く、かつ、株式報酬型ストック・オプション、すなわち、行使価格を名目額に設定した事実上の譲渡制限付株式が過半数を占めていることにある。タワーズワトソン（2014）の調査結果によれば、2014年6月末日までの1年間に、わが国の上場企業でストック・オプションの付与についてプレスリリースにより発表した535社のうち、345社は株式報酬型を付与していた（通常型と両方付与した34社を含む）。

同じく5年間の累計額を見ても、株式報酬型のほうが通常型を上回っている。

このようにわが国で事実上の譲渡制限付株式が新株予約権の形式で付与される背景には、現金で支払われてきた役員退職慰労金を、自社の株式による支払に転換し、かつ、退職時ではなく、就任時に確定させておくという流れがある。事実、株式報酬型ストック・オプションの多くが、役員退任時に行使可能となるように、行使条件が設定されている。また、株式の付与ではなく、新株予約権の付与という形式が選択される理由は、税務上の扱いの違いにある。株式を付与すればその時点で課税されるのに対し、新株予約権であれば権利行使時点まで課税が繰り延べられるからである。

株式報酬型ストック・オプションの普及の結果、貸借対照表に表示されている新株予約権の金額の重要な部分が、事実上、権利行使がほぼ確実に見込まれるという意味で、既にオプションではなく、かつ、その金額も、オプションのプレミアムを示すものではなく、事実上、株式の発行価額を示すものとなっている。

3.1. わが国における開示の現状

新株予約権は、貸借対照表・連結貸借対照表で、純資産の部における株主資本以外の項目として区分して表示される（純資産会計基準7項）。株主資本等変動計算書（連結を含む）でも、新株予約権は区分されて、当期首残高、変動事由ごとの当期変動額及び当期末残高の金額が表示される（株主資本等変動計算書会計基準6項）。連結財務諸表規則（43条の3、75条）でも同様の規定が設けられており、注記事項として、新株予約権の目的となる株式の種類・数・残高、変動事由等の開示が規定されている（79条）。なお、財務諸表等規則も同様である（68条、105条、108条）。

ストック・オプションの場合、通常の新株予約権としての開示に加えて、報酬制度であることに伴う開示が求められている。「ストック・オプション等に関する会計基準」では、注記する事項として、ストック・オプションの付与に伴う費用計上額、ストック・オプションの内容、規模、変動状況、に加え、公正な評価単価や権利確定数の見積もり方法など、ストック・オプションによる報酬計上額の算定根拠の開示が指示されており（16項）、「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」では、ブラック・ショールズ式によった場合の主な基礎数値として、株価変動性、予想残存期間、配当、無リスクの利子率が例示されている（72項）。

3.2. 国際基準で求められている開示

一般的なストック・オプションは持分証券で決済される取引に分類され、持分剰余金（equity reserve）といった持分の勘定に貸方記入される（PKF International Ltd, 2015）。

IAS 1では、財政状態計算書に掲記しなければならない項目として、資本に表示される非支配持分と親会社の所有者に帰属する発行済資本金及び剰余金が示されており（54項）、財政状態計算書又は注記のいずれかに表示すべき情報として、払込資本及び剰余金は、資本金、資本剰余金及び剰余金などさまざまな区分に分解されるとしている（78項）。また、IFRS 2では、ストック・オプションの公正価値に関連して、使用したオプション価格算定モデル及び当該モデルに対する入力値（加重平均株価、行使価格、予想ボラティリティ、オプションの残存期間、予想配当、リスクフリー金利等）の開示が指示され

ている（47項）。

アメリカでは、貸方の表示科目は追加的払込資本（Additional paid-in capital）が一般的と考えられるが（Flood, 2015）、実質的に大きな違いはない。なお、ASC 718では開示すべき事項が細かく指示されている。そしてその中に行使されたストック・オプションの本源的価値合計、すなわち行使日差額の開示が含まれている。

3.3. 改善すべき開示内容

ストック・オプションについては、付与日の公正な評価額に基づく費用計上が行われるようになったことに伴い、開示に関する焦点は、権利行使された時点における株価と行使価額の差額、いわゆる行使日差額に関する情報となっている。結果的に生じた従来からの株主から権利行使により生まれた新たな株主への富の移転について、どこまで金額の開示が必要かという点である。

行使価格と行使時点における株価に関する情報は、わが国の財務諸表等規則第8条の15第1項でも、権利行使価格（7号）と当該事業年度において権利行使されたストック・オプションの権利行使時の株価の平均値（9号）が規定されているので、必要とあれば行使日差額の金額を計算して求めることは可能となっている。この点については、IFRS 2における開示に関する指示の内容（期中の行使数と加重平均行使価格及び権利行使日時点の加重平均株価）と同様となっている（45項）。しかし、アメリカでは、行使日差額そのものの開示が指示されており（ASC 718-10-50-2-d.2）、一歩進んだ開示内容となっている。

4. 優先株式

わが国の連結貸借対照表・連結株主資本等変動計算書のみならず単体の貸借対照表でも株式の種類別表示は行われておらず、株主資本等変動計算書でも剰余金の配当について、合計額が表示されるだけで、株式種類別に金額が示される訳ではない。種類株式に関する情報は、注記事項を確認しなければならないようになっているのが現状である。

東京証券取引所には2015年4月28日現在、3,490社が上場しているもの（<http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/co/index.html>）、上場されている優先株式は2007年9月3日に上場された伊藤園第1種優先株式だけであり、株式以外の持分証券に範囲を拡げてみても、優先出資法に基づき2000年12月22日に信金中央金庫が上場した優先出資証券があるだけで、わが国では普通株式だけが発行されているように一見思われる。仮に日本の上場企業の特徴として、優先株式はほとんど用いられていないということであれば、種類株式の開示について論じる意味も小さくなるが、実態はそうではない。

福田・曹(2013)によれば、わが国における優先株式による資金調達は1990年代から活発化しており、優先株式発行額は普通株式発行額と比較できる金額となっている。上場会社資金調達額は、普通株式と優先株式それぞれについて図1のように示すことができる（東京証券取引所の統計情報<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/tvdivq0000001wij-att/historical-sikin.xls>）。

このように過去15年間の合計で見ると、件数では普通株式2,426件、優先株式340件、と差が大きい

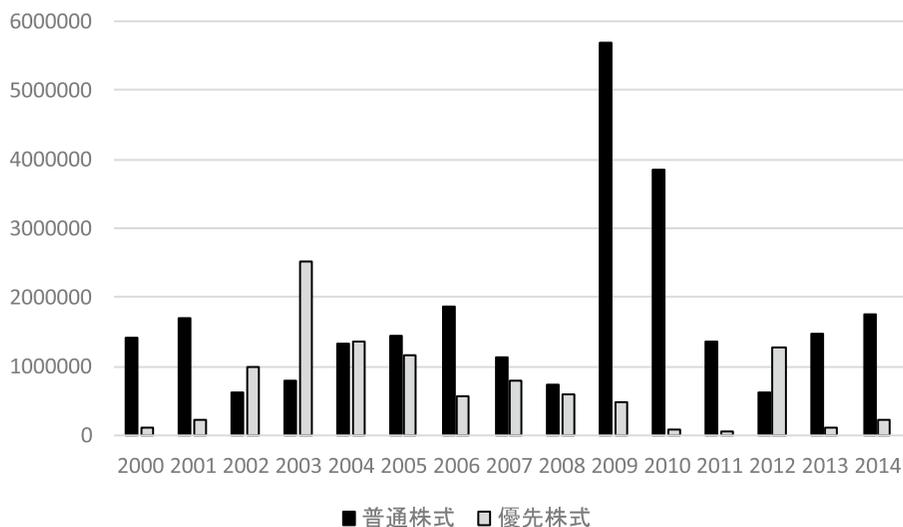


図1 東京証券取引所上場会社の普通株式と優先株式の発行額（百万円）

金額では普通株式25,811,097百万円、優先株式10,568,160百万円となり、件数では普通株式が多いものの、金額で見ると、優先株式の重要性が伝わってくる。ただし、これは発行額で比較した場合であって、貸借対照表に表示されている払込資本に占める優先株式の割合を示している訳ではない。

わが国の優先株式に関する最近の研究には、福田・曹（2013）で優先株式発行企業の業績が調査されている他、上場優先株式の事例について詳細に分析した宇野・山田（2008）、5つの事例を取り上げた杉浦（2013）、優先株式発行に対する株式市場の反応を分析した福田（2014）、ウエストホールディングスの事例に関する杉浦（2014）がある。議決権種類株式に関しても、実質的に複数議決権株式を発行しているサイバーダインが東証マザーズへ上場するという実務上の進展が見られ、『証券アナリストジャーナル』（2014年11月号）で「種類株式と議決権」をテーマとする特集が組まれるなど、注目されるようになってきている。しかし優先株式に関する会計処理については、半世紀以上に発行持分説と主体持分説を対比させて論じられて以降、ほとんど論じられてこなかった。その結果、会計基準も開示規制も、実務の進展から取り残されてしまっている。以下、まず、わが国における開示の現状をまとめ、次に国際基準で求められている開示と対比させた上で、必要とされている改善点を明らかにする。

4.1. わが国における開示の現状

わが国では、「自己株式の処分及び消却時の帳簿価額は、会社の定めた計算方法に従って、株式の種類ごとに算定する」（自己株式等会計基準13項）と指示されているものの、計算された自己株式消却差額は株式種類別経理されずにプールされたその他資本剰余金（あるいはその他利益剰余金）にチャージされるため、結局、株式種類別経理にはならない。開示についても、注記事項として自己株式の種類及び株式数が記載されるに留まっており、財務諸表や連結財務諸表に示される情報は限られている。純資

産会計基準でも、株式の種類別表示は指示されておらず、「種類」という用語さえ見当たらない。

「株主資本等変動計算書に関する会計基準」では、連結株主資本等変動計算書の注記事項として①発行済株式の種類及び総数、②自己株式の種類及び株式数、に関する開示が指示されている（株主資本等変動計算書会計基準9項）。しかし、株式種類別に金額が示されるわけではない。連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則でも、会計基準の指示を反映した連結株主資本等変動計算書の注記事項として発行済株式と自己株式の種類及びその数、株式の種類ごとの新株予約権の数と配当の金額に関する記載が規定されており（連結財務諸表規則77-80条）、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則でも同様であるが（財務諸表等規則106-109条）、配当に関する注記を除けば、金額については規定されていない。

但し、さすがに1株当たり当期純利益の算定については、普通株式に係る当期純利益を普通株式の期中平均株式数で除して算定するように指示されており、株式の種類を反映した計算が行われるようになっている（1株当たり当期純利益に関する会計基準12項）。

連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則（連結財務諸表規則）第44条の2では、「1株当たり純資産額は、注記しなければならない」と規定しているにとどまっておらず、財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（財務諸表等規則）第68条の4も同様である。「連結財務諸表の用語、様式及び作成方法に関する規則」の取扱いに関する留意事項について（連結財務諸表規則ガイドライン）44の2では、「財務諸表等規則ガイドライン68の2の取扱いは、規則第44条の2に規定する1株当たり純資産額の注記について準用する」と規定しており、財務諸表等規則ガイドライン68の4で規則第68条の4の規定による記載における留意点の2として、「1株当たり純資産額の算定上の基礎として、次に掲げる事項を注記することを妨げない。(1) 貸借対照表の純資産の部の合計額と1株当たり純資産額の算定に用いられた普通株式に係る事業年度末の純資産額との差額の主な内訳」が規定されており、1株当たり純資産額の注記で、1株当たり純資産額の算定上の基礎の中に、優先株式の発行価額、払込金額、あるいは純資産額として開示されるようになっている。

企業会計基準適用指針第4号「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」40項でも、「1株当たり純資産額を開示する場合には、当該金額の算定上の基礎として以下の事項を注記することが望ましい」とされている注記事項の中に、「貸借対照表上の純資産の部の合計額と1株当たり純資産額の算定に用いられた普通株式に係る期末の純資産額の差額（貸借対照表の純資産の部の合計額から控除する金額（第35項参照））の主要な内訳」が示されるにとどまっている。なお、35項の(3)には「普通株式よりも配当請求権又は残余財産分配請求権が優先的な株式の払込金額（当該優先的な株式に係る資本金及び資本剰余金の合計額）」、(4)には「当該会計期間に係る剰余金の配当であって普通株主に関連しない金額」が示されている。

かつて企業会計原則の貸借対照表原則4(3)Aでは、資本金については株式種類別の表示が指示されていた時代もあったが、昭和四九年修正で表示の簡素化のため削除された（寫村、1985）。現在では、優先株式の払込資本残高を把握するためには、有価証券報告書の隅まで目を通さなければならない。

4.2. 国際基準で求められている開示

国際会計基準第1号「財務諸表の表示」によれば、財政状態計算書には、最低限、資本に表示される非支配持分と親会社の所有者に帰属する発行済み資本金及び剰余金は掲記しなければならないと指示されている（IAS 1, 54項 (q) (r)）。そして、財政状態計算書又は注記のいずれかにおいて、各表示項目のより詳細な下位分類を、適切と思われる方法で分類開示しなければならないと、払込資本及び剰余金は、資本金、資本剰余金及び剰余金などさまざまな区分に分解されることが例示されている（IAS 1, 77-78項）。

財政状態計算書もしくは持分変動計算書、又は注記によって、株式資本のクラスごとに、授権株式数、全額払込済みの発行済株式数及び未払込額のある発行済株式数、1株当たりの額面金額又は無額面である旨、発行済株式総数の期中における変動内訳、そのクラスの株式に付されている権利、優先権及び制限（配当支払及び資本の払戻しの制限を含む）、自己株式及び子会社又は関連会社保有の自社株式、オプション契約による発行及び売渡契約のための留保株式（契約条件及び金額含む）を開示することも求められている（IAS 1, 79項 (a)）。

株式の種類別情報については、持分変動計算書又は注記に表示すべき情報として、資本の内訳項目に、各クラス別の拠出持分、その他の包括利益の各クラス別の累計額が例示されている（IAS 1, 106項, 108項）。

アメリカでは、負債及び株主持分は、流動負債、長期負債、償還優先株式、非償還優先株式、普通株式、その他の株主持分、非支配持分に区分されて貸借対照表に表示される（CFR Title 17 § 210.5-02）。

4.3. 改善すべき開示内容

上場された事例を除けば、わが国における優先株式の発行事例の多くが一時的な資本注入を意図した第三者割当てとなっているようである。かつての転換社債と同様の資金調達手段となっているのであれば、貸借対照表等において転換社債に求められている開示の水準と全く異なっている状況については、再検討すべきものと思われる。

優先株式の現状からすれば、非支配株主持分よりは負債に近い扱いをする必要があり、少なくとも株主資本の区分ではなく、純資産の部における独立の項目として株式種類別経理を行った上で開示する必要があるように思われる。これは、国際的に求められている優先株式に関する開示水準を満たすためだけでなく、普通株式とは異なる資金調達手段として利用されている優先株式に関する情報を提供するために必要と考えられる。

5. 残された課題

本稿における議論は、国際的な会計基準との比較や、限られた事例に基づいて、異なる性質のものが同じ科目に合計されて表示されるというわが国における会計基準の問題点を指摘するにとどまっている。

そこで、最終報告では、以下の課題に取り組む。

- ① リサイクル情報有用性の有用性をその他の包括利益の項目別に検証した上で、表示区分の整合性についてさらに検討する。
- ② 中間項目の表示について、多様性が見られるアメリカ企業のアニュアルレポートについて、歴史的に分析を行う。
- ③ 概念フレームワークに関する国際比較から、負債と資本の区別の方向性を明らかにする。
- ④ ストック・オプションの公正価値評価に関する実証研究を行った上で、開示に関する課題とその解決策を検討する。

《参考文献》

- Abodoye, D., M.E. Barth, R. Kasznik, 2006. Do firms understate stock option-based compensation expense disclosed under SFAS 123? Review of Accounting Studies 11, 429-461.
- Choudhary, P., 2011. Evidence on differences between recognition and disclosure: A comparison of inputs to estimate fair values of employee stock options. Journal of Accounting and Economics 51, 77-94.
- Financial Accounting Standards Board, 2007. Preliminary Views. Financial Instruments with Characteristics of Equity. Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation, Norwalk, CT. http://www.fasb.org/pv_liab_and_equity.pdf
- Flood, Joanne M., 2015. Wiley GAAP 2015: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles. John Wiley & Sons Ltd., Chichester, UK.
- 福田充男・曹菲, 2013. 「日本の優先株式発行企業の業績」『京都産業大学論集. 社会科学系列』第30号, 35-49.
- 福田充男, 2014. 「優先株式発行に伴う株価反応と銀行の役割」『京都産業大学論集. 社会科学系列』第31号, 15-28.
- Granof, M. H., & Zeff, S. A., 2008. Research on accounting should learn from the past. The Chronicle of Higher Education, 54(28). <http://search.proquest.com/docview/214660096?accountid=12653>
- Hodder, L., W.J. Mayew, M.L. McAnally, C.D. Weaver, 2006. Employee stock option fair-value estimates: Do managerial discretion and incentives explain accuracy? Contemporary Accounting Research 23, 933-975.
- 企業会計基準委員会・基本概念ワーキング・グループ, 2004a. 討議資料「財務会計の概念フレームワーク」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/begriff/begriff.pdf
- 企業会計基準委員会・基本概念ワーキング・グループ, 2004b. 討議資料「財務会計の概念フレームワーク」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/begriff/begriff_20041008.pdf
- 企業会計基準委員会, 2006. 企業会計基準適用指針第11号「ストック・オプション等に関する会計基準の適用指針」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/stockop2/stockop2.pdf
- 企業会計基準委員会, 2006. 討議資料「財務会計の概念フレームワーク」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/begriff/begriff_20061228.pdf
- 企業会計基準委員会, 2008. 企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/fv-kaiji/fv-kaiji.pdf
- 企業会計基準委員会, 2008. 企業会計基準適用指針第17号「払込資本を増加させる可能性のある部分を含む複合金融商品に関する会計処理」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/cb_cb/cb_cb_s.pdf
- 企業会計基準委員会, 2012. 企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/taikyu-4/taikyu-4_1.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第2号「1株当たり当期純利益に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/touki/touki_1.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第5号「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/bs/bs_s.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第6号「株主資本等変動計算書に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/kaikei/kaikei_1.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第8号「ストック・オプション等に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/stockop/stockop_s2.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会計基準」財務会計基準機構. <https://www.asb.or.jp/asb/>

- asb_j/documents/docs/spe-tanki/spe-tanki_1.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/hyouji-hokatu_2012/hyouji-hokatu_2012_1.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準適用指針第8号「貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準等の適用指針」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/bs/bs2_s.pdf
- 企業会計基準委員会, 2013. 企業会計基準適用指針第4号「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/shihanki-s/shihanki-s_5.pdf
- 企業会計基準委員会, 2015. 企業会計基準第1号「自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準」財務会計基準機構. https://www.asb.or.jp/asb/asb_j/documents/docs/kansoka2015/kansoka_2015_1.pdf
- 国際会計基準審議会, 2010. 「財務報告に関する概念フレームワーク」IFRS財団. <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/PDFArchive?viewFile=14179&categoryId=481&sidebarCategoryId=1>
- 国際会計基準審議会, 2011. 国際会計基準 第1号「財務諸表の表示」IFRS財団. <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/PDFArchive?viewFile=14193&categoryId=481&sidebarCategoryId=1>
- 国際会計基準審議会, 2013. ディスカッション・ペーパー DP/2013/1「財務報告に関する概念フレームワーク」の見直し」IFRS財団. http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Conceptual-Framework/Discussion-Paper-July-2013/Documents/DP-2013-1_JPN.pdf
- 胡丹, 2005. 「U.S.GAAPによる財務諸表と日本証券市場一価値関連性の研究」『会計』第157巻第6号, 94-109.
- 日本公認会計士協会編, 2007. 『決算開示トレンド〈平成19年版〉』中央経済社.
- 日本公認会計士協会会計制度委員会, 2014. 「土地再評価差額金の会計処理に関するQ&A」http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/files/2-11-0a-2a-20140224.pdf
- Ohlson, J., 1995. Earnings, Book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-688.
- PKF International Ltd, 2015. Wiley IFRS 2015: Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards CD-ROM. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ.
- 寫村剛雄, 1985. 『会計制度史料訳解』白桃書房.
- 杉浦慶一, 2013. 「日本における上場企業のメザニン・ファイナンス」『年報経営分析研究』第29号, 58-69.
- 杉浦慶一, 2014. 「上場企業のメザニン・ファイナンス：ウエストホールディングスの事例を中心として」『年報経営分析研究』第30号, 49-57.
- 竹口圭輔, 2014. 「日本企業によるストック・オプションの費用計上と価値関連性」『会計』第186巻第2号, 207-221.
- タワーズワトソン, 2014. 「ストックオプション付与概況」<http://www.towerswatson.com/ja-JP/Press/2014/12/Towers-Watson-Japan-Summary-on-StPock-Option-Grant>
- 徳賀芳弘, 2014. 「負債と資本の区分—なぜ解決困難なのか—」『季刊会計基準』第44号, 247-250.
- 宇野淳・山田隆, 2008. 『優先株式のプライシング～無議決権・低流動性・投資制約：伊藤園のケース』早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパーシリーズ (WIP-08-005).
- 山下克之, 2014. 「株式報酬型ストック・オプションに関する一考察」『追手門経済・経営研究』No.21, 19-30.
- 山下克之, 2015. 「種類株式の発行事例に関しての考察」(現代資本会計研究会報告論文).

論 稿

SEC 基準採用企業の MD&A 情報と 株式市場の反応

*Market reaction to MD&A information:
Evidence from Japanese firms listed in the U.S.*

伊 藤 健 顕(甲南大学)
Ito Takeaki, Konan University

論文要旨

本論文では有価証券報告書に記載される定性情報である MD&A 情報を分析対象に、文字数・文章数および株式市場の反応について分析を行った。分析の結果、時間の経過とともに SEC 基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。また、SEC 基準採用企業は MD&A 情報を修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。そして MD&A 情報と株式市場の反応については、SEC 基準採用かつ MD&A 情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高い可能性が示唆された。MD&A は投資家の意思決定有用性向上のために設けられた情報ではあるが、SEC 基準採用企業の開示している情報の多さがかえって投資家の混乱を招いている可能性がある。

Summary

This paper analyzes MD&A information which is qualitative information on annual report. The firms which employed SEC standard (SEC firms) intended more information disclosure with the progress of the time, and the firms which employed Japanese standard (Japanese firms) intended concise information disclosure by analysis of the document length and the number of the sentences. In addition, I calculated TF-IDF, which was an index to measure the relative importance of the phrase about the MD&A information and analyzed the difference of the ratio of score in the previous year. As a result of analysis, the Japanese firms tend to revise only at specific times while the SEC firms have tended to always revise MD&A information. From the results, the Japanese firms intend more effective information disclosure. And, about MD&A information and the reaction of the stock market, the volatility of the market was high in the SEC firms and the company which revised MD&A information. The much information that the SEC firms disclosed may affect the volatility of the market than the above in Japan. The purpose of MD&A is to provide information for the decision making usefulness improvement of investors, but the much information may cause confusion.

1. 問題意識

現在、上場企業による情報開示は有価証券報告書や決算短信、アニュアルレポートや決算説明会

の資料、その他にも環境報告書や CSR 報告書、ホームページ上でのディスクロージャーなど多岐に渡る。その中でも、アニュアルレポートや環境報告書は法制度や証券取引所による規制で開示が

謝辞：本稿は日本ディスクロージャー研究会第9回研究大会（名古屋市立大学）での報告論文を加筆修正したものである。司会の向伊知郎先生（愛知学院大学）、コメンテーターの大鹿智基先生（早稲田大学）、コメントを賜りました柴健次先生（関西大学）に深く御礼申し上げます。また、本研究は日本学術振興会科学研究費補助金（若手（B）、研究課題番号：26870756）の助成を受けた成果の一部である。

連絡先：伊藤 健顕 〒663-8204 兵庫県西宮市高松町8-33 甲南大学マネジメント創造学部
電話：0798-63-5729 Email：Itakeaki@center.konan-u.ac.jp

義務付けられてはならず、慣習化はしているもののあくまで企業による自発的な開示である。上述の開示情報の中で法定ディスクロージャーといえば、有価証券報告書と決算短信による情報開示が代表的であるといえるだろう。有価証券報告書は金融商品取引法により作成が義務付けられており、決算短信は証券取引所の要請により作成が義務付けられている。その中でも有価証券報告書は年々大きな変貌を遂げている。

1980年代後半から、有価証券報告書を中心としてディスクロージャー情報の整備が行われてきた。この要因としては、日本企業の活動がグローバル化し、またわが国の資本市場が拡大するとともに国際化が進み、ディスクロージャーも他国の先進事例と調和化させる必要が生じた点が挙げられる。1980年代後半から2000年頃までの情報開示の拡充は財務情報に関する内容がほとんどであったが、財務情報のような定量データにこだわった情報開示では、中核事業がどのように運営されていくかなど、長期的な価値創造に影響を与える要因は分析しきれない(伊藤2006, 166)。そのような場合に重要となるのが定性情報である¹⁾。

金融庁は2002年に発表した「証券市場の改革促進プログラム」において、ディスクロージャーの充実・合理化を訴え、その結果2003年4月には「事業等のリスク」「財政状態及び経営成績の分析(MD&A)²⁾」「コーポレート・ガバナンスの状況」が制度化された。ここから、有価証券報告書における定性情報の開示が本格化したといえるだろう。

本論文ではそれらの中でも特にMD&A情報に注目し分析を行う。MD&AとはManagement Discussion and Analysisの略称であり³⁾、企業の業績・財政状態から戦略に関する情報などを単純な数値ではなく、経営者の視点から見たナラティブな文章による記述情報のことを言う。

MD&A情報は有価証券報告書の事業の状況に記載され、他の定性情報と異なり開示すべき情報、すなわち記載すべき項目が制度上、厳密には規定されていない。「事業等のリスク」に開示すべき情報は企業のリスクに関連した情報、「コーポレートガバナンスの状況」に開示すべき情報は企業統治に関連した情報にそれぞれ限定される。その一方でMD&A情報は特定のトピックについての情報ではなく、自社の事業や経営環境に関する幅広い情報の開示が求められている。また、そこでのどのような情報を開示するかは作成者すなわち経営者に任されており、自由度が非常に高い。したがってMD&A情報は企業により異なった内容となる可能性があり、全ての企業が類似した情報を開示することは期待されていない。すなわち、MD&Aにどのような情報を開示するか、ということが企業のディスクロージャーに対する姿勢を表している可能性がある。

そのような性質をもつMD&A情報にたいして、米国では実証研究が行われているが日本のMD&A情報を用いた研究は数が少ない。海外での先行研究では様々な視点、手法を用いたMD&A情報に関する分析が蓄積されてきているが、日本ではまだ明らかにされていない点が多く存在する。

MD&Aに代表される定性情報にかんする分析において重要なのが、文字情報をいかに分析に落とし込むか、という点である。Bryan(1997)に代表される初期の研究では、記載されているMD&A情報を項目ごとに分類したダミー変数を用いて分析を行っている。また、Botosan(1997)のように独自のスコアを算出し、分析に用いている研究も存在する。そして近年増加してきているのがLi(2010)に代表される、テキストマイニングの手法を用いて比較的に大量の定性データを定量化し実証分析に組み込む研究である。これらの研究は海外では行われているものの、日本企業

を分析対象とした研究は現在のところ非常に少ない。

そこで、本論文ではテキストマイニングの手法を用いて、文字数や文章数に代表される定性情報の基本的な分析を行い、さらに先行研究を参考にスコア化を行う。本論文の構成は以下の通りである。第2節では先行研究のレビューを行い、第3節ではサンプルについてみていく。第4節では MD&A 情報の開示量について分析を行い、第5節では修正スコアを用いた分析を行う。そして第6節では株式市場からの反応との関連について分析を行い、第7節ではまとめと今後の課題について述べる。

2. 先行研究のレビュー

MD&A 情報についての研究は、米国の MD&A 情報を対象とした、様々な視点からの分析が行われている。Tennyson et al. (1990) は倒産企業における MD&A 情報に注目しており、MD&A 情報が後の倒産企業を識別するのに有用であることが示されている。また、Barron et al. (1999) は MD&A 情報が証券アナリストの予測の正確性に与える影響を検証している。Barron et al. (1999) は SEC が 1987 年から 1989 年にかけて実施した MD&A の評価プロジェクトの結果を MD&A の評価指標とし、その値とアナリストの予測値との関連を検証している。その結果、MD&A の評価が高くなればアナリストの予測の誤差と変動性は低くなり、予測の正確性が高まることが示されている。Sun (2010) は不釣り合いな棚卸資産の増加 (disproportionate inventory increases、棚卸資産が 1 年で少なくとも 20% 増加すること) が起こっている企業において MD&A 情報が将来業績の予測能力を有しているかどうかを検証している。Sun (2010) は NYSE、AMEX、NASDAQ

に上場している製造業の米国企業 568 社を対象に分析を行っており、その結果、MD&A における棚卸資産の変化への好意的な説明はその後 3 年間の収益性および成長性と正の関連がある、という結果を示している。

また、MD&A 情報に対する株式市場の反応についての分析を行った研究として、Frazier et al. (1984)、Bryan (1997)、Feldman et al. (2010)、Brown and Tucker (2011) が挙げられる。Frazier et al. (1984) は、これまでの財務会計における実証研究は定量情報が中心であり定性情報が軽視されてきた、と指摘している。そして、MD&A に記述されている情報をソフトウェアを用いて分類、数値化し、それらの情報と株式リターンとの関係について分析を行っている。その結果、アニュアルレポートにおける MD&A 情報は企業の将来パフォーマンスを予測するのに有用であると示されている。Bryan (1997) では、MD&A 情報を開示項目ごとに分類し、株式リターンとの関係を検証している。株式リターンとして、MD&A 情報公開前後の 11 日間の株式リターンを用いた検証と、MD&A 情報公開日の 6 日後から 250 日間の株式リターンを用いた検証が行われている。前者は、MD&A 情報が財務諸表に対して追加的な情報があるか否かを検証している。後者は、投資意思決定における MD&A の潜在的な価値があるか否かを検証している。ここでは、株式リターンを被説明変数、MD&A 情報の項目を説明変数として最小二乗法を用いて検証している。

検証の結果、資本的支出についての MD&A 情報を表した変数が 2 期間のリターンのどちらでも有意な正の関連があると示されている。すなわち、資本的支出についての情報は財務諸表の情報を所与としても、株式リターンに対して追加的な説明力があることが示されている。その他の MD&A

に関する変数が有意な結果とならなかった理由について、Bryan (1997) では、それらの情報が経営者による自発的なディスクロージャーを通じて市場に既に織り込まれていたためである、としている。また、Feldman et al. (2010) ではMD&A情報のトーン⁴⁾と株式リターンとの関係を検証している。分析の結果、accrualsおよびearnings surprises⁵⁾をコントロールしたうえで、MD&A情報のトーンと株式リターンには有意な関係があると示唆された。Brown and Tucker (2011) では、MD&A情報の修正と株式リターンとの関係を検証している。分析の結果、前年比でMD&Aに情報に修正を行った企業に対して市場がポジティブに反応する可能性が示唆された。

以上のように海外ではMD&A情報に対する研究は行われているものの、日本のデータを用いた研究は数が少ない⁶⁾。

先行研究より、MD&A情報における一部の項目やトーン、修正に対して株式リターンはポジティブな反応を示す可能性が示唆された。日本におけるMD&Aの規制は自由度が高く、米国のように開示すべき項目が明確に分類されていない⁷⁾ため、Bryan (1997) の行ったようなカテゴリーごとに分けた分析を行うことは困難である。また、Feldman et al. (2010) で行われているようなMD&Aのトーンについても明確な基準で行うことは難しい⁸⁾。したがって本研究では文字数や文章数といったテキスト情報の基本的な分析を行い、さらにBrown and Tucker (2011) を参考としたMD&A情報の修正スコアを算出し分析を行う。

3. サンプル

現在、日本では米国式連結財務諸表をSEC (Securities and Exchange Commission) に登録

している企業はその提出が認められている。MD&A情報は財務諸表情報を補完する役割が期待されているため、用いる会計基準が異なるとMD&A情報の内容にも差が生まれる可能性がある。すなわち、日本の会計基準で財務諸表を作成する企業（以下、日本基準採用企業）とSECの会計基準で財務諸表を作成する企業（以下、SEC基準採用企業）とでは会計基準の違いがMD&A情報の内容に影響を与える可能性がある。したがって、本論文ではSEC基準採用企業を分析対象とする。分析対象はSEC基準を採用している企業かつ米国での株式公開を継続させている企業22社であり、SEC基準採用企業と同業種・同規模の日本基準採用企業22社を比較に使用している。

本論文での分析期間はMD&A情報の開示が義務付けられた2004年3月期から2013年3月期であり、最終的に440社年をサンプルとして使用した。MD&A情報はプロネクサス社の提供するeolより、財務データは日経メディアマーケティング社の提供する日経NEEDS Financial Questより取得した。

4. MD&A情報の開示量

表1および表2はMD&Aに記載されている文字数の記述統計量を示している。また、文字数の平均値を比較したものが図1である。SEC基準採用企業は平均15,000字から20,000字で推移しており、日本基準採用企業は平均4,000字から4,500字で推移している。このことからSEC基準採用企業は日本基準採用企業の5倍近い開示量であるということがわかる。では、なぜSEC基準採用企業は日本基準採用企業と比較して開示量が多いのだろうか。その要因として、日米のMD&Aの開示規制の違いを挙げるができる。

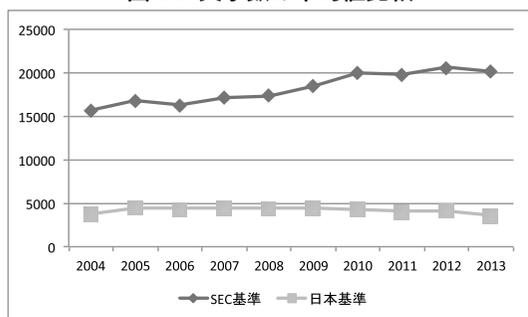
表1. 記述統計量（文字数、SEC基準採用企業）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Min.	2,113	1,970	1,835	1,793	1,836	1,950	2,045	1,877	2,123	2,108
1st Qu.	4,991	4,922	5,694	5,181	5,258	5,319	5,465	5,166	6,208	5,978
Median	11,041	13,147	12,063	11,913	14,689	14,722	16,397	15,007	14,395	13,873
Mean	14,493	16,400	15,826	16,007	16,535	17,925	19,291	19,174	20,045	19,302
3rd Qu.	21,547	22,874	22,902	22,936	23,022	23,636	28,853	29,239	29,256	27,570
Max.	49,708	52,980	58,520	57,353	58,258	63,691	68,790	72,379	73,404	61,965

表2. 記述統計量（文字数、日本基準採用企業）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Min.	367	405	466	885	406	665	638	641	643	673
1st Qu.	1,874	1,700	1,547	1,690	1,567	1,552	1,794	1,750	1,804	1,792
Median	2,781	2,989	3,053	2,835	2,478	2,600	3,049	2,783	2,739	2,852
Mean	4,064	4,387	4,219	4,388	4,349	4,436	4,445	4,280	4,334	4,053
3rd Qu.	4,808	5,107	4,674	5,066	4,852	4,534	5,073	4,036	4,094	4,115
Max.	13,194	18,792	18,082	19,159	20,703	20,542	18,931	18,112	18,847	22,237

図1. 文字数の平均値比較



米国では1974年に証券取引法が改正され、MD&A情報の開示が企業に対して義務付けられることになった。米国では制度導入以降、幾度となく改正を行っており、制度として完全に定着したといえるだろう。近年では、エンロン事件に端を発する会計スキャンダルを受けて、オフバランス取引に関するMD&Aにおける開示規制が改正されるなど、開示に関して詳細な規定が存在する。一方日本においては、金融庁が2002年8月に「証券市場の改革促進プログラム」を公表し、

MD&Aの開示を含めたディスクロージャー制度の見直しを行い、2003年4月以降に始まる事業年度から、有価証券報告書においてMD&A情報の開示が義務付けられた。規定された制度の中では、MD&A情報開示の目的は投資家の適正な判断を導くためと示されているが、開示すべき内容に関しては例示されているものの具体的には定められていない。

また、Tarca et al. (2011) では2009年12月から2010年5月にかけて26名のMD&A作成担当者（10名が米国、残り16名はカナダ・UK・オーストラリア）にインタビューしており、米国以外の回答者の大部分が、自国基準はSEC基準よりも規制が緩いと回答している。このことから、SECにおける規制の厳しさがSEC基準を採用している日本企業の開示にも影響を与えている可能性が考えられる。

図2は文章数の平均値を示している。SEC基準採用企業の文章数が徐々に増加している一方

図2. 文章数の平均値比較

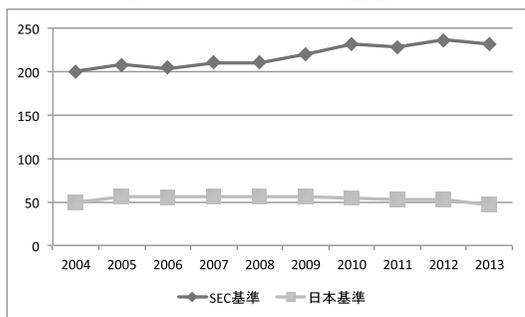
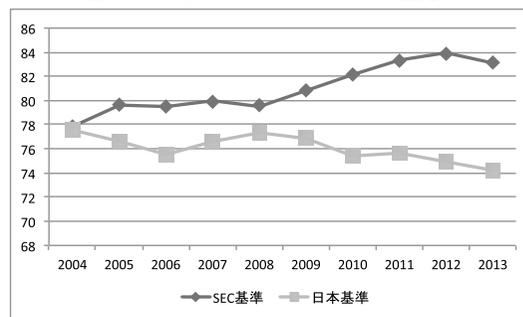


図3. 文字数／文章数の平均値比較



で、日本基準採用企業の文章数は横ばいである。また、図3は文字数を文章数で割った値の平均値を示している。この値が高ければ高いほど、1文あたりの文字数が多い、すなわち文章が長いことを示している。MD&A情報開示の初年度である2004年においてはSEC基準採用企業と日本基準採用企業にはほぼ差がみられないが、その差は徐々に拡大している。SEC基準採用企業はその値が徐々に増加している一方で日本基準採用企業はその値が徐々に低下している。すなわち、SEC基準採用企業のMD&Aにおける文章は年々長くなる傾向にあり、日本基準採用企業のMD&Aにおける文章は短くなる傾向にあるといえる。このことから、SEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が考えられる。

5. MD&A情報の分析

第2節で述べたように海外ではMD&A情報を分析対象とした先行研究が存在し、定性情報を変数化する方法は多様であるが、本論文ではBrown and Tucker (2011)を参考にMD&A情報のスコア化を行う。Brown and Tucker (2011)はMD&A情報の修正(modify)に着目し、語句の相対的な重要度を測る指標であるTF-IDFを

用いて修正度合いを指標化し分析を行っている。TF(Term Frequency)は単語の出現回数であり、IDF(Inverted Document Frequency)は一部の文書にのみ現れる単語の重み付けを表す指数である。IDFは以下の式により算出される。

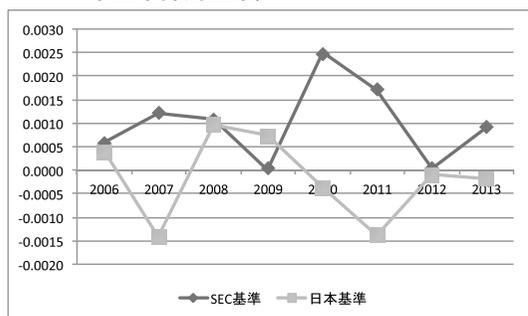
$$IDF = \log \frac{N}{df}$$

ここで N は文書数であり、 df はある形態素が出現した文書数である。IDFは語句が多くの中現れる場合にはその値が小さくなり、特定の文書にしか現れない場合には大きくなる。TF-IDFはこのIDFにTFを掛けた値であり、この値が大きいくほど、その語の重要度が増すことになる。すなわち、全てのテキストに出現する単語のTF-IDFはゼロとなる。

本論文ではBrown and Tucker (2011)と同様に t 年と $t-1$ 年のMD&A情報においてTF-IDFを算出し、その差分をScoreとして用いる⁹⁾。このScoreが高ければ高いほどMD&A情報の積極的な修正を示し、低ければ低いほど修正度合いが低いということを示している。

図4はサンプルをSEC基準採用企業と日本基準採用企業に分けてScoreの平均値を示したもの

図4. Scoreの平均値（SEC基準採用企業、日本基準採用企業）



である¹⁰⁾。図からわかるようにSEC基準採用企業と日本基準採用企業ではScoreの変化傾向が異なる。全体的な傾向としてはSEC基準採用企業はスコアがプラスになる傾向、日本基準採用企業はスコアがマイナスになる傾向がみられる。このことから、SEC基準採用企業はMD&Aの情報内容を積極的に修正する一方で日本基準採用企業は修正しない傾向があると推測される。

日本基準採用企業は分析期間全体でみると修正しない傾向にあるものの、2008年および2009年においてはスコアはプラスになっている。2008年および2009年は米国での金融危機を発端とした世界的な不況の時期であり、この時期に関しては積極的な情報開示を行った可能性が考えられる。

第3節での文字数および文章数の分析からは、時間の経過とともにSEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。本節での分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。

6. MD&A情報と株式市場の反応

前節まではMD&Aの情報内容について分析を行ったが、本節ではMD&A情報と株式市場の反応について分析を行う。本節では前節での分析で用いたスコアと株式市場の関連についてみていく。

Brown and Tucker (2011) は株式市場の反応の代理変数としてCARを用いた分析を行っており、MD&A情報の修正スコアが高いほど高いリターンを得ることができるという結果を示しているが、本論文ではリターンではなく株式市場のボラティリティに注目をする。その理由は以下の通りである。上述の先行研究では、MD&A情報と株式リターンの関連について分析され、結果が示されているもののなぜMD&A情報とリターンに関連があるのかについての理論的な考察が十分にされているとは言い難い¹¹⁾。ディスクロージャーが株式の流動性に影響を与え、その結果株式リターンが高まるという既存の理論を用いた説明では、なぜMD&A情報を積極的に修正した企業を投資家がポジティブに評価するのかが明らかにされているとは言い難い。したがって本論文ではリターンではなくボラティリティに注目して分析を行う。

株式市場のボラティリティの代理変数としては、有価証券報告書の公表日を0時点とし、6から28時点における市場モデルにもとづいた平均二乗誤差 (Root Mean Squared Error, RMSE) を用いる¹²⁾。分析に際して、RMSEが0に近ければ近いほどボラティリティが小さいと判断することができる。

図5. RMSEの比較 (SEC基準採用企業、日本基準採用企業)

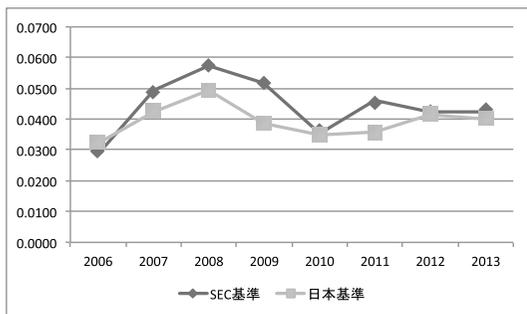
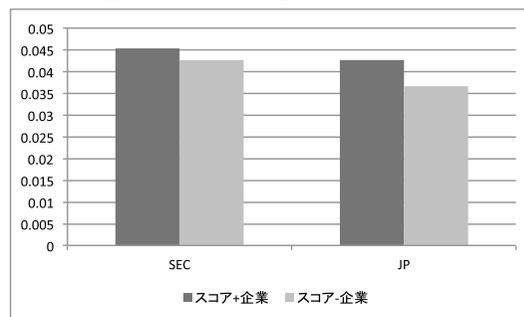


図6. RMSEの比較 (スコア別)



$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (X_i - \hat{X}_i)^2}$$

図5はSEC基準採用企業および日本基準採用企業について、そのRMSEを比較したものである。図からわかるように、SEC基準採用企業と日本基準採用企業を比較した場合には2006年以外はSEC基準採用企業のほうが株式市場のボラティリティが高い傾向がみられる。なお、この2グループの平均値の差を検定した結果、有意な差はみられなかった。

図6はSEC基準採用企業および日本基準採用企業について、MD&Aの修正スコアがプラスとなった企業とマイナスとなった企業に分け、RMSEの平均値を比較したものである。図からわかるように、SEC基準採用企業および日本基準採用企業のいずれにおいても、MD&Aの修正スコアがプラスとなった企業のほうがRMSEが高くなっている。すなわち、MD&A情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高いと推測される。

7. まとめと今後の課題

本論文ではMD&A情報の情報内容の変化と株式市場の反応について分析を行った。文字数および文章数の分析からは、時間の経過とともにSEC基準採用企業はより詳細な情報開示を志向し、日本基準採用企業は簡潔な情報開示を志向している可能性が示唆された。本節での分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。このことから、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。

また、MD&Aの修正スコアを用いた分析では、SEC基準採用企業はMD&A情報を常に修正する傾向にある一方で日本基準採用企業は特定の時期にのみ修正をする傾向が示唆された。上述の文字数および文章数の分析における結果と合わせ、SEC基準採用企業と比較した場合に日本企業はより効率的な情報開示を志向している可能性が考えられる。そしてMD&A情報と株式市場の反応については、MD&A情報を積極的に修正する企業ほど市場のボラティリティが高い可能性が示唆された。

Li (2010) は情報量が多い企業は市場から適切に評価されていないと指摘している。文字数および文章数でみた場合にはSEC基準採用企業のほうが情報量が多く、かつ、統計的に有意な結果とはならなかったものの株式市場のボラティリティが高い傾向がみられた。以上より、日本においてはSEC基準採用企業の開示している情報の多さが市場のボラティリティに影響を与えている可能性が示唆される。MD&Aは投資家の意思決定有用性向上のために設けられた情報ではあるが、その情報の多さがかえって混乱を招いている可能性がある。

今後の課題としては、第一により詳細なテキスト分析の必要性が挙げられる。本論文ではMD&A情報の変化を示すためにTF-IDFを用いたスコアを採用したが、情報内容の変化以上には踏み込めていない。今後は更なる分析を通じて、どのように変化をしたのか、その変化が投資家へどのような影響を与えるのか、といった点についても検討する必要がある。

《注》

- 1) 定性情報は、企業の経営理念や経営戦略、景気、社会情勢など、数値では表されない情報を言う（伊藤2007, 109）。
- 2) 2009年3月24日に内閣府令第5号により「財政状態・経営成績およびキャッシュ・フローの分析」に名称が変更された。
- 3) 米国ではSECのForm 10-Kおよび10-Qなどに記載が求められており、正確な名称はManagement Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operationであるが、SECの制度や先行研究においてもManagement Discussion and Analysisと表記される場合が多いため、本論文においても同様の扱いとする。
- 4) 記載されている文章からネガティブな単語とポジティブな単語を分類して分析を行っている。
- 5) Feldman (2010) では実績EPS (Earnings Per Share) から予測EPSを引いた値をearnings surprisesと定義している。
- 6) 数は少ないが、たとえば中野 (2010) はリスク情報とMD&A情報を分析対象としその開示量と開示内容を分析している。分析の結果、MD&Aについて開示量は2005年以降、

平均的な開示量は増えておらず、記載すべき内容はすでに固まっている傾向がある。業種別にみると、開示に積極的な企業とそうではない業種が存在する。事業リスクの高い企業、大規模企業、市場からの注目度の高い企業および事業構造が複雑な企業ほど、積極的に開示する傾向がある、という結果を報告している。開示内容については、全般的に同様の表記に従い記述しており、標準化されている。表題は標準化されているもののその具体的記述内容に差異があると推測される、という結果が報告されている。

- 7) 米国におけるMD&Aの制度では流動性 (liquidity)、資本の源泉 (capital resources)、経営成績 (result of operations)、オフバランス取引 (off-balance sheet arrangements)、契約債務についての図表 (tabular disclosure of contractual obligations) の5項目を記載することが義務付けられているが、日本ではMD&Aの開示に際して開示すべき項目は規定されていない。
- 8) Feldman et al. (2010) に代表される、MD&Aのトーンを測定し分析する方法はdictionary approachと呼ばれ、特定のワードリストに基づいてトーンの判定が行われる。Li (2010) ではワードリストを使ったアプローチは財務報告の文書においては適切ではないと指摘している。例えばincreaseという単語についても費用の文脈ではネガティブになり、利益の文脈ではポジティブになってしまう。これに対してLoughran and McDonald (2014) では提出された電子ファイルの容量をもってして代理変数とするのが適切であると主張している。
- 9) 実際にはt年のMD&A情報に現れる単語1つ1つにTF-IDFが算出され、文書全体での平均値を用いて*S core*を算出する。t年とt-1年のMD&A情報を比較し、現れる単語が異なるほど値は大きくなる。
- 10) *S core*の算出に際して44社×10年のデータを使用した。分析には差分を用いるためサンプルは396社年となる。
- 11) この点については最近の定性情報研究の動向をまとめた金 [2015] が詳しい。
- 12) RMSEとMD&Aの関連を分析した研究としてはLoughran and McDonald [2014] が挙げられる。Loughran and McDonald [2014] はMD&A情報の読みやすさ (readability) についての分析を行っており、読みやすい文書は投資家にとってinformativeであり、経営者がrelevantな情報を外部へ効率的に伝えると株式市場のボラティリティは低下するという仮説を検証している。

《参考文献》

- Barron, O. E., Kile, C. O., O'Keefe, T. B. 1999. MD & A Quality as Measured by the SEC and Analysts' Earnings Forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 16 (1), 75-109.
- Botosan, C. A. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Brown, S. V., Tucker, J. W. 2011. Large-Sample Evidence on

- Firms' Year-over-Year MD&A Modifications. *Journal of Accounting Research*, 49 (2), 309-346.
- Bryan, S. 1997. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. *Accounting Review*, 72 (2), 285-301.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J., Segal, B. 2010. Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15 (4), 915-953.
- Frazier, K. B., Ingram, R. W., Tennyson, B. M. 1984. A Methodology for the Analysis of Narrative Accounting Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 22 (1), 318-331.
- 伊藤邦雄, 2006. 『無形資産の会計』中央経済社.
- 伊藤邦雄, 2007. 『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社.
- 金鉉玉, 2015. 「定性情報に焦点を当てた研究動向(1)」『企業会計』第67巻第1号, 6-7.
- Li, F. 2010. Textual Analysis of Corporate Disclosures A Survey of the Literature. *Journal of Accounting Literature*, 29, 143-165.
- Loughran, T., McDonald, B. 2014. Measuring Readability in Financial Disclosures. *Journal of finance*, 69 (4), 1643-1671.
- 中野貴之, 2010. 「財務諸表外情報の開示実態—事業等のリスクおよびMD&Aの分析—」『財務諸表外情報の開示と保証—ナラティブ・リポーティングの保証—』同文館出版, 133-150.
- Sun, V. 2010. Do MD & A Disclosures Help Users Interpret Disproportionate Inventory Increases ?. *The Accounting Review*, 85 (4), 1411-1440.
- Tarca, A., Street, D. L., Aerts, W. 2011. Factors affecting MD&A disclosures by SEC registrants: Views of practitioners. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20 (1), 45-59.
- Tennyson, B. M., Ingram, R. W., Dugan, M. T. 1990. Assessing The Information Content of Narrative Disclosures in Explaining Bankruptcy. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17 (3), 391-410.

Challenge by Goldman Sachs Group in the Competitive and Mature Market

競争・成熟市場におけるゴールドマン・サックス・グループの挑戦

Taka Okada, Aizawa Securities

岡田高明 (藍澤証券)

Summary

This research study observed a price change of S&P 500 index for 65 years to analyze market maturity in comparison with Kotler's sales life cycle curve. It also observed ROE ratios of five U.S. banks such as J.P. Morgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup, Bank of America, and Goldman Sachs to grasp overall characteristics for 16 years. A result of the observations yielded a downward trend from 1999 to 2008 and a horizontal trend from 2009 to 2014, divided by the financial crises as a quantitative and qualitative change in the materialistic conception of history. This research study also involved a survey to identify Goldman's management strategies, such as improvements of leadership, organization, and business segment structures to enhance the company's profitability by mainly analyzing disclosure documents such as form 10-Ks and annual reports of Goldman Sachs Group from 1999 to 2014. This research study involved extraction of key business strategies from the management's messages to shareholders in every annual report. Trading was a core competence for Goldman Sachs, whose strength related to Blankfein's careers and its HR policies, and so forth. He also evaluated sustainability of the core competence. Finally, the article includes consideration of sustainable trading should be.

1. A Point of View and Methodology

The return on equity (ROE) has become a popular ratio to measure corporate profitability recently. Goldman Sachs Group (Hereinafter referred to as "Goldman Sachs," "Goldman," "the company," "the firm," "it" or "they"), which is a major U.S. bank, has attained top-level numbers of the ratio since 2004, as seen in Figure 3. Surprisingly, the company has attained first place on the ROE ratios among the U.S. major banks, such as J.P. Morgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup, Bank of America, and Goldman Sachs, seven times from 2004 to 2014. Concerning Figure 3, Goldman was able to maintain top place for a couple of

years recently, while differences in ROEs among peer banks have been characteristically narrowing during the same period. This research study raises the following questions to be resolved: Why could Goldman maintain the top ranks during the period? and why have ROE ratios of the five other banks been converging within a narrow range in recent years?

2. Introduction to Goldman Sachs

Goldman Sachs was originally an investment bank in the U.S. In its disclosure document, the firm introduced itself as follows:

Goldman Sachs is a leading global investment banking, securities and investment management

firm that provides a wide range of financial service to a substantial and diversified client base that includes corporations, financial institutions, governments and high-net-worth individuals. (Form 10-K of The Goldman Sachs Group, 2014)

According to the document, the firm had four major business units, such as investment banking, institutional client service, investing and lending, and investment management (Form 10-K of The Goldman Sachs Group, Inc., 2014). Moyer and Chaudhuri (2012) described Goldman's business trading and investment-banking arms as a traditionally strong business unit for the company. The company was established in 1869 ("Goldman Sachs Group: Who We Are," 2015). In September of 2008 in the wake of the so-called Lehman Shock, the two remaining independent U.S. investment banks, such as Morgan Stanley and Goldman Sachs, became holding companies overnight (The timeline: How it all happened, 2008). According to Goldman's website, the company introduced itself as a global investment banking, securities, and investment management firm that provided a wide range of financial services ("Goldman Sachs Group: Who We Are," 2015).

In a July 2009 *Rolling Stone* article, Matt Taibbi used a powerful anthropomorphized image of Goldman Sachs as "a great vampire squid" (Freund & Jacobi, 2013). The firm seemed to be considered as one of aggressive banks, for better or worse.

3. External Environment Surrounding Goldman Sachs

3.1 The U.S. Market

Figure 1 shows price changes of the S&P 500 Index (hereinafter referred to as "S&P 500," "the index," or "it") for 65 years. One of the U.S. statutory stock exchanges NASDAQ (2015) stated the widely held common stocks in the Index are used to measure the general performance of the U.S. market. McGraw Hill Financial introduced to the index as follows:

The S&P 500® is widely regarded as the best single gauge of large-cap U.S. equities. There are over USD 7.8 trillion benchmarked to the Index, with Index assets comprising approximately USD 2.2 trillion of this total. The Index includes 500 leading companies and captures approximately 80% coverage of available market capitalization. (McGraw Hill Financial, 2015)

The Index captured 80% of its total market cap, and it reflected the industries, such as information technology, financial, energy, industrials, consumer staples, consumer discretionary, materials, utilities, and telecom services, in the U.S. economy (S&P 500 Factsheet, 2010, as cited in About News, 2015). Thus, it represents evaluation of not only the U.S. large caps and stock market, but also the U.S. economy.

In Figure 1, the Index had been fairly increasing from the 1950s to the beginning of 2000, although experiencing some bumpiness.

The early 2000s appeared to be a threshold period for change of growth pace. After the period, the slope of the index price change has become nearly horizontal level with the two deep bottoms, such as Iraq War crash, and Lehman Shock. According to Kotler's curves that analyze the relationship between sales and profit life cycles (Figure 2.), sales curve steeply increases in growth period, and then reaches a plateau area in the first half of maturity period. It sets to decline in the second half of the period. In comparison with Kotler's curves, the price movement of S&P 500 index after around 2000 appears to suggest that the U.S. stock market and its economy has entered into maturity period as Kotler's sales life cycle curve indicates.

On the other hand, S&P 500 prices have been going up since 2010, and reached a new record in 2014. It was partly due to market conditions, including asset selection to stocks under ultra-low-interest-rate environment in the U.S., and asset flight from emerging markets for a risk aversion by international investors. The index is always replacing its component companies whose market value had been lowering below a certain level with the new ones. According to S&P Dow Jones Indices (2015), index membership eligibility for a company with multiple share class lines is based on the total market capitalization of the company, including all publicly listed and unlisted share class lines, if applicable. The replacement seems to partially contribute to

Figure 1. S&P 500 index price change for 65 years.

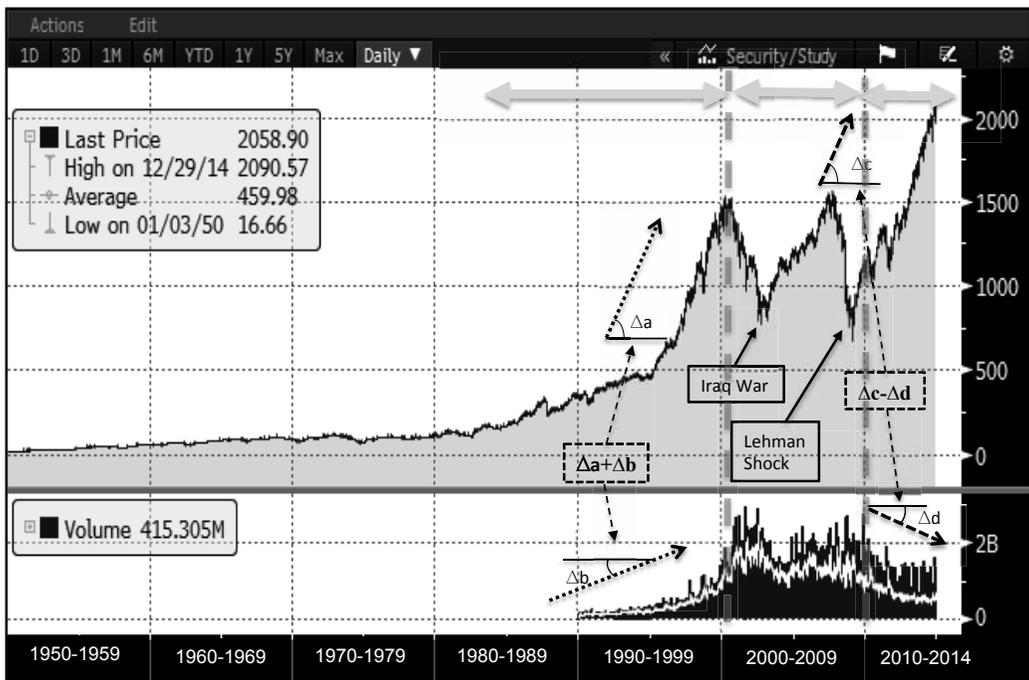
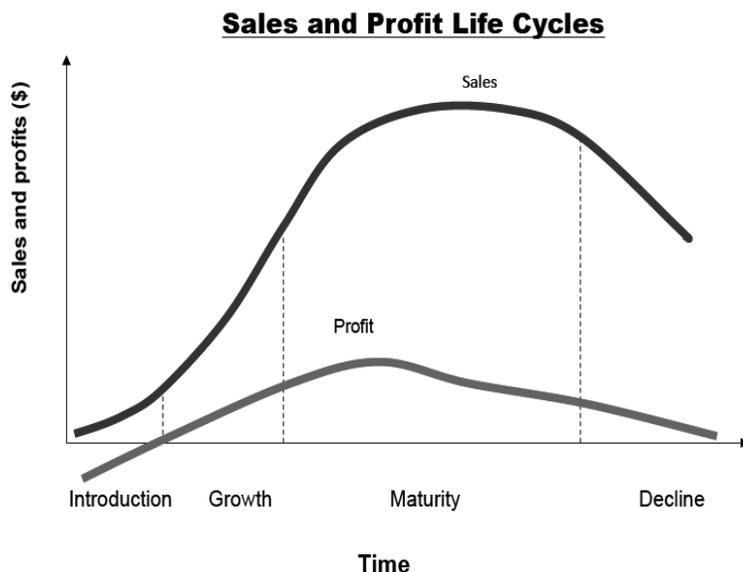


Figure 2. Sales and Profit Life Cycles



Source: P. Kotler (2003) "A Framework for Marketing Management"

Note. A Framework for Marketing Management, by P. Kotler, 2003. Upper Saddle River, NJ: Pearson Education. Copyright by Pearson Education, Inc.

upward trends, and buck against overall maturity.

Further importantly, trading volume has been gradually decreasing from around 2010, while index prices have been going up during the same period. Commission income, including primary and secondary markets, generates from the following formula: $\text{Income} = \text{Valuation} \times \text{Volume} \times \text{Commission Rate}$. Therefore, the above phenomenon appears to offset profitability of the rally.

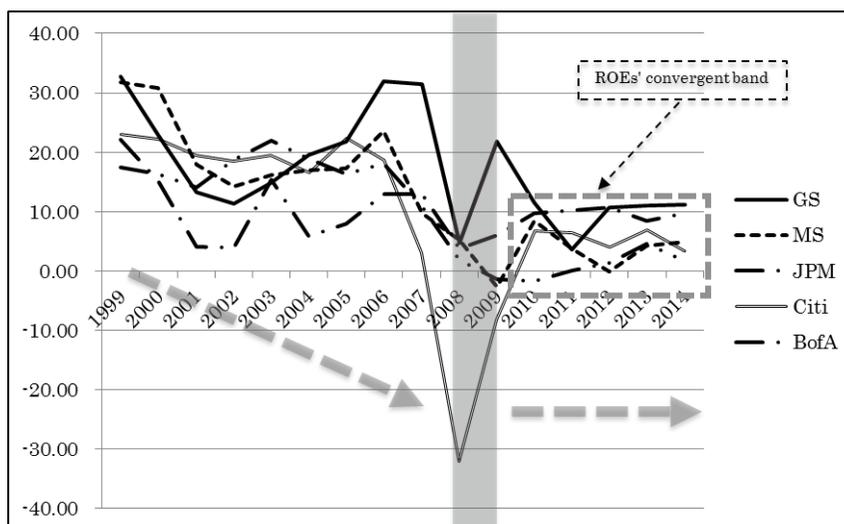
As a result, this author is convinced that the recent rally never implies a breakoff of maturity for the U.S. economy. The economy, including the financial sector, seems to be in a period of maturity. Major businesses of the U.S. banks are mainly composed of commercial banking, investment banking, brokerage services,

trading, and asset management. Commercial banking seems not to be highly profitable in a period of maturity, as it is a low economic growth time, while other businesses also appear to be affected by economic maturity. In addition, those banks have been conducting international activities, and global integration of the world's markets has been in progress at the same time, and the state of other economies has influenced the price movement of the index. The relationship between the world economy and the index, to some extent, is never totally unknown.

3.2 Profitability of the U.S. Five Banks

Figure 3 is an analysis that charted return on equity ratios of the five major American banks from 1999 to 2015 in the page 5. While

Figure 3. Analysis on change of ROEs of the U.S. major banks.



Note1. GS= Goldman Sachs Group; MS=Morgan Stanley; JPM = J.P.Morgan Chase; Citi = Citi group; B of A = Bank of America

Note2. From "Historical data: S&P500 from 1949 to 2000," by Bloomberg, 2014, Retrieved from <http://www.bloomberg.co.jp>

all ratios of the banks started from their peaks in 1999 respectively and every bank's ROE came to its second peak in 2005 or 2006, they had common trends as follows: (a) All the ROE lines were declining from 1999 to 2002; (b) the banks had a one-time recovery in 2003, but lost it the following year (2004); (c) the period between 2005 and 2006 was another recovery phase for the banks' profitability; (d) the banks hit deep bottom in either 2008 or 2009 respectively; and (e) their ROEs were becoming horizontally rocky from 2010 to 2014.

The movement of their ROEs consisted of two large trends between a traditional period: first, a rougher trend on profitability of the five banks was lowered from 1999 to 2008 while ROEs of 2005 and 2006 partially bucked against the trend. Second, all lines of the five banks' ROEs had formed a convergent band within

the range from 0.00 to around 10.00 from 2010 to 2014 as the overall trend changed from downward to horizontal. The years of 2008 (the Lehman Shock) and 2009 (European Debt Crisis) were a transitional period. In Goldman's annual report, Blankfein pointed out that market profitability of the industry has been changing after consecutive financial crises (Goldman Sach's Annual Report, 2010). Based upon the ROE lines, the five banks fell into two groups as follows: (a) Goldman, JP Morgan, and Citigroup, all of which bottomed out in 2008 (Lehman Shock). The second group (b) consisted of Morgan Stanley and Bank of America, which reached their bottoms in 2009 (European Debt Crisis). Either investment banking or commercial banking business at the five banks seems to have suffered from subdued growth since the series of financial

crises occurred.

As a result, two crises, such as Lehman Shock and European Debt Crisis, appear to have made the large U.S. banks change qualitatively in the aspect of profitability. The banks entered a period of low growth after that. Chairman and C.E.O. of Goldman Sachs Lloyd Blankfein suggested in 2010 that lower revenues and more subdued growth forecasts were causing some to question whether the industry was undergoing secular change (Goldman Sachs' Annual Report, 2010). In comparison with Kotler's profit life cycle curve that shows the relationship between sales and profits, and time frames as a basic law (Figure 2), the industry seems to have been entering into a period of maturity.

3.3 Regulatory Reinforcement after Financial Crises

According to Goldman's annual report of 2010, the Dodd-Frank legislation and liquidity requirements under Basel 3 are two of the more significant outcomes from the recent focus on enhancing financial stability (Goldman Sachs' Annual Report, 2010). After the Lehman Shock, the U.S. government enacted the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Hereinafter referred to as, "Dodd-Frank Act"). The law aims to prevent another AIG from becoming too big to fail (Amadeo, 2013) such as banks and so forth with regard to several risk management requirements including a liquidity requirement and capital adequacy requirement (KPMG Japan, 2015).

The law basically prohibits bank holding companies, and so forth, and certain of their affiliates from proprietary trading or sponsoring or investing in hedge funds or private equity funds under the Volker Rules ("Summary of Dodd-Frank," 2010). In response, Goldman liquidated substantially all of the positions that had been held within Goldman Sachs Principal Strategies, its long/short proprietary trading desk (Goldman Sachs' Annual Report, 2010). The firm also liquidated the position that had been held by Global Macro Proprietary Trading Desk, which traded in the fixed income markets (Goldman Sachs' Annual Report, 2010).

The Dodd-Frank Act protects homeowners in real estate transactions by requiring they understand risky mortgage loans (Amadeo, 2013). Goldman has assumed a market maker and underwriter in the mortgage securitization market to provide liquidity to primary and secondary markets (Goldman Sachs' Annual Report, 2010). As the market maker, the company has assumed risk created through client purchases and sales (Goldman Sachs' Annual Report, 2010). Goldman Sachs (2010) insisted that such risk taking was fundamental to the company's role as a financial intermediary. As stated in the Goldman Sachs' Annual Report (2010), "In this way, we are able to serve our clients and to maintain a robust client franchise while prudently limiting overall risk consistent with our financial resources" (p. 8).

"The timeline: How it all happened" (2008) stated that Morgan Stanley and Goldman Sachs, the two remaining independent U.S.

investment banks, become holding companies overnight. The nine largest U.S. banks, including Bank of America, Citigroup, and JP Morgan accepted more than \$12.5 billion as part of the government's package (The timeline," 2008). In this context, the five U.S. banks, including Goldman Sachs appear to have been subject to universal banking regulation by Basel and Fed similarly. The company pointed out that the increase in the cost of capital has been joined by a corresponding rise in the cost associated with an institution's scale (Goldman Sachs' Annual Report, 2012).

Blankfein wrote concerning regulatory reform after the crises, which appeared to increase costs for banks as follows: "In many of our conversations, clients have expressed concern about the impact their businesses may experience, including new margin requirements, potentially less market liquidity, wider spreads and less available, more expensive inventory" (Goldman Sachs' Annual Report, 2011, p. 5).

In comparison with the U.S. five banks' ROE trends (Figure 3), the above-mentioned regulatory events are significant for declining and converging ROE ratios since 2010. Sharpe (2010) indicated that we should weigh the profitability concerns of the firms and their right to freely engage in financial enterprise against the dangers posed to the greater public and the capital market from the realization of systemic risk in thinking about regulation. Reinforcement of regulation provoked a dialectical qualitative change in the light of materialistic conception of history, such as production power (profit) and production

relationship (banks and government regulators). In the U.S. banking industry, governmental regulation has increasingly influenced the profitability of banks.

4. Analysis on Goldman Sachs' Strategies

Leadership

For more than 16 years, Goldman Sachs has had two CEOs, such as Henry M. Paulson, Jr. from 1999 to 2005 and Lloyd C. Blankfein from 2006 (The Goldman Sachs Group's form 1-K, 2005 and 2014). Goldman's ROE bottomed out in 2002, and had been improving from the next year. Blankfein joined the company's management as its president and chief operating officer in April 2002 (The Goldman Sachs Group's form 10-K, 2003). Before his assumption of the president and COO, he had been responsible for the Fixed Income, Currency, and Commodities Division (FICC), and the Equity Division since 1997 (The Goldman Sachs Group's form 10-K, 2003). He had experience heads of those divisions that conducted trading business.

Prominently, along with improvements of its ROE from 2003 and its net revenues of trading and principal, investment doubled to \$10,443 mil from \$5,249 mil. The numbers had been steeply increasing until 2007 (Goldman Sachs' Form 10-Ks, Inc., 2002-2007). Blankfein appears to have strengthened trading as one of major profit centers for the firm during the period. Characteristics of Goldman's leadership are perceptible in the section of the "Executive Officer of the Goldman Sachs Group, Inc." of its

form 10-Ks, which listed executive officers and their businesses in charge. The number of executives has slightly increased from nine board members in 2009 to 10 in 2014 to maintain effective management, while business has been expanding favorably as total net revenues have nearly tripled to \$34,206 mil in 2014 from \$12,641 mil in 1999 (Goldman Sachs' Form 10-Ks, 1999-2014). It is obvious that company had maintained efficiency of its management during the period.

Goldman Sachs assigned a head of human resource to a member of the board in 2001. He continued to be the member until 2007. This deployment coincided with the growth period of Kotler's profit life cycle. The firm (2012) stated that strength of its business has always been defined by the quality of its people and its performance-driven culture. It appears to particularly attach importance to HR policies for enhancing its business profitability.

Goldman (2014) stated that technological innovation would continue to be important and was likely to increasingly become a differentiator amongst competitors and a potential driver of new or incremental revenues. But it has never assigned a head of the IT department as a member of the board after separation of a board member who was responsible for the department since 2005. The company developed GStrUE platform, which pioneered the offering and trading of privately placed securities, bringing the liquidity of an exchange with the flexibility of a private placement, and suggested GStrUE would be integrated into The PORTAL Alliance - an industry-wide

platform for the trading of unregistered securities (Goldman Sachs' annual report, 2007, p.4-5).

Financial service largely relied on information technologies. In this point, computer system development is still important for the industry members, including Goldman. Goldman Sachs pointed out that technological innovation would continue to be important and was likely to increasingly become a differentiator amongst competitors and a potential driver of new or incremental revenues (Goldman Sachs' annual report, 2014).

On the other hand, computerized high frequency trading, in general, inclines to level volatility to repeat high-speed offsetting transactions in the market. The company stated, "Our principal investing business experienced a particularly difficult year, given the significant decline in equity values. But the quality of our portfolio has allowed us to perform better than recent equity market declines would suggest" (Goldman Sachs' Annual Report, 2008, p. 4). Those comments suggest the importance of volatility for trading, which is the company's traditional main business. With the development of computerized high frequency communication, trading is likely to represent a conflict of interest within its trade function.

The company has assigned two executives who were in charge of international business, Asian business in particular since 2011 (Goldman Sachs' Form 10-Ks, 2011- 2014). The company explained, "While growth rates have slowed, we continue to see important

opportunities in a number of emerging economies, and we believe that our on-the-ground presence and local expertise bodes well for our prospects there” (Goldman Sachs, 2008). Goldman Sachs (2014) insisted that the company was particularly well-positioned for growth in cross-border activity given its global footprint. It added that demand for funding and capital remained highly correlated to economic growth and broader corporate activity (Goldman Sachs’ annual report, 2010). On its management strategy, international business appears to be more important for Goldman Sachs than IT development in the recent years. Management of the company is likely to have recognized the emerging market growth as profitable in the progress of enhancing maturity of trading methods, including high frequency trading.

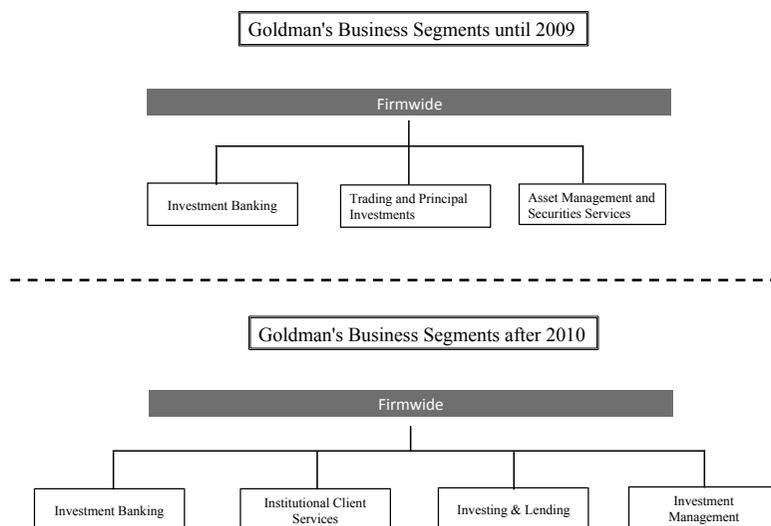
Compliance has been always important for

the firm because it has assigned multiple executives who were in charge of compliance issues (Goldman Sachs’ Form 10-Ks, 1999–2014). This deployment of compliance executives into the board members seems to have characteristically related its business strategies in the banking sector which was strongly regulated by the government. Especially, regulation has affected banks’ profitability since the crises.

5. Organizational Strategy-- Business Segment Strategy

Goldman Sachs drastically restructured its business segments in 2010. According to its form 10-Ks, the company had three business segments, such as Investment Banking, Trading and Principal Investments, and Asset Management and Securities services until 2009

Figure 4. Change of business segments before and after 2010.



Sources: Goldman’s, Form 10-Ks, 2009–2010

(Figure 4). In 2010, Goldman reclassified those three business segments into four segments: Investment Banking, Institutional Client Service, Investing and Lending, and Investment Management (see Figure 4).

The company reallocated individual business divisions which had been formed as three business segments until 2009 and then reorganized into four business segments after 2010 (Goldman Sachs' Form 10-Ks, 2009, 2010). Characteristically, Goldman has established two new business segments, Institutional Client Services, and Investing & Lending, among the four new business segments since 2010. According to its form 10-K of 2009, Trading and Principal Investments business segment had three divisions, such as FICC, Equities, and Principal Investments (Goldman Sachs' Form 10-K, 2009). On the other hand, its form 10-K of 2010 showed that Institutional Client Service business segment contained Fixed Income, Currency and Commodities Client Execution, including market-making functions for those products, Equities, including market making

functions for equities, and Securities Services (Goldman Sachs' Form 10-K, 2010). Form 10-K also showed the Investment & Lending business segment contained Industrial and Commercial Bank of China Limited (ICBC), Equity Securities (ex. ICBC), Debt Securities and Loans, and consolidated investment entities (Goldman Sachs' Form 10-K, 2010). By organizational analysis, Goldman seems to have reallocated the business divisions' functions of Trading and Principal Investments of 2009 to those of Institutional Client Service and Investing & Lending business segments of 2010.

In its Form 10-K of 2010, the company retroactively recalculated net revenues by business segments of 2008 and 2009 to newly allocate them to the new four business segments, such as Investment Banking, Institutional Client Services, Investing & Lending, and Investment Management, and so forth. Table 1 shows the comparison of net revenues by business segments between the previous business categories and the existing

Table 1. Net Revenue Comparison List

(Mil. \$)

Until 2009	2008	2009	2008	2009	After 2010
Investment Banking	5,185	4,797	5,453	4,984	Investment Banking
Trading and Principal Investments	9,063	34,373	22,345	32,719	Institutional Client Services
			-10,821	2,863	Investing & Lending
			11,524	40,566	← --- (Sub-total)
Asset Management and Securities Services	7,974	6,003	5,245	4,607	Investment Management
Total	22,222	45,173	22,222	45,173	Total

Sources: Goldman's Form 10-Ks, 2009 and 2010

ones. In comparison between numbers of Trading and Principal Investments in 2008 and 2009 under the Until 2009 column, and their counterparts, such as total numbers of Institutional Client Services and Investing & Lending in 2008 and 2009 under the After 2010 column, the latter numbers exceed the former ones respectively (11,524 > 9,063 in 2008s, and 40,566 > 34,373 in 2009s).

In addition, numbers of Asset Management and Securities Services in 2008 and 2009 under the Until 2009 column decrease to those of Investment Management in 2008 and 2009 under the After 2010 column (i.e., 7,974 < 5,245 in 2008s and 6,003 < 4,607 in 2009s). By financial resource analysis, it is recognizable that resources of Trading and Principal Investments business segment, and partial resources of Asset Management and Securities Services business segment were allocated to Institutional Client Services and Investing & Lending business segments respectively. In this context, Goldman Sachs appears to have transferred all its trading business resources to both Institutional Client Services and Investing & Lending business segments.

In *The International Financial Law Review* ("The Timeline," 2008) reported that Morgan Stanley and Goldman Sachs, the two remaining independent U.S. investment banks, became holding companies overnight in September 2008. It seems to have been like the strategic placing arrangement of go stones for the two investment banks to join the U.S. bailout program. The nine largest U.S. banks accepted more than \$125 billion as part of the

government's bailout package in the wake of entry into bank holding companies by Morgan Stanley and Goldman Sachs ("The Timeline," 2008).

The ROE ratios of Morgan Stanley, Citigroup, and Bank of America in Figure 3 were negative in 2008. On the other hand, JP Morgan Chase and Goldman Sachs managed to maintain positive levels of the above ratios in 2008 (Figure 3). Looking at the ROE ratios during the bailout period, Goldman Sachs, which was one of traditional investment banks, was unlikely to have been on the brink of bankruptcy or dangerousness to a run on a bank unlike other banks, which were suffering from the financial crises at that time.

According to Goldman's annual report of 2008, to become a bank holding company (BHC) was done to allow Goldman Sachs to address market perceptions that placed a premium on the value of oversight by the Federal Reserve Board and to be able to access a broader set of funding alternatives (Goldman Sachs' annual report, 2008). Fry (2010) pointed out that Goldman Sachs was "forced" by the Federal Reserve to accept a \$10 billion loan from the TARP facility in October 2008. It is obvious that inclusion of Goldman Sachs into bank holding companies led to not only participation in the bail-out program by the firm, but also strategic incorporation of the firm into several banking regulatory schemes, including Dodd Frank laws and Basel rules by the government. By that, business segment and profit structures of Goldman Sachs have qualitatively changed.

Table 2 shows that change of financial importance of Goldman's business segment typically related to merchant banking, such as lending from 2008 to 2014. Goldman Sachs managed to pull its Investing & Lending business segment into the black in 2009. After the year, net revenue share of the business segment has increased to the range from 17.2% to 20.5%, except at the severest period of European Debt Crisis in 2011.

Goldman Sachs pointed out that its merchant banking business helped diversify the firm's revenues (Goldman's annual report, 2009). Table 3 shows profit margins of its Investing & Lending business segment has been strongly improving since 2012, and proved accuracy of the above comment of the company. On the other hand, Goldman's ROE line (Figure 3) appears to have been incorporated into so-called the "ROEs' convergent band area" since 2010. Looking at the above increase in banking revenue share (Table 2), it seems that, along with reinforcement of regulation by Fed,

Goldman's business characteristic to differentiate the firm from other banks has been weakening, and similarity among the five banks has been intensifying since then. Obviously, government regulation has helped Goldman Sachs transform to a common universal bank to generate a profit in its business segments since 2010.

Table 4 shows annual component ratios of three business segments, such as Investment Banking, Trading, and so forth (Trading and Principal Business), and Asset Management (Asset Management and Securities Services) from 2000 to 2009. In the table, the numbers of Trading, and so forth, from 2003 to 2008, and in 2009 were more than 60%, and the number in 2009 reached more than 70%. In comparison with S&P 500 Index price change (Figure 1), the market appears to have been highly volatile during those years. Additionally, the trading segment and so forth was the top-ranked profit center among the three business segments, given all the numbers of Trading and so forth; from 2000 to 2009, it surpassed

Table 2. Component Ratios of Net Revenues by Business Segments (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investment Banking	24.5	11.0	12.3	15.1	14.4	17.5	18.7
Institutional Client Services	100.6	72.4	55.6	60.0	53.1	46.0	44.0
Investing & Lending	-48.7	6.4	19.3	7.4	17.2	20.5	19.8
Investment Management	23.6	10.2	12.8	17.5	15.3	16.0	17.5
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Sources: Goldman Sachs' Form 10-Ks, from 2008 to 2014

numbers of other segments except in 2002.

On the other hand, Table 5 is a list on annual profit margins of the three business segments in the same years. The list suggests the following three features: The first point is that trading, and so forth marked high profitability (more than 40% of annual profit margins) in 2006, 2007, and 2009, and it particularly reached the highest number, 50.4%, in 2009. The second point is that the trading business segment and so forth marked a minus number (-30.3%) in 2008 when the Lehman Shock took place in the same year. Finally, all the numbers at the asset management were stable from 22.4% to 38.1%.

In comparison with Figure 3 with the list on ROEs of five U.S. banks, including Goldman Sachs, Goldman's ROE marked at the second, third, and fourth peaks in 2006, 2007, and 2009 respectively. In comparison with the price change of S&P 500 (Figure 1), the volatile

market enhanced Goldman's profitability. Goldman Sachs' strength was its trading and investment banking businesses. Moyer and Chaudhuri (*The Wall Street Journal*, 2012) reported that Goldman 's traditionally strong trading and investment banking had been struggling for the past couple of years.

Blankfein appears to have been sticking to those businesses after the financial crisis. He told Goldman Sachs' shareholders, "We are pleased to report that the firm retained its industry-leading positions across our global investment banking client franchise" (Goldman Sachs' Annual Report, 2011, p. 2). After restructuring in 2010, the Institutional Client Services business segment has partially contained market-making as one of trading functions, according to Goldman's Form 10-K (Goldman Sachs' Form 10-K, 2010). In its annual report, Blankfein (2011) insisted that they had further strengthened the liquidity

Table 3. Profitability on Goldman's Investing & Lending Segment from 2010-2014

	Investing & Lending		
	Net revenues	Pre-tax earnings	Profit Margins
	mil.\$	mil.\$	%
2008	-10,821	-13,540	-125.1
2009	2,863	-660	-23.1
2010	7,541	4,180	55.4
2011	2,142	-531	-24.8
2012	5,891	3,225	54.7
2013	7,018	4,334	61.8
2014	6,825	4,006	58.7

Source: Goldman's Form 10-Ks, 2010 to 2014

Note. From Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials>

Table 4. Annual Component Ratios of Business Segments

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Investment Banking	32.4	24.3	20.2	16.9	16.4	14.8	14.9	16.4	23.3	10.6
Trading, etc.	39.9	40.1	37.5	65.2	64.9	66.0	67.9	67.9	40.8	76.1
Asset Management	27.7	35.6	42.3	17.9	18.7	19.2	17.2	15.7	35.9	13.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Sources: Goldman Sachs' Form 10-Ks from 2000 to 2009

position of Goldman Sachs relative to pre-crisis levels.

Kotler (2003) defined core competency as follows: (a) It was a source of competitive advantage in that it made a significant contribution to perceived customer benefits, (b) it had a breadth of applications to a wide variety of markets, and (c) it was difficult for competitors to imitate. Accordingly, trading appears to be a core competence for Goldman Sachs that other banks cannot easily follow suit in comparison with other banks' ROEs of 2007 and 2009 (see Figure 3).

On the other hand, Table 5 shows the Asset Management business segment had been attaining relatively stable profit margins within the range from 22.6% to 38.1%. In comparison with the price change of S&P 500 (see Figure 1), the business segment represented reliable stability during the periods of volatile market. It appears to be an important business segment to stabilize Goldman's management.

Enhancement of Ethical Literacy in Mature Market:

In a mature economic society, companies must enhance ethical literacy in their economic activities to survive in intensively competitive markets. For example, most convenience stores have trash boxes inside or outside the stores in Japan. If many consumers used to throw away their trash on the roads without their ethical literacy like Japanese growth market era in 1970s, they did not go to the convenience stores to put their trash into a trash box, and never have had opportunity to buy something else to go to the convenience store for looking for a trash box at that time. This seems to have been a marketing strategy, adopted by convenience stores in the mature economic society.

In trading activities, investors can obtain profit to sell their securities at higher prices than the prices of the securities when they bought. A rise in prices largely reflects economic development, and so forth, including corporate prosperity in the growth market. In a mature market, however, economic growth is

Table 5. Annual Profit Margins of Business Segments

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Investment Banking	32.1	18.7	13.3	7.6	11.9	11.3	27.8	34.0	39.4	26.5
Trading, etc.	36.6	19.1	18.6	33.6	37.8	38.0	41.5	42.4	-30.3	50.4
Asset Management	34.5	37.8	35.8	33.9	36.9	35.4	37.7	25.6	38.1	22.4

Sources: Goldman Sachs' Form 10-Ks from 2000 to 2009

weakening and limited. Investors are likely to obtain slight gains, which are derived from growth of the market, while it seems to be still effective for other factors, including speculative transactions and market volatility to influence price fluctuations in the market.

Ultimately, maximization of gains by trading in the low growth market prompts market participants to play a zero-sum game in the marketplace. It is a gamers' market that one investor's gain directly links to other investor's loss. The market cannot contribute to the sound development of economy, and it is no longer a marketplace to realize sound asset formation for people's welfare. Because human beings are social beings and unable to live alone, such investment activity to seek selfish returns generates a conflict of interest with the market for the public.

Market maturity appears to make the market change to become a buyer's market in the wake of intensive competition to seek slight profit among business competitors like banks in the financial industry. Clients tend to ask them to demonstrate high business integrity and standards in their transactions, given

business conditions, including prices not so different from those of their competitors but more valuable than that of the competitors. This is the logic used to explain the relationship between the maturity of the market and enhancement of ethical literacy on economic behavior in the process of economic development of the market and economic society. In the process of becoming a mature market, ethical companies can increase their revenue and profit to be selected by consumers, and selfish, profit-seeking companies are likely to be removed from the market eventually.

Concerning financial services, financial intermediaries can charge fees linked with the value of the transactions to carry out their fee businesses, including brokerage commission business and M&A advisory business, regardless of the change of the prices. Conflict of interest between a financial intermediary and its clients may occur if a selling price is below its buying price. On the other hand, commercial banking has a strong linkage with the interest rate generally. The interest rate reflects the growth of economy, and the

economic growth basically becomes weaker in a mature market.

Sharpe (2010) pointed out that, with declining profitability and an erosion of investment banking business, the firms increasingly relied on trading as a source of revenue and profit. Goldman Sachs stands in a good position because trading is Goldman's core competence. Grene (2009) reported that a Goldman Sachs Asset Management agent defined newly sustainable investment as it looked like in three to five years' time and then figured out which companies would do best in that environment. They also considered their marketing activities should be sustainable (Grene, 2009, p. 8). In this definition, the word, environment seems to mean not only natural environment in the narrow sense but also overall environment including market and society in the broad sense. In this context, sustainable trading means to avoid conflict of interest between the market and the public, and profitability of sustainable trading is attributable to the following key words: Growth, newness, diversification, niche, and long-term relationship with clients, and market economy, as a whole.

This author has already explained the relationship between growth and return, and that the growth was able to avoid a zero-sum game and conflict of interest. Goldman's management used average 17.7 times of a noun, *growth*, and a verb *grow in* their messages to shareholders before the crises from 2005 to 2007. They used the word, on

average, 35.6 times of the above words in their messages to shareholders after the crises from 2010 to 2014. Overall, they seemed to have recognized the importance of growth for the company's profitability. In particular, while industry's profitability of the latter period (from 2010 to 2014) had been roughly weakening (Figure 3), they more frequently used those words than relatively strong growth period from 2005 to 2007. Goldman Sachs is likely to have understood that it had to pursue potential growth opportunities to improve its profitability. Such a profit-seeking activity was to reduce conflict of interest between their clients and the market as a whole.

Cooper and Kleinschmidt (1995) stated that new product success could result in success rate profitability. For the banking industry, trading in new products tends to do so. In general, a new successful product market appears to generate relatively high-level profit due to low-level competition. In this context, newness can reduce conflict of interest for market participants not to scramble for limited profit from low growth. Niche means "a specialized but profitable segment of the market" (Oxford Dictionary, 2003). Based upon that definition, its connection with conflict of interest appears to be very similar to that of newness.

Diversification means to pursue profitability among broader resources. Of course, the probability of conflict of interest seems to be lessening by the action. Given that Goldman Sachs diversifies its portfolio investment in

growth companies or markets, the same effects of pursuing growth are anticipated as well. With regard to long-term relationships, it is generally difficult for anyone to hide something for a long time, and the longer the time, the more difficult to hide. In this context, long-term growth has sustainability to some extent. To pursue profit by an accumulation of small returns from a low growth market in the long run appears to reduce conflict of interest with the market as a whole.

Goldman Sachs pointed out in its annual report that the long-term demand for product innovation and “high touch” services remained (Goldman Sachs’ Annual Report, 2013). The company’s profit-seeking activities aim at exploring the following growth opportunities: “We are particularly well-positioned for growth in cross-border activity given our global footprint. And, we believe that the demand for funding and capital remains highly correlated to economic growth and broader corporate activity” (Goldman Sachs’ Annual Report, 2014).

This investment strategy contains the key words about sustainability in their economic activities, such as profit-seeking activities to avoid generation of the above-mentioned conflict of interest to enhance ethical literacy. Goldman’s management seems to have at least perceived the relationship between sustainable business activities and economic benefit. Therefore, sincere and faithful execution of this business strategy is to avoid or reduce conflict of interest between the market as a whole.

6. Conclusions

The U.S. bank Goldman Sachs, which was originally an investment bank, had strong performance in comparison with recently popular ratios to measure profitability. Goldman Sachs’ ROEs ranked high in comparison to four other peer American banks, such as J.P. Morgan Chase, Morgan Stanley, Citigroup, and the Bank of America during the period from 1999 to 2014. On the other hand, the U.S. market economy shows signs that it has been entering into a maturity period in which to compare S&P 500 index prices with Kotler’s sales life cycle curve in the long run.

Profitability of the U.S. banking industry for the 16 years that ROEs of the five banks indicated had two trends, divided by financial crises, such as Lehman Shock and European Debt Crisis. The profitability showed before the crises went downward, except for a rally period from 2006 to 2007, which occurred after the crises was in progress horizontally within a convergent band. In the wake of a series of global financial crises, the United States and European governments have reinforced regulations toward the industry to cope with fallout of the crises. Consequently, the reinforcement appears to have provoked a qualitative change for the industry’s profitability in the light of a materialistic conception of history. Such a dialectically qualitative change is that a change of relationship between the banks and the government regulators (a production relationship) was attributable to changes of the banks’ profitability (production

power) in the 16 years' time (historically).

As part of this research study, the coincidence of Lloyd C. Blankfein's assumption of the roles of president and CEO at Goldman Sachs with the start of resilient improvement of Goldman's profitability in 2002 was identified. Before the assumption of the executive positions at Goldman's, Blankfein had experienced heads of trading-related divisions for a long time. His leadership apparently led Goldman's trading business segment to become a major profit center for the company. It had strongly performed in 2007 and 2009 respectively when other peer banks suffered severely due to a volatile market at that time (see Figures 1 and 3). Within this context, this author recognized that trading has become Goldman's core competence under Blankfein's leadership.

By comparative analyses between Goldman's business strategies, such as leadership, organizational structure, and business segments (see Figure 4, Goldman Sachs' Form 10-Ks, and Annual Reports), and its profitability (see Figure 3), this research study clarified that H.R. management and IT system development played roles to support enhancement of the core competency. The company seems to have carried out reclassification of business segments in 2010 to allocate its core competence (trading function) to several divisions to raise synergic effect.

Reinforcement of regulation after the crises triggered changes in Goldman Sachs' profit structure and its profitability from quantitative to qualitative nature. McLannahan and Noonan (2015) pointed out that structural change was

being caused by regulation, which was forcing derivatives out of opaque and highly profitable private dealings on to lower-margin exchanges and centrally cleared trading. Goldman's profitability had tended to be roughly horizontal, staying within the convergent band area from 2010 to 2014 (see Figure 3). Profitability in the industry had been much of a muchness eventually. This author pointed out that incorporation of a commercial banking function into Goldman's business segments basically contributed to those trends.

Finally, this author argues that ethical literacy rises in the process of maturity of the market economy as evolution of an economic society occurs. At the same time, globalization and integration of the world's markets coincide with the process. Goldman should strengthen and activate its activities of sustainable trading to pursue the company's high profitability and avoid conflict of interest with the markets as a whole or the public in the world. Sustainable trading means to invest in businesses and markets related to the following key words: Growth, newness, niche, diversification, long-term relationship with clients, and market economy as a whole. In addition, investment in sustainable businesses and markets in the form of sustainable trading is effective as well. In the sustainable trading activities, investment in conventional companies in the mature market should be limited to playing a role to supply liquidity for the market. High performance in the mature market by Goldman Sachs may have led to the name-calling from Rolling Stones magazine: "A great vampire squid."

By the way, Blankfein announced that he had lymphoma and expected to undergo chemotherapy over the next several months (Rivera & Lucchetti, 2015). This author considered that his strong leadership has made trading become a core competence of Goldman Sachs. Successful succession of his leadership and management may be a challenge for the company's prosperity in the future.

《References》

- About news., 2015. Retrieved from <http://useconomy.about.com.htm>
- Amadeo, K., 2012, June 27. Federal Insurance Office requests public comment on scope of global reinsurance market. DFT News. Retrieved from <http://useconomy.about.com/od/criticalissues/p/Dodd-Frank-Wall-Street-Reform-Act.htm>
- Baer, J., 2015, September 30. The Wall Street Journal. Retrieved from <http://www.wsj.com/articles/is-goldman-sachs-gary-cohn-ready-to-step-in-for-lloyd-blankfein-1443657981>
- Bloomberg., 2014. Historical data: S&P500 from 1949 to 2000. Retrieved from <http://www.bloomberg.co.jp>
- Business finance, stock market, quotes, news., 2015. Retrieved from <http://finance.yahoo.com/>
- Cooper, R. G., & Kleinschmidt, E., 1995. New product performance: Keys to success, profitability & cycle time reduction. *Journal of Marketing Management*, 11(4), 315-337. <http://dx.doi.org/10.1080/0267257X.1995.9964347>
- Freund, J., & Jacobi, E. S., 2013, January. Revenge of the brand monsters: How Goldman Sachs' doppelgänger turned monstrous. *Journal of Marketing Management*, 29(1-2), 20. Business Source Complete.
- Fry, E., 2010, December 15. Totally busted: The truth about Goldman's bailout by the Fed. *Economic Policy Journal*. Retrieved from <http://www.economicpolicyjournal.com/2010/12/totally-busted-truth-about-goldmans.html>
- Goldman Sachs., 2005. The Goldman Sachs approach: Annual report. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2006. Clients. markets. culture: Goldman Sachs 2006 annual report. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2007. We see opportunity: Goldman Sachs 2007 annual report. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2008. 2008 Goldman Sachs annual report. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2010. Goldman Sachs 2010 annual report. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2011. Goldman Sachs 2011 annual report: A key alliance; a timely turnaround; a thriving community; a global opportunity; What does it take to make things happen? Insight, experience and strategic advice, when they're needed most. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/index.html>
- Goldman Sachs., 2012. 2012 annual report: Clients; collaboration; capital; ideas; growth. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/index.html>
- Goldman Sachs., 2013. Goldman Sachs 2013 Annual Report: Ways we saw the world change in 2013; emerging trends, transformative impacts and how we helping our clients around the world drive and leverage them. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports>
- Goldman Sachs., 2014. Goldman Sachs 2014 annual report: Four trends in markets and economies. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/index.html>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2003. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2003-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2004. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2004-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2005. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2005-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2006. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2006-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2007. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2007-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2008. Form 10-K: The Goldman

- Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2008-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2009. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2009-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2010. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2010-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2011. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2011-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2012. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2012-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2013. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2013-10-k.pdf>
- Goldman Sachs Group, Inc., 2014. Form 10-K: The Goldman Sachs Group, Inc. Retrieved from <http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/10k/2014-10-k.pdf>
- Greene, S., 2009, January 18. Goldman identifies likely big hitters of the future. *Financial Times*, p. 8. Retrieved from FT Fund Management Website: <http://www.ft.com>
- Intercontinental Exchange: NYSE., 2015. Retrieved from <https://www.nyse.com/quote/XNYS:GS/company>
- Kotler, P., 2003. *A Framework for Marketing Management* (2nd ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson Education.
- McGraw Hill Financial., 2015. Retrieved from <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500>
- McLannahan, B., & Noonan, L., 2015, October 17. Goldman Sachs stands by FICC as others scale back. *Financial Times*, p. 10. Retrieved from <http://www.ft.com/home/us>
- Nasdaq., 2015. Retrieved from <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/s/s-and-p-500-composite-index>
- Rivera, T., & Lucchetti, A., 2015, September 22. Goldman Sachs's Blankfein reveals cancer diagnosis. [video]. *Wall Street Journal*. Retrieved from <http://www.wsj.com/video/S&P-Dow-Jones-Indices-2015-October-Index-methodology-Eligibility-criteria-1>. Retrieved from <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-500/>
- Sharpe, N. F., 2010. The decline of investment banking: Preliminary thoughts on the evolution of the industry 1996-2008. *Journal of Business & Technology Law*, 5(1), 24. <http://digitalcommons.law.umaryland.edu/jbtl/>
- Summary of Dodd-Frank Financial Regulation Legislation., 2010, July. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, Retrieved from <http://corpgov.law.harvard.edu/>
- The timeline: How it all happened., 2008, November. *International Financial Law Review*, 27(11), 3. Retrieved from <http://www.iflr.com/>

予想外の事象に直面する企業の 企業評価を決定づける要因 — 移転価格税制適用企業を題材に コーポレート・ガバナンスのあり方を探る —

*Important factors of corporate valuation during a risk event
- An evidence about Transfer pricing taxation application in Japan -*

大 沼 宏 (東京理科大学)
Hiroshi Ohnuma, Tokyo University of Science
櫻 田 讓 (北海道大学)
Yuzuru Sakurada, Hokkaido University

論文要旨

本稿は移転価格税制 (transfer pricing taxation: TPT) の適用を受けた企業を題材に、そうした予想外の事象に直面する企業の企業価値評価に影響を与えるものは何かを実証的に分析することを目的としている。TPTとは、企業が国外の関連会社との取引に係る移転価格を通じて所得を海外へ移転することに対処する税制であり、わが国では、租税特別措置法第66条の4に基づいて執行されている。TPTの適用を受ける企業は、課税庁による再計算によって追徴課税のリスクが高まるため、企業評価は概して低くなる。反面、特定の企業だけその評価にTPT適用の影響が及ばないものもある。

本研究の分析の結果は、TPT適用のような予想外の事象に備えたコーポレート・ガバナンス(CG)のあり方を示唆する。分析の結果、役員持株比率と累積超過収益率CARとの間には上に凸の非線形関係が発見される。さらに役員持株比率とCARは2次関数の関係が推測され、このことから予想外の事象に直面する企業としての最適な役員持株割合は極値である5%前後であると考えられる。

Keyword : アラインメント効果、エントレンチメント効果、CAR、非線形関係

Summary

This research focuses on the application of transfer pricing taxation as one of risk events. Transfer pricing taxation (TPT) system is explained as a prevention tool for transfer pricing manipulation. This study investigates which factors take effect on the corporate valuation, using a sample of Japanese companies which are applied by TPT accidentally. In this research, we put emphasis on the function of corporate governance for the preparation on a risk event. In addition, we attempt to reveal the condition for the corporate governance structure if firms would face such an unexpected event as TPT inspection. As a result of our examination, we find that directors' shareholding ratio (DSR) is statistically significantly associated with the cumulative abnormal rate of return (CAR). We also find that the relation is hump-shaped and on the certain point, negative hump-shaped. This result implies the relation between DSR and CAR is cubic-function shaped. Given the evidence of the cubic function relationship, we view about 5 % of DSR as an optimal ratio for the firms facing an emergency situations, which indicates how the corporate governance should be structured.

1. はじめに

企業にとって不意の事象に襲われたときの評価はいかなるものとなるのか。そのとき企業評価を押し上げるもの、あるいは押し下げるものは、企業に内在するどういった要因によるのか。本稿は移転価格税制（transfer pricing taxation：TPT）の適用を受けた企業を題材に、そうした予想外の事象に直面する企業の企業価値評価に影響を与えるものは何かを実証的に分析することを目的としている。この分析を通じてコーポレート・ガバナンス（corporate governance：CG）のあり方について検討する。

TPTとは、企業が国外の関連会社との取引に係る移転価格（Transfer Price：TP）を通じて所得を海外へ移転することに対処する税制であり、わが国では、租税特別措置法第66条の4「国外関連者との取引に係る課税の特例」という法律に基づいて執行されている。TPTは、1980年代初頭に米国でその運用が強化され、わが国においても昭和61（1986）年度の税制改正により導入された。TPTは、海外の関連企業とのTPを資本・支配関係のない独立の第三者と取引した価格（「独立企業間価格（arm's length price）」）で計算し直すことで適正な国際課税の実現を目的とするものといわれる。ところが、TPTの適用は事前の通知もなく実施されるので、被適用企業は、課税庁による再計算によって追徴課税のリスクが高まるため、企業評価は概して低くなる（大沼・櫻田・加藤、2012、以下OSK）。反面、TPT適用を受けたにもかかわらず、その評価にあまり影響の及ばない企業もある。こうした企業評価の相違の根底に、企業のある種の属性が関わるものと推測される。そこで、本稿はTPT適用という予想外の事象に直面する企業のCG構造に原因があるという推定のもと検証を行う。つまりTPT適用リス

クの背景にはCGの機能低下が考えられ、このことが企業価値の低下を引き起こすと我々は考える。さらに投資家はTPT適用企業に対する評価について、役員持株比率の多寡が企業評価に影響を及ぼすと考え、その保有比率の変化と企業価値との関係を本稿では検証する。

分析結果として、役員持株比率と累積超過収益率（cumulative abnormal rate of return：CAR）との間には2次関数の関係が発見され、一定比率に至るまでCARは高まるものの、極値に達した後、徐々にCARは減少することが明らかになった。

経営者持株比率や役員持株比率と企業業績や企業価値との関係についての先行研究は多数ある（例えばMorck et al. 1988、McConnell and Servaes 1990、Slovin and Sushka 1993、首藤、2010他）。また経営者持株比率と企業のリスク・テイクとの関係についての研究も散見される（Kim and Lu 2011）。とはいえ、そのほとんどが従属変数の企業業績に自己資本利益率（ROE）や、トービンのQ（Tobin's Q）、株式時価総額等を用いる。これに対して本稿はTPT適用という予想外の事象が報道された時に観測されたCARを従属変数とする点に特徴がある。予想外の事象の報道時点こそ、市場参加者の注目は強くなり、その反応も顕著となる。しかも本稿の主要な関心事であるCGとの関係は、そうした事象のときほど重視される可能性が高いと考えられる。分析の結果、役員持株比率を5%前後に高めることが予想外の事象に備えるあるべきCG構造であるとの示唆が得られる。

以下第2節では先行研究と仮説の展開について扱い、第3節ではデータとリサーチモデルについて述べる。第4節では分析結果を述べ、第5節では追加分析の内容とその結果について扱う。最後に第6節において結論と今後の方向性について述

べる。

2. 先行研究と仮説の展開

本稿における予想外の事象とは、企業経営者の想定外の及ばないリスク事象を指すと考える。こうした予想外の事象をどのように把握し、これに対してどう備えているかどうかは、経営者や取締役会の意識による。こうした日本企業のリスク事象対策などの開示行動を明らかにするとともに、その開示行動に影響を与える要因を分析した研究に金（2010）がある。彼女の分析結果によると、リスク情報を社内に留保したまま開示しない行動を取る企業が、そうでない企業よりも多いことが明らかになった。こうしたリスク情報の開示行動には取締役会の規模やそれを構成する社外取締役の割合などが影響していることが明らかになった。つまりリスク情報の開示行動とCGには有意な関係が存在する。

一方で、資本市場はこうしたリスク情報の開示をどのように評価するであろうか。Hanlon and Slemrod（2009）は、企業がタックス・シェルター（tax shelter）と呼ばれる租税回避ツールを利用して税金を削減しているという報道に対して資本市場はどう反応したか検証している。こうした情報は企業の評判を落とす恐れのあるリスク情報ともいえる。分析の結果、この報道記事が配信された日時では平均的に有意に負の超過収益率（abnormal rate of return：AR）が測定された。

OSKは平成2年6月15日から同22年6月18日までのTPT適用46事例を分析対象としたイベント・スタディを実施した。OSKはHanlon and Slemrod（2009）と同様、新聞報道を受けての更正処分等の適用を受けた各社のARに着目する。OSKはTPT適用の新聞報道に対して各社は有意にネガティブなARを示していたことを明らかに

した。加藤・大沼・櫻田（2014、以下KOS）も平成2年6月15日から同24年2月23日までのTPT適用51事例を分析対象としてTPTに対する市場反応を調査した。KOSはOSKの分析結果を受けて、このイベント・スタディ分析の結果を基礎に、CARに内在するどの要素が反応し、何が市場への反応を引き起こしたかを重回帰分析を実施した。この結果、無形資産や実効税率、企業統治に関する変数がこれらの反応と有意に関係することが実証された。

櫻田・大沼（2015）はKOSの分析結果を踏まえて、TPTの強制適用に対する投資家の反応はCG構造によって影響を受けるとの仮説を検証する。分析方法はTPT適用報道が認められた日周辺のCARを従属変数とし、他方、独立変数としてCGに関する変数を中心として当該CARの多寡とが有意な関係を示すことを実証した。

本稿は金（2010）、Hanlon and Slemrod（2009）、OSK、KOS、及び櫻田・大沼（2015）を基礎として、TPT適用の新聞報道を企業にとっての予想外の事象の一つと考え、新聞報道された企業の構造的な要因であるCGに着目する。その一つが、役員持株比率である。特にCGという側面において、重要なのは企業の意思決定者がどの程度の持株比率を有しているかという問題である。この点についてMorck et al.（1988）は経営者持株比率とトービンのQで測定した企業価値の関係を実証的に分析した¹⁾。彼等の分析結果によると、経営者持株比率と企業価値の関係は単調ではなく、一定の持株割合までは企業価値は高まり、ある割合を超えると減少することを示した。McConnell and Servaes（1990）やSlovin and Sushka（1993）、及びDaines（2001）らもMorck et al.（1988）と同じく、経営者持株比率と企業価値とは2次関数の関係にあることを分析によって示した。

Short and Keasey（1999）はMcConnell and

Servaes (1990) を基にイギリス市場においても経営者持株比率が企業価値や企業業績と非線形関係にあることを示す。Short and Keasey (1999) も、Morck et al. (1988) の構想を踏まえつつ、経営者持株比率の1乗項、2乗項、及び3乗項を含めた分析モデルを提案する。彼等は経営者持株比率の2乗項と3乗項も企業価値や企業業績と関連性があることを示し、経営者持株比率と企業価値及び企業業績とは3次関数の関係にあることを分析によって示した。

Chen et al. (2004) は経営者持株比率と非線形関係にある経営行動を列挙する。その中でも、経営者持株比率と企業価値の関係については注目が高く研究数も多いことを指摘する。Fields and Mais (1994) は新株発行公表日周辺でのCARと経営者持株比率及びその変化が関係あることを実証した。彼等は経営者持株比率の変化分に対するARの割合は経営者持株比率の水準とマイナスの関係にあることを示した。Anderson and Reeb (2003) は創業者一族が支配するS&P500企業の企業業績について調査する。彼等の分析結果は、創業者一族が活発な企業は好業績の企業も多く、創業者一族こそが重要なステークホルダーであるためにCGが有効に機能することを示す。とはいえ、その関係は単調ではない (nonmonotonic) ことも示す²⁾。

Kim and Lu (2011) はCEOの持株割合と企業価値の関係は、産業集中度や機関投資家持株割合等の外部ガバナンスの強度と関係があることを示す。特に、彼等はCEOの持株割合が一定の割合を超えると企業価値が下がるのは、CEOがリスクを恐れて過小投資に陥るのが原因であると指摘する。その上でこのような関係性を生むのは、外部ガバナンスの強度が低いからであることを指摘する。リスクを取った経営行動を促すには、外部からのガバナンスが有効に機能している必要性が

あることを、この研究は示唆する。

日本企業を題材とした研究としては首藤 (2010) が上げられる。首藤 (2010) は経営者の機会主義的行動は裁量的会計発生高に反映されると仮定した上で、経営者持株比率と裁量的会計発生高との間に非線形の関係が存在することを実証した³⁾。首藤 (2010) も、経営者持株比率との非線形関係が企業価値のみならず経営者の機会主義的行動との間にも見られることを明らかにした。

本稿はこうした先行研究の知見を基礎としつつ、予想外の事象に備えたCGのあり方として、特に役員持株比率に注目する。というのも、取締役会は企業の方向性に関する指針や企業戦略を決定する。内部で決定された経営方針を公式に承認し、推進するのは取締役会の職能である。それ故、取締役会が持株比率を高めることは株主と経営者の利害が一致するアラインメント効果を高めることになり、TPT適用に対する投資家の失望に備えると予想される。反面、取締役会の持株比率が特定の割合を超えるとエンブレチメント効果が生まれ、TPT対応がおざなりになるかもしれない。経営上のリスクを積極的に取って事業活動を進めるには、取締役会がある程度株式を保有することが必要と考えられる。

本稿は先行研究の知見を基礎としつつ、特に重要な意思決定者として取締役会の機能に注目する。その上で取締役会の持株比率、すなわち役員持株比率の多寡はリスクの伴うTPT対応と有意な関係にあり、なおかつ役員持株比率は企業価値と2次関数の関係にあることを示す。本分析ではTPT適用に関する新聞報道が引き起こした株式市場におけるCARが市場による企業評価を反映していると想定する。本稿は次の仮説を検証する。

仮説：TPT報道時に測定されたCARは役員持株比率と非線形の関係を有する。

またTPT報道時に測定されたCARを最大化する役員持株比率が、予想外の事象に備えたCGのあるべき状況であると推定し、その割合も算出する。

3. データとリサーチ・デザイン

3.1 分析データの概要

まず始めに、本稿はTPTについて更正処分を受けたもしくは追徴課税の還付を受けたという報道に対して市場はどう反応したか、及びこの市場の反応は企業の運営形態や組織構造と関係しているかをCGデータの採取できる2005年から2013年までの60事例に注目し、イベント・スタディにより検証する。本研究においては櫻田・大沼(2015)で示した、平成17年5月3日の日本金銭機械に対するTPT更正事例から同25年12月10日のロームの事例までのTPT適用事例⁴⁾を分析対象としている⁵⁾。

KOSにおいて試みられたイベント・スタディは、Fama-Frenchデータを用いた3ファクター・モデルによって算出されている。当該モデルによる分析に必要とされるRf、SMBとHMLのデータは、(株)金融データソリューションズの提供する「日本上場株式 久保田・竹原Fama-French関連データ」に依っている。またARやCARの算出過程はKOSを参考にしたが、新聞報道日をイベント日 ($t=0$) とした場合に推計期間を31日前から180日前までとして設定している。なお、本稿においてもこのKOSの計算の枠組みを踏襲している。Fama and Frenchの3ファクター・モデルを基にCARを算出し、Short and Keasey(1999)を参考にして当該CARを従属変数とした次のモ

デルによって役員持株比率 (DIR) との非線形関係を検証する。

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIR_t + \alpha_2 DIR_t^2 + \alpha_3 CG_i + \delta Controls_k + \varepsilon_i$$

Shagai, Gaikoku, Joumu \in CG

CurrentETR, Kanpu, Intangible, DA,

Current ratio, SalesIncrease, Leverage,

LnAsset, ROE \in Controls

本稿では、CGに関する変数とそれ以外の租税関連、情報開示の充実度、収益率や企業規模などの財務数値等のコントロール変数を設定して重回帰分析を試みる。これらの検証変数のなかで、我々が最も重要と考えるのはCG変数である。CG変数に注目する理由として、TPTの強制適用という予想外の事象を招いたのは、CGの構造が原因とするKOSの知見を更に深めて検証するのが本稿の主たる目的となるからである。また仮にTPT適用を受けたとしても、CG構造が投資家の信頼を得るほどに堅牢であれば、投資家からの資本市場における評価も極端な失望を示すことはないと考えられる。つまりTPT適用の様な予想外の事象に企業が直面した際の投資家の安心感は、CG構造の成熟度によって異なるのではないかとわれわれは考えている。

なお、分析対象とするTPT適用事例について、CGデータの入手期間の関係から櫻田・大沼(2015)において示す事例の内、平成18年5月(リナイ)以降同25年12月(ローム)までの54事例に注目する。さらに、これらの中から企業属性に関するデータ、即ち独立変数に関して欠損値があるものは削除した結果38事例が分析対象となった。なお本稿のCGデータは、日本経済新聞社デジタルメディア局が提供するコーポレート・ガバナンス評価システム日経NEEDS-Cgesに基づく。また分析に用いる財務データは同じく日本経済新聞社デジタルメディア局による日経NEEDS

Financial Quest ver.2.0から収集している。財務データは連結データを利用している⁶⁾。

3.2 分析モデルにおける変数について

KOSによればイベント日となる新聞報道日を基点として、CARは3日前から下降し始め、イベント・ウィンドウ内最長の10日後までネガティブな反応が継続する。これに対して櫻田・大沼(2015)の検証結果では、イベント日3日前から4日後までCARは下降し、以後、上昇に転ずる。この様に観てくると、投資家によるTPT適用のネガティブ評価は少なく見積もっても上記8日間において行われたと考えるべきであろう。そこで本稿では、3日前から4日後終了時点まで蓄積させて算出されるCAR(-3,4)を算定し、これを本稿では投資家のTPT適用に対して示した数日間の評価の総計であると考えた。そこでCAR(-3,4)を従属変数として利用する⁷⁾。

本稿ではCG変数のなかで企業のARと最も関係の深い変数として役員持株比率DIRに注目する。前述の通り、Morck et al. (1988)は経営者持株比率と企業価値の関係は単調ではなく、一定の持株割合までは企業価値は高まり、ある割合を超えると減少することを示した。TPT適用という予想外の事象においては、恐らくは役員持株比率の高さが投資家の不安を解消する可能性があり、その実態の一部について本稿で解明を試みることにする。そこで分析モデルにおいてShort and Keasey (1999)に従ってDIRの1乗項と2乗項を含める。符号はShort and Keasey (1999)と同様に、1乗項はプラスで、2乗項はマイナスを予測する。

Short and Keasey (1999)は1988年から1992年のイギリス企業のデータを題材に分析した。分析の結果として、従属変数をROEにした場合、役員持株割合が0%から15.58%の間にあるとき

ROEとプラスの関係が見られ、15.58%から41.84%の間にあるときはROEとマイナスの関係が見られる。その上で41.84%を超えると再びプラスの関係が観察される。これが株式時価総額を従属変数にした場合、その比率は15.58%から12.99%に、41.84%から41.99%に変化する。多少の相違はあるものの、従属変数が変化しても、最適持株割合はある程度安定していることが分かる。一方、Rosenstein and Wyatt (1997)によると、内部昇格によって取締役が任命される時にプラスのARを得る内部者の持株割合は5%から25%の範囲内に収まることが適切と市場は考えているようである。このように、経営者持株比率と企業業績との関係についてのこの理論を実証分析した研究の多くは、この理論を支持する結果を提示している。概して、経営者持株比率が低い範囲では当該比率と企業業績はプラスの関係を有し、ある程度の比率に上がるとマイナスの関係になることが示されている。この関係性は、Morck et al. (1988)らによるアラインメント効果とエントレンチメント効果の予測と概ね一致する。

役員持株比率以外のCG変数として外国人保有比率Gaikokuにも注目する。一般に外国人投資家比率が高い企業ほど外部からの視点を経営に盛り込む傾向が高く、CGが成熟すると見られる。本稿は外国人保有比率がTPT適用時点におけるCARとプラスの関係にあると予想する。

最近、東京証券取引所は社外取締役を設置しない企業にはその理由の開示を求め、同時にコーポレート・ガバナンス・コードの制定及び遵守が進む。こうした現状を踏まえ、社外取締役がCGに果たす役割を検証するために、社外取締役比率ShagaiもCG変数に含める⁸⁾。つまり、社外取締役の多寡はリスクへの対応度合いを反映していると推測される。それにもかかわらずTPT適用を受けるとなると、投資家からの失望によるマイナ

スの反応が予想される。

更に取締役が占める常務以上の役員数（企業規模調整済み）JoumuもCG変数の一つとして導入する。常務取締役はCGを整備していく上で中心的な役割を担うと考えられる。この数値はTPT適用企業の企業価値とプラスの関係が予想される。

コントロール変数としては、TPT適用に際して市場における投資家の反応が、いかなる財務数値から影響を受けるのかについて検討するために、第1に無形資産Intangibleに注目する。TPTは強制適用により不可避的な追徴が課され、更正に対して不服があれば租税争訟への途を拓くことが可能ではある。しかし取引価格がTPではなく、独立企業間価格の範疇にあることを証明するための事務的コストが小さくない。無形資産は企業独自の資産で換金性が低いことから、これらの特殊な資産の計上額が大きければ大きいほど、TPT適用に際して投資家はネガティブな評価をするとKOSも指摘している。本稿も無形固定資産を投資家は企業の不透明性の象徴と見なすと推測するので、マイナス符号を予想する。

第2に裁量的会計発生高（Discretionary Accruals：以下DA）⁹⁾を独立変数として投入する。国際取引に携わる経営者ならばTPTの適用回避に努めるのが定石と思われる。それにもかかわらず結果的にTPT適用へ至り、追徴や課税庁からの調査に重要な経営リソースを割く結果となった。一方でTPT適用報道によって投資家は経営者の租税負担削減行動への積極的な姿勢と予想外の事象への配慮不足を知ることになる。もし投資家が経営者の不思議と機会主義的行動の両者に対する失望感をTPT適用報道において表すとすれば、経営者の裁量行動の代理変数であるDAについてはマイナスの符号が予想される。

第3に当座比率Current ratioを用いる。当座

比率は企業の余裕資金の程度を示す指標であり、当座比率の多寡を投資家は還元されない資金量と判断すると予想される。TPT適用企業について投資家は失望感を抱くと予想されることから、こうした還元されない資金量を示唆する当座比率の高さをレント・エクストラクション（rent extraction：RE）のリスク指標と見なすと推測する。そこで本稿は当座比率についてマイナス符号を予測する。

以上に加え、本稿は租税関連について以下の2つのコントロール変数に注目する。1つは還付ダミーKanpuである。イベント日周辺におけるCARの多寡には、更正事例か還付事例かの違いが反映される可能性があり得るので、この点を明らかにするために、分析モデルにおいても還付事例には1、更正事例には0を与えるダミー変数を投入する。予想符号はマイナスである。いま1つは租税負担割合である。本稿は短期ウィンドウでのイベント・スタディという研究の性質から、Current ETR¹⁰⁾に注目する¹¹⁾。

TPT適用に関する報道に触れて投資家は、追徴課税の詳細を事前に正確に見通すことは困難ではなかったか。そもそも企業にとってTPT適用は突発的である。そして先述したとおり、近年は商製品の価格移転のみならず、無形資産の保有を背景とした種々の手数料・使用料収入の不徴収を原因としたTPT適用が増加している。海外移転する資産の多様化と個別化が進んだことも課税の予測可能性を著しく低下させたと考えられることから、TPT適用に際して投資家は極度の情報不足に陥っていたと考えられる。本稿は、投資家にみられる反応が、TPT適用企業のWEBへの情報公開の程度と関係性を有すると推定し、サイトの充実度WEBを独立変数に投入する。以上から、WEBはCARとはプラスの関係にあると予想される。

成長率のコントロール変数として売上高成長率 SalesIncrease を利用する。予測符号はプラスである。資本構成のコントロール変数として財務レバレッジLeverageを利用する。予測符号はマイナスである。企業規模のコントロール変数として自然対数によって変換した総資産額LnAssetを使用する。符号はプラスを予想する。収益性のコントロール変数として株主資本利益率ROEを採用する。予測符号はプラスである。

独立変数についてのグループ及び定義は表1に

まとめる。

分析で用いた各変数の基本統計量は表2に、変数間の相関関係については表3にまとめている。外れ値の影響を排除するために、各変数の上下5%の数値は排除した。Current ETRについては外れ値の影響を排除するために0から1の間に収まるようにWinsorizeを実施した。分析及び追加分析に用いた全てのCARの平均はマイナスである。TPTという予想外の事象の報道に対する市場の反応はやはりマイナスである。しかし、表2

表1 独立変数一覧

変 数		計 算 式
ガバナンス 変数	DIR	役員の株式持株比率 (%)
	Gaikoku	外国人保有比率 (有価証券報告書記載数値、%)
	Shagai	社外取締役比率 (=社外取締役人数/取締役会人数×100)
	Joumu	取締役で常務相当以上の人数 (=常務相当以上人数/LN(総資産))
Controls	Intangible	無形固定資産合計/前期末総資産
	DA	修正 Jones モデルで算出された裁量的会計発生高
	CurrentRatio	当期当座比率 (=当座資産/前期末総資産×100)
	Kanpu	還付ダミー。還付に関する報道であれば1、そうでなければ0
	CurrentETR	当期実効税率 (=当期法人税、住民税及び事業税合計額)/税金等調整前利益)
	Web	ウェブサイトの充実度。日興アイアール社算出のウェブサイトの分かりやすさと使いやすさ、情報の多さを評価して算出された偏差値
	SalesIncrease	売上高成長率 (%)
	Leverage	財務レバレッジ (=総資産/純資産)
	LnAsset	総資産の自然対数変換値
	ROE	総資産当期純利益率 (%)

表2 基本統計量

列1	平均	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
car(-3,4)	-1.278	5.577	-20.080	-3.269	-0.766	0.471	13.606
DIR	1.654	3.809	0.009	0.039	0.072	0.231	14.503
DIR 2 乗項	16.967	48.079	0.000	0.002	0.005	0.053	210.337
Gaikoku	30.981	9.553	7.070	25.795	32.480	36.535	51.150
Shagai	17.124	16.749	0.000	0.000	18.182	30.000	71.429
Joumu	0.487	0.193	0.132	0.342	0.487	0.599	0.923
Intangible	2.604	4.566	0.000	0.010	0.022	5.787	14.232
DA	-0.009	0.039	-0.098	-0.033	-0.006	0.016	0.115
Current Ratio	1.772	1.281	0.376	0.954	1.317	2.157	5.481
Kanpu	0.370	0.487	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Current ETR	0.343	0.160	0.000	0.281	0.364	0.415	1.000
WEB	62.654	10.319	45.300	52.500	61.600	69.300	84.200
SalesIncrease	2.319	10.484	-23.650	-4.850	5.290	9.400	34.500
Leverage	2.340	1.248	1.190	1.370	1.770	2.940	5.770
LnAsset	13.866	1.610	10.372	12.883	14.109	14.884	16.279
ROE	8.711	6.057	-8.410	4.570	9.190	13.890	19.100

表3 相関係数表

	car(-3.4)	DIR	DIR 2乗項	Gaikoku	Shagai	Joumu	Intangible	DA	Current Ratio	Kanpu	Current ETR	WEB	SalesIncrease	Leverage	LnAsset	ROE
car(-3.4)	1.000															
DIR	-0.328	1.000														
DIR 2乗項	-0.390	0.977	1.000													
Gaikoku	-0.039	-0.268	-0.283	1.000												
Shagai	0.091	-0.353	-0.340	0.212	1.000											
Joumu	0.237	-0.208	-0.198	0.142	0.085	1.000										
Intangible	0.269	-0.208	-0.198	-0.253	-0.007	-0.175	1.000									
DA	0.010	0.174	0.122	0.062	0.219	0.015	-0.048	1.000								
Current Ratio	-0.384	0.162	0.237	0.202	-0.460	-0.197	-0.019	-0.053	1.000							
Kanpu	0.009	-0.061	-0.109	0.165	-0.050	-0.180	0.325	0.023	0.168	1.000						
Current ETR	0.172	-0.346	-0.287	0.171	0.141	-0.159	-0.032	-0.056	-0.062	-0.209	1.000					
WEB	-0.255	-0.080	-0.163	0.372	0.400	0.160	-0.034	0.213	-0.250	0.152	-0.088	1.000				
SalesIncrease	-0.263	-0.072	-0.073	0.215	0.022	-0.045	-0.037	0.364	-0.155	-0.101	0.255	0.199	1.000			
Leverage	0.158	-0.194	-0.172	0.172	0.584	0.346	-0.264	0.352	-0.539	-0.221	0.289	0.330	0.359	1.000		
LnAsset	0.141	-0.503	-0.467	0.481	0.459	0.463	-0.074	-0.011	-0.240	0.043	0.405	0.443	0.270	0.653	1.000	
ROE	-0.085	-0.089	-0.114	0.300	0.391	0.130	-0.321	0.483	-0.247	-0.155	0.272	0.424	0.589	0.697	0.493	1.000

を見る限り、プラスの反応を示す企業も一方で存在する。こうしたばらつきのある反応に役員持株比率が関係すると推察される。

表3を観察すると、いくつかの独立変数の間に高い相関関係が観察されたのでVariance Inflation Factor (VIF)を計算した。表4の分析結果を見ると、model 1と2のVIFについては全ての変数で10を下回るため多重共線性(multicollinearity)に関する問題は小さいと思われる。model 3においてはDIRとDIR 2乗項についてVIFは高い数値を示すものの、Short and Keasey (1999)や首藤(2010)などはこの点に関する言及はない。本稿もShort and Keasey (1999)や首藤(2010)に従って分析を進める。

4. 分析結果

4.1 重回帰分析の結果

本稿は櫻田・大沼(2015)の研究成果を基礎に、TPT適用という予想外の事象に組織として備えるためのCG構造のあり方を調査することを主たる目的としている。本稿は株式市場の評価に強い影響を与えるものとして役員持株比率を挙げ、この役員持株比率の最適比率を導出することも目的とする。

本稿の重回帰分析の結果については表4のお

りである。検証に当たってはWhite (1980)の分散不均一ロバスト標準誤差(heteroskedasticity-robust Standard Error)を用いている。表4の結果から、Short and Keasey (1999)と同様、DIRとCARとの間には統計的に有意な関係性は低いものの予測符号どおりのプラスの関係が見られる。一方でmodel 2と3が示すとおり、DIRの2乗項とはマイナスの関係が見られる。さらにmodel 2と3の結果より、DIRの2乗項とCARは5%水準及び1%水準で統計的に有意である。概ね仮説通りの結果が得られたと我々は判断する。

それ以外のCG変数についてもおおよそ期待通りの結果が得られた。外国人保有比率Gaikokuはmodel 1から3の全てについて統計的に有意にプラスの関係であることが示される。予想符号通りの結果である。一方、社外取締役比率Shagaiについてもmodel 1とmodel 2において統計的に有意にマイナスの関係が示される。TPT適用に関して社外取締役の役割が十分に果たされていないとする市場の失望感が示されたものと推測される。一方で常務以上の役員数JoumuはTPT適用についての市場の反応と統計的に有意な関係はなさそうである。外国人投資家や社外取締役という外部からのCGのほうがCARに影響を持つ。

コントロール変数の中で統計的に有意だったの

表4 回帰分析の結果1

列1	予測符号	model1	vif	model2	vif	model3	vif
DIR	+	-0.321[-1.35]	1.88			5.154[4.17]***	86.21
DIR 2乗項	-			-0.041[-2.07]**	1.75	-0.519[-4.57]***	80.22
Gaikoku	+	0.317[2.88]***	2.07	0.3[2.98]***	2.11	0.186[2.60]**	2.34
Shagai	-	-0.169[-2.48]**	2.63	-0.169[-2.69]**	2.51	-0.044[-0.88]	3.46
Joumu	+	2.412[0.50]	2.43	2.199[0.48]	2.41	4.422[1.07]	2.47
Intangible	-	0.498[2.74]**	1.75	0.489[2.74]**	1.73	0.594[4.57]***	1.81
DA	-	47.908[1.70]	2.06	46.306[1.69]	2.04	12.274[0.65]	2.61
Current Ratio	-	-3.669[-4.43]***	2.22	-3.412[-4.44]***	2.35	-0.839[-0.94]	5.04
Kanpu	-	-0.313[-0.17]	1.65	-0.424[-0.23]	1.66	-1.282[-0.83]	1.72
Current ETR	-	7.143[0.78]	2.16	6.542[0.74]	2.14	10.987[1.70]	2.19
WEB	+	-0.287[-3.17]***	1.97	-0.288[-3.31]***	1.93	-0.397[-6.01]***	2.33
SalesIncrease	+	-0.419[-4.79]***	2.14	-0.411[-4.90]***	2.13	-0.287[-5.57]***	2.54
Leverage	-	-0.024[-0.03]	5.35	0.2[0.21]	5.53	1.718[1.91]*	6.78
LnAsset	+	0.401[0.32]	6.03	0.343[0.28]	6	0.623[0.64]	6.06
ROE		0.297[1.19]	3.61	0.272[1.10]	3.63	0.008[0.04]	4.13
intercept		3.558[0.32]		4.696[0.43]		-0.706[-0.08]	
R-squared		0.733		0.747		0.842	
Adj-R-squared		0.57		0.593		0.734	
N>>		38		38		38	
* p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01							

が無形固定資産Intangibleと当座比率Current ratio、サイトの充実度WEB、及び売上高成長率SalesIncreaseである。Intangibleについては、無形固定資産を投資家は企業の不透明性の象徴と見なすと推測していたので、情報の非対称性に対する反応と考えられる。但し、予測とは逆の符号である。TPT適用の原因となったものが無形固定資産の可能性が高い。逆に言えば無形固定資産は情報の非対称性を解消するための指標と考えることも出来る。もっともこの解釈については更なる検討が必要である。続いて、WEBはマイナスに有意であった。このことについては解釈に苦しむものの、一つの解釈として情報開示が十分されていたのにも関わらずTPT適用という問題が生じたことへの失望感が表されたと考えられる。もう一つの解釈として、TPT適用という予想外の

事象を事前に予測できない情報開示の弱さへの失望を表すとも考えられる。いずれにしても、この結果については更なる検討が必要である。一方、Current ratioは前節において説明したとおり、REのリスク指標と見なされる。TPT適用は投資家の失望感を誘い、TP操作による経営者のREの可能性を疑わせる。結果としては、Current ratioは当初の予想通り、統計的に有意にマイナスの関係にある。Current ratioの高さはREの可能性を反映するため、マイナスの結果になったと考えられる。一方で売上高成長率SalesIncreaseは予測符号とは逆であるものの、統計的に有意な結果を示した。還付ゲームKanpuの符号は予測どおりであったものの統計的に有意なものではなかった¹²⁾。

4.2 役員持株比率の最適割合

4.1の分析によってDIR及びDIRの2乗項はCARと有意に関係することが示されたので、首藤（2010）などの先行研究に基づいて、どの程度の保有割合にあるとCARは極値を得るか検証する。検証についてはmodel 3の結果を基に、DIRの1乗項と2乗項から役員持株比率の最適割合を調査する¹³⁾。計算結果は図1において示される。

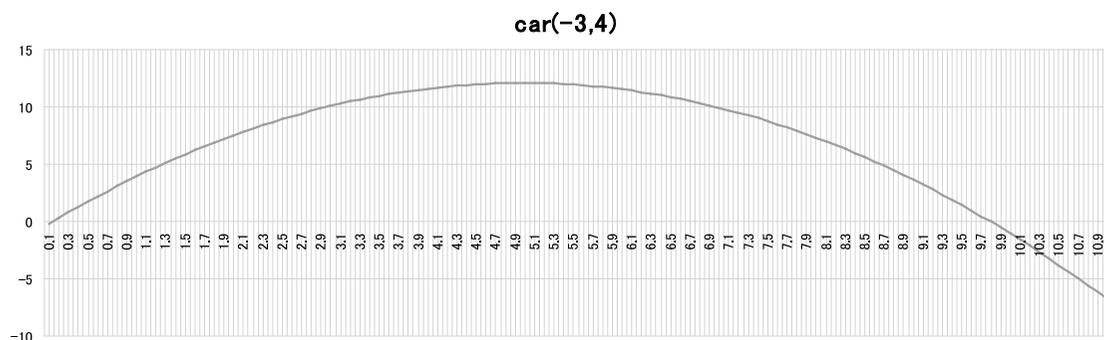
計算によると役員持株比率が5%のときCARは極値に達する。このことから役員持株比率が5%程度のとき、アラインメント効果を市場は期待する。これ以上に役員持株比率が増えても、そこからはエントレンチメント効果が予想される。この分析結果から役員持株比率が5%程度にあるときCARは最適条件にあると推測される。この結果はRosenstein and Wyatt（1997）の結果である5～25%の持株割合と近似する。つまりTPTのような予想外の事象に直面する企業が最適な企業価値を得ようとするならば、役員持株比率が5%程度に収まるように調整すれば良いという示唆が得られる。

5. 追加分析

本稿の重回帰分析はCAR(-3,4)を従属変数として行われるものであったが、同様にイベント日と前日、そして翌日の3日間、つまりCAR(-1,1)や、イベント日とその翌日の2日間の蓄積値であるCAR(0,1)を従属変数として追加分析を行った。従属変数と独立変数は全て第4節のものと同じである。紙幅の関係から分析結果は省略するが、結果については第4節の分析結果とあまり相違ないものだった。CG変数については、外国人持株比率Gaikokuと社外取締役比率Shagaiが統計的に有意であった。一方でコントロール変数については一部異なった結果を示していた。当座比率Current ratioと無形固定資産Intangible及び売上高成長率SalesIncreaseは概ね統計的に有意であったものの、Web充実度WEBは有意な結果ではなかった。この結果からTPT適用に関する報道を受けて得られた市場反応は、多少異なる期間のARを累積させても各独立変数の結果は比較的頑健であることが分かる。

またこの結果を踏まえて図1と同様の手続に沿って役員持株比率の最適保有割合を算出したところ、CAR(0,1)における役員持株比率の最適割合は3.6%ということになる。一方、CAR(-1,1)に

図1 役員持株比率の2乗項とCARの関係



についても役員持株比率の最適割合を算出するとCARがプラスになることはなかった。とはいえ4.4%の保有割合のときCAR(-1,1)は極値を得た。したがって理論上はCAR(0,1)については3.6%まで、CAR(-1,1)については4.4%まで役員持株比率を高めると最適な企業価値を得ることができる。但し、それ以上に役員持株比率を高めるとエントレンチメント効果が発現し、企業価値を減じることになる。

以上を踏まえると、役員持株比率が3～5%台がTPTのような予想外の事象に対応する企業のあるべきCG構造と考えられる。

6. 示唆と将来の方向性

本稿はTPTの適用を受けた企業を題材に、そうした予想外の事象の企業評価に影響を与えるものは何かを実証的に分析することを目的としている。本稿は特にTPT適用の前兆の一つとしてCG構造に注目している。つまりTPT適用の背景には予想外の事象に備えたCG構造が必要であり、投資家はTPT適用企業に対する評価について、役員持株比率の多寡を企業評価に反映させると考えられる。そこで、その保有比率の変化と企業価値との関係を本稿で検証した。

分析結果としては、役員持株比率DIRとCARとの間には2次関数の関係が発見された。これ以外にも社外取締役比率Shagaiや外国人保有比率GaikokuとCARは統計的に有意な関係にあることが分かる。またDIRが一定比率に至るまでCARは高まるものの、その後極値に達した後は徐々にCARは減少することが明らかになった。追加分析の結果も踏まえると、理論的にはDIRが3～5%台に至るとアラインメント効果が期待され、それ以上に役員持株比率を高めるとエントレンチメント効果が発現してしまう。その上で当

該CARがTPT適用という予想外の事象が発生したときのものであることから、この役員持株比率が表すものは、TPT適用という予想外の事象に対して組織として備える際の一つの目安と考えられる。3～5%台の役員持株比率がそういった予想外の事象に備えるあるべきCG構造であるとの示唆が得られる。

本稿はTPT適用報道時に観測されたCARを従属変数とする点に特徴がある。しかし数多くの先行研究を渉猟すると、経営者持株比率や役員持株比率などの保有比率と企業価値や企業業績との非線形的関係を実証するものが多くある。同じリサーチクエスションの下、従属変数に別の業績指標、たとえば株式時価総額やTobinQなどを用いても共通した結果が得られるのかが今後の課題である。

《注》

- 1) 理論研究の分野ではJensen and Meckling (1976) は、経営者持株比率が高いほどエイジェンシーコストは引き下げられ、企業価値も高まると主張する。Leland and Pyle(1977)のシグナリングモデルは経営者持株比率と企業価値はプラスの関係にあることを示唆する。つまり、経営者が株式を多く保有するほど、経営者自身の富と企業価値との連動が高くなるため、経営者が株主のために行動するインセンティブは大きくなる。これを彼等はアラインメント効果(alignment effect)と説明する。その反面、Demsetz(1983)とFama and Jensen (1983)は経営者が十分すぎるほどの議決権を保有すると逆に企業価値にとってマイナスの効果を生む。経営者持株比率がある点を超えると、経営者の議決権増加によって、経営者の解雇や敵対的買収のリスクという経営者自身に対する規律付けが機能なくなってしまう。これをエントレンチメント効果(entrenchment effect)と彼等は説明する。
- 2) Anderson and Reeb (2003)は創業者一族の持分が増加するにつれて当初業績は向上するが、ある点を境に下落に転じることを示す。更に、創業者一族がCEOに就任する企業は収益性の数値が高いものの、株価収益率などの市場評価は創業者がCEOか外部から招聘されたCEOの方が好ましいことを示す。創業者の子孫がCEOの職に就いていたとしても市場評価には何の効果も持たないことも示す。
- 3) 首藤(2010)は日本企業についても、経営者自らの私利便益を高めるために会計利益を調整することを報告し、経営

者は現金報酬の受取額を最大化するために裁量的会計発生高を利用すると解釈する。

- 4) 本研究における TPT 適用 60 事例の確定に際しては日経テレコン（日本経済新聞社）に加えて、補助的に間蔵Ⅱ（朝日新聞社）、毎索（毎日新聞社）、ヨミダス歴史館（読売新聞社）による新聞記事検索機能を用いた。当該検索エンジンにおいて検索ワードを「移転価格税制」として検索した結果から個別事例 60 件を収集し、櫻田・大沼（2015）において表 1 を作成している。この検索作業の結果、新聞報道日をイベント日としたが、これに先んじて TPT 適用企業が IR 情報として適時開示資料を公表している場合には、公表日をイベント日とした。各事例の詳細についてはプロネクサスが提供する eol によって適時開示資料を検索し、照合を行った。しかし一部に TPT 適用の適時開示資料が存在しないにもかかわらず、新聞報道のみで TPT 適用が周知される事例も僅かであるが存在したこと、また報道記事と適時開示資料の双方において更正所得金額や更正税額／還付税額の記載のない事例も存在した。なお更正・還付事例の分類について、平成 18 年 10 月 27 日に報道された任天堂の携帯ゲーム機・ゲームソフトの取引に関する案件（日本経済新聞 夕刊 22 頁）は、その報道内容から更正通知の受理ではなく、事前確認制度を利用した修正申告を行うことで還付されているものの、リード文とタイトルからこの案件も追徴事例に分類した。なお、TPT 適用事例の一覧表は櫻田・大沼（2015）を参照。
- 5) 60 事例の特徴としては商製品の海外販売のみならず、特許権や商標権使用に関連するロイヤルティや技術援助料、ノウハウ料の未徴収を問題視して TPT 適用に至る事例が多く、前提として無形資産の保有が争点の一つとなっていると受け止められる。さらに表 1 から、平成 18 年中において 2 件であった還付事例はその後、平成 24 年まで低位に推移するが、平成 25 年中に 7 件と近時急激に増加する傾向が認められた。近時においては TPT 適用が覆り、還付案件が比較的多く発生する趨勢にある。なおデータが揃わない事例は削除した結果 54 事例にまで減少している。詳細については櫻田・大沼（2015）を参照。
- 6) このように本節以降の分析対象を平成 18 年度以降の TPT 適用事例とした理由は、本分析で準備可能な CG に関するデータが平成 18 年度以降となっているからである。
- 7) 他方においてイベント日と前日、そして翌日の 3 日間、つまり CAR(-1,1) や、イベント日とその翌日の 2 日間の蓄積値である CAR(0,1) についても、これらを投資家による限定的な反応を示すと考え、追加分析における分析モデルの従属変数として採用する。
- 8) 例えばキヤノンには社外取締役を招聘する理由として、複雑化する経済取引に随伴して生じる TPT の適用回避のための専門的なアドバイスの提供を社外取締役に託すことを挙げている。日本経済新聞 平成 26 年 3 月 10 日
- 9) 分析のツールとして用いる DA であるが、算出方法は Dechow et al. (1995) による修正ジョーンズモデルを本稿は用いた。

- 10) 租税負担削減に関する ETR や Current ETR の定義は Chen et al. (2010) による。前者は税効果会計によって期間配分される租税負担を反映させた数値であり、後者は当期の租税負担割合を端的に表す数値である。また Manzoni and Plesko (2002) による Book-Tax Difference に関するモデル改良の試みが OSK に示されている。
- 11) 当該変数の投入によって解明が可能なのは、租税負担の高い法人に TPT が適用された場合、投資家がいかなる評価を下すかである。本研究の問題意識の性質上、分析対象企業は租税負担削減行動に前向きであるという前提のもと、租税負担割合に対して市場は否定的に評価すると予測する。当該数値の高い企業ほど租税負担を削減しようとして海外取引において価格移転を行うのではないかと考える。すなわち予測符号はマイナスである。しかしながらこの様な推定とは裏腹に、Chen et al. (2010) が指摘するように、海外事業展開を進める企業は一般的傾向として、TPT 追徴や課税庁による調査などを回避するために過激な税務戦略を採用しないとの指摘もある。
- 12) 櫻田・大沼（2015）は還付事例であることを理由に、投資家は統計的に有意なポジティブな反応を示すわけではないという点を明らかにした。この説明と表 4 を踏まえ、還付報道は CAR にネガティブな反応を示すものの統計的に有意ではないという本稿の結果は、TPT に関する報道全般を投資家は概ね否定的に受け止めた結果と解釈される。
- 13) 役員の特株比率を x として図 1 のグラフは次の式で導出される。 $y = 2.906 + 3.719x - 0.395x^2$ として最適持株割合 y を計算する。 X については 0.1 ずつずらして y を計算する。

《参考文献》

- Anderson, R. and D. Reeb, 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance. *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., and T. Shevlin, 2010. Are Family Firms More Tax Aggressive Than Non-Family Firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1): 41-61
- Chen, S. S., Ho, K.W., Lee, C., and K. Shrestha. 2004. Nonlinear Models in Corporate Finance Research: Review, Critique, and Extensions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22: 141-169
- Daines, R., 2001. Does Delaware Law Improve Firm Value? *Journal of Financial Economics* 62, 525-558.
- Dechow, P., Sloan, R. and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review*. 70 (2): pp.193-226.
- Demsetz, H., 1983. The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics* 26, 375-390.
- Desai, M., and D. Dharmapala, 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3): 537-546

- Fama, E. and K.R. French.1992.The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*. 47 (2) 427-465.
- Fama, E. and M. Jensen, 1983 .Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fields, L. and E. Mais, 1994.Managerial Voting Rights and Seasoned Public Equity Issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, 445-457.
- Hanlon, M. and J. Slemrod. 2009. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*. 93 (1/2): 126-141
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kim, E. H. and L. Yao. 2011. CEO ownership, external governance, and risk-taking. *Journal of Financial Economics*. 102 (2): 272-292
- Kole, S.1995. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*: 413-435.
- Leland, H. and D. Pyle, 1977 Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Manzon, Gil B., Jr., and G.A. Plesko, 2002. The Relation between Financial and Tax Reporting Measures of Income. *Tax Law Review* 55: 175-214.
- McConnell, J. and H. Servaes, 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny, 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Rosenstein, S. and J. Wyatt, 1997. Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 44, 229-250.
- Slovin, M. and M. Sushka, 1993. Ownership Concentration, Corporate Control Activity, and Firm Value: Evidence from the Death of Inside Blockholders. *Journal of Finance* 48, 1293-1321.
- Slovin, M., M. Sushka and K. Lai, 2000. Alternative Flotation Methods, Adverse Selection, and Ownership Structure: Evidence From Seasoned Equity Issuance in the U.K. *Journal of Financial Economics* 57, 157-190.
- Short, H. and K. Keasey. 1999. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance* 5, 79-101
- White, H.1980. A Heteroskedasticity-Consistent covariance matrix estimator and A Direct Test For Heteroskedasticity. *Econometrica*. 48 (4): 817-838
- 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頁。
- 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、33-50頁。
- 金鉉玉. 2010. 「企業のリスク情報開示行動とコーポレート・ガバナンスとの関係」『*インベスター・リレーションズ*』第4号、29-48頁。
- 櫻田譲・大沼宏. 2015. 「企業統治構造の脆弱性と移転価格税制適用の関係性について」. Working Paper.
- 首藤昭信. 2010. 「経営者による株式保有と利益調整」『*日本企業の利益調整*』（中央経済社）第12章：305-322頁。

資 料

【資料1】

2014年度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)	研究および大会担当および関東地区担当
	亀川 雅人 (立教大学)	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)	学会誌編集委員長
	吉田 和生 (名古屋市立大学)	会報、中部地区担当
	大柳 康司 (専修大学)	会員担当およびディスクロージャー研究会議担当
	岩渕 昭子 (東京経営短期大学)	会計担当
	坂上 学 (法政大学)	年報編集委員長およびウェブ・広報担当
	村井 秀樹 (日本大学)	渉外担当(他学会連携行事担当、経営関連学会評議員)
[理事]	青木 茂男 (茨城キリスト教大学)	青淵 正幸 (立教大学)
	石川 博行 (大阪市立大学)	伊藤 邦雄 (一橋大学)
	太田 三郎 (千葉商科大学)	奥村 雅史 (早稲田大学)
	音川 和久 (神戸大学)	乙政 正太 (関西大学)
	加賀谷 哲之 (一橋大学)	國村 道雄 (名城大学)
	黒川 保美 (専修大学)	小西 範幸 (青山学院大学)
	首藤 昭信 (神戸大学)	多賀谷 充 (青山学院大学)
	竹原 均 (早稲田大学)	野口 晃弘 (名古屋大学)
	八田 進二 (青山学院大学)	星野 優太 (名古屋市立大学)
	古山 徹 (日経メディアマーケティング株式会社)	
	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)	記録担当
	国見真理子 (田園調布学園大学)	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9回研究大会プログラム

2014年5月10日(土)

名古屋大学・東山キャンパス

■自由論題報告 (9:00~11:30)

司会：中條 祐介氏 (横浜市立大学)

第1報告 「従業員ストック・オプション費用の価値関連性—比較可能性と注意情報—」

渡邊 誠士氏 (京都大学大学院生)

コメンテーター：中島真澄氏 (千葉商科大学)

第2報告 「IFRSの導入が企業価値に及ぼす効果」

譚 鵬氏 (関西学院大学)

コメンテーター：浅野 敬志氏 (首都大学東京)

司会：向 伊知郎氏 (愛知学院大学)

第3報告 「SEC基準採用企業のMD&A情報と株式市場の反応」

伊藤 健顕氏 (甲南大学)

コメンテーター：大鹿 智基氏 (早稲田大学)

第4報告 「買収プレミアムの実態分析を通じた会計研究の課題提起」

円谷 昭一氏 (一橋大学)・加藤 良治 (日本たばこ産業)

コメンテーター：音川 和久氏 (神戸大学)

■理事会 (11:40~12:30)

■会員総会 (12:30~13:15)

■特別プロジェクト報告 (13:15~14:45)

(報告1) 「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」

司会：薄井 彰 (早稲田大学)

主査：柴 健次 (関西大学)

委員：太田 三郎 (千葉商科大学) 金子 友裕 (東洋大学)

佐藤 綾子 (富山国際大学) 円谷 昭一 (一橋大学)

中島 真澄 (千葉商科大学) 本間 基照 (インターリスク総研)

(報告2) 「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」

司会：柴 健次 (関西大学)

主査：薄井 彰（早稲田大学）
委員：浅野 敬志（首都大学東京） 稲葉 喜子（公認会計士）
海老 原崇（武蔵大学） 大鹿 智基（早稲田大学）
奥村 雅史（早稲田大学） 乙政 正太（関西大学）
坂上 学（法政大学） 中野 貴之（法政大学）
吉田 靖（東京経済大学） 吉田 和生（名古屋市立大学）

■統一論題報告（14：50～16：20）

テーマ「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」

司会：黒川 行治氏（慶應義塾大学）

統一論題解題：M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか

黒川 行治氏（慶應義塾大学）

第1報告「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか—M&Aの促進とのれんの償却」

花村 信也氏（みずほ証券）

第2報告「M&Aの効果に関する実証研究—測定手法と効果を左右する要因の視点から—」

矢部 謙介氏（中京大学）

第3報告「M&Aマネジメントの組織的課題—M&Aによって競争力を高めるために—」

中村 公一氏（駒沢大学）

■特別講演（16：30～16：50）

「国際的視座からの会計と企業行動：伊藤・中野（2014）を読んで」

國村 道雄氏（名古屋市立大学名誉教授）

■統一論題討論（16：50～17：50）

座長：黒川 行治氏（慶應義塾大学）

討論者：花村 信也氏（みずほ証券）

矢部 謙介氏（中京大学）

中村 公一氏（駒沢大学）

■懇親会（18：00～19：00）

【資料3】

日本ディスクロージャー研究学会第10回研究大会プログラム

2014年12月20日(土)

名古屋市立大学・滝子キャンパス

■自由論題報告・研究誌カンファレンス(9:30~12:20)

○第1会場

司会：木村 史彦氏(東北大学)

第1報告 「包括利益の導入が企業の投資行動に与える影響」

鈴木 智大氏(亜細亜大学)・河内山 拓磨氏(亜細亜大学)

第2報告 「わが国の会計学研究におけるメタ・アナリシスの適用可能性」

浅野 信博氏(大阪市立大学)

第3報告 「我が国の株式市場における特許情報の価値関連性に関する実証分析」

井出 真吾氏(ニッセイ基礎研究所)・竹原 均氏(早稲田大学)

第4報告 「移転価格税制の適用と企業評価の決定要因(仮題)」

大沼 宏氏(東京理科大学)・櫻田 譲氏(北海道大学)

○第2会場

司会者：吉田 靖氏(東京経済大学)

第1報告 「垂直取引における企業間契約情報の共有と開示」

呉 重和氏(名古屋商科大学)・李 東俊氏(名古屋商科大学)

第2報告 「中小企業の知的資産経営報告書の現状」

米岡 英治氏(ソニーデジタルネットワークアプリケーションズ株式会社)

第3報告 「ディスクロージャー資料に基づく企業研究：したたかに変貌する米系大手投資銀行ゴールドマン・サックス・グループ社」

岡田 高明氏(藍澤証券株式会社)

第4報告 「投資家と企業経営者の関係性と望ましいエンゲージメントのあり方」

木下 靖朗氏(ニッセイアセットマネジメント株式会社)

○第3会場

司会者：田澤 宗裕氏(名城大学)

第1報告 「会計保守主義と企業の倒産可能性」

石田 惣平氏(一橋大学大学院)

第2報告 「決算発表の集中化が利益情報に対する株価形成に与える影響」

森脇 敏雄氏(神戸大学大学院)

第3報告 「適格退職年金制度の廃止に関する要因分析」

壁谷 順之氏（ノースアジア大学）

第4報告 「銀行業におけるヘッジ活動の現状とヘッジ会計適用における今後の課題について」

松山 将之氏（日本政策投資銀行）

■理事会（12：20～13：20）

■会員総会（13：30～14：00）

■役員選挙（14：00～14：15）

■会長講演（14：30～15：15）

「ディスクロージャー研究アプローチの一試論」

会長：黒川 行治氏

■統一論題報告（15：30～17：00）

テーマ「ディスクロージャー研究の新動向」

司会：奥田 真也氏（名古屋市立大学）

第1報告 「テキストマイニングとディスクロージャー研究」

坂上 学氏（法政大学）

第2報告 「アノマリーとディスクロージャー研究」

音川 和久氏（神戸大学）

第3報告 「実験研究とディスクロージャー研究」

上枝 正幸氏（青山学院大学）

■統一論題討論（17：15～18：00）

座長：奥田 真也氏（名古屋市立大学）

討論者：坂上 学氏（法政大学）

音川 和久氏（神戸大学）

上枝 正幸氏（青山学院大学）

■懇親会（18：15～）

【資料4】

**日本ディスクロージャー研究学会
第8回『現代ディスクロージャー研究』カンファレンス**

2014年12月20日(土)
名古屋市立大学・滝子キャンパス

○11:00~12:00 (報告20分、コメント20分、質疑応答20分)

司会：中條 祐介 (横浜市立大学)

テーマ：「K-IFRSの自発的適用が情報の非対称性に与えた影響」

金 鐘勲 (一橋大学大学院商学研究科博士後期課程)

コメンテーター：太田 浩司 (関西大学)

年報 経営ディスクロージャー研究 (第14号) 編集委員会

編集長：坂上 学 (法政大学)

編集者：浅野敬志 (首都大学東京)

大柳康司 (専修大学)

野口晃弘 (名古屋大学)

町田祥弘 (青山学院大学)

村井秀樹 (日本大学)

年報 経営ディスクロージャー研究
第14号

発行 2016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 ©2016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

企業・業界研究に、 “日経バリューサーチ”が 使える!!



国内企業
非上場企業を含む

3万社



業界レポート

550種



人物情報

30万人



統計情報

10万系列



新聞・ニュース

1,000本/日

日経ならではの確かな情報と分析・レポート作成機能が、企業・業界研究で活躍します。

主な収録コンテンツ

🏢 企業情報

- ・財務情報 (1964年～)
- ・セグメント情報
- ・株価・バリュエーション
- ・大株主
- ・保有株式
- ・金融機関別借入金
- ・株主総会
- ・コーポレートガバナンス
- ・環境活動
- ・労務関連 (働きやすさ)
- ・日経企業活動情報 (M&A情報 など)

📊 業界・統計情報

- ・業界レポート
- ・業界指標
- ・産業統計
- ・為替金利

📈 経済情報

- ・経済統計
- ・経済予測

📰 ニュース・記事情報

- ・日経各紙 (2000年～)
- ・日経速報ニュース

📄 開示資料 (会社発表資料)

- ・有価証券報告書
- ・適時開示資料
- ・株主総会招集通知
- ・コーポレート・ガバナンス報告書
- ・環境 (CSR) 報告書 など

原本も収録
(PDF・XBRL)



NIKKEI
VALUESEARCH

企業・業界分析に必要なすべてを備える情報プラットフォーム「日経バリューサーチ」

日経メディアマーケティング株式会社

〒101-0047 東京都千代田区内神田2-2-1 鎌倉河岸ビル

資料請求・お問い合わせ

(03) 5295-6227

メールでのお問い合わせ

webinfo@nikkeimm.co.jp

日経バリューサーチのご紹介サイトはこちら

<http://www.nikkeimm.co.jp/vs/>



Creating Global Financial Data Solutions

Mergent, Inc. is a leading provider of business and financial information on global publicly listed companies as well as the exclusive provider of several D&B® online library solutions. Based in the U.S, Mergent, Inc. maintains a strong global presence, with offices in New York, Charlotte, San Diego, London, Tokyo, Kuching and Melbourne.

Founded in 1900, Mergent operates one of the largest continuously collected databases, including descriptive and fundamental information as well as pricing and corporate action data on domestic and international companies, together with terms and conditions on corporate and municipal bonds. In addition, credit and competitor information is readily available.

Mergent has a new, powerful web-based application that features a deep collection of worldwide business information that enables companies to generate insightful business intelligence. This includes access to the latest census data, an integrated job search solution, fundamental data on over 90 million global private businesses, executive contacts on over 90 million executives, and an enhanced people and business search with access to over 210 million consumers.

Contact Us Today For More Information!

www.mergent.com

サービスの詳細内容についてのお問い合わせは下記宛にご連絡ください。

マージェント・ジャパン株式会社

〒100-0006 東京都千代田区有楽町2-7-1 有楽町ITOCiA 12F

Tel: 03-6860-4760 Fax: 03-6860-4880 WebSite: <http://www.mergentjapan.com>