

ISSN 1347-6963

# JARDIS

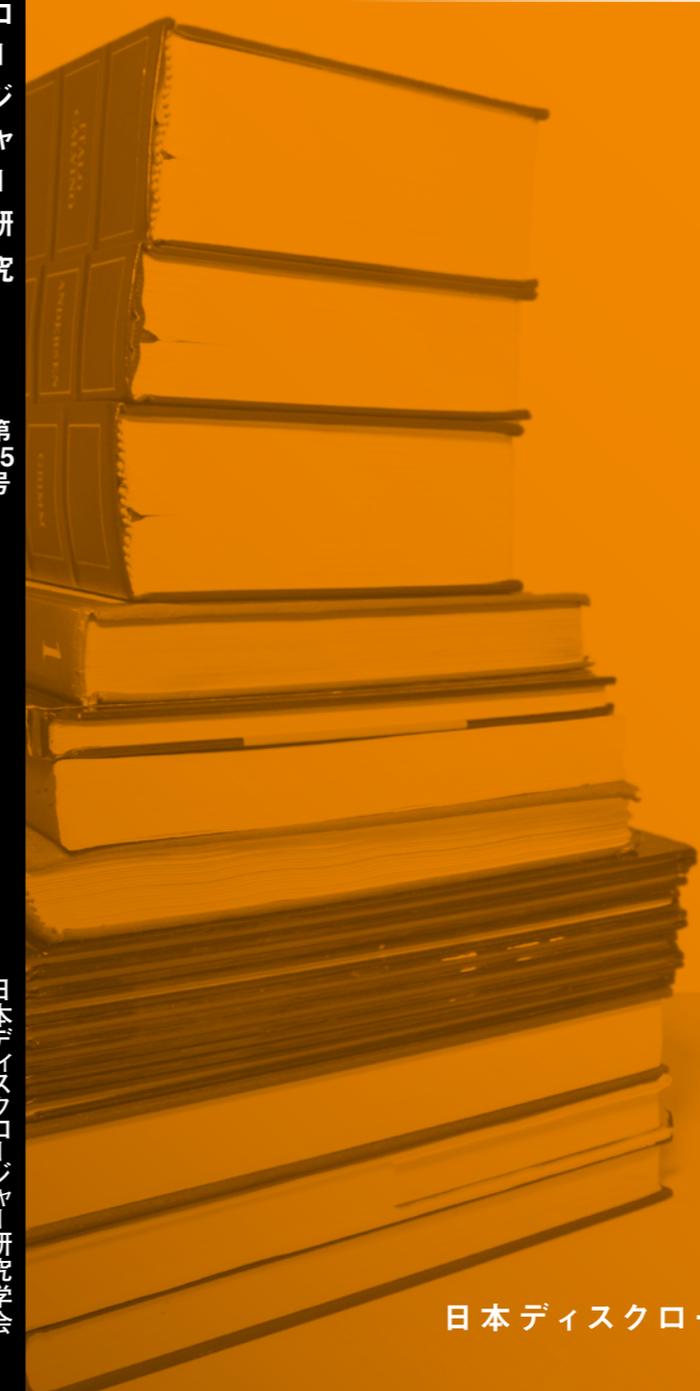
年報 経営ディスクロージャー研究

第15号 / 2016年3月

年報 経営ディスクロージャー研究

第15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15号 / 2016年3月

日本ディスクロージャー研究学会

## 序文 — 『年報』第15号の発刊にあたって—

乙 政 正 太 (関西大学)

諸々の事情により発刊時期の遅れをなかなか取り戻すことができませんが、『年報 経営ディスクロージャー研究』(以下、『年報』)第15号を発刊することができました。投稿者の皆様、会員の皆様には日頃をご心配をおかけしていますが、発行スケジュールの正常化に向けなお努力し続けてまいります。

『年報』第14号からの編集方針の刷新にしたがい、本号でも「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・報告原稿文や特別プロジェクトの研究成果を、会員の皆様に広く伝える内容にしています。

特集(1)は、2015年6月に明星大学で開催された第11回研究大会での特別プロジェクトの最終報告を掲載しています。特集(2)では同大学で開催された統一論題テーマ「巨大災害と資本市場のディスクロージャー」を、特集(3)では第12回研究大会(早稲田大学)での統一論題テーマ「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」をそれぞれ特集しました。各報告の内容について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ています。特集(1)では、それに加えて2つの2015年度特別プロジェクト最終報告を共同報告という形式で掲載しています。各研究大会でどのような議論がなされたのか、その概要等をお届けできるのではないかと考えております。

また、「論稿」セクションには、4つの論文が掲載されています。いずれも査読の申し出はありませんでしたが、そのうちの2本は各研究大会における自由論題報告での論文が掲載されています。残りの2本は特集に関連して提出された論文です。

なお、これまで査読は希望者のみに限定することで行われてきましたが、次号からは、査読は実施せず原則としてすべて掲載するように投稿規程が改訂されています。会員の皆さまには奮って学会報告等をしたうえで投稿していただければと思っております。

最後に、今号より本学会誌の編集を担当する編集委員会の陣容が変わりました。坂上 学前編集委員長(法政大学)から引き継ぎに当たって多くのことを教えて頂きました。ここに厚く御礼申し上げます。

# 年報 経営ディスクロージャー研究

No.15 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15号の発刊にあたって— ..... 乙政 正太

### 特 集

特集 (1) 特別プロジェクト最終報告

- 1 東日本大震災と決算短信公表後の株価ドリフト ..... 海老原 崇 (3)  
(武蔵大学)
- 2 東日本大震災に関するディスクロージャー行動  
—適時開示情報に関する調査結果— ..... 奥村 雅史・吉田 靖 (5)  
(早稲田大学・東京経済大学)
- 3 東日本大震災被災企業の復興・再生分析  
—Ota-Nakashima CSRモデルの適用— ..... 太田 三郎・中島 真澄 (7)  
(千葉商科大学)
- 4 東日本大震災後の中小企業の現状と課題  
—税理士アンケートを通じて— ..... 金子 友裕 (10)  
(東洋大学)
- 5 2015年度特別プロジェクト最終報告
  - I. 研究総括「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」  
..... 柴 健次 (12)  
(関西大学)
  - II. 研究総括「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」  
..... 薄井 彰 (16)  
(早稲田大学)

## 特集 (2) 巨大災害と資本市場のディスクロージャー

- 1 大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー  
—ディスクロージャーの適時性と信頼性— ..... 本間 基照 (23)  
(株式会社インターリスク総研)
- 2 震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境  
..... 浅野 敬志 (26)  
(首都大学東京)

## 特集 (3) コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー

- 1 CFOの役割から考える積極的ディスクロージャーのあり方  
—「開示 (disclosure)」から「ステートメントへ」— ..... 永岡 英則 (31)  
(株式会社 VOYAGE GROUP)
- 2 不適切な会計処理問題を考える ..... 高山 昌茂 (33)  
(協和監査法人 公認会計士)
- 3 企業のカバナンス改革は意図的な不正行為の防止に有効か? ..... 青木 英孝 (35)  
(中央大学)
- 4 ファンドによる企業支配と適時開示  
—昭和HDの事例より— ..... 三和裕美子 (37)  
(明治大学)

## 論 稿

- 1 想定外リスクの見極めと二次的災害を防ぐ実践的対応  
—ディスクロージャーの適時性と信頼性— ..... 本間 基照 (43)  
(株式会社インターリスク総研)
- 2 株式非上場化における内部統制監査制度の影響 ..... 松田 道春 (61)  
(有限責任監査法人トーマツ)
- 3 震災後4年半を経過した東北中小企業の現状と課題  
..... 金子 友裕 (73)  
(東洋大学)
- 4 経営者予想を用いた残余利益モデルと異常利益成長モデルの評価精度の比較  
..... 畔上 達也 (83)  
(株式会社金融工学研究所)

## 資 料

- 1 日本ディスクロージャー研究学会役員一覧 ..... (105)
- 2 日本ディスクロージャー研究学会第11回研究大会プログラム ..... (106)
- 3 日本ディスクロージャー研究学会第12回研究大会プログラム ..... (108)
- 4 第1回JARDISワークショッププログラム ..... (110)

## 特別プロジェクト最終報告

- 1 東日本大震災と決算短信公表後の株価ドリフト  
海老原崇（武蔵大学）
- 2 東日本大震災に関するディスクロージャー行動  
—適時開示情報に関する調査結果—  
奥村雅史（早稲田大学）・吉田 靖（東京経済大学）
- 3 東日本大震災被災企業の復興・再生分析—Ota-Nakashima CSRモデルの適用—  
太田三郎・中島真澄（千葉商科大学）
- 4 東日本大震災後の中小企業の現状と課題—税理士アンケートを通じて—  
金子友裕（東洋大学）
- 5 2015年度特別プロジェクト最終報告
  - I. 研究総括「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」  
柴 健次（関西大学）
  - II. 研究総括「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」  
薄井 彰（早稲田大学）

2015年6月20日（土）に明星大学において第11回研究大会が開催され、統一論題報告の位置づけで「特別プロジェクト最終報告」が行われました。柴 健次氏（関西大学）を司会に、海老原崇氏（武蔵大学）・奥村雅史氏（早稲田大学）・吉田 靖氏（東京経済大学）・太田三郎氏（千葉商科大学）・中島真澄（千葉商科大学）・金子友裕氏（東洋大学）の各氏より、多様な立場から多角的に議論・討議が行われました。

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、当日会場に來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ます。なお、柴氏・薄井 彰氏（早稲田大学）よりプロジェクト最終報告を共同報告の形式で提出頂きましたので、以下に掲載しました。金子氏から提出頂いたフルペーパーは「論稿」セクションに掲載しています。

# 東日本大震災と決算短信公表後の株価ドリフト

海老原 崇(武蔵大学)

## 1. 研究の概要

本研究では、会計情報の意思決定有用性とディスクロージャーの重要性の視点から、東日本大震災（以下大震災とする）後における企業の決算短信公表時の市場反応を観察した。2011年3月期の決算日間近に発生した大震災は、企業の決算内容だけでなく、そのディスクロージャーに対しても多大な影響を与えたと考えられる。本研究では、大震災が株式市場に与えたインパクトを捕捉するため、大震災前後の決算短信公表を対象とし、短信公表後の株価ドリフト（Post-Earnings-Announcement Drift: 以下PEADとする）および公表時の利益反応係数（Earnings Response Coefficient: 以下ERCとする）について比較・検討を行った。

## 2. 決算短信情報の不確実性と市場の反応

多くの上場企業が決算を間近に控えた2011年3月11日に発生した大震災は、企業の決算内容に直接・間接的な影響を与えただけでなく、その後のディスクロージャーにも大きな影響を与えた。これらの影響により、震災後の決算短信は、将来キャッシュフローに関連する情報の不確実性が非常に高い状況にあったと考えられる。Brav and Heaton（2002）は、投資のバイオフ構造の変化に関する不確実性に直面した合理的な投資家が、不確実性が高いシグナルに対して低い評価ウェイトをおく一方、不確実性が解消されるにつれて当初のシグナルがもたらす情報に対するウェイトを増加させ、結果として資産価格の変化がもたらされることを示している。本研究はBrav and Heaton（2002）に依拠し、震災によって増大した決算短信情報の不確実性が決算短信情報の過小評価、すなわち小さなERCをもたらし、短信公表後に新情報がリリースされて不確実性が減少するにつれて、短信情報に対するウェイトを増加させて株価が変化した、言い換えればPEADがもたらされたと予想して以下の仮説を設定した。

仮説1：大震災後の決算短信に対するPEADは、大震災前の決算短信に対するPEADよりも大きい。

仮説2a：大震災後のERCは、大震災前のERCよりも小さい。

仮説2b：ERCは、決算短信が持つ将来キャッシュフローに関連する情報の不確実性が高いほど小さい。

### 3. 主要な検証結果

仮説1は、Bernard and Thomas (1989) に基づき検証を行っている。はじめに、期待外利益の大きさに基づくポートフォリオ間で決算短信公表日以後のCARにおける差異を計測し、その有意性を震災前後で比較した。加えて、同様の分析を期待外利益の内容（増益：Good Newsと減益：Bad News）間でも行った。仮説2a・2bは、Francis et al. (2007) に基づき検証を行っている。具体的には、通常のERCを計測するモデルに震災前後に関するダミー変数、決算短信が持つ将来キャッシュフローに関連する情報の不確実性に関する変数、それらと期待外利益との交差項などを加えて推定し、係数の有意性検定を行った。

分析の結果、本研究の仮説1は、期待外利益の内容（Good News / Bad News）に基づく分析においてのみ概ね支持された。しかし、Francis et al. (2007) に基づく分析から、本研究の仮説2aおよび仮説2bは支持されなかった。以上の結果を踏まえて行った追加分析では、市場参加者が大震災後にBad Newsの持続性を高く評価する一方、Good Newsの持続性を低く評価していることを示唆する結果が得られた。加えて2012年3月期においては、市場参加者がGood Newsが負の持続性を持つと評価していることを示唆する結果も得られた。

本研究は、投資家の合理的な行動を前提として、決算短信情報が持つ将来キャッシュフローに関連する情報の不確実性に着目してきた。Brav and Heaton (2002) に基づくならば、市場参加者がGood News / Bad Newsの持続性を合理的であるにせよ、情報の不確実性によって市場効率性からかけ離れた形で評価している場合、ERCはニュースの内容を問わず過小評価されるはずである。しかし本研究では、Good News / Bad Newsに対するERCが一律に過小評価されている証拠は見いだせておらず、それぞれの持続性をミスマイニングしていることを示唆する結果を得ている。仮説1の検証においてGood News / Bad News別に作成したポートフォリオ間でのみPEADが確認された原因は、追加分析の結果を踏まえて考察すれば、情報の不確実性によるERCの過小評価ではなく、期待外利益の持続性に関するミスマイニングにあると解釈できる。

大震災後は、全ての企業に対して将来における業績の落ち込みはやむなしという評価が市場で下されていても不自然ではない。そのため、市場参加者はたとえ企業がGood Newsを公表していても、その持続性は低いあるいは将来減益に転じると判断していた一方、Bad Newsの持続性は高いと判断していたと解釈できる。すなわち、将来において全ての企業の業績が落ち込むといった認知バイアスが生じていた、言い換えれば限定合理的な意思決定がなされていた可能性が指摘される。

#### 《参考文献》

- Bernard, V. L., and J. K. Thomas. 1989. Post-earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?. *Journal of Accounting Research* 27 Supplement: 1-36.
- Brav, A., and J. B. Heaton. 2002. Competing Theories of Financial Anomalies. *Review of Financial Studies* 15(2): 575-606.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2007. Information Uncertainty and Post-Earnings-Announcement-Drift.

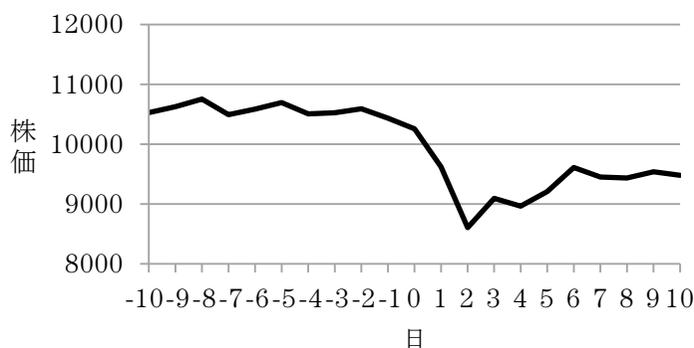


# 東日本大震災に関するディスクロージャー行動 —適時開示情報に関する調査結果—

奥村 雅史(早稲田大学)  
吉田 靖(東京経済大学)

## 1. 問題の概要

震災発生後、株式相場は急落した。下図は、震災発生日を0日として震災前後10証券営業日（-10日から+10日）における日経平均株価の推移を示している。日経平均株価は地震発生前の期間において10,500円程度で推移していたが、震災当日3月11日（金）の株価（終値）は10,254.38円、翌証券営業日（3月14日（月））は9,620.49円、さらに、3月15日（火）には9,206.75円へと下落した。



震災および震災に伴って発生した原発事故に関する被害状況に関する情報は連日にわたって報道されたが、当初、原発事故に関連する報道も含めて不確定要素が多い情報が続いた。そして、このような不確定な状況は、経済、産業、個別企業においても同様に生じており、震災後の株価の推移に反映していたと考えられる。

震災は証券投資におけるリターンとリスクの特性に大きな変化を及ぼすため、投資家における震災直後の企業への情報要求は極めて高かったものと推測される。とくに、個別企業における固有の被害が重要であることはもちろんであるが、震災被害が甚大であったために、取引等に関連した企業（仕入先や

得意先企業)の被害やマクロ経済的な需要への影響も重要であった。このような特徴は、投資家にとって東日本大震災が異例なイベントであったことを示唆する。東京取引所が3月14日(月)に「東日本大震災に係る被災状況等の適切な開示に係るお願い」を公表して上場企業による情報開示を促したことは、このイベントの特異性を反映しているといえよう。

本報告では、震災発生後の時間の経過とともに、どのような内容の情報がどのようなタイミングで開示されていったのかを、企業が実際に開示した情報を調査することによって把握し、その特徴を整理する。

## 2. 調査方法

東京証券取引所が運営するTDnet(適時開示情報伝達システム)を利用することによって、上場企業が開示した震災関連情報を入手する。情報収集期間は、2011年3月11日(震災発生日)から同年7月1日までの103日間(震災発生日プラス16週間)である。16週目までを収集期間としたのは、多くを占める3月決算企業が年度決算短信を開示する期間を含めるためである。

収集した情報は、その内容を確認しながら震災関連情報とそれ以外に分類し、震災関連情報のみについて震災直後の開示状況を整理した。なお、震災関連情報は、震災に関する内容のみを開示する情報だけでなく、決算短信のように決算情報に付属する形で震災関連情報を開示している場合も含む。

以上のようにして、震災直後の一定期間における開示情報25,168件の内容を確認し、その中から震災関連情報6,785件を収集し、さらに、情報内容によって下表のように分類し、開示タイミングと開示内容の関係を整理した。

項目	情報内容	
1. 被害の有無	調査中	
	被害あり	
	被害なし	
2. 被害の内容	直接被害	設備被害
		在庫被害
		人的被害
		その他
	間接被害	停電
		サプライチェーン
その他		
3. 再開		
4. 業績への影響	調査中	
	金額情報	
	軽微	
5. 義援金		

### 3. 調査からの知見の概要

調査の結果、概ね以下のような点が明らかとなった。震災直後1週間において、上場企業による震災関連情報が集中的に開示された。この段階で開示された情報の中心は被害に関する情報であり、その中には被害があったという情報だけでなく、被害がなかったことを伝える情報も含まれていた。また、1週目においては、その後の週と異なって、情報開示の時間帯が分散し、場中、早朝、深夜にも開示されていた。これは、重要事実が明らかとなった段階で速やかに情報開示していることを反映していると推測される。さらに、すぐに被害の全容を明らかにできる企業もあれば、その把握に時間がかかる企業もある。後者においては、事態の推移に伴って複数回にわたって逐次的に震災情報を開示した企業が多く存在した。これらの事実は、一刻も早い情報開示が重要であるという企業側の認識があったことを裏付けるものである。

被災による損害金額や業績への影響に関する情報は、被害の有無に関する情報と比較して相対的に遅く開示された。これは、損害金額や業績への影響自体を把握するために時間を要したことを反映している。これらの情報は決算短信の開示に向けて準備されたと考えられ、投資家においては、定期的の開示される短信情報において金額情報を含めた震災関連の詳細を知る場合が多かった。

調査結果全体から、上場企業は、個別企業における程度の差はあると思われるが、震災関連情報の開示にあたって投資家が必要とする情報を開示するために情報収集を行い、適時にこれを開示するように努めていたと推測される。



---

## 東日本大震災被災企業の復興・再生分析 — Ota-Nakashima CSRモデルの適用 —

太田三郎(千葉商科大学)  
中島真澄(千葉商科大学)

### 1. はじめに

本研究では、東日本大震災によって被災したが再生した企業（被災再生企業）は、再生に向かって社会的責任（Corporate Social Responsibility）をどのように果たしているかを解明する。本研究では、太田再生条件モデル（2013）をKanji-Chopra CSR model（2010）に適用し、自然災害等のような危機的状况における社会的責任指数を測定するOta-Nakashima CSR modelを考案し、このOta-

Nakashima CSR model (2014) を用いて算出した社会的責任指数と業績との関連性について経営者の社会的責任に対する姿勢および実際の社会的責任行動の2つに焦点を合わせて明らかにする。本報告は、被災再生企業を対象とした危機時におけるCSRと財務業績との関連性を分析するものであり、危機におけるCSR研究にたいする1貢献となるであろう。

## 2. 先行研究レビュー

近年、企業は、地球規模の持続性 (sustainability) への高まりもあり、財務業績だけではなくCSRにも注力している。CSRは、McWilliams and Siegel (2001, p.117) に依拠し、「企業が、企業の関心や法規制によって要請されていることを超越してある社会的に良いと思われる行動」と定義しておく。2000年ごろから、CSRに対する高まりを背景に、CSRと財務業績との間の関連性を検討する実証研究が構築されるようになった。しかしながら、2008年の世界的な金融危機は、経営環境や企業活動自体をも変化を余儀なくし、企業は、金融危機のためにコスト削減や戦略的計画を制限し、CSRプロジェクト自体も減少させるようになってしまった。研究領域では、金融危機以降、危機におけるCSRに特に焦点が合わせられるようになっていた。危機時におけるCSRについては、Arevalo and Aravind(2010) が、国際連合グローバルコンパクト (the United National Global Compact, UNGC) をビジネス戦略に適用した企業は、財務的減少および経済的ショックの影響を受けていないという結果を示し、CSRの基準が、事業を改良する際に重要な出発点となることを強調している。CSRをビジネスの機会として用いることによって事業は危機において良好な状態を得ることになり、ビジネスをより有利な状態へのファンダメンタル価値を転換することによって危機的環境に打ち勝つことに役立つという (Yelkikalan and Kose 2012, p.297)。

## 3. 仮説展開

被災再生企業は、大震災という危機にあっても、逆に危機だからこそ、被災中小企業にとって事業を維持することが社会的責任であるという目的意識を持ち続けて再生に向けて企業行動を行っていることが予想できる。そこで、次の仮説1を設定する：

**仮説1：被災再生企業の業績は、経営者の姿勢および企業行動実態ともに社会的責任行動と正の関連性がある。**

太田 (2013) は、東日本大震災によって倒産危機から復興したA社が地域のライフラインを守り、地域住民の食生活を維持し、地域住民の生命を守るという強い信念を有していたこと、また、取引先、金融機関、同業者、政府などの支援環境が整備されていることも再生条件としている。したがって、被災再生企業は、ステークホルダーによる支援環境体制のもと地域企業として強い使命感をもって、再生に向けて企業行動を行っていることが予想でき、次の仮説2を設定する：

**仮説2：被災再生企業の業績は、経営者の姿勢および企業行動実態ともに非社会的責任行動と負の関連**

性がある。

#### 4. リサーチ・デザインと分析モデル

2015年4月から5月にかけて実施した「社会的責任に関するサーベイ調査」結果を用いる。本分析では、以下の回帰モデルを用いて仮説の検証を行う。従属変数は財務業績とし、独立変数にはCSR変数についてはOta-Nakashima CSR (2014) モデルに依拠し、OSPSとCSRIを構成する回答数値を投入する。

$$FP = \beta_0 + \beta_1 \text{OSPS}_1 + \beta_2 \text{OSPS}_2 + \beta_3 \text{OSPS}_3 + \beta_4 \text{OSPS}_4 + \beta_5 \text{OSPS}_5 + \beta_6 \text{OSPS}_6 \\ + \beta_7 \text{OSPS}_7 + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon$$

$$FP = \beta_0 + \beta_1 \text{CSRI}_1 + \beta_2 \text{CSRI}_2 + \beta_3 \text{CSRI}_3 + \beta_4 \text{CSRI}_4 + \beta_5 \text{CSRI}_5 + \beta_6 \text{CSRI}_6 \\ + \beta_7 \text{CSRI}_7 + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon$$

但し、FP＝財務業績：被災再生企業が回答した当期純利益／従業員数、SIZE＝規模：従業員数の対数変換値

#### 5. 実証結果

相関および回帰分析から、被災再生企業の業績は、財務内容やガバナンスの開示と負の関連性があること、社会・環境に与える影響に対して世間への対応と負の関連性があるという結果が導出できた。この結果から、被災再生企業においても、業績とCSRに否定的な企業行動の間には負の関連性があると結論づけることができる。

#### 《参考文献》

- Arevalo, J.A. D. Aravind 2010. The impact at crisis on corporate responsibility: the case of UN global compact participants in the USA. *Corporate Governance*, 10(4): 406-420.
- Kanji,G.K. and Chopra, P.K. 2010. Corporate social responsibility in a global economy, *Total Quality Management*, 21(2): 119-143.
- McWilliams, A. and D. S. Siegel. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26:117-127.
- 太田三郎2013.「被災中小企業の対応と復興および支援の実態分析とその必要性」『大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー』柴健次・太田三郎・本間基照編著、同文館出版。
- 太田三郎・中島真澄2015.「危機における経営財務の分析手法」『経営財務の情報分析』宮本順一郎・太田三郎・市村 誠編著、学文社出版。
- Yelkikalan, N. and Kose, C. 2012. The effects of the financial crisis on corporate social responsibility, *International Journal of Business and Social Science*, 3(3): 292-300.

# 東日本大震災後の中小企業の現状と課題 —税理士アンケートを通じて—

金子 友裕(東洋大学)

## 1. 問題意識と研究の目的

2011年3月11日に発生した東日本大震災により、東北地方は大きな被害を受けた。特に、中小企業は、財務的基盤が弱く、資金繰りの悪化が倒産につながりやすい。本研究の目的は、東北中小企業の経済的被害の実態の把握とその後の復旧・復興の現状の分析を行うことで、復旧・復興の問題等を明らかにすることである。

## 2. 研究手法

本研究では、中小企業の実態に詳しい税理士に対しアンケート調査を行うこととした。税理士へのアンケート調査を行うことにより、被災等により事業を廃止した事業者に関する情報も収集することができる。また、税理士が税務及び会計の専門家であることから、専門家の目線で中小企業の経済状況を明らかにすることができる<sup>1)</sup>。

なお、各年度のアンケート調査に関する実施概要は図表1の通りである。

図表1 3年度分のアンケート調査の実施概要

	2011年度	2012年度	2014年度
調査対象	・東北税理士会所属（東北6県）の税理士	・東北税理士会所属（東北6県）の税理士	・東北税理士会所属の税理士のうち、被災3県（岩手県・宮城県・福島県）に所属する税理士
アンケート票の配布	・配布日：2011年10月3日 ・配布方法：郵送配布 ・配布数：2,489通	・配布日：2012年10月20日 ・配布方法：郵送配布 ・配布数：2,535通	・配布日：2015年1月6日 ・配布方法：郵送配布 ・配布数：1,713通
アンケート票の回収	・回収期日：2011年10月20日 ・回収数：921通（無効：6通、有効回答915通）	・回収期日：2012年11月5日 ・回収数：710通（無効：9通、有効回答701通）	・回収期日：2015年1月19日 ・回収数：426通（無効：1通、有効回答425通）
回収率	・37.1%（36.8%）	・28.0%（27.7%）	・24.9%（24.8%）

### 3. アンケート調査の結果概要

アンケート調査及びその前後のヒアリングを通じ、東日本大震災後、時間の経過とともに、経済状況等に変化が観察された。このため、アンケート調査の実施においても、各年度の質問項目を変化に対応できるように変更しつつ実施した。

2011年度アンケート調査実施時では、東日本大震災後の混乱が解消されていない状況にあり、被害の状況を把握する質問を中心とした。2011年度アンケート調査の結果、次の点が明らかになった。資金繰りの悪化の原因として、直接的被害のみならず、サプライチェーンの途絶等の間接的被害も大きな影響を与えていた。また、税理士の顧問先の中小企業でも倒産の実績があり、この倒産を業種別に見ると、被災3県では農林水産業の割合が高く、地震津波の影響が伺える。また、その他3県では、被災3県と比較して建設業の倒産割合が高くなっており、被災地の復旧工事等のため、資材が被災地優先となっていること等が原因と考えられる。

2012年度アンケート調査実施時では、被害の状況は概ね把握され、復旧・復興に向けた取り組みが行われている状況であった。このため、2012年度のアンケート調査では、復旧・復興の進捗状況と問題点の把握を中心とした質問とした。2012年度のアンケート調査の結果、次の点が明らかになった。被災3県では、若干復旧・復興に向かっているが、その他3県では経済状況がさらに悪化している。復旧・復興に貢献する因子は、融資、復興特需以外の売上変化、補助金等であった。復興特需以外の売上変化は本質的な復旧・復興（少なくとも一時的な因子ではない）と考えられ、徐々にではあるが復旧・復興が進んでいる。しかし、復旧・復興には、融資等の影響が大きく、特別融資等を停止・減少すると復旧・復興に水を差すことになりかねない。

2014年度アンケート調査実施時では、過去2度のアンケート調査から若干の時間経過があり、被災地の状況にさらなる変化があった。この変化の中で、被災直後とは異なる新たな問題<sup>2)</sup>が生じていることが予想された。このため、2014年度アンケート調査では、復旧・復興に向けた進捗状況の把握を継続しつつ、新たな問題の把握<sup>3)</sup>のための質問を中心に行った。

なお、この特別プロジェクトでは、2011年度及び2012年度のアンケート調査の結果は、これまでの研究グループ報告等で若干の報告を行っているため、2014年度のアンケート調査の結果を中心に、これまでの研究成果を報告した<sup>4)</sup>。

《注》

- 1) ただし、税理士にアンケート調査を行うことから、税理士目線での回答となり中小企業の実態と異なるバイアスが含まれること、税理士は税理士法に基づく守秘義務があり個別具体的な内容については回答出来ないこと、等が研究上の制約となる。なお、守秘義務については、税理士のクライアント全体のイメージとして質問する等の工夫を加え、アンケート調査を実施した。
- 2) 高台移転等の問題以外にも、事前ヒアリングでは、「大震災被災企業は、支援機構などが入って補助金や金融支援を受けた先はありますが、再生が難しいという企業もちらほら出てきています。再生案件は被災企業に限らず中途半端になっている印象があります。」という回答があり、融資等の支援を受けた企業の再生の成否が問われる時期になっていることが指摘されている。
- 3) 新たな問題の把握のため、自由記述を多く利用し、税理士の方々から意見を募った。なお、重要な問題を直接に問う質問（問1）

では、176人の記載がある等、多くの意見を頂いた。

4) 特別プロジェクトでは、2014年度アンケート調査まで実施・分析を行った。2014年度アンケート調査の内容は、その後に行った2015年度アンケート調査の内容を含めて、別稿「震災後4年半を経過した東北中小企業の現状と課題」を参照。

## 2015年度特別プロジェクト最終報告

2011年3月11日に発生した東日本大震災と東京電力福島第一原子力発電所の原子力事故はわが国に甚大な被害をもたらした。日本ディスクロージャー研究学会は、2012年に「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」と「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」の2つのプロジェクトを設置し、学術的な立場から、巨大災害に対する科学的な検証を行い、巨大災害時のディスクロージャーに関する提言およびアーカイブの作成を行うことにした。

### I. 研究総括「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」

柴 健次(関西大学)

#### 1. はじめに

当プロジェクトは2012年8月に設定が認められ、2015年6月20日開催の第11回研究大会まで、20回の研究会を開催し、論題『大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー』を研究してきた。プロジェクトのメンバーは次の通りである。

代表	柴 健次(関西大学)
副代表	太田 三郎(千葉商科大学)
副代表	本間 基照(株式会社インターリスク総研)
	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)

2013年5月の年次大会（福島学院大学）において中間報告書を配布して報告を行うとともに、同時に柴が統一論題「東日本大震災後のリスク開示と情報のディスクロージャーのあり方」に参加して「リスクのディスクロージャーに関する研究の必要性」を論じた。2016年5月の年次大会（名古屋大学）ではレジュメを配布して中間報告を行った。

2015年6月の年次大会（明星大学）では、薄井彰代表のプロジェクトとコラボする形式でプログラムが組まれた。まず、統一論題の特別プロジェクト報告として、当プロジェクトからは、太田・中島が「東日本大震災被災企業の復興・再生分析—Ota-Nakashima CSR モデルの適用」を、金子が「東日本大震災後の中小企業の現状と課題—税理士アンケートを通じて—」を報告した。続いて、統一論題「巨大災害と資本市場のディスクロージャー」においては本間が「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」を報告した。本間は配布した最終報告書の概要を説明するとともに自身の個別研究「想定外リスクの見極めと二次的災害を防ぐ実践的対応—ディスクロージャーの適時性と信頼性—」を詳細に論じた。最後に、薄井プロジェクト代表を司会とし、柴が座長を務める形式で、薄井プロジェクトから、浅野、奥村、海老原、吉田の各氏が登壇したのに対して、柴プロジェクトから本間、中島、金子が登壇した。

以上を踏まえ、当プロジェクトのメンバーによる最新の報告はそれぞれの責任において本学会誌等に最終的に投稿される予定なので、研究代表者としては、未完成・未公表と判定される研究内容部分には触れずに、2013年から2015年の年次大会での配布済み資料、並びに『年報 経営ディスクロージャー研究』第11号に掲載された当プロジェクトメンバーが関わる2本の論文（柴、中島）をもとに、当プロジェクトの研究を総括する。ここでの総括の内容は、2015年の明星大会における本間報告の前半に関わる内容でもある。

## 2. 研究の対象と焦点

2011年3月11日に起きた東日本大震災と東京電力福島第一原子力発電所の原子力事故の社会的影響は甚大であり、あらゆる学問領域でこうした巨大災害に無関心で良いわけではないという気運が生まれた。会計学や開示学の領域においてもそうであった。

しかし、研究手法が定まっていないというのが現状であった。それに対して、薄井プロジェクトは実証研究の手法による研究が行われると予想された。当プロジェクトは、被災地に住んでいたメンバーが2人いる。また、専攻別では、会計の実証研究者、リスク管理の専門家、倒産研究の専門家、租税の専門家及びディスクロージャーの専門家、公共経営に関する専門家から成る。しかし、そのメンバー7名の関心は、大震災が企業に及ぼした影響というテーマと、リスク管理とディスクロージャーを関連付けに関するテーマに収れんした。大災害を挟んだ時点で3区分すると、3種類の特徴ある研究領域が識別できる。そして、我々メンバー各々が以前から有していた関心に対応して、その研究の焦点が異なる場所に置かれていた。ただし、例えば「防災の徹底に」に「研究の焦点がある」と言う意味で○が付されているとしても、当該研究者が救助や、復旧・復興に無関心であるという意味ではない。すべてのメンバーは3つの徹底のいずれにも関心がある。ただ、研究上のフォーカスが異なるという意味である。

なお、我々の研究の焦点には入っていないが、我々の研究を一層進展させるには、アーカイブ化された大災害の記録の利用が不可欠である。

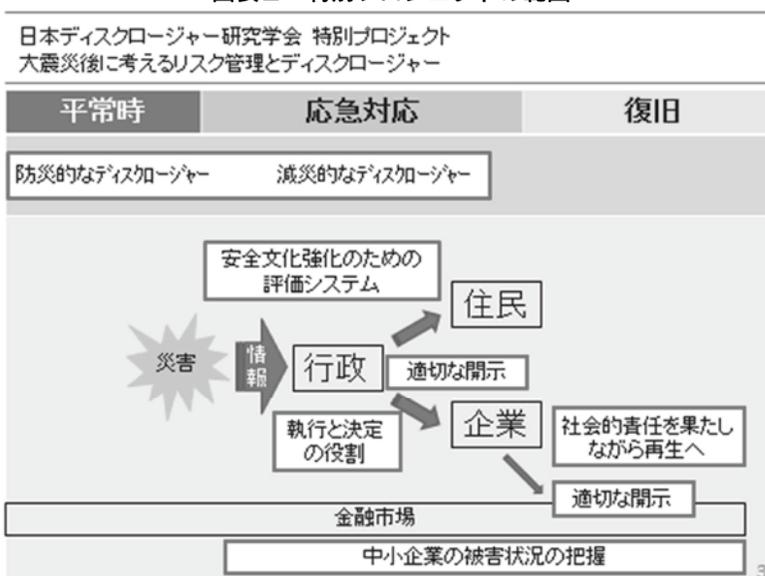
図表1 研究の対象と焦点

	大災害の発生以前 (平常時)	大災害の発生時 (応急対応)	大災害の発生以後 (復旧)
1. 徹底すべき観点	防災の徹底 予測・予知研究 災害対応の訓練	救助の徹底 災害の把握 人命救助	復旧・復興の徹底 物理的復旧 経済的復興
2. 研究の焦点			
柴・本間・佐藤の焦点	○	○	
太田・中島の焦点	○		○
円谷・金子の関心			○
3. リスク管理の論点	技術制約の中での最高の管理 (これが想定)	想定を含むリスク管理の功 罪の検証	技術制約の払しょくとリス ク管理の改善
4. 情報開示の論点	災害予知・防災関連の開示 方法の確立	情報爆発の解明 情報流通の検証	復旧・復興の支援情報の検証

### 3. 我々の研究の範囲

本間は2015年の年次大会の報告において、図表2のようなスライドを用いて、当プロジェクトの全体像を表現した。これは図表1に対応するものである。図に明らかなように復旧のディスクロージャーは首尾範囲から外れている。

図表2 特別プロジェクトの範囲



プロジェクト代表の柴はいくつかの指針を提示している。

### 3.1 ディスクロージャーの種類

#### （１）自然リスクとディスクロージャー

自然と対峙して人間が感じるリスク（自然リスク）とそのリスクに関する経験的・科学的ディスクロージャー（自然ディスクロージャー）

#### （２）社会リスクとディスクロージャー

経験的・科学的知識の集積から想定される自然への適応限度に関するディスクロージャー（適応限度ディスクロージャー）

a. 社会（有形の人工物や無形の制度）が自然への適応限度を超えて統制不能になるリスクが現実化した時のその状況に関するディスクロージャー（統制不能ディスクロージャー）

b. 統制不能状態で発生する認識不能な情報空間（情報爆発というパニック）に伴うリスクを整理して正しい行動に誘導するためのディスクロージャー（混乱鎮静ディスクロージャー）

以上すべてのディスクロージャーが防災・救助に不可欠であるが、とりわけ、社会リスク（適応限度、統制不能状況、情報パニック状況）を正しく認識できないで行動することから生まれるリスクへの対応とそのためのディスクロージャーの整備が不可欠である。これらを解明する責務が研究者に課せられている。

以上のうち、本間は、2015年の年次大会において、災害発生時点におけるディスクロージャーの適時性と信頼性の関係を論じ、災害発生時の「応急対応」に関するディスクロージャーの問題を浮き彫りにした。

### 3.2 大災害の影響の解明

大震災の影響のすべてを対象として研究することは難しい。そこで、研究分担者のそれぞれの研究手法から任意の対象を分析していただいた。

円谷は、全上場企業がこの大震災に対して適時に開示を行ったのかどうかを分析した。金子は、復旧・復興の進捗状況やその因子、間接的被害の状況、倒産の業種等についてアンケート調査を行った。太田は、大震災と倒産の関係を分析した。この太田の研究を受け、太田・中島は、被災再生企業の現状と再生計画の実施状況を分析した。

以上につき、結論を紹介したいところであるが、それぞれに詳細なデータに基づく分析がなされているので、ここで安易に紹介することは避け、それぞれの分析者が著す論文にゆだねたい。なお、2015年の年次大会において、金子と太田・中島は研究の暫定的結論を披露されたが、その後の補完により、最終的な結論は個別の論文で披露されるであろう。

## 4. 日本ディスクロージャー研究学会への貢献

当プロジェクトの研究スタイルは、アンケート調査に基づく分析、開示情報を対象とする実証分析、

リスク管理の実践という経験からの論点抽出、将来に向けた規範的提言と多様である。いずれかの接近法で統一していないのは、甚大な影響が出る大災害に対してこれといった分析手法が確立していないのであるから、多様な接近を披露することが重要であると考えた。3年間の研究期間を与えられながらも、学会の研究方向に多大な影響を及ぼすまでには至っていないかも知れない。しかし、当学会が社会に貢献しうる研究の一つを提示し得たのではないかと思う。通常スタイルであれば、研究代表者が当プロジェクトの最終報告を行い、その内容要約するだけで良さそうであるが、2015年の年次大会においては、2つの特別プロジェクトはともに代表者が最終報告せず、分担者が個々の研究成果を報告するという異例の扱いを行ったので、本稿のように研究の全体像が見えるように総括してみた。

## Ⅱ. 研究総括「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」

薄 井 彰(早稲田大学)

### 1. はじめに

当プロジェクトは2012年8月に設置が認められ、2015年6月2日開催の第12回研究大会で最終報告を行った。

代表	薄井 彰 (早稲田大学)
	浅野敬志 (首都大学東京)
	稲葉喜子 (早稲田大学)
	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)
	吉田和生 (名古屋市立大学)
	吉田 靖 (東京経済大学)

本研究は実証的なアプローチによって東日本大震災に関するディスクロージャー行動とその影響をアーカイブとして残し、学術的見地から社会に実証的な証拠を発信することを目的とする。これまで、多くの研究者が東日本大震災とその復興に関して様々な提言を行っている。しかしながら、この未曾有の災害

に関して、どのようなディスクロージャーが行われ、それが社会や市場にどのように影響をもたらしかについてはほとんど明らかにされていない。本研究では、3.11から6年が経ち、データの蓄積を踏まえ、計量的手法を援用して、東日本大震災に関する企業や政府のディスクロージャー行動が社会や市場に及ぼした影響を検証する。本プロジェクトの研究結果は薄井編（2017）に纏められている。薄井編（2017）は、以下のディスクロージャー問題を検討している。

（1）東日本大震災のディスクロージャー

薄井彰「東日本大震災直後のフクシマのディスクロージャー」

中野貴之「東日本大震災に関するディスクロージャーの実態－適時開示における震災関連情報」

坂上学「東日本大震災が財務諸表の表示に及ぼした影響」

奥村雅史・吉田靖「東日本大震災に関するディスクロージャー行動」

（2）東日本大震災と資本市場

奥村雅史・吉田靖「東日本大震災直後の株式市場の反応」

海老原崇「東日本大震災と決算短信公表後の株価ドリフト」

吉田和生「東日本大震災と信用リスクの分析」

（3）東日本大震災と会計・ガバナンス

稲葉喜子「東日本大震災が銀行業の貸倒引当金に与えた影響」

浅野敬志「震災後における業績予想の非開示と再開時期の決定要因」

乙政正太「東日本大震災と電力会社の経営者報酬」

本研究の社会的な貢献は、日本の地震リスクに対する企業や政府の対応および準備に必要な基礎的な資料を提供することである。さらに、会計学やディスクロージャーの研究者が東日本大震災からの復興と将来の地震リスクに関して、実証的な見地から、客観的な事実を提示することである。

## 2. 東日本大震災のディスクロージャー

薄井は、東日本大震災の発生直後の株式市場の動向と東京電力の適時開示を調査している。東日本大震災は株式市場にも大きな影響を及ぼした。東北地方太平洋沖地震は、2011年3月11日の証券取引所大引け直前に発生した。当日が金曜日であったため、この地震が東京電力の株価に及ぼす影響は、状況が明らかになってきた週明けの2011年3月14日（月）から織り込まれ、4営業日連続で統計的に有意な下落となった。東京電力はこの大震災が財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況に著しい影響を与えると判断して2011年5月20日に臨時報告書を提出した。震災が2011年3月期の決算に及ぼした影響は、親会社の当期純損益に対して1兆175億円、連結当期純損益に対して1兆204億円であった。ただし、2012年3月期の決算に及ぼす影響額は把握できないとした。つづいて、東京電力は、2011年5月20日に決算短信を公表、2011年6月29日に有価証券報告書を提出した。2011年3月期には、大震災に関連して1兆776億円の特別損失を計上した結果、東京電力の当期純損失が1兆2,445億円（2010年3月期当期純利益1,337億円）となった。東京電力は2011年3月期に災害損失引当金8,317億円を計上した。このうち、大震災の損失に係る災害損失引当金は7,752億円である。東京電力は、原子力損害の賠

償金の負担が継続企業の前提に重要な疑義期を生じさせる状況と判断していた。そこで、2011年5月20日の決算短信および2011年6月29日の有価証券報告書において継続企業の前提に関する注記を開示した。東京電力は、有価証券報告書で原子力損害の賠償義務のあることを注記したが、その金額については「原子力損害賠償紛争審査会が今後定める指針に基づいて算定されるなど、賠償額を合理的に見積ることができない」ため、開示しなかった。

中野は、被災企業を対象にフィールド研究を行った結果、被災企業が震災直後に被害・復旧状況に関する定性情報を中心に発表し、取引先をはじめとするステークホルダーに自社の商製品の供給可能性等の重要な情報を伝達していたこと、こうした被災・復旧状況に関する情報の発表が一段落した後、上場企業は災害損失の計上および業績予想の修正等の定量情報を発表していったことを明らかにした。

坂上は、東日本大震災の回復状況について、企業が公表した有価証券報告書に記述された非財務情報を対象として、震災時にどのような状態にあるかについて文字情報を対象に調査をおこなった。有価証券報告書に記載された文章中で「東日本大震災」という語句を2回以上使用した企業は236社(6.31%)、5回以上使用した企業はわずかに36社(0.96%)にすぎず、83.46%の企業はまったく使用していないことが判明した。また最も使用頻度が高い企業は35回であったが、その企業においても「原子力」や「発電」といった語句の重要度をTF-IDF法によって測定したが、「原子力」>「発電」>「東日本大震災」という順序となっていた。これらの結果より、上場企業全体としては、東日本大震災による直接的な損害についてはあまり影響がなかったこと、それよりも原子力発電所の事故の影響によりコスト高となった電力供給への懸念が、未だに消えていないことをうかがい知ることができた。

奥村・吉田靖は、東日本大震災直後16週間におけるディスクロージャー行動を調査した結果、上場企業は投資家が必要とする情報を適時に開示するように努めていたと推測できる事実が明らかとなった。東日本大震災直後1週目に関連情報が集中的に開示された。その中心は被害情報であったが、被害がなかったことを伝える情報も同様に開示された。これらの事実は、東日本大震災発生によって投資家における情報要求が高まったことに対応して、企業が震災関連情報の開示に積極的に取り組んだことを示唆している。

### 3. 東日本大震災と資本市場

吉田靖・奥村は、東京証券取引所の第1部、第2部およびマザーズに上場している企業による開示を分析対象としてイベント・スタディーの手法により検証した結果、東日本大震災直後の1週間では、その内容が「被害あり」の場合、市場はマイナスに有意となる反応を示しており、さらに「調査中」の場合、よりマイナスの影響が強くなる結果となった。一方、「被害なし」の場合、開示直後では有意ではないものの、やや日数をおいてプラスに有意となっており、情報価値があることが示された。しかし、東日本大震災発生から2週間を経過すると、市場の反応は有意でない結果が得られた。

海老原は、東日本大震災後の期間において、決算短信の内容(Good News/Bad News)別に分けたポートフォリオ間で有意なりターンの差異、すなわちPost Earnings Announcement Drift (PEAD)が観察された。一方、Earnings Response Coefficient (ERC)については、東日本大震災前後で大きさ

の変化が見られなかっただけでなく、不確実性を高めたと期待される要因とERCの大きさとの関係性も見出せなかった。この要因を調査するために行った追加分析の結果からは、東日本大震災前後で Good News / Bad News の持続性に関するミスプライシングが生じていた、言い換えれば東日本大震災によって市場参加者が限定合理的な行動をとっていたことが示唆された。

吉田和生は、東日本大震災による自治体や一般企業の信用リスクへの影響を明らかにするため、地方債と社債の спреッドについて分析した。起債時と流通時における両方のspreッドを分析した結果、震源地に近い自治体が発行した地方債のspreッドが高くなっていることが明らかとなった。また、震災損失額の多い企業が発行した社債のspreッドが高くなっていることも明らかとなった。この結果は、関連する特定の電力会社による影響を強く反映しているものであり、非常に特殊性が高いものであると解釈される。総じて、地方債と社債において同様な結果であり、市場は東日本大震災による被害をリスク要因の1つとして評価していると考えられる。

#### 4. 東日本大震災と会計・ガバナンス

稲葉は、銀行業のうち主要行及び被災地の地域銀行に焦点を当てて、東日本大震災および福島原子力発電事故が銀行の融資に与えた影響、およびその後の復旧や復興の状況がどのように2011年3月期およびそれ以降の決算期の貸倒引当金及び関連損益、並びに注記に反映されたのか分析を行った。その結果、財務指標に関しては、被災3県の地域銀行を除くとその影響は限定的であり、不良債権比率は2011年3月期よりもむしろ翌年度に上昇していた。貸倒引当金の計上について、様々な特例措置が認められることとなったが、実際にその特例によって貸倒引当金を計上したことを開示した銀行も、そのほとんどは被災3県の地域銀行であった。なお、震災による貸倒引当金に関して、損益計算書への影響は区分掲記により開示されているが、貸借対照表への影響額はほとんど開示されていなかった。

浅野は、東日本大震災の発生直後の2011年3月期決算発表において、多くの企業が2012年3月期の業績予想の開示を見送ったことを確認した。浅野は、大震災発生直後のような情報の不確実性が高い時、業績見通しが悪い企業（Bad Newsを有する企業）ほど、業績予想の非開示を選択する傾向にあることを明らかにした。

乙政は、東日本大震災による業績への影響が大きかった電力会社に着目し、経営責任を果たすために、経営者報酬（役員、特に取締役と執行役に支払われる報酬）の決定の仕組みがどのように設計されていたのか、またその存在がどのように開示されていたかを調査した。実証的には、電力会社において、企業業績と経営者報酬の関連性は強くはないがプラスになっていた。しかしながら、基本報酬に比べて業績連動報酬部分の割合はかなり低く、大震災後のように経営危機に直面した場合においても経営者報酬が極端に減額される可能性は高くないことがわかった。

#### 5. 社会科学としてのディスクロージャー研究

日本ディスクロージャー研究会の設立趣旨書では、「当学会が直接研究対象とするディスクロージ

ジャーも営利企業の財務および非財務情報のそのみを研究対象とするのではなく、経済社会、あるいは市民全体の社会、すなわち公共社会に網の目のように広がる情報伝搬および情報の送り手と受け手との間の相互干渉の問題を研究対象とする学会が必要と思われます。」と述べ、本学会の社会性を強く主張している。社会科学は個人の研究関心のみで成立するものではなく、学会も社会的に重要な課題について、沈黙を続けることはできないであろう。

本学会は、「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」と「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」の2つのプロジェクトを設置し、東日本大震災という未曾有の巨大災害に対して、定性的アプローチと定量的なアプローチの両面から事実の検証を行った。得られた示唆の一つは、地震リスクに曝されているわが国では、災害とその復興に対して社会の構成員の合意を形成するために、信頼性と適時性の高いディスクロージャーが不可欠であるということである。巨大災害に関するディスクロージャー研究は十分に行われていない。2つのプロジェクトを契機として、この分野の研究が進むことを期待する。

---

参考文献

薄井彰編著, 2017. 『巨大災害のディスクロージャーと資本市場』白桃書房, 近刊。

## 巨大災害と資本市場のディスクロージャー

### 1 大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー

—ディスクロージャーの適時性と信頼性—

本間基照（株式会社インターリスク総研）

### 2 震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境

浅野敬志（首都大学東京）

2015年6月20日（土）に明星大学において第11回研究大会が開催され、統一論題テーマは「巨大災害と資本市場のディスクロージャー」と設定されました。薄井彰氏（早稲田大学）を座長とし、報告者兼パネリストとして、実務の視点から本間基照氏（株式会社インターリスク総研）、研究者の視点から浅野敬志氏（首都大学東京）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ディスカッションが行われました。

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ます。なお、特別プロジェクト中間報告の議論に加筆を行った本間氏の論文は「論稿」セクションに掲載されています。

# 統一論題：大震災後に考えるリスク管理と ディスクロージャー —ディスクロージャーの適時性と信頼性—

本 間 基 照(株式会社インターリスク総研)

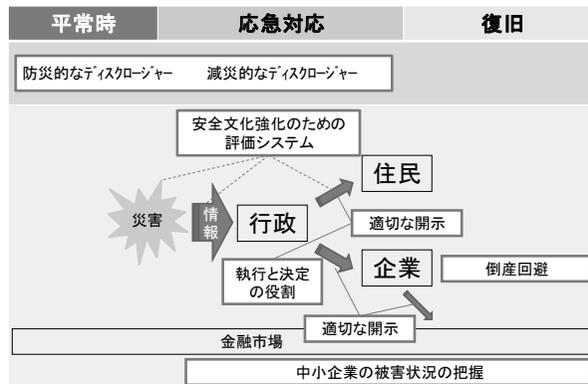
## 1. プロジェクトの概要

本プロジェクトは柴健次（関西大学）を代表とした7名で構成し、東日本大震災及び福島原発事故によって浮き彫りにされたリスク管理やディスクロージャーにおける課題を克明に検証し、アカデミックな立場から積極的に改善提案をすることを目的としたものである。

とりわけ、今回の震災によって、自然災害を引き金とする派生的な災害（社会災害）が極めて深刻であることを経験した。本プロジェクトにおいては、自然災害から社会災害を区別して考察することにより、我々人間が正しい情報を共有しないことから生ずる二次的災害である社会災害を防ぐ仕組みづくりについて、とりわけリスク管理とディスクロージャーの視点から研究を進めたものである。

## 2. プロジェクトの研究内容

災害発生時の「情報とディスクロージャー」を共通のテーマに（柴）、①行政から住民・企業に対する（本間）、また企業から金融市場に対する（円谷昭一、一橋大学）減災を目的とした適時性と信頼性のバランスを保った情報発信の在り方、②適時、適切に情報が発信されているかどうかの監視（中島真澄、千葉商科大学）、③災害時、情報統制の主体となる行政の意思決定の在り方（柴・佐藤綾子、富山国際大学）、④中小企業の被災状況の把握と問題点の抽出（金子友裕、東洋大学）、倒産回避（太田三郎、千葉商科大学）について、研究したものである。



### 3. ディスクロージャーの適時性と信頼性（本間研究）

災害時には情報爆発が起こり、住民や企業の被害を最小化するためには、適時性と信頼性を考慮したディスクロージャーが不可欠となる。

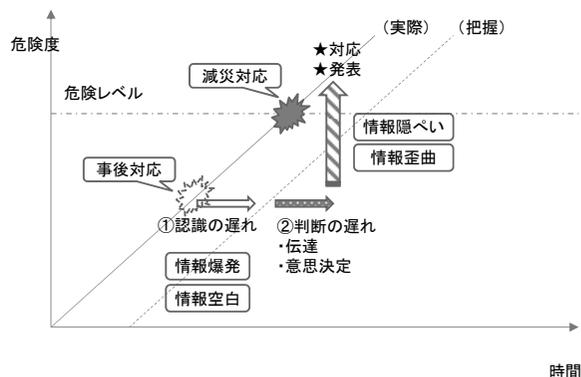
研究開始の契機は気象庁の津波警報である。東日本大震災発生後の3分後の14時49分、気象庁は大津波警報の第一報を発令した。その内容とは「宮城県6メートル、岩手県と福島県は3メートル」であった。その25分後の15時14分に「宮城県は10メートル以上、岩手県と福島県は6メートル」に上方修正、さらにその16分後の15時30分に「3県とも10メートル以上」に上方修正された。第一報を聞いた多くの住民は、堤防の高さを考慮したうえで安心と判断して避難しなかった。津波の高さが上方修正された第二報以降の情報は、通信回線の遮断により、住民には伝わらなかった。結果、多くの住民が被害にあった。

#### （1）「認識の遅れ」と「判断の遅れ」

行政からの情報発信で住民が誤判断し、被災することだけは少なくとも避けなければならない。このため、まずは行政が情報を取得するまでの時間と、判断・公表するまでの時間を、前者は「①認識の遅れ」、後者は「②判断の遅れ」と定義し、東日本大震災の対応状況で検証した。

①認識の遅れは、最短でも数分を要していたことが分かった。急速に変化する津波の場合では致命的である。

②判断の遅れは、2～3時間という長い時間を要していたことが分かった。緊急事態宣言や1号機爆発後の避難範囲拡大など、社会的な影響、すなわち多くの住民が一斉に行動しなければならないという判断を行う場合に、長引く傾向がみられた。同時に情報隠ぺいや歪曲も、この局面で発生する可能性への示唆も得られた。



#### （2）今後の課題

リアルタイムに情報を取得することはできない。更には判断に要する時間が長くなるほど被害は拡大する。情報や判断の「遅れ」と被害の関係を、東日本大震災以外の災害（風水害など）でも分析したうえで、情報の適時性と信頼性のバランスを検証、一般化することが、減災的なディスクロージャーを実現するためには不可欠であると考えられる。

《参考文献》

---

- ・内閣府「東日本大震災時の地震・津波避難に関する住民アンケート調査」H24.12
- ・福島原発事故記録チーム編「福島原発事故タイムライン2011-2012」岩波書店
- ・8.20豪雨災害における避難対策等検証部会「平成26.8.20の豪雨災害避難対策等に係わる検証結果」H27.1
- ・小滝晃「緊急災害対策本部の90日」ぎょうせいH25.8

# 震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境

浅野 敬 志(首都大学東京)

## 1. 問題の所在

本報告の目的は、東日本大震災の発生後における経営者の業績予想開示行動と、それが投資家の情報環境に及ぼす影響について明らかにすることにある。

東日本大震災は、地震、津波、そして原子力発電所の事故が重なり、わが国の戦後最大の人的・物的な被害をもたらした。企業の情報開示面に着目すれば、多くの企業は震災直後から被災状況をインターネットで報告するなど、積極的に情報開示を行っていた。2011年3月期の決算発表においても、決算実務上の困難にもかかわらず、前年(2010年3月期)とほぼ同様の日程で決算発表を行う企業が多く、投資家への情報開示に向けた企業の努力が垣間見られる結果となった。しかし、業績予想については、震災の直接の被害だけでなく、節電や風評被害など多方面に影響があり、将来業績を正確に見通せないとして、開示を見送る企業が多かった。

業績予想は、自社の状況および将来の経営方針に関して最も詳細かつ正確な情報を有する経営者自身が、業績見通しを投資家に伝達するコミュニケーション・ツールである。業績予想には、情報の非対称性の緩和、売り買いの価格差(Bid Ask Spread)の縮小、アナリスト間の利益予想の分散の縮小、証券自体の市場流動性の向上といった効果があることが知られている。それゆえに、業績予想の非開示に対して、仕方のない行為と前向きに捉える意見がある一方で、震災後の不確実性の高い状態だからこそ、情報優位な立場にある経営者が業績予想の開示を通じて将来の見通しを示し、株価形成を安定化させるべきだったと否定的に捉える意見もある。

本報告では、震災発生後という経営環境が不確実な状況下で、経営者がどのように業績予想の開示行動を行ったのか、またその行動が投資家の情報環境にどのような影響を及ぼしたのかについて実証分析を行う。

## 2. 情報開示モデルと業績予想の非開示

東日本大震災の発生直後に見られた業績予想の非開示について、本報告ではDye [1985]などが示した情報偏在モデル(uncertain information endowment model)に依拠して分析を行っている。

情報偏在モデルとは、完全開示モデル(full disclosure model)を前提に、そのモデルを支える仮定の一つである「投資家はすべての経営者が私的情報を持っていることを知っている」を緩めたうえで、完全開示とは異なる結果、具体的には、バッド・ニュースの非開示が選択されることを理論的に示した

モデルである（椎葉・高尾・上枝 [2010]）。震災発生後のような情報の不確実性が高い時、震災に関する情報（バッド・ニュース）を経営者が入手しているのかどうかを外部から判断することは困難であり、経営者が業績予想を開示しなかったとしても、経営者が将来の見通しに関する私的情報を有していないからか、それともその私的情報がバッド・ニュースだからかを投資家が判断することは難しい。このような状況のもとでは、情報偏在モデルに依拠すれば、業績見通しの悪い企業の経営者は、業績予想の非開示を選択すると考えられる。

本報告では、業績見通しの代理変数として、株式リターン（震災発生日から2011年3月期の決算発表日前日までの累積分）と連結純利益の期初予想値（2012年3月期）を用いて、2012年3月期の業績予想を対象に実証分析を行う。分析の結果、業績見通しの悪い企業の経営者ほど、業績予想の非開示を選択することが判明した。

### 3. 業績予想の開示と情報環境

業績予想は監査・保証の対象外であり、上方または下方バイアスが介在しやすいとはいえ、強制的に開示された監査済みの決算情報よりも投資家の期待値改訂に強い影響を及ぼすことが知られている（Beyer et al. [2011]）。そうであるとすれば、業績予想の開示により投資家の情報環境が改善した可能性がある。米国では、業績予想の開示中止後に、当該企業のアナリスト数が減少し、アナリスト予想の分散とアナリスト予想の誤差が大きくなるなど、投資家の情報環境が悪化したことが報告されている（Houston et al. [2011]、Chen et al. [2011]）。わが国でも同様の結果が観察されるかもしれない。

ただし、企業の多くは、震災からの復興状況を自社のホームページなどで報告するなど、IRの機会を増やして株主や投資家のニーズに応えようとしていた。そのようなIRが業績予想を代替していた可能性もあり、業績予想の非開示だけをもって投資家の情報環境が悪化したとは言えないかもしれない。業績予想は現在もなお市場で強く求められる一方で、廃止を求める実務界の声も少なからず聞かれるだけに、業績予想の開示が投資家の情報環境に及ぼす影響については、公平な視点で実証分析により明らかにされる必要がある。

本報告での分析の結果、震災後の業績予想の開示企業では、その開示直後においてアナリストの予想誤差が縮小しアナリスト数が増加する一方、業績予想の非開示企業では、アナリストの予想誤差やアナリスト数に変化が見られず、アナリストの予想分散が拡大することが判明した。これらの結果は、業績予想の開示は投資家の情報環境を改善する効果があることを示唆する。

#### 《参考文献》

- Beyer, A., D.A. Cohen, T.Z. Lys, and B.R. Walther, "The financial reporting environment: Review of the recent literature," *Journal of Accounting and Economics* 50, 296-343, 2011.
- Chen, S., D. Matsumoto, and S. Rajgopal, "Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop giving quarterly earnings guidance," *Journal of Accounting and Economics* 51 (1-2), 134-150, 2011.
- Dye, R.A., "Disclosure of nonproprietary information," *Journal of Accounting Research* 23 (1), 123-145, 1985.
- Houston, J.B., B. Lev, and J. Tucker, "To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping quarterly earnings

guidance," *Contemporary Accounting Research* 27 (1), 143-185, 2011.

椎葉淳・高尾裕二・上枝正幸著『会計ディスクロージャーの経済分析』、同文館、2010年。

# コーポレート・ガバナンス とディスクロージャー

- 1 CFOの役割から考える積極的ディスクロージャーのあり方  
—「開示（disclosure）」から「ステートメントへ」—  
永岡英則（株式会社VOYAGE GROUP）
- 2 不適切な会計処理問題を考える  
高山昌茂（協和監査法人 公認会計士）
- 3 企業のカバナンス改革は意図的な不正行為の防止に有効か？  
青木英孝（中央大学）
- 4 ファンドによる企業支配と適時開示  
—昭和HDの事例より—  
三和裕美子（明治大学）

2015年12月20日(日)に早稲田大学において第12回研究大会が開催され、統一論題テーマは「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」と設定されました。統一論題では、奥村雅史氏（早稲田大学）を司会、亀川雅人氏（立教大学）を座長とし、永岡英則氏（株式会社VOYAGE GROUP）・青木英孝氏（中央大学）・三和裕美子氏（明治大学）よりご報告があり、その後に活発なディスカッションが行われました。

特集（3）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ます。なお、高山氏は当日急用のためやむなく欠席でしたが、ここでは誌上参加して頂きました。

# CFOの役割から考える 積極的ディスクロージャーのあり方 — 「開示 (disclosure)」から「ステートメントへ」 —

永岡 英 則(株式会社 VOYAGE GROUP)

## 1. 問題意識とその背景

近年日本の資本市場がコーポレートガバナンスというキーワードを軸に、急速に変化しつつある。トリガーとなったのは「スチュワードシップコード」「コーポレートガバナンスコード」「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」(伊藤レポート)が相次いで出されたことだが、その中心を貫いている問題意識は、長年にわたって低い水準に放置されてきた日本企業の資本効率を上げることの必要性や重要性である。

しかし一方で、啓蒙主義的な掛け声やべき論だけで、企業や市場に長年染み付いてきた行動様式が簡単に変わるものでもなく、そこには実態的な方法論が存在していなければならない。ここで注目されるのが、投資家と企業(経営者)との「対話(engagement)」であり、資本効率を上げていくための手段として最も重要なもののひとつとして位置づけられている。

さらにこうした社会の動きに連動するかたちで、CFO(最高財務責任者)の役割も強調されるようになってきている。企業行動が本質的に変化していくためには、それを主導する主体が必要であり、その中心的存在がCFOである。本報告では、このような社会背景と問題意識に基づき、CFOが本来持つべき役割から、コーポレートガバナンスが深化していくための今後のディスクロージャーのあり方を論じる。

## 2. CFOの役割とは

少なくとも日本においてはCFOなる役職がそれほど長い歴史を持っておらず、企業に肩書きとして登場してきたのは近年のことである。いまだに単なる「経理財務担当役員」という取締役会の一員程度の認識で語られることも少なくない。しかし本来CFOが持つ役割と意味はもっと大きなものである。

2つの側面からこれを捉えることができると考えられる。一つは社内に対してのあり方である。社内に対しては、ファイナンスを含めた経営システムを司る船頭であり行司、そして事業を推進する経営トップのパートナーとしての役割を持っている。

もう一つは社外に対してのあり方であり、それは企業価値の体現者としての存在である。企業価値は

市場との関係の中に存在するが、最終的にはファイナンスを言語として議論され、成立する概念である。その中心にいるCFOは、いわば「最高企業価値責任者」と言うべき存在なのではないだろうか。

こうしたCFOの役割をふまえると、市場との対話はCFOの極めて重要な仕事のひとつであり、高度な専門性をもって遂行すべき機能である。さらにそれは、企業価値を向上させるという方向性をもって行わなければならない。

### 3. 対話の本質とは

投資家と経営者の対話と言ったときに、その目的は単に両者の持つ情報の非対称性を少しでも解消する/緩和すること、と理解すべきなのだろうか？そうであるとする、単に企業が開示量を増やせば良いという結論になりかねない。なぜ「開示」ではなく「対話」なのか、以下で考えたい。

そもそも投資家と経営者で共有すべき情報とは何か。それは投資家が資本提供するに当たり、あるいは経営者が当該企業の経営を遂行するに当たり、その判断に必要、あるいは有用な情報や知識のほずである。そのような情報や知識を2つの軸によって分類してみよう。一つの軸は形式知化されたものか、暗黙知的なものかという軸。もう一つの軸は過去（結果）のものか未来のものかという軸である。

これまで企業が開示として対象としてきたものの大半は、財務情報を中心とした、過去に関する形式知化された情報についてであった。なぜならばそれらの情報や知識は固まったもの、確かなものであり、はっきりとした事実を隠さないことがdisclosureの中心的概念であった。

しかし一方で、投資とは完全に未来志向な行為であると同時に、経営も同様に未来を考えることに他ならない。そうであるとする、コーポレートガバナンスが想定する投資家も経営者も共通して持つ当該企業への利害、つまり継続的な企業価値の向上に資するための、本来あるべき情報や知識の共有は、この未来志向に合致した性質のものであるべきだと言える。それは過去の事実（fact）だけではなく、未来への洞察（insight）や意志（will）構想（story）や不確実性（risk）といった、非財務的であるばかりでなく、暗黙知的なものにならざるを得ないはずである。

このことが、近年必要とされる「対話」を対話たらしめる意義であると考えられる。つまり単なる一方向的な開示なのではなく、双方向に議論が成立する土壌は、こうした過去情報としての事実の共有化だけではなく、不確実性についての情報や知識の共有があって始めて成立するし、これまでにはない価値を投資家と経営者によって生み出し得ると言える。

### 4. 開示からステートメントへ

では、継続的な企業価値向上に資する、「対話」のベースとなるような情報や知識とはどのように表現されるのであろうか。先に述べたとおりそれは未来に関する、必然的に暗黙知的な内容にならざるを得ず、形式的あるいは定量的な表現はそもそも不可能である。よってそれは経営者、特に企業価値を通じた対話に責任を持つべきCFO個人による、主観（と言われかねない内容）すらも伴った「表明（Statement）」のような性質になるはずであると筆者は考えている。当然に個別企業ごとに表現される

内容や力点が大きく異なる。

近年一部の大企業によって作成されるようになった統合報告書が、非財務情報の重要性については言及される。しかし統合報告書は、作成に多大なコストがかかる点、形式的になりがちな点、総花的になりがちな点において、これまで述べてきたステートメントとしての機能を十分に果たせないのではないか。

最後に経営者によるステートメントがうまく機能し、質の高い対話が実現した場合、エージェンシーコストの低下を通じた企業価値の向上が期待できることを指摘しておきたい。

---

《参考文献》

『ROE最貧国 日本を変える』（『山を動かす』研究会著、日本経済新聞出版、2014年12月）

『持続的成長への競争力とインセンティブプロジェクト最終報告書』（伊藤プロジェクト著、経済産業省、2014年8月）

『ビジネススクリエーターと企業価値』（亀川雅人・永岡英則他著、創成社、2004年10月）



---

## 不適切な会計処理問題を考える

高山昌茂(協和監査法人 公認会計士)

### 1. はじめに

近年上場会社において「不適切な会計処理」の発覚が増加している。今年になっても北越紀州製紙、リンクアンドモチベーション、小僧寿など多くの不適切な会計処理があったことが公表されているが、中でも東芝の不適切な会計処理問題が日本経済に与えた影響の大きさは計り知れないものとなっている。そこで本稿では、「不適切な会計処理」の問題を考えてみたい。

### 2. 不適切な会計処理の定義

「不適切な会計処理」とは、日本公認会計士協会監査・保証実務委員会研究報告第25号によれば、「意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、又はこれを誤用したことによる誤り」（過年度遡及会計基準第4項における「誤謬」と同義）とされている。

#### ① 会計上の誤謬の定義（過年度遡及会計基準第4項）

「誤謬」とは、原因となる行為が意図的であるか否かにかかわらず、財務諸表作成時に入手可能な情報を使用しなかったことによる、又はこれを誤用したことによる誤りをいうとされている。

## ②監査上の誤謬の定義（監査基準委員会報告書第35号）

同報告書第5項によれば、「誤謬」とは、「財務諸表の意図的でない虚偽の表示であって、金額又は開示の脱漏を含み、次のようなものをいう。財務諸表上の基礎となるデータの収集又は処理上の誤り、事実の見落としや誤解から生ずる会計上の見積りの誤り、認識、測定、分類、表示又は開示に関する会計基準の適用の誤り」とされており、意図的でない虚偽表示に限られるため、会計上の定義よりも狭くなっている。他方、第6項で、「不正」の定義として「財務諸表の意図的な虚偽の表示であって、不当又は違法な利益を得るために他人を欺く行為を含み、経営者、取締役等、監査役等、従業員又は第三者による意図的な行為」として定義されている。このことから、不適切な会計処理＝会計上の誤謬＝虚偽表示＝監査上の誤謬＋監査上の不正の関係にあると整理できる。

この用語の微妙な関係から、各方面での混乱がみられるようである。

### 3. 新聞報道での用語の混乱

今回の東芝の場合には、当初新聞各紙の報道は「不適切な会計処理」あるいは「不適切会計」で一致していたが、その後各社で対応は異なっており、現在は次のような表現となっている。

朝日新聞 不適切会計 → 不正決算    読売新聞・日経新聞 不適切会計 変更なし  
 毎日新聞 不適切会計 → 不正会計    産経新聞 不適切会計 → 利益水増し問題

### 4. 第三者委員会報告書格付け委員会委員の評価での不適切の用語

この委員会は、不適切な会計処理を起こした企業が公表した「第三者委員会等の調査報告書」を格付けて公表することにより、調査に規律をもたらし、第三者委員会及びその報告書に対する社会的信用を高めることを目的として設立されたものである。委員の構成は、弁護士が5名、大学の教授が3名、ジャーナリスト1名であり、任期は2014年4月から2017年3月までの3年間で、3ヶ月に一度程度格付けを行い、公表していく予定となっている。

東芝の格付けについては、2015年11月20日に公表されており、C評価4名、D評価1名、F（不合格）評価3名であった。この中でF評価の委員のコメントに、「しかるに、そこでの表現は「不適切」に止まり、「不適正」との表現はなく、「不適切な会計処理は経営判断として行われたもの」とまとめて評価されている。日本語的には「不適切」は「軽度なミス若しくは些細な過誤」とも言うべきもので、「不適正」とは「違法若しくは故意による不正」を意味する。経営判断が違法の認識の下になされたのであれば、経営者の法的責任は免れない。」とあり、専門用語の使用の難しさを感じるところである。

### 5. 不適切な会計処理調査のための第三者委員会の設置

不適切な会計処理が発覚した場合に、マスコミ対応を含め、適切に対応しなければ企業の存続に係わ

る大問題へと発展することになる。東京証券取引所自主規制法人では、その対応が公表しているが、具体的には、①虚偽記載の内容、経緯、原因等の説明（書面による照会）②ヒアリング③（必要に応じて）  
実地調査が行われ、上場廃止等の判断が下される。そして、昨今は不適切な会計処理の調査を第三者委員会を設置して行う場合が多いため、東証として次の点に留意しつつその報告書を再生ための大きな判断材料と考えているようである。

- ・第三者委員会による調査は、中立・公正に客観的な調査が行われること
- ・会社は第三者委員会の調査に全面的に協力すること。また、第三者委員会を設置するに際し、上場管理部からの協力要請に応じることを委託の範囲に明示的に含めておくこと。
- ・会社は、虚偽記載に関する調査内容や調査結果を開示すること。
- ・マーケットからの信頼を回復するだけの十分に納得のいく調査結果が求められること。

## 企業のガバナンス改革は 意図的な不正行為の防止に有効か？

青木英孝(中央大学)

### 1. はじめに

今年がコーポレート・ガバナンス元年と称される。Comply or Explainによって社外取締役の設置を強く推奨する会社法の改正が5月に施行され、6月には東証が少なくとも2名以上の独立社外取締役の選任を求めるなどのコーポレート・ガバナンス・コードを上場規則として施行した。一方、大きな企業不祥事が続発した年でもあった。ガバナンスの優等生とされた東芝で不適切会計問題が発生し、歴代三社長と取締役9人が引責辞任する事態となった。第三者委員会の調査報告書によると、2008年から2014年にかけて1,518億円もの利益の水増しが行われていた。横浜市ではマンションが傾いたことから基礎工事の杭打ちデータの流用・改竄問題が発覚した。工事会社の旭化成建材だけでなく、親会社の旭化成や工事の元請会社である三井住友建設、売主の三井不動産レジデンシャルなど関係各社を巻き込んだ不祥事が世間を騒がせた。海外でも、フォルクスワーゲンが米国での排出ガス規制をクリアするために試験走行時のみ排ガス機能をフル稼働させる不正なソフトウェアを搭載していたことが発覚した。これらは単なる事故ではなく、企業の意図的な不正行為といえる。ディスクロージャーの観点からすれば、企業にとって不都合な情報も含めてタイムリーに開示されることが重要なのは言うまでもない。しかしながら、粉飾決算や偽装など、適切な情報開示を行うべき企業が意図的に不正行為を働いていたという事

実は、情報開示の質あるいは株式市場全体に対する投資家の信頼を大きく失墜させただろう。

不祥事が発生すると、第三者委員会等によって事実関係が明らかにされ、原因究明と再発防止策が発表される。再発防止策ではしばしば社外取締役の導入に代表される取締役会のモニタリング機能の強化が模索された。東芝でも社外取締役の増強が図られ、トヨタ自動車でもリコール問題を契機に社外取締役が導入された。では、企業のガバナンス改革で不祥事は防止できるのだろうか。本研究では、様々な企業不祥事の中でも、企業による意図的な不正行為に焦点を当てる。適切な情報開示を要求される主体である企業が、会計情報を操作したり、実験データを偽装したりするという行為は、ディスクロージャーの発展に逆行する重大な不祥事だからである。

## 2. 分析の枠組み

本研究の課題は、企業のガバナンス改革が意図的な不正行為の防止に有効か否かを定量的に検証することである。もし、特定のガバナンス特性を有する企業で意図的な不正行為の発生確率が有意に低いのであれば、投資家にとっても有益な投資判断の材料となるだろう。本研究では、ガバナンス改革として、取締役会のモニタリング機能の強化と経営者インセンティブの強化に着目する。また、意図的な不祥事は3種類に区分する。第一は、不適切会計、不正会計、有価証券報告書等虚偽記載などを含む「粉飾決算」、第二は、カルテル、談合などを含む「法令違反」、そして第三は、データ改竄、食品・産地偽装、不当表示などを含む「隠蔽・偽装」である。

取締役会のモニタリング機能強化に関しては、社外取締役と執行役員制度の効果を検証する。社外取締役に関しては、Beasley (1996) が社外取締役の持株比率が高く、在職期間が長く、兼任社数が少ないほど企業不祥事の発生確率が低下するという関係を報告している。また、Farber (2005) や Denis et.al. (2006) も、社外取締役が金融不祥事の発生を抑止する効果を発見している。これらの実証結果は、日本でも社外取締役が有効に機能する可能性を示唆する。なお、社外取締役に関しては、会計専門家による粉飾決算の抑止効果および法律専門家による法令違反の抑止効果も検証する。また、執行役員制度に関しては、導入効果だけでなく、監督と執行の実質的分離度の効果も検証する。他方、経営者インセンティブに関しては、経営者による株式保有の効果を検証する。例えば、Efendi et.al. (2007) や Burns and Kedia (2006) は経営者によるストック・オプション保有が財務諸表の虚偽記載の可能性を上昇させることを発見している。

## 3. 結論

2009年度から2013年度の日本の上場企業全般を対象に、意図的な不正行為の決定要因をパネル推計(固定効果Logit / Poisson Regression)した結果、主に次のような結果を得た。取締役会のモニタリング機能強化に関しては、社外取締役比率が高いほど粉飾決算の発生確率が低くなる傾向が確認でき、不祥事後に社外取締役を増強する改革には一定の合理性がある可能性が示された。また、社外取締役が隠蔽や偽装を暴く可能性も示唆された。執行役員制度に関しては、監督と執行を完全に分離すると現場で

の不正会計処理を発見できない可能性も示された。他方、経営者インセンティブの強化に関しては、ストック・オプションの付与等が粉飾決算を誘発する証拠は得られなかったが、経営者持株比率が高いほど、隠蔽・偽装の発生確率が高まることがわかった。したがって、定量分析の結果からは、社外取締役に一定の効果が確認できたこと、そしてよりロバストな結果としては、経営者インセンティブの強化は逆に隠蔽や偽装を増加させるという意味で、経営者に歪んだインセンティブを付与してしまうということが確認された。

《参考文献》

- Beasley, M.S. (1996) "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud", *The Accounting Review*, Vol.71, No.4, pp.443-465.
- Burns, N. and S.Kedia (2006) "The impact of performance-based compensation on misreporting", *Journal of Financial Economics*, Vol.79, pp.35-67.
- Denis, D.J., P.Hanouma and A.Sarin (2006) "Is there a dark side to incentive compensation?", *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp.467-488.
- Efendi, J., A.Srivastava and E.P.Swanson (2007) "Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors", *Journal of Financial Economics*, Vol.85, pp.667-708.
- Farber, D.B. (2005) "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?", *The Accounting Review*, Vol.80, No.2, pp.539-561.



## ファンドによる企業支配と適時開示 —昭和HDの事例より—

三 和 裕美子(明治大学)

### 1. はじめに

近年、ヘッジファンドや年金基金などの機関投資家の金融市場や企業への影響力が大きくなり、「もの言う株主」「支配する株主」「ハゲタカファンド」として注目を集めるようになった。わが国においても、近年コーポレート・ガバナンスの向上を謳う「もの言う株主」の動向が注目されている。彼らは、企業の議決権を行使して株主価値の極大化を要求するのが一般的であるが、中には上場企業を支配して現預金や土地などの資産を流出させるファンドも出現している。本報告ではファンドが支配する企業の事例を紹介し、適時開示規制およびファンド関連規制の問題点を考える。

## 2. ファンドとファンド規制

ファンドとは、複数の投資家から資金を集めて「ファンド（基金）」とし、プロの運用者が、株式や債券、デリバティブ、などの様々な投資対象で運用し、得られた収益を出資比率に応じて投資家に分配する仕組みをいう。このようなファンドの代表的なものとして投資信託と不動産投資信託（REIT）などの投資法人がある。投資信託や投資法人は、「投資信託及び投資法人に関する法律」に基づいて設立されたファンドであり、一般的に公募形式で募集される。わが国においては、これらの従来型ファンド以外のファンドは、集団投資スキームと呼ばれ、2008年の金融商品取引法（以下金商法）によって初めて包括的に規制対象となった。ファンドの器を整備する事項は、設立根拠法毎に異なっているが、事業者規制を定める金商法の適用はファンド全般に及ぶ。ファンド業務を行うには、金融商品取引業者としての登録を要し、ライセンス規制および行為規制の適用を受ける。ファンドによる持分の販売・勧誘業は第二種金融商品取引業に該当する。ただし一定の要件を満たせば、「登録」ではなく「届出」のみでよいとされる適格機関投資家等特例業者届出制度（プロ向けファンド規制）がある。しかし、制定以来本来の趣旨を逸脱し、一般投資家に販売することを目的としたファンドによる投資被害が増加していることから、この法律が改正された（2015年5月）。これにより届出要件の厳格化、届出者の情報開示拡充などが図られた。

## 3. ファンドによる企業支配－昭和ホールディングス（HD）の事例－

ここでは、ファンドが上場企業を支配下に置き、資産を流出している一例として昭和HDを取り上げる。

昭和ゴムは（本社・千葉県柏市）は、創業1886年、ゴム製品の一貫製造業である。売り上げは30数億円前後を確保し、東証二部に上場している。従業員数は約200名である。昭和ゴムに対するタイのファンドAPFグループ（以下APF）の介入は2008年に始まった。APFは、国内金融取引業者として無登録業者でありながら、国内投資家から投資を募っていた会社である。同年昭和ゴムはAPFの国内グループ会社、明日香野ホールディングス株式会社に対して12億4500万円の第三者割当増資を行った。同月APFは過半数の役員を送り込んで昭和ゴムの支配権を得、昭和ホールディングスへと社名変更と持株会社化へと移行した。このわずか1か月後に、11億円の現金預金がAPF系列会社に移動することになり、その後1年間で27億円の現金預金が昭和ゴムから流出することになる。この27億円は「プロミサリーノート」の取得を通じて行われた。

この「プロミサリーノート」とはどういったものか。適時開示情報では「売買可能な債券」や「CP」と表示され、有価証券報告書には「売買目的の債券」として売買目的の有価証券に分類されて開示されていた。しかし、実際にはこのプロミサリーノートは約束手形の体裁すら整えられていないものであった。その後、プロミサリーノートに記載されている満期日に予定された金額が返済されない状況が続いた。この「不公正ファイナンス」とも思われる現金預金の動きに対し、2010年6月には金融庁の証券取引

等監視委員会の強制調査も入った。その後APFは一部を現金にて、一部をAPF関連グループ会社の株式にて提供という形で返済した。しかし、この返済金額（12億6,000万円）のうち7億5,000万円は、2日後にAPF代表の個人資産管理会社APFGが保有する未公開会社株の購入という形でAPFGに移動した。さらにAPF支配下の昭和HDは、2015年8月本社工場土地（約37,000m<sup>2</sup>）を売却することを突然適時開示情報として公表した。

#### 4. ファンドによる企業支配の問題点

ファンドが会社を支配するという事態は、従来の企業のあり方とは異なる問題を生じさせている。つまり、支配型ファンドは、アクティビスト型ファンドとは根本的に異なっているのである。ファンドの支配の問題点は以下の4つの側面にある。

- （1）ファンドに関する情報が極めて限定されている。
- （2）企業を支配する株主となったファンドは、短期的利益の追求を目的に「出口戦略」をもち、本業の存続や長期的成長に関しては無関心という特質をもってしまいがちなこと。
- （3）ファンドとは投資スキーム（器）であり、対外的な責任当事者は明らかではないこと。外資の場合は、日本の代理機関が海外からの指示に基づいて議決権を行使するなど、当事者、責任者が誰なのかを特定できない。また複数のファンドが協調して役員を送り込む場合もあることなどから、ファンドの使用者責任が問えないこと。
- （4）送り込まれた役員がもっぱらファンドの利益を体現してしまい、従来の会社秩序では想定できない経営を行うこと。

今やファンドの投資はグローバルに展開され、会社法や金融規制関連法、あるいは証券取引所の自主規制の網をたくみに潜り抜け、その国の企業を支配していくのである。ドイツなどの一部の国では、アクティビスト・ファンドや支配型ファンドは短期的な株主利益を追求し、他のステークホルダーの利益を著しく毀損しているとの批判が強く、それに対する規制強化策が提案されているが、わが国においてはこうした議論は少ないのが現状である。わが国においてもファンドの透明性、情報開示の在り方、自主規制機関の規制の在り方、使用者責任に関する規制を早急に整える必要があると考える。

（参考文献については、報告時配布資料にて示す）

# 論 稿

# 想定外リスクの見極めと二次的災害を防ぐ 実践的対応

## —ディスクロージャーの適時性と信頼性—

*Practical method to prevent secondary disaster and identify unexpected risk  
～ Timeliness and reliability of disclosure ~*

本 間 基 照 (株式会社インターリスク総研)

*Motomitsu Honma, InterRisk Research Institute & Consulting, Inc*

### 論文要旨

「情報」に基づいて災害対応は行われる。その情報が間違っていた場合、または無い場合、どのような状況になるのだろうか。「想定外」とは具体的には何を基準に考えたらよいのであろうか。そして情報がない、または想定外の場合、組織として被害を最小化するためには、どのような態勢が相応しいのか。本報告では、「災害対応の鍵となる「情報」「想定外を見極める」「被害を最小化するための要素」をテーマとして考える。

### Summary

The disaster response is required information. If that information is wrong, the case or not, can not be sufficient support. The handling of information, organization of the system, the definition of the unexpected risk, the elements of the order to minimize the damage, described in this paper.

## 1. 災害対応の鍵となる「情報」

災害発生時、情報は正確なものから曖昧なもの、不正確なものまで溢れかえる。このなかから必要な情報のみを選択して発信することが被害拡大防止の鍵となる。

「情報」はその取扱いによって被害を抑制することもできれば、被害を拡大させてしまうこともある。この「被害」を「二次的災害」と定義したうえで、「被害を最小化するために情報を活用する」「曖昧な情報は被害拡大に繋がることもある」「情報の空白を想定しておく」の3点から、東日

本大震災の状況を検証してみたい。

### 1.1. 被害を最小化するために情報を活用する

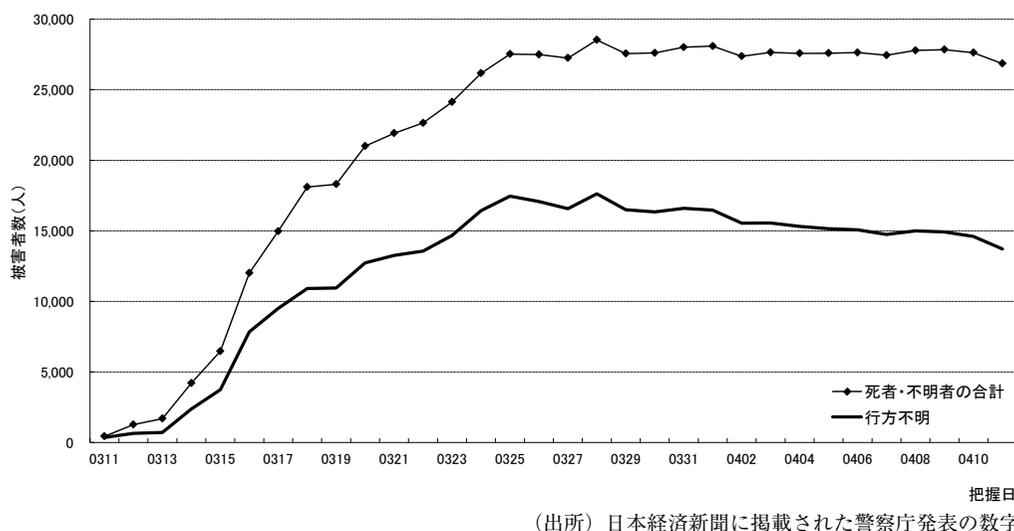
災害の全体像を把握することの難しさを示す事例として、東日本大震災直後の状況を検証してみたい。震災直後、少なくとも3日間は連絡がとれず、どのような状況になっているのかわからない自治体が複数あった。図1は警察庁が取りまとめた東日本大震災による被害者の公表数値の推移である。数値が安定するまで約20日もの時間を費やしている。

情報収集は災害対応の基本項目の1つである。

---

付記：本報告は2013年に発表した特別プロジェクト中間報告（柴・太田・本間（2013））に加筆・修正を行ったものである。

連絡先：本間 基照 〒101-0063 東京都千代田区神田淡路町2-105ワテラスアネックス  
TEL：03（5296）8917 FAX：03-5296-8942 motomitsu.honma@ms-ad-hd.com



(出所) 日本経済新聞に掲載された警察庁発表の数字

図1 東日本大震災による被害者数

その活用目的は、被害者の状況を把握して救助・救援に向かう、危険な場所を把握して近づかせないことで被害拡大の防止を図る、の2点である。しかし災害発生時の、特に初期の段階では、大きな被害が生じている場所、火災が発生している場所など、断片的な情報しか把握することはできない。

災害発生時には対応する要員も限られる。情報の正確さを評価し、使用可能な情報から全体像を推測し、最悪を想定した対応を行うとともに、新たな情報によって全体像が修正される場合は速やかに対応方針を変更することが、被害を最小化するためのポイントとなる。

## 1.2. 曖昧な情報は被害拡大に繋がることもある

東日本大震災発生の3分後の14時49分、気象庁は大津波警報の第1報を発令した。その内容とは「宮城県6メートル、岩手県と福島県は3メートル」であった。その25分後の15時14分に「宮城県は10メートル以上、岩手県と福島県は6メートル」に上方修正、さらにその16分後の15時30分に「3県とも10メートル以上」に上方修正された。

第1報を聞いた多くの住民は、堤防の高さを考慮したうえで安心と判断して避難しなかった。津波の高さが上方修正された第2報以降の情報は、通信回線の遮断により、多くの住民には伝わらなかった。結果、多くの住民が被害にあうこととなった。

津波情報は地震発生から約3分を目標に発表することになっている。しかし情報の発表が早ければ早いほど、乏しい情報に基づいて津波の高さを推計せざるを得ない。今回、推計結果が過小に評価されたことが被害拡大に繋がった。

被害拡大防止のためには情報の発信が不可欠である。しかし、不正確な情報はかえって被害拡大を招くことにもなる。速報性を重視すべきなのか、正確性を重視すべきなのか、過小評価されたときの悪影響を考慮したうえで、情報発信を行うことが求められる。

## 1.3. 情報の空白を想定しておく

情報収集のために使われる主な情報源は、テレビ、ラジオ、インターネット、携帯電話などである。しかしテレビとラジオは電気が必要であり、

インターネットと携帯電話は電気と通信回線が必要である。

今回の東日本大震災では、電力の遮断に加え、津波の影響で通信会社の施設が被災してインターネット回線が使えなくなったほか、基地局のバッテリー切れで携帯電話が使用不能になるなど、住民は情報収集手段を全て失うこととなった。

情報は被害を最小化するための重要な要素である。しかし今回のように情報が一切、入手できないケースもあり得る。このような場合にはどうすべきなのか、想定すべき1つの状況として、今後、検討しておく必要がある。

## 2. ディスクロージャーの適時性と信頼性

本章では、前章で示した「第1報を聞いた多くの住民は、堤防の高さを考慮したうえで安心と判断して避難しなかった。津波の高さが上方修正された第2報以降の情報は、多くの住民には伝わらず、多くの住民が被害にあった」についての検証を行う。

表1は、第1報から第3報の津波警報を住民が

聞いたかどうか、また、その時の停電状況はどうだったかを、ヒアリングを通じて調査した結果である。これによると、第2報の停電状況は62.2%と、第1報の49.4%から上昇する一方で、大津波警報を聞いたとする住民は第2報が48.1%と、第1報の60.9%から減少している。第2報の修正された津波警報が停電によって届かない人がいたことを裏付けている。

表2は、津波警報の第1報から第3報までの発表時間と発表内容、第1波の山・谷出現時刻、最大波の発現時刻と高さを一覧化したものである。これによると釜石沖と気仙沼広田湾沖の2か所では、そもそも第2報の発表が最大波の到達までには間に合わなかったということがわかる。その他の地域では数値上、全ての地域で間に合っていることになるが、発表から最大波の到達まで宮城金華山沖では2分、大船渡では4分であり、避難までに要する時間を考えると、これらの地域でも実質的には間に合わなかったと判断することができる。

住民に情報が届かなかった理由として、停電以外の要素である情報の出し方（少ない情報で取り敢えずの第1報を速報として出し、多くの情報が

表1 2011.3.11 東日本大震災・津波情報の伝達

自治体		住民
2011年3月11日 14:46 地震発生		
14:49 津波警報（1報）	大津波警報の情報入手先 【停電に依存せず】 ・防災行政無線：40.5% ・広報車：14.9% ・ワンセグ放送：6.7% ・携帯web：1.8%	大津波警報を聞いた：60.9% ・揺れている間停電49.4%
15:14 津波警報（2報）	【停電に依存】 ・TV：64.0% ・ラジオ：11.6% ・PC-web：8.8%	大津波警報を聞いた：48.1% ・停電62.2% ※揺れのあと停電12.8% 津波来るまで停電3.6%
15:30 津波警報（3報）		大津波警報を聞いた：71.2%

出所：内閣府「東日本大震災時の地震・津波避難に関する住民アンケート調査」H24.12。データは実浸水域のものを使用

表2 津波警報、津波の観測、緊急地震速報の発表状況

※地震発生は3月11日14時49分

	津波警報				津波の観測値		
	第1報	第2報	第3報		第1波 山谷時間	最大波 到達時間	最大波 高さ
	14:49 +0分	15:14 +25分	15:30 +41分				
岩手	3 m	6 m	10m 以上	宮古	15:13 +24分	15:26 +37分	8.5m 以上
				大船渡	—	15:18 +29分	8.0m 以上
				釜石沖	14:57 +8分	15:11 +22分	6.7m
宮城	6 m	10m 以上	10m 以上	石巻市 鮎川	—	15:26 +37分	8.6m 以上
				気仙沼 広田湾沖	14:55 +6分	15:14 +25分	5.7m
				宮城 金華山沖	—	15:16 +27分	5.8m
福島	3 m	6 m	10m 以上	相馬	15:32 +43分	15:51 +62分	9.3m 以上

出所：津波警報等の発表状況：内閣府、H23.3、「平成23年防災白書」表1-1-3、

津波の観測値：気象庁「気象庁技術報告第133号2012年」第2.2.1表、

緊急地震速報：気象庁「緊急地震速報の発表状況について（平成23年3月1日～31日）」

参考資料を元に筆者作成

集まった段階で第2報として確報を出す)が誤っていたことも原因の一つであったと考える。

## 2.1. 「認識の遅れ」と「判断の遅れ」

災害対応の主体である行政(災害対策本部など)が情報を発信するまでのプロセスは、「状況を把握し、その情報を分析し住民に発信する」である。例えば津波警報の第1報から第2報までに要した時間は、この「プロセスに要する時間」であると考えることができる。そこで本章では、この時間の生成プロセスの検証を行う。

検証は次の2つのパターンがあることを前提に行う。1つは大きな被害(人命被害や建物の損壊など)が発生する前の予兆や僅かな情報を捉え、不確実な情報であっても直ちに発表することで大きな被害の回避や軽減を目指すパターンである。これを「速報型」とする。もう1つは大きな被害が既に発生し、被害の拡大や2次被害を回避する

ために、更なる情報を集めたり精査したうえで、発表の内容やタイミングなどを考慮したうえで発表するパターンである。これを「意思決定型」とする。

行政が正しい状況を把握するまでの時間を「認識の遅れ」、把握した情報を元に対応方法等を発信するまでの時間を「判断の遅れ」とし、縦軸を危険度(人的被害や物的被害の発生レベル)、横軸を時間経過で表したものが図2、3である。なお「認識の遅れ」において、情報が少ない状況を「情報空白」、情報が多い状況を「情報爆発」とし、「判断の遅れ」において、「情報隠ぺい」と「情報歪曲」が生じることを想定したうえでの検証である。

### 2.1.1 速報型

図2は速報型である。津波警報の発令や緊急地震速報などが該当する。理想は大きな被害が発生する前の「被害回避」である。しかし、判断の誤

りや遅れがあった場合には「被害」が生じることになる。

### 2.1.2 意思決定型

図3は意思決定型である。地震発生時の対応などが該当する。行政（災害対策本部など）が把握している情報は既に過去の情報であり（認識の遅れ）、更に対応策を検討して発表するまでの間に

も被害の拡大は続いている（判断の遅れ）。このため発表したときには既に手遅れになっていることもある。

### 2.2 速報型の対応検証

速報型として、東日本大震災発生当時の津波警報発表時の対応を検証する（図4）。

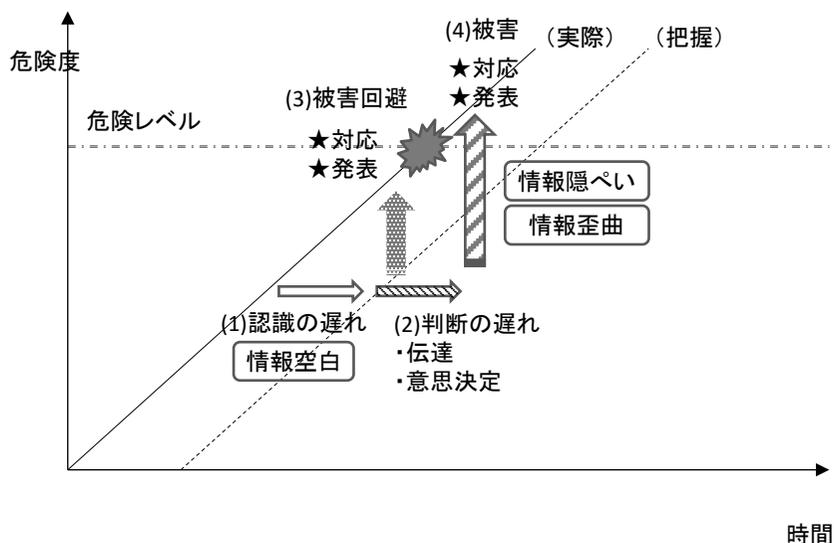


図2 速報型の「認識の遅れ」と「判断の遅れ」

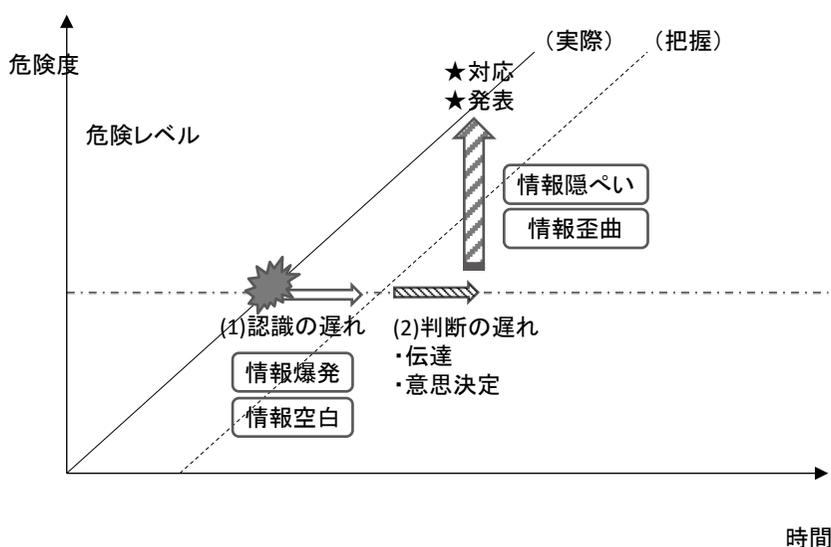


図3 意思決定型の「認識の遅れ」と「判断の遅れ」

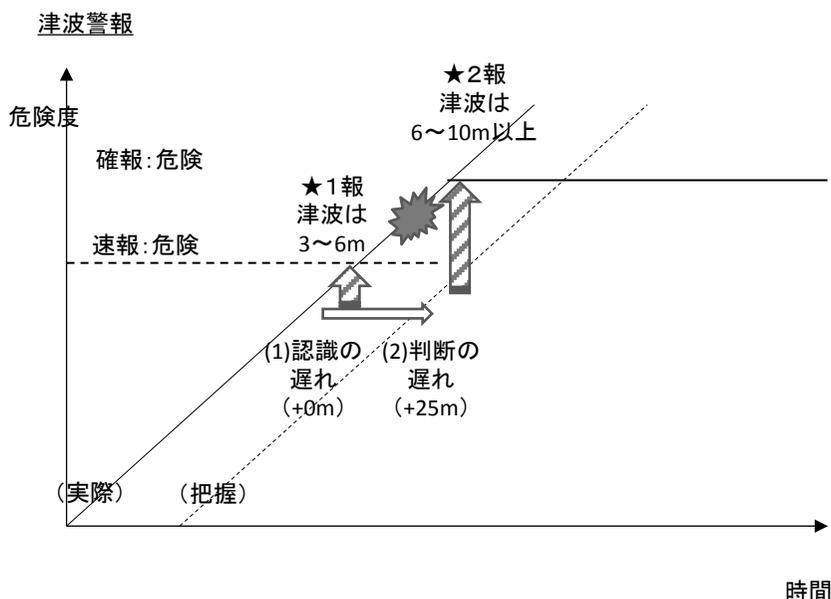


図4 津波警報の対応検証

第1報が発表されるまでの時間である「認識の遅れ」は0分、第2報が発表されるまでの時間である「判断の遅れ」は25分であった。「認識の遅れ」については、システムによる自動計算結果の配信が確立されているためである。「判断の遅れ」は、より多くの情報を元により精緻な津波の高さを計算した結果を配信するまでの時間である。

緊急地震速報についても、同様の考えに基づく仕組みである。住民はこの情報をもとに、逃げるか、逃げないかの判断を行うことになる。地域ごとに細かい計算結果を発信することは情報の速報性、住民の認識を損なうことにもなるため、予想される津波の高さを示して、あとは住民に判断を委ねるという方法は、理にかなっている。しかし、推計には誤差を伴う。また今回のように実際より小さい数値が発表された場合には逆に被害が生じることもなる。従って、推計結果の採用にあたっては、より大きな数値が出るような計算式を構築しておく必要がある、

### 2.3 意思決定型の対応検証

意思決定型として、東日本大震災発生当時の福島県第一原発に関連する政府の対応を検証する。

検証したのは、2.3.1.原子力緊急事態宣言の発表（3月11日、19時3分）、2.3.2.避難範囲を原発の半径3kmから10kmに拡大すると発表（3月12日、5時44分）、2.3.3.原発1号機が爆発、避難範囲を同原発の半径10kmから20kmに避難すると発表（3月12日、18時25分）、2.3.4.原発3号機爆発（3月14日、11時40分）の4つの場面である。

#### 2.3.1 原子力緊急事態宣言の発表

図5、表3は、福島第一原発1号機の非常用炉心冷却装置の注水が出来なくなったことを受けて、首相が3月11日19時3分、原子力緊急事態宣言を行ったときの対応状況である。

本ケースの場合、「認識の遅れ」は5分、「判断の遅れ」は1時間51分であった。「認識の遅れ」については、現場で状況を把握したのち、東京電力が原子力安全・保安院に状況を報告するまでの時間である。「判断の遅れ」は東京電力から状況

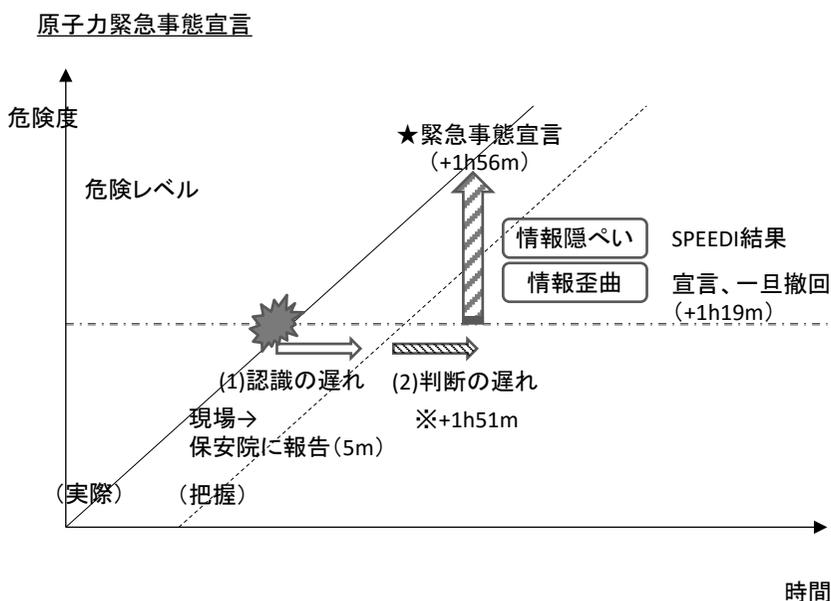


図5 原子力緊急事態宣言

表3 2011.3.11 東日本大震災・福島第一原発の対応（1）

住民	東電	政府
2011年3月11日 14:46 地震発生		
	17:07 1号機、非常用炉心冷却装置注水不能と判断=起点 17:12 (+5分) 1号機、非常用炉心冷却装置注水不能を保安院に報告	17:00 SPEEDI（緊急時迅速放射能影響予測ネットワークシステム）、原子力安全技術センター→文科省 18:05 (+58分) 防衛省、18:30首相が原子力緊急事態宣言出すと発表 18:26 (+1時間19分) 防衛省、同宣言の撤回発表 19:03 (+1時間56分) 首相、原子力緊急事態宣言 21:12 SPEEDI計算結果、配信 21:23 首相、原発半径3km避難、3-10km屋内退避を指示
21:37 半径3km住民避難開始		

出所：福島原発事故記録チーム編「福島原発事故タイムライン2011-2012」

（注）原子力緊急事態

報告を受けたのち、首相が原子力緊急事態宣言を発表するまでの時間である。

このフェーズでは情報隠ぺいと、情報歪曲が見られた。前者については、緊急時迅速放射能影響予測ネットワークシステム（SPEEDI）の予測結果が事故発生当日に存在していたことである。計算結果が初めて公表されたのは事故発生から12日が経過した3月23日である。後者については原子力緊急事態宣言の発表を一旦、取り消したことである。同宣言を住民の避難を実施しなければならず、重い判断であるがゆえ、結論を先送りしようとした状況が窺える。

なお首相（当時）が原発半径3kmの避難、3～10kmの屋内退避を指示したのは、原子力緊急事態宣言を行ってから、更に2時間20分後のことであった。

（注）原子力緊急事態

原子力災害対策特別措置法

第15条2 内閣総理大臣は、前項の規定による報告及び提出があったときは、直ちに、原子力緊急事態が発生した旨及び次に掲げる事項の公示（以下「原子力緊急事態宣言」という。）をするものとする。

- 一 緊急事態応急対策を実施すべき区域
- 二 原子力緊急事態の概要
- 三 前二号に掲げるもののほか、第一号に掲げる区域内の居住者、滞在者その他の者及び公私の団体（以下「居住者等」という。）に対し周知させるべき事項

（注）緊急時迅速放射能影響予測ネットワークシステム（SPEEDI）

原子力規制委員会のホームページによると、「本来は、原子炉施設から大量の放射性物質が放出された場合や、あるいはそのおそれがある場合に、放出源情報（施設から大気中に放出される放射性

物質の、核種ごとの放出量の時間的变化）、施設の周囲の気象予測と地形データに基づいて大気中の拡散シミュレーションを行い、大気中の放射性物質の濃度や線量率の分布を予測するためのシステムで、文部科学省によって運用されているものです」と記載されている。

### 2.3.2 避難範囲を半径3kmから10kmに拡大すると発表

図6、表4は、1号機の格納容器内の圧力が上昇、圧力を下げるために弁を開く（ベント）、それに伴い放射能漏れが起こる可能性があるとして判断し、3月12日5時44分、政府が避難範囲を原発の半径3kmから10kmに拡大したことを発表したときの対応状況である。

本ケースの場合、①認識の遅れは2時間16分、②判断の遅れは4時間24分であった。①認識の遅れについては、現場で状況を把握したのち、東京電力が原子力安全・保安院に状況を報告するまでの時間である。②判断の遅れは東京電力から状況報告を受けたのち、政府が避難範囲を原発の半径3kmから10kmに拡大したことを発表するまでの時間である。

放射性物質を屋外に放出する行為が適正なのかどうか、対応にためらいが見られたことから、それに伴い判断も遅れたものと推測される。

### 2.3.3 避難範囲を半径10kmから20kmに拡大すると発表

図7、表5は、1号機の原子炉建屋が爆発、これに伴い3月12日、18時25分、首相が避難範囲を半径10kmから20kmに拡大したことを発表したときの対応状況である。

本ケースの場合、「認識の遅れ」は0分、「判断の遅れ」は2時間49分であった。「認識の遅れ」については、爆発という明確な事象が発生したことから殆どなかったものとする。「判断の遅れ」は、事象を政府が確認したのち、首相が避難範囲

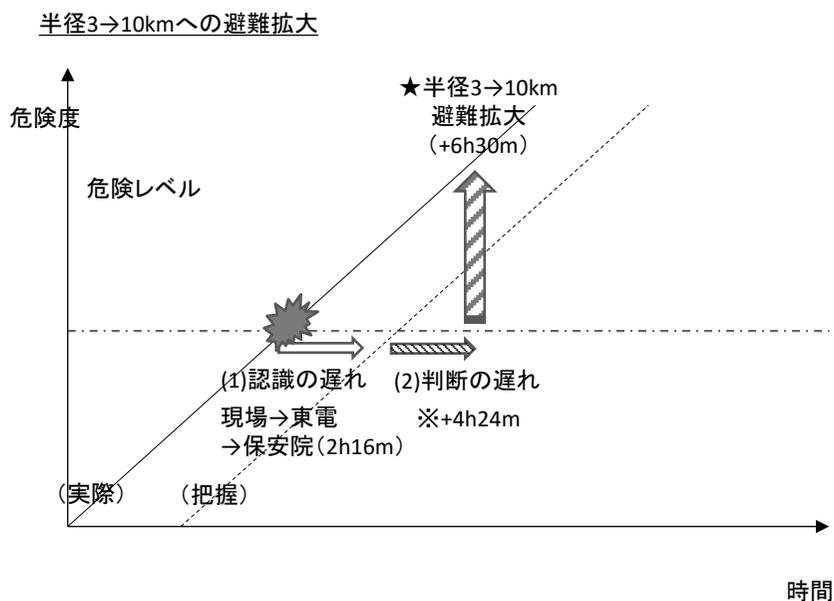


図6 避難範囲を半径3kmから10kmに拡大

表4 2011.3.11 東日本大震災・福島第一原発の対応（2）

住民	東電	政府
<p>3 /12 9 : 00 警察官が防護服を着て交通整理。住民不安報道</p>	<p>3 /11 23 : 14 1号機格納容器内の圧力上昇を現場が認識=起点</p> <p>3 /12 0 : 06 (+50分) 所長、圧力下げるためのベント（排気操作）の準備を指示</p> <p>3 /12 1 : 30 (+ 2時間16分) 東電社長、ベントを了承</p>	<p>3 /12 1 : 36 (+ 2時間22分) 首相、ベント実施を了承</p> <p>5 : 44 (+ 6時間30分) 政府、避難範囲を半径3kmから10kmに拡大を発表</p>

1号機爆発、半径10→20kmへの避難拡大

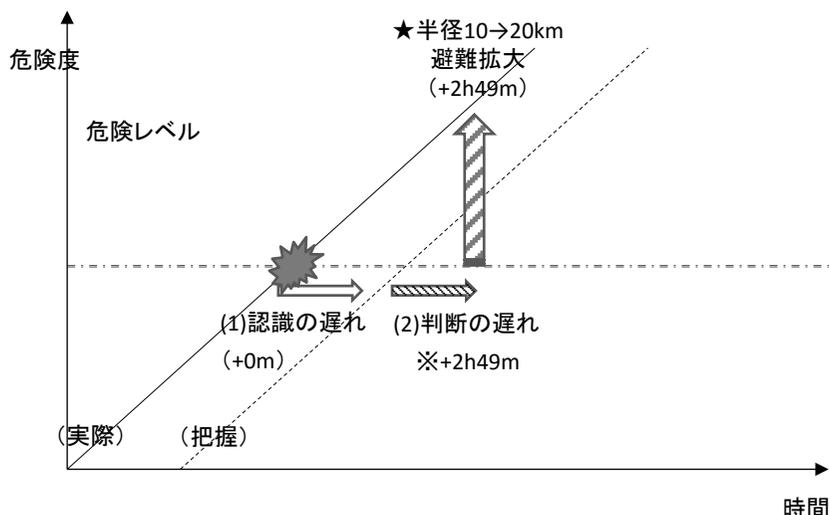


図7 避難範囲を半径10kmから20kmに拡大

表5 2011.3.11 東日本大震災・福島第一原発の対応 (3)

住民	東電	政府
3 /12 15 : 40 福島中央テレビ、定点カメラの爆発を放送  16 : 49 日テレ、爆発を放送	3 /12 15 : 36 1号機原子炉建屋爆発 = 起点	3 /12 18 : 25 (+ 2時間49分) 首相、避難を半径20kmに拡大

を原発の半径10kmから20kmに拡大したことを発表するまでの時間である。

爆発の事象は確認することができたが、その要因が判明しなかったことで、対応が遅れたものと推測される。

#### 2.3.4. 原発3号機爆発

図8、表6は、3号機の原子炉建屋が爆発、これに伴い3月14日、11時40分、官房長官が「爆発するも格納容器は安全」と、見解を表明したときの対応である。

本ケースの場合、「認識の遅れ」は0分、「判断の遅れ」は39分であった。「認識の遅れ」については、爆発という明確な事象が発生したことから殆どなかったものとする。「判断の遅れ」は、避難範囲の拡大等を伴わなかったためと推測される。

このフェーズでは情報歪曲が見られた。1号機爆発時には避難範囲の拡大という意思決定を行ったが、今回はその決定を行わなかったため（判断の先送り、またはこれ以上の避難範囲拡大は不要

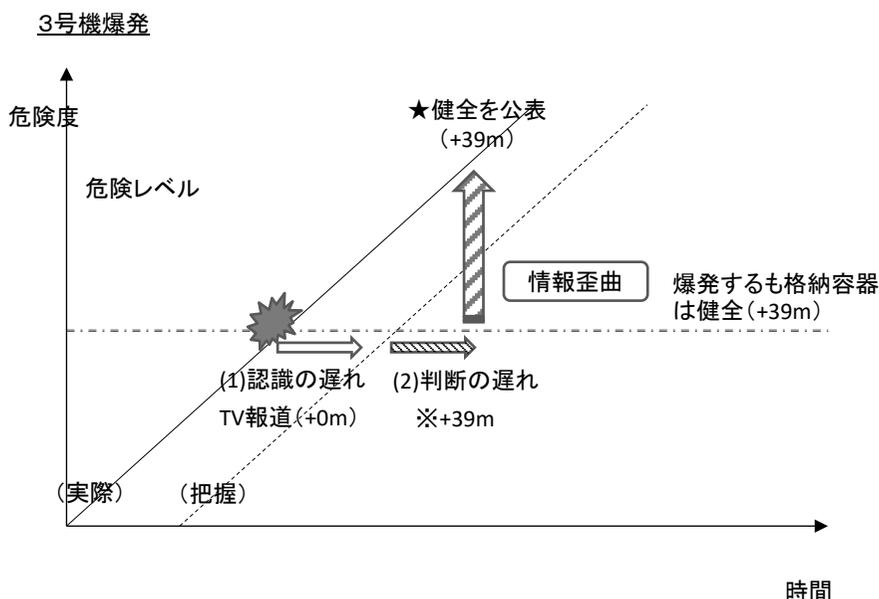


図8 3号機爆発

表6 2011.3.11 東日本大震災・福島第一原発の対応（4）

住民	東電	政府
3 /14 11 : 03 浪江町町長、爆発放映受け自主避難を指示	3 /14 11 : 01 3号機、爆発を認識=起点	
3 /14 11 : 23 NHK 3号機爆発放映		3 /14 11 : 40 (+39分) 官房長官、爆発するも格納容器は健全との報告受領

と判断)、何らかの理由を説明する必要があったためであるものと推測される。

#### 2.4. 2014.8.20 広島県土砂災害発生時の対応

比較検証のため、対応検証報告書が作成されている2014年8月20日に発生した広島県土砂災害発生時の対応状況も検証した（図9、表7）。

8月20日、3時15分、土砂災害警戒基準雨量超過を確認したときを起点に考える。通常、この時点で避難勧告等の判断を行う必要があったが、対策本部が設置されたのが基準雨量超過という危険な状態になってからであった。この時、既に被

害は生じていた。避難勧告が出されたのは、基準雨量超過から1時間～1時間15分後であった。

問題点は2つ、そもそも雨量を把握することが15分遅れであったこと、対策本部の設置が基準雨量超過後であったことから、判断を行うための準備ができなかったことにある。

#### 2.5. 「認識の遅れ」と「判断の遅れ」に要する時間

「認識の遅れ」は、0分～2時間16分という結果となった。もっとも2時間16分というのは、避難範囲を半径3kmから10kmに拡大したときの状況であり、大きな判断を伴うことから慎重な確

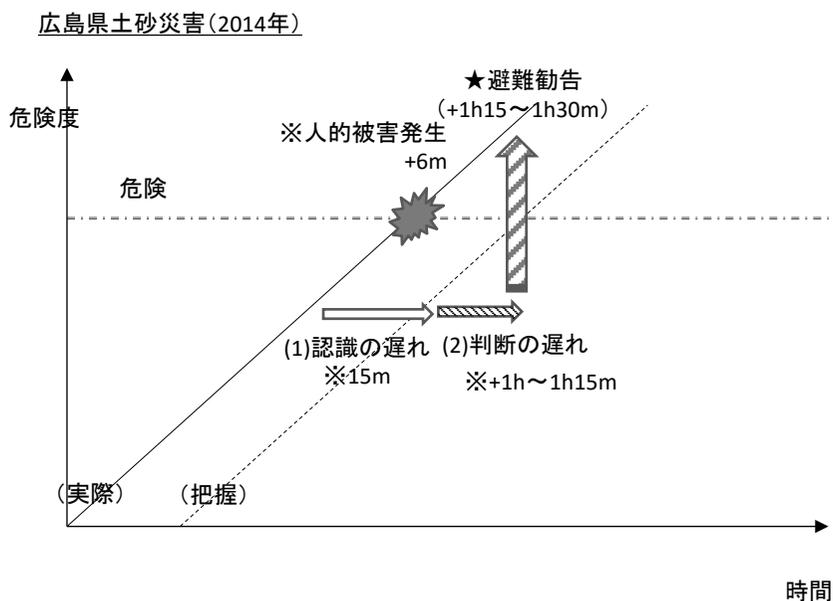


図9 広島県土砂災害 (2014年)

表7 2014.8.20 広島県土砂災害

住民		自治体
2 : 00台 通報受電18		1 : 35 災害警戒本部設置
3 : 00台 通報受電108		2 : 50 防災無線で大雨の注意喚起 (避難準備情報)
3 : 21 子ども生理めとの最初の119番	3 : 25 警察より土砂崩れ発生の連絡 3 : 35 警察より人的被害発生の連絡	3 : 00 ※11名 /20名 : 安佐南区 ※29名 /53名 : 安佐北区
4 : 00台 通報受電118	3 : 55 警察から区に避難勧告の進言	3 : 15 土砂災害警戒基準雨量超過確認 ※15分遅れで把握 = 起点
		3 : 30 (+ 15分) 災害対策本部設置
		4 : 00 ※34名 /20名 : 安佐南区 ※52名 /53名 : 安佐北区
		4 : 15 (+ 1 h) 安佐北区に避難勧告
		4 : 30 (+ 1 h15m) 安佐南区に避難勧告

出所：8.20豪雨災害における避難対策等検証部会、「平成26年8月20日の豪雨災害避難対策等に係わる検証結果」H27.1

認を行った結果であるものとする。これを除くと0～5分であった（表8左）。

「判断の遅れ」は、39分～4時間24分という結果となった。39分というのは、3号機爆発の状況であり、大きな判断を伴わなかったケースであることから、短時間で公表が行われたものとする。もっとも情報歪曲という状況は見られたケースでもある。一方で4時間24分というのは、避難範囲を半径3kmから10kmに拡大したときの状況であり、同時に放射性物質を屋外に放出する行為が適正なのかどうか、対応にためらいが見られたこともあり、判断までに長い時間を要した結果であったと考える。この2つを除くと、1時間51分から2時間49分であった（表8右）。

表8 「認識の遅れ」と「判断の遅れ」の総括

ケース	認識の遅れ	判断の遅れ
2.3.1	5分	1時間51分
2.3.2	2時間16分	4時間24分
2.3.3	0分	2時間49分
2.3.4	0分	39分
(参考) 広島	15分	1時間15～30分

## 2.6. まとめ

速報型は、危機事象はまだ発生していない、または目前に迫る危機事象に対して住民が直ちに避難行動を起こすことを促すための対応（仕組み）

である。住民はこの情報をもとに、逃げるか、逃げないかの判断を行う。速報型は信頼性が乏しいなかでの適時性を優先させた情報発信であるため、保守的な結果を加味したディスクロージャーが求められる。

一方、意思決定型は、発表した時点で、「認識の遅れ」と「判断の遅れ」によって、かなりの時間（今回の検証では2～3時間程度）が経過している。この時間経過を念頭に適時性と信頼性のバランスを考慮したディスクロージャーが求められる。

今回、検証するにあたって作成した2つのパターンは、危険度が右肩上がりに拡大することを前提にしている。しかし津波のように危険度が急激に高まるケースや（図10）、台風や大雨・洪水のように天気予報の段階では危険度が低く、雨が降り始めるとともに危険度が高まるケースなど（図11）、そのパターンは災害ごとに異なる。

行政からの情報発信で住民が誤判断し、被災することだけは避けなければならない。より一層の減災を達成するため、災害形態ごとの対応方法や時間を検証し、ディスクロージャーの適時性と信頼性に関する理論を確立していく必要があると考える。

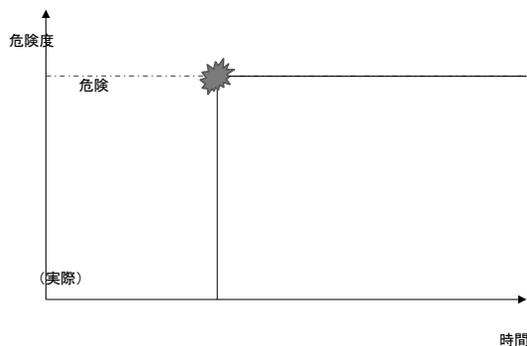


図10 災害ごとの危険度のイメージ（1）

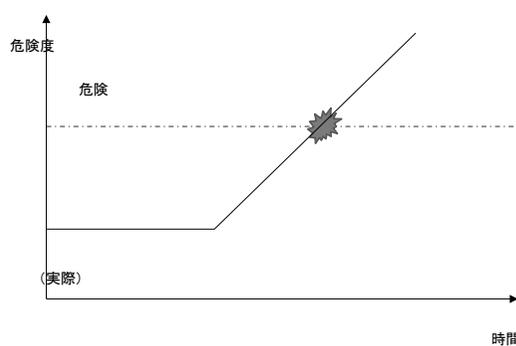


図11 災害ごとの危険度のイメージ（2）

### 3. 想定外を見極める

本題に入る前に、発生確率と標準偏差（またはシグマともいう）について説明したい。発生確率とは、1%では100年に1回発生する確率、5%では20年に1回発生する確率のことを意味する。「1年に1回発生する確率を100%とする」が基準となる。一方、標準偏差とは確率で使う用語であり、データがどのようにバラついているかを示す目安である。1標準偏差は全体の68%、2標準偏差は95%、3標準偏差は99%を占めるデータと定義されている。定量的には1標準偏差以内とは標準的なケースで、10年に7回起こる場合（発生確率68%）のことを意味する。2標準偏差を超える場合とは稀なケースで、20年に1回起こる場合（同5%）のことを意味する。また3標準偏差を超える場合とはきわめて稀なケースで、100年に1回起こる場合（同1%）のことを意味する。

本題に戻りたい。災害対応を行うにあたっては、まずは前提となる災害を想定する必要がある。その際、標準偏差の考え方を目安にするとよい。2～3標準偏差に相当する規模の災害、すなわち20年から100年に1度発生する災害を基準とするのが統計的には妥当である。

では想定を超える災害が発生する場合にはどう対処するのか。この場合は対応不可が選択肢として入ってくる。どのような災害でも対応ができない限界の規模がある。たとえば自治体の災害対応態勢は、庁舎があり一定数の職員が確保できることを前提にしている。しかし今回の東日本大震災では、災害対応の拠点となり得る庁舎そのものが損壊したケースや、対応にあたる職員の多くを失ったところもあった。すなわち前提がすべて崩れたのである。当然のことながら、この場合には事前に定めた災害対応のための計画書（地域防災計画など）はまったく意味をなさない。

この領域の災害を管理対象外リスク（残余リスク、キャットロス〈Catastrophic Loss〉ともいう）という。どのような災害でも100%対応できるわけではなく、必ず対応できない領域があることを認識しておきたい。

#### 3.1. 管理対象外リスクが想定外に相当する

図12はリスクカーブといわれるものであり、発生頻度と影響度を組み合わせてリスクを表現した図である。対応方針を考えるため、リスクを管理対象外リスク、非期待損失、期待損失の3つのゾーンに分割している。

管理対象外リスクは（3）の領域に該当する。発生頻度はきわめて低いが、顕在化したときの影響度は甚大となるケースである。一般的に想定外といわれる領域である。この場合には業務／事業継続の断念が選択肢に入る。

非期待損失は（2）の領域に該当する。発生頻度は中程度であり、影響度は中規模から大規模の災害である。事前、事後ともに組織的に対応しなければならない。リスクマネジメントの対象となる領域である。この（2）と（3）の境目が対応限界の目安となり、20年から100年に1度発生する災害を基準に設定するとよい。

期待損失は（1）の領域に該当する。頻繁に発生するものの、影響度は小さい災害である。通常業務の範囲内で対応する領域である。

#### 3.2. 過小な見積りを超える「想定外」は避けるべき

東日本大震災以降、「想定外」という言葉が頻繁に使われるようになった。大きく分けると2つの意味がある。1つ目は、前述した「前提となる災害」を超える場合である。これは技術的に対応可能な限界と、ほぼ同じ意味で捉えても差し支えない。このケースを「本来の意味の」想定外と定

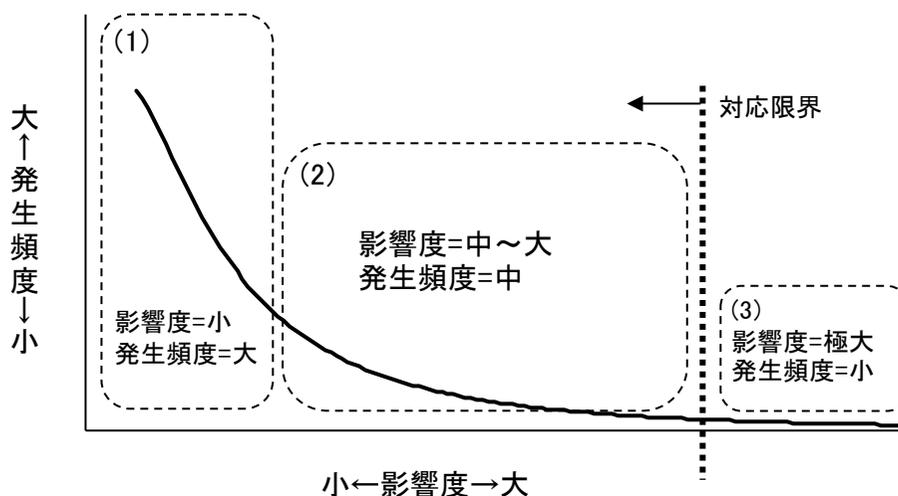


図12 リスクカーブ

義したい。

2つ目は、過去に発生した災害をみるかぎり十分に想定することが可能な規模ではあるものの、敢えて想定を過小に見積るケースである。当然のことながら対策も想定にあわせて過小になる。過去に発生したものと同規模の災害が発生した場合、十分な対策が講じられていないため、被害は大きくなってしまう。このケースを「人的な」想定外と定義したい。

地方自治体などで作成されているハザードマップを例に考えてみたい。これは地震や洪水が発生した場合、どの地域に被害が及ぶ可能性があるのかを地図であらわしたものである。大きな被害が生じる可能性がある地域では、土地の評価額が下がる、企業が進出しづらいなど、経済的なデメリットを強く受ける。これを回避するため、敢えて被害を過小評価することがある。想定を過小に見積るということは、災害に対する備えも過小になるという意味である。これは、まさに「人的な」想定外であり、このようなケースはあってはならないことである。

## 4. 被害を最小化するための要素

### 4.1. 共通項目として危機発生時の対応を統一する

災害発生時に対応すべき項目を、企業では地震発生時対応マニュアル、自治体では地域防災計画として取りまとめているところが多い。しかし、どのマニュアルも多くのページ数で構成されているため、災害発生時に、これらのマニュアルが十分に機能するとは考えにくい。

災害対応には必ずしも十分な知識をもった社員や職員が常に対応するとは限らない。また、詳細なマニュアルをその場で読むことや、事前に組織全体に周知することは非現実的である。

機能すべき災害対応の在り方の1つとして、災害対応マニュアル（危機発生時のマニュアル）は骨格のみ、シンプルにすべきであるということを、本節では提唱したい。

#### 4.1.1 災害対応の基本は6項目

災害発生時の基本対応は、(1)トップへの報告、本部設置、社員や職員の招集、(2)事実確認、(3)情報の伝達、(4)救助、救援、被害拡大の防止、(5)事業／業務継続、(6)広報対応、の6項目

のみである。

- (1) 「トップへの報告、本部設置、社員や職員の招集」とは、災害に関する情報を一元管理し、災害対応を統括する組織を構築することである。必ずしも組織のトップが本部長として指揮する必要はない。災害の規模によって、部局単位、課単位で対応組織を構築してもよい。
- (2) 「事実確認」とは、情報の収集である。まずは情報源を確保することが必要である。テレビ、ラジオのほか、現場に出向いて情報を直接収集することも必要である。あわせて情報が正確なのか、不正確なのかも意識する。
- (3) 「情報の伝達」とは、収集して取りまとめた情報を必要ところに伝えることである。企業であれば社員、取引先、顧客、株主など、自治体であれば市民、関係機関などが情報の伝達先である。情報を受領したところは、これに基づいて、次の(4)救助、救援、被害拡大に向けた行動をとることになる。
- (4) 「救助、救援、被害拡大の防止」とは、これ以上の被害を生じさせないための応急措置である。これを効果的、効率的に実現させるためには、正確な情報の収集が不可欠となる。
- (5) 「事業／業務継続」とは、災害発生時でも必要最小限の通常業務を継続することである。このため、すべての人員を災害対応に充てることは避けなければならない。
- (6) 「広報対応」とは、組織の現状、対応状況をマスコミやホームページを通じて外部に発信することである。株主、顧客、社員、職員など、いわゆるステークホルダー（利害関係者）に現状を知ってもらうことが目

的となる。

#### 4.1.2 基本6項目はどのような危機事象にも対応可能

この基本6項目は、災害のみならず、どのような危機事象でも対応は可能である。たとえば組織の不祥事を例に考えてみる。

まずは(1)対策本部を設置して、当事者や関係者からの事情聴取等によって(2)事実関係を把握する。この情報を(3)ステークホルダーに伝え、被害を最小限に抑えるための行動をとってもらうように要請するとともに、自らも(4)被害拡大の防止につとめるべく、不祥事が起きた業務を当面中止（または縮小）する。一方で、(5)通常業務がなくなるわけではないので、すべての人員を緊急時対応に振り分けることはしない。また(6)マスコミには積極的に情報開示することで、社会的な批判を回避する。以上が基本6項目を念頭においた不祥事への対応である。

基本6項目はシンプルであるため、理解しやすく、組織全体に周知することが容易である。また、災害のみならず、どのような危機事象にも共通した対応である。枝葉の部分を充実したマニュアルを作成するより、シンプルな幹の部分のみを組織内に周知徹底することが、危機発生時の対応力を高めるための近道であると考えられる。

#### 4.2 自助、共助、公助を基本に考える

被害を最小限に抑えるためには自助、共助、公助も考慮しなければならない。自助とは「自分で助かる」、共助とは「お互いに助け合う」、そして公助とは「公的機関が支援する」という意味である。

##### 4.2.1 自助

危険が迫ったら逃げる。まずは自助である。求められるのは、自らが行動し被害にあわないことである。前述のとおり、避難するための情報が誤っているケースや、そもそも情報が入ってこない

ケースもある。

「個」に求められるのは、最悪を想定し、危険に対する切迫感をもつ、という意識である。この意識をもつためには過去の経験が必要であるが、災害の経験から時間が経つほど、風化が起こる。この経験を補う1つが「視覚」である。これは記録映像でも、象徴的な建物でもよい。「視覚」によって情報を語り継ぐ、または教育することが必要である。

#### 4.2.2 共助

災害発生時、当然ながら公的機関も被災する。したがって、しばらくは公的機関の助けがないことを前提に対応しなければならない。自助だけでは対応に限界がある。お互いに助け合うことが、自助に続いて意識しなければならないことである。

共助の最小組織は地域、地区である。そのポイントはお互いを「知る」ことにある。実現するためには日常的な交流が不可欠となる。誰がどこにいるのか、災害時にはどのような対応を行うのか、情報を共有するだけでも十分な共助となり得る。

#### 4.2.3 公助

公的機関による支援は自助、共助の後、一番、最後になる。公助には物的な支援だけではなく、情報の提供も重要な役割として求められている。公的機関には被災情報や支援情報など、災害に関するあらゆる情報が集約されているためである。

ポイントは、この情報が取捨選択されて発信されていることである。不正確な情報は基本的には発信されない。公的機関には正確な情報の発信が求められており、発信前には情報の正確さを確認するプロセスが入っているためである。逆にいうと、重要な情報にもかかわらず、情報の正確さが確認できない場合には発信されないケースもあるということである。このため、住民や企業は、公的機関からの情報に頼るばかりではなく、自らも

情報の取得を続けることが必要である。

## 5. まとめ

実践的な災害対応として、事前対応については「シンプルな災害対応計画を作る」「事業／業務の断念も視野に入れる」が重要な要素となり、災害発生時については「情報の収集、集約、発信」が対応の成否を左右する。以下にまとめる2つの要素をもって、本稿の締め括りとしたい。

### 5.1 想定外リスクへの対応の「限界」を認識する

災害への備えを行うためには、まずは前提となる災害を想定する必要がある。この想定に対応するため、ハード面とソフト面（マニュアル作成、教育・訓練等）を組み合わせ、災害の発生による被害の最小化を図っていくことになる。

この想定を超える災害が発生したとき、一般的には「想定外」という状況となる。基本的には想定した災害に対する対応計画を遂行することになるが、災害の規模によっては技術的に対応の限界を超えることもある。この場合は業務／事業継続の断念（一部断念も含む）も視野に入れる必要がある。すべての災害に対応できるわけではないことを認識しなければならない。

### 5.2 「情報」で二次的災害を防ぐ

情報はその内容や発信するタイミングによって、被害を拡大させてしまうこともある。このため、「認識の遅れ」と「判断の遅れ」を意識したうえで、適時性と信頼性を考慮したバランスの取れたディスクロージャーが、被害の防止、2次被害の防止に必要であるものとする。

《参考文献》

---

- ・気象庁, 2011.3, 「地震・火災月報 (防災編)」
- ・内閣府, 2012.8, 「東日本大震災時の地震・津波避難に関する避難支援者へのヒアリング調査の結果について (速報)」
- ・内閣府, 2012.12, 「東日本大震災時の地震・津波避難に関する住民アンケート調査」
- ・8.20豪雨災害における避難対策等検証部会, 2015.1, 「平成26年8月20日の豪雨災害避難対策等に係わる検証結果」
- ・福島原発事故記録チーム編, 2013.8, 「福島原発事故タイムライン2011-2012」, 第一刷, 岩波書店, 2~79頁。
- ・小滝晃, 2015.8, 「緊急災害対策本部の90日」, 第一刷, ぎょうせい, 5~29頁。
- ・柴健次, 太田三郎, 本間基照編著, 2013.3, 「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」, 同文館出版, 180~191頁。

# 株式非上場化における内部統制監査制度の影響

## *Effects of Internal Control and Auditing Systems (JSOX) On Firms' Decisions for Going Private Transactions*

松 田 道 春(有限責任監査法人トーマツ\*)

*Michiharu Matsuda, Deloitte Touche Tohmatsu LLC*

### 論文要旨

本研究は、わが国における内部統制監査制度の導入が監査報酬の増加を通じて上場維持コストの上昇をもたらし、その結果戦略的非上場化を誘発したのではないか、という仮説を、実証分析を通じて検証することを目的とする。第一の検証として、監査報酬の決定要因に関する先行研究をベースに、内部統制監査制度適用期か否かをダミー変数として加えた重回帰分析を行い、内部統制監査制度の導入が監査報酬を増加させる要因となっていることを見出した。第二の検証として、このような監査報酬の増額が株式非上場化に与えた影響の検証について、非上場化要因に関する先行研究の仮説に「上場コスト削減仮説（監査報酬負担率が高い企業は非上場化しやすい）」を加えてロジスティック回帰の手法により検証を行った。内部統制監査制度導入前に非上場化した企業群と、同制度導入後に非上場化した企業群に分けて検証を行ったところ、前者においては上場コスト削減仮説を支持する結果が得られたのに対し、後者においては支持する結果が得られず、内部統制監査制度導入前後で非上場化の要因に差異があるという結論が得られた。

### Abstract

The objective of this study is to discuss how Japanese firms' decisions for going private transactions are affected by Internal Control and Auditing Systems (JSOX). During this study, we find that there is a difference between (A) going private firms which go private before JSOX enactment, and (B) going private firms which go private after JSOX enactment.

## 1. 研究の目的と貢献

わが国において企業自らの意思による非上場化（以下「戦略的非上場化」と称す。）の動きは、2000年代前半より増加しはじめ、内部統制監査制度導入期の2009年にピークを迎えている。本研究は、わが国における内部統制監査制度の導入が監査報酬に代表される上場維持コストを押し上げた結果、企業が非上場化を選択する要因となったのではないか、という仮説を検証するものである。

この仮説の検証のため、次の2つの検証を行った。

### 【検証A】（監査報酬の決定要因の分析）

「我が国の監査報酬は内部統制監査制度導入により増加した」とする仮説の検証

### 【検証B】（非上場化要因の分析）

「わが国においては、監査報酬に代表される上場維持コストの高さが非上場化の要因となっている」（上場コスト削減仮説）の検証

---

\*本稿は執筆者の私見であり有限責任監査法人トーマツの公式見解ではない。

謝辞：本研究は、筑波大学大学院ビジネス科学研究科の修士論文として執筆したものを取り纏めたものです。同論文の執筆にあたりましては、主指導教官の山田雄二教授のほか、副指導教官の吉武博通教授及び中村亮介准教授をはじめとする多くの先生方の指導を頂戴致しました。この場をお借りして、あらためて御礼申し上げますと共に、貴学会よりこのような発表の機会を頂けたことに深く感謝申し上げます。

### 1.1 監査報酬の決定要因の分析に関する先行研究

監査報酬の決定要因に関する先行研究は、欧米においては多くの研究がなされている一方、我が国における監査報酬の決定要因に関する先行研究は、監査報酬額についての開示が2003年4月1日以降開始事業年度から有価証券報告書においてはじめてなされることとなったこともあり、多くはない。

監査人・監査報酬問題研究会（2009）は、はじめて我が国企業の監査報酬の決定要因について、包括的に実証分析を行った研究として位置づけられる。同研究では、海外の先行研究をベースとして、監査報酬の決定要因となりうる独立変数の候補を企業規模関連指標、安全性関連指標、収益性・成長性関連指標、監査関連項目、その他の項目、にわたって26項目選定し、2009年3月期決算を検証データとして（すなわち3月決算会社のみ）監査報酬額を従属変数とする重回帰分析を行い、ステップワイズ法によって最終的に9つの説明変数を用いた「標準監査報酬モデル式」を導出した。同研究は、包括的な監査報酬決定要因の分析をはじめに行った研究として評価されるべきものであるが、本研究との関係でいえば、検証範囲が内部統制監査制度導入後の2009年3月期のみを対象としているため、内部統制監査制度の導入による監査報酬の影響の分析とはなっていない。

監査報酬と内部統制監査制度の導入の関連に言及したものとしては、矢澤（2012）があげられる。彼は、これに先立つ矢澤（2009）において2004年3月期から2007年3月期までを対象におこなった監査報酬の決定因子の分析で得られた結果をもとに、2007年3月期から2011年3月期について同様の検証を行ってその構造変化を探るというアプローチにより、3月決算会社においては2009年3月期から適用された内部統制監査制度の影響を検討している。検証の結果、内部統制監査制度

の導入によって、モデル式の説明力が10%ほど向上していることから、同モデルに組み込まれている変数をベースに内部統制監査報酬が推定されていると結論づけている。しかしながら、この研究は、内部統制監査制度の影響そのものを検証したものとはなっていない。

以上のように、我が国の監査報酬の決定要因に関する先行研究において、内部統制監査制度導入の影響を明示的に取り上げた実証研究は乏しいのが現状である。

### 1.2 非上場化要因の分析に関する先行研究

海外における非上場化要因の分析は、株式非上場化の歴史が長い事もあり、さまざまな研究がされている。大別すると、非上場化時の買収のアナウンスメントが株価にもたらす影響について超過リターンの有無を検証し、その超過リターンの源泉について様々な仮説を検証するアプローチと、非上場化を行う企業の財務特性について分析を行うアプローチに分けることができる。各々アプローチは異なるが、これらの先行研究を通じて主張されている非上場化の要因仮説は、主に次のようなものがあげられる。

#### （ア）エージェンシーコスト削減仮説

キャッシュフローが潤沢な企業、あるいは手元流動性の高い企業においては、短期的な還元を求める株主と中長期的な成長のための留保を指向する経営者との間のエージェンシーコストが増加するため、経営者がこの解消を企図して非上場化を選択する、と考える仮説。

#### （イ）節税効果仮説

非上場化は一般に多額の有利子負債を調達するLBOの手法によって行われるが、この際に生ずる支払利子の節税効果を企図して非上場化が行われる、とする仮説。

(ウ) アンダーバリュ解消仮説

経営者が信じる企業の将来成長を織り込んだ公正価値と異なり実際の株価がそれよりも割安に評価されている場合、経営者はその解消を企図して非上場化を選択する、と考える仮説。

(エ) 価値の移転仮説

非上場化を行うオーナー経営陣が、その支配的な地位を利用してTOB価格を買収者として自らに有利なように恣意的に低く設定することにより少数株主から取奪する価値の移転が、オーナー経営者にとって非上場化を行う誘引となると考える仮説。

(オ) 上場コスト削減仮説

上場企業は上場を維持するために、証券取引所に支払う手数料、監査報酬などの直接コストのほか、ディスクロージャー義務により同業他社へ秘匿情報が開示されてしまうことによる見えざるコストまで、多くのコストを要している。非上場化はこうした上場維持コストの削減を目的として行われるとする仮説。

こうした仮説の検証と並行して、米国においてはSarbanes-Oxley法（SOX法）が非上場化に与えた影響についての研究が見られる。Block（2004）は、アンケート調査を通じて、SOX法施行の2002年7月を境に、上場維持コストの高さが非上場化の第一の要因、との回答が急増していることを報告している。Engel, Hayes and Wang（2007）は、イベントスタディの手法により、規模が小さく内部者の所有比率が高い企業ほど、非上場化時の異常リターンがSOX法施行前より施行後が増加していることを明らかにしている。Mohan and Chen（2007）は、クラスター分析の手法を用いて、SOX法施行前はひとつのクラスターであったものが、SOX法施行後はクラスター

が2つに変化しており、その新たに増えたクラスターは、非上場化をエージェントコストの削減という理由ではなく、モニタリングコストの削減を理由として選択していると報告している。Kamar, Karaca-Mandic and Talley（2008）は、SOX法施行後の米国企業の私的企業を買収者となる非上場化の要因の変化を、外国企業のそれと株価要因等を排除した上で比較する事によりSOX法の影響のみを取り出すという手法を用いて、SOX法施行後は、株式上場を維持する規模の小さい企業が減少したという仮説と整合的な結論を得たと主張している。このように、米国における研究は、SOX法が上場維持コストを引き上げた結果、規模の小さな企業の非上場化を促進するという結果をもたらした、というコンセンサスが得られているように思われる。

一方、我が国における株式非上場化の研究は、そもそも我が国における非上場化の歴史が浅いことから、その数は少ない。非上場化の要因についての定量的分析は、野瀬・伊藤（2011）によって初めて行われた。彼らは、バイアウトファンドが果たしている機能の解明という文脈の中で、企業の非上場化においてバイアウトファンドが果たしている機能を明らかにするために、非上場化企業の財務面や株主構成面での特徴について分析をコントロール企業との比較及びProbitモデルにより行った。その結果、株式非上場化は「エージェントコストの削減」「アンダーバリュの解消」が動機になっていることを明らかにしている。松田・山田（2013）は、日本において特徴的な現象であるいわゆる「親子上場」の解消としての上場子会社の非上場化の要因の分析という観点から、非上場化企業とこれに対応するコントロール企業を選定し、両者の財務特性を比較した上で決定要因となる財務特性を選定し、プロビット回帰分析の手法により仮説の検証を行っている。

内部統制監査制度と非上場化の関連については、民間調査会社によるアンケート調査の類は多いが、学術的な研究はなされていない。

## 2. 仮説

本研究の目的は、内部統制監査制度の導入が戦略的非上場化に与えた影響を実証的に検証することにある。前節でみた先行研究を踏まえ、検証すべき仮説を設定する。

### 【検証A】

検証Aは、内部統制監査制度と監査報酬の関係を論じるものである。

仮説：「我が国の監査報酬は内部統制監査制度導入により増加した」

内部統制監査制度の導入以前は、法定監査制度である公認会計士監査は財務諸表監査のみをその内容としていた。内部統制監査制度の導入により、従前の財務諸表監査に重ねる形で、企業の内部統制の整備及び運用状況が適切になされているかどうかについての企業自らの表明である内部統制報告書についての監査意見の表明も行うこととなった。この内部統制監査の実施のためには、全社統制、決算財務報告プロセスの統制、主要な業務プロセスの統制、ITに係る全社統制・全般統制などについて、企業の実施する評価の範囲、検証方法、検証結果などを、監査人自らの視点でその妥当性を検証することとなるため、監査に必要な工数は確実に増加する。あわせて、この内部統制監査制度の導入とあわせて、四半期レビュー制度が中間監査制度と入れ替わりに導入されたこともあって、監査に必要な工数が増加したことにより、監査報酬は増加したものと考えられる。

### 【検証B】

検証Bは、非上場化の要因と監査報酬の関係を論じるものである。

仮説1：「わが国においては、監査報酬に代表される上場維持コストの高さが非上場化の要因となっている」（上場コスト削減仮説）

企業にとって上場も戦略のひとつであることから、上場によるメリットと上場のデメリットの比較考量によって、上場を維持するか非上場化を行うかの選択がなされると考えられる。監査報酬は経常的な上場維持コストの中で相応のウェイトを占めている。従って、監査報酬が高いということは上場維持コストが高い事を意味し、上場のデメリットが大きくなることを意味するから、上場のメリットとの比較考量に影響を与えて、非上場化の要因となることが考えられる。

なお上記の仮説に加えて、上場コスト削減仮説の派生として、上場のメリットに着目した仮説についても検証を行うこととした。企業は、仮に上場コストが同じであっても、上場メリットがより大きければ上場維持を選ぶであろうし、逆に上場メリットがより小さければ上場廃止を選ぶと考えられる。上場のメリットは様々なものが言われているが<sup>1)</sup>、測定可能性という観点から「資金調達」を採り上げ、エクイティファイナンスの実績の多寡により上場メリットを測定するという考えに従って、上場メリットに着目した次の仮説についても検証を行う。

仮説2：「エクイティファイナンスの実績が少ない企業は、多い企業に比べて非上場化しやすい」（エクイティファイナンス仮説）

あわせて、検証Bにおいては、野瀬・伊藤(2011)

を参考にして、従来の先行研究で検証されてきた、「エージェンシーコスト削減仮説」「節税効果仮説」「アンダーバリュー仮説」の3つの仮説もあわせて検証対象とする。

### 3. 分析方法とデータ

#### 3.1 内部統制監査制度が監査報酬に与えた影響の分析（検証A）

内部統制監査制度導入が監査報酬に与えた影響を検証するために、先行研究である監査人・監査報酬問題研究会（2009）で検証されたモデル式をベースに、内部統制監査制度導入後の期間について1をとるダミー変数を導入したモデル式について重回帰分析を行った。モデル式は次のとおりである。

$$AFEE = \alpha + \beta_1 Assets + \beta_2 INVAR + \beta_3 Liquid + \beta_4 Loss + \beta_5 Subs + \beta_6 Market + \beta_7 Auditor + \beta_8 JSOX + \beta_9 Industry + \varepsilon$$

AFEE : 監査報酬総額（自然対数）  
 Assets : 総資産（自然対数）  
 INVAR : (棚卸資産 + 売上債権) ÷ 総資産  
 Liquid : 流動比率  
 Loss : 当期利益が純損失 = 1  
 Subs : 連結子会社数 + 1（自然対数）  
 Market : 上場市場が非新興市場<sup>2)</sup> = 1  
 Auditor : 監査人が大手監査法人<sup>3)</sup> = 1  
 JSOX : JSOX制度適用後年度 = 1  
 Industry : 産業ダミー変数（16業種）  
 ε : 誤差項

検証対象とする企業は、先行研究（監査人・監査問題研究会（2009））が3月決算会社のみであ

ったのに対し、例えば12月決算や2月決算など、全ての決算期会社を対象とし、また、新興市場も含む全市場の上場企業とした。

各変数のデータは、次によって収集した。監査報酬額は、2003年4月1日以後開始事業年度より有価証券報告書で開示されることとなったが、各社の監査報酬を一覧できる電子的なデータベースは存在しない。電子データベースではないものの各社の監査報酬を一覧できるものとしては、「上場企業監査人・監査報酬白書（2008年版～2014年版）」（日本公認会計士協会出版局刊。以下「白書」。）がある。本研究では、この「白書」からデータを手作業で各社の監査報酬を収集した。内部統制監査制度の影響を見るためには、内部統制監査制度の導入の前の決算期と導入後の決算期を含む必要がある。今回の検証においては、データ収集の物理的制約から、内部統制監査制度の導入直前期1期と導入直後期1期とのあわせて2期分について採取することとした（SEC登録企業、銀行業・証券業、決算期変更企業を除く）。具体的には、内部統制監査制度は、2008年4月1日以後開始事業年度から適用されていることから、例えば3月決算会社であれば、2008年3月期が導入直前期、2009年3月期が導入直後期になり、4月決算会社であれば、2008年4月期が導入直前期、2009年4月期が導入直後期となる。以下同様になり、最も遅い2月決算会社においては、2009年2月期が導入直前期、2010年2月期が導入直後期となる。

説明変数となる財務指標等については、(株)ユーザベース社のデータベースである「SPEEDA」を利用した。産業ダミー変数は、後述のように財務指標をSPEEDAから採取したことにあわせ、SPEEDAの業種大分類（16業種）によった。

### 3.2 監査報酬が非上場化に与えた影響の分析(検証B)

先行研究の野瀬・伊藤(2011)、松田・山田(2013)を参考に、非上場化ダミー変数(非上場化=1、上場維持=0)を被説明変数として、プロビット回帰分析を行う。モデル式は、以下のとおりである。

$$gp = a + \beta_1 afee\_s + \beta_2 cap\_g + \beta_3 fcf\_v + \beta_4 cash\_h + \beta_5 debt\_r + \beta_6 pbr + \varepsilon$$

- gp : 非上場化企業 = 1  
 afee\_s : 監査報酬負担比率(監査報酬 ÷ 売上高)  
 cap\_g : 資本金等(資本金 + 資本剰余金)増加率(対10年前)  
 fcf\_v : フリーキャッシュフロー ÷ 時価総額(決算期末日終値)  
 cash\_h : 手元流動性比率((現預金 + 短期性有価証券) ÷ 月商)  
 debt\_r : 有利子負債依存度(有利子負債 ÷ 総資産)  
 pbr : PBR(株価純資産倍率 = 時価総額 ÷ 株主資本等合計)  
 ε : 誤差項

「上場コスト削減仮説」の代理変数としては、「監査報酬 ÷ 売上高」を採用した。上場コスト削減仮説は、主に経営者の視点からの非上場化選択仮説であるので、経営者が監査報酬を固定費的なコストとして考えているとすると、他のコストと同様に売上高比の高低によりそのデメリットを判断すると考えたためである。「エクイティファイナンス仮説」の代理変数としては、資本金等増加率(資本金等 = 資本金 + 資本剰余金)を採用した。その他の3つの仮説については、先行研究に従い、「エージェンシーコスト削減仮説」については「フリーキャッシュフロー ÷ 時価総額」と「手元流

動性比率」、「節税効果仮説」については「有利子負債依存度」、「アンダーバリュー仮説」については「株価純資産倍率」をそれぞれ代理変数とした。

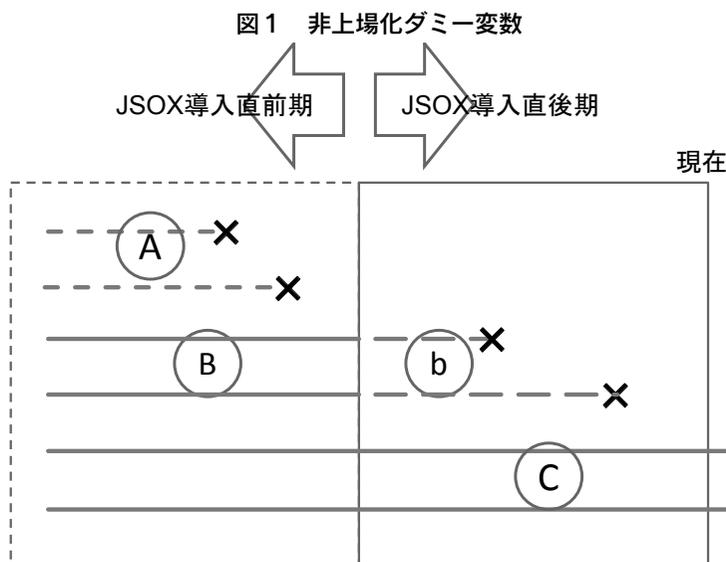
非上場化のダミー変数については、次のように設定した。

「非上場化企業を、内部統制監査制度適用前に非上場化した企業群(A)と同制度適用後に非上場化した企業群(B)に分け、同制度適用前の各期については、A企業群のみ全期間1をとり、それ以外の企業は0をとる。同制度適用後の各期については、B企業群のみ全期間1をとり、(A企業群は上場廃止済みなので該当なし)それ以外の企業は0をとる」

この考え方の前提は、「非上場化する企業は潜在的に常に、あるいは中期的に、非上場化の意思決定をしている。しかし、内部統制監査制度導入後に非上場化した企業は、同制度導入前には非上場化の意思を有していなかった。すなわち、内部統制監査制度の前後において、非上場化の意思決定に段差が生じている。」という考えがあることを意味している。また、この非上場化ダミー変数の検証は、内部統制監査制度導入前の期間と、導入後の期間に分けて検証し、比較を行う。このことにより、検証は、単なる検証対象期間の間の比較に留まらず、JSOX制度導入前非上場化企業群と、JSOX後非上場化企業群の非上場化要因のあてはまりの相違を検証するものとなる(図1参照)。

分析の対象及びデータは次によっている。

まず、非上場化企業の特定であるが、非上場化企業について、公表された網羅的なデータベースは存在しない。本研究では、非上場化をした企業を、網羅的に収集する方法として、「会社四季報」(東洋経済社)に掲載されている「上場廃止(予定)会社一覧」と、(株)レコフの「M&Aデータ」に掲載されている「MBO実施企業リスト」を付け合



- \*1 AはJSOX導入前に非上場化した企業群、BはJSOX導入後に非上場化した企業群、Cは現在まで上場維持をしている企業群を意味する。
- \*2 破線は非上場化ダミー係数=1(非上場化企業)、実線は非上場化ダミー係数=0(上場維持企業)を意味している。
- \*3 B群の企業は、JSOX前においては上場維持、JSOX後においては非上場化企業として扱っている。図中bはこれを表現したものである。

せて収集する方法によった<sup>4)</sup>。「会社四季報」は、すべての上場廃止銘柄が網羅されているが、上場廃止の理由は詳細には記述されていない。一方、非上場化は多くの場合、MBOの手法によって少数株主を追い出し（Squeeze out）、経営者を中心とする少数者に株主を限定することで上場基準に抵触させ、上場廃止をする事が多いものの、必ずしもすべての戦略的非上場化がMBOの手法をとるわけではない。両データを付け合わせつつ、上場廃止銘柄の上場廃止の経緯を確認し、戦略的非上場化に該当する企業を抽出することとし、本研究においては、戦略的に経営者が主導して行っていることが明白なケースとして、「MBOの手法により非上場化した企業」「自己株TOB<sup>5)</sup>の手法により非上場化した企業」を非上場化企業として抽出した。

抽出対象期間は、監査報酬の有価証券報告書における任意開示が開始されたのが2004年3月期

決算以降であることから、監査報酬データの取得できる、上場廃止日が2004年4月以降の企業とし、2014年3月末までに上場廃止をした企業の中から、抽出を行った。一方、比較対象とする上場維持企業については、2014年3月末時点で上場している全企業（全市場）とした。

仮説検証に用いる財務指標等データは、検証Aと同様に、SPEEDAより採取した。財務データは、2000年度より2013年度分を採取した。

検証Aで述べたように、監査報酬データはJSOXの直前直後の2期間しか採取できていない。一方、検証Bは2000年度から2013年度を対象とするため、JSOX直前直後の2期以外の期についての監査報酬データについて、データ上の制約が存在する。この点については、内部統制監査制度導入前の各期については同導入直前期の監査報酬額と同額、同制度導入後の各期については同直後期の監査報酬額と同額とみなして分析を行っ

た。この方法の論拠としては、監査人・監査報酬問題研究会（2012）にみるように、監査報酬額の平均値等の推移をみると大幅な変化をしておらず、同額とすることも近似的な結果は得られるであろうという点が上げられる。

## 4. 分析結果と解釈

### 4.1 検証A

まず、内部統制監査制度の導入と監査報酬の関係についての検証Aの分析結果と解釈について記述する。

各変数の記述統計量は、次のとおりである（産

表1 検証A 記述統計量

記述統計量	AFEE	assets	invar	liquid	subs
最小値	0.693	4.691	0.001	11.22	0.000
第1四分位値	2.890	9.178	0.202	108.83	0.693
中央値	3.258	10.133	0.326	154.83	1.792
平均	3.369	10.282	0.330	215.69	1.784
第3四分位値	3.689	11.231	0.448	236.34	2.565
最大値	7.573	16.431	0.978	6653.70	6.5425

ダミー変数（各水準の個数）

	market	auditor	loss	jsox
n=0	2,435	1,728	4,927	3,412
n=1	4,545	5,252	1,949	3,412

表2 検証A 重回帰分析の結果

変数	内容	係数	標準誤差	P値検定	期待符号
afee	(被説明変数) 監査報酬(自然対数)				
(intercept)	(切片)	0.029	0.071		
market	上場市場が非新興市場の場合=1	-0.070	0.012	***	—
auditor	大手監査法人の場合=1	0.176	0.011	***	+
assets	総資産(自然対数)	0.229	0.005	***	+
invar	(棚卸資産+売上債権)÷総資産	0.038	0.031		+
liquid	流動比率	-0.000	0.000		+
Loss	当期純損失=1	0.120	0.010	***	+
Subs	連結子会社数(+1)の自然対数	0.183	0.006	***	+
Jsox	JSOX制度適用年度=1	0.474	0.009	***	+

サンプル数=6,668 自由度調整済み決定係数=0.7243  
 p値検定: \*\*\*~0.1% \*\*~1% \* ~5% . ~10% で有意

業セグメント16分類のダミー変数については記載を省略している（表1）。

重回帰分析の結果は、表2のとおりであった。

検証対象サンプル数は6,668である（すべての変数に欠損のないサンプルを検証対象としている。内部統制監査制度導入直前期と同直後期の2期分のデータであるので、実際の社数はその半分である。）。自由度調整済み決定係数は0.7243であり、十分な説明力を持つ結果を得る事ができた。内部統制監査制度導入期を1、それ以前を0とするJSOXダミー変数は、0.1%水準で有意な結果を示しており、0.474と正の係数をとっている。すなわち、内部統制監査制度の導入期はその前の期に比べて監査報酬額（自然対数）は増加したことを示す結果を得る事ができた。

#### 4.2 検証B

次に、検証Bの分析結果と解釈を示す。

まず、モデル式で用いた各変数の基本統計量は、表3のとおりである。

検証結果は、以下のとおりとなった。

表4は、非上場化ダミー変数の検証を、内部統制監査制度導入前期間を検証対象期間として行ったものであり、表5は同制度導入後期間を検証対象期間として行ったものである。導入前期間の検証結果は、JSOX前に上場廃止した企業のみを非上場化企業として扱った分析であり、JSOX後期間の検証結果は、JSOX後に上場廃止企業のみが非上場化企業として行った分析であるので、この両分析は、JSOX前非上場化企業群（A）とJSOX後非上場化企業群（B）の比較を行ったとも解釈できるが、この両者には顕著な違いが見られる結果となった。

JSOX前非上場化企業についての結果（表4）をみると、上場コスト削減仮説の代理変数「afee\_s」（監査報酬負担比率）が1%水準で仮説どおり

表3 検証B 記述統計量の要約

#### 記述統計量

	<i>afee_s</i>	<i>cap_g</i>	<i>fcf_v</i>	<i>cash_h</i>	<i>debt_r</i>	<i>pbr</i>
最小値	0.0000	0.023	-6.353	0.028	0.000	-0.748
第1四分位値	0.0003	1.000	-0.025	1.080	0.074	0.568
中央値	0.0007	1.005	0.048	2.003	0.200	0.858
平均	0.0016	2.035	0.076	4.228	0.231	1.282
第3四分位値	0.0016	1.422	0.138	3.648	0.351	1.350
最大値	0.4286	710.200	39.940	1765.59	1.509	2316.30

#### 非上場化ダミー変数（各水準の個数）

	gp (Jsox前)	gp (Jsox後)
n=0	14,868	15,548
n=1	224	136

（注） 上記はサンプル数である。社数ベースでは、検証対象とした非上場化企業数は、113社である。JSOX前非上場化企業数は52社、JSOX後非上場化企業数は61社である。

表4 検証B 検証結果の要約(1)(JSOX前期間)

	推計値	標準偏差	P値	有意判定	期待符号
<i>(intercept)</i>	- 2.651	0.112	< 2e <sup>-16</sup>	***	
<i>afee_s</i>	84.721	28.194	0.003	**	+
<i>cap_g</i>	0.002	0.003	0.567		-
<i>fcf_v</i>	- 0.102	0.156	0.512		+
<i>cash_h</i>	- 0.006	0.018	0.761		+
<i>debt_r</i>	1.106	0.285	0.000	***	-
<i>pbr</i>	- 0.072	0.055	0.189		-

p値検定: \*\*\* ~0.1% \*\* ~1% \* ~5% . ~10% で有意

表5 検証B 検証結果の要約(2)(JSOX後期間)

	推計値	標準偏差	P値	有意判定	期待符号
<i>(intercept)</i>	- 1.793	0.219	2.82 e <sup>-16</sup>	***	
<i>afee_s</i>	35.476	31.876	0.265		+
<i>cap_g</i>	- 0.033	0.061	0.594		-
<i>fcf_v</i>	0.037	0.285	0.896		+
<i>cash_h</i>	0.022	0.015	0.137		+
<i>debt_r</i>	- 1.278	0.814	0.116		-
<i>pbr</i>	- 1.192	0.360	0.001	***	-

p値検定: \*\*\* ~0.1% \*\* ~1% \* ~5% . ~10% で有意

のプラスの符号で有意な結果が得られている。これに対して、JSOX後非上場化企業についての結果(表5)では、「afee\_s」は有意な結果は得られていない。それ以外の仮説の検証結果をみると、JSOX前非上場化企業の検証においては、「debt\_r」(有利子負債依存度)が、期待される符号とは逆のプラスの符号で有意な結果となっており、それ以外は有意な結果となっていない。一方、JSOX後非上場化企業の検証においては「pbr」(株価純資産倍率)が、期待される符号と同じマイナスの符号で、有意な結果が得られたが、それ以外

の仮説は有意な結果を得られなかった。

これらの結果から、JSOX前非上場化企業群とJSOX後非上場化企業群との間に、非上場化の要因について相違があり、支持される仮説が異なっていることが発見された。特に上場コスト削減仮説がJSOX前非上場化企業群においてのみ支持されたことは、JSOX前非上場化企業群が特異的に、監査報酬等の上場維持コストに敏感に反応しそれが非上場化要因となっていることが窺える一方、JSOX後非上場化企業群ではその特性が消失してしまっていることが示唆される結果となった。

## 5. 結語

我が国における内部統制監査制度の導入の議論は、2001年に起きたエンロン事件に端を発し2002年7月に成立した米国のSarbanes-Oxley法の影響を受け徐々に始まり、2004年10月のカネボウ粉飾事件が決定的きっかけとなって、2004年12月に金融庁が公表した「ディスクロージャー制度の信頼性確保に向けた対応（第二弾）について」においてはじめて、経営者による自社の内部統制制度の評価報告制度とそれに対する公認会計士等による外部監査制度の導入が提言された事を嚆矢としている。JSOX前非上場化企業群のサンプルは、監査報酬の有価証券報告書での任意開示が開始された2004年4月以降の非上場化企業を採取しているが、ほぼ、我が国において、内部統制監査制度の導入が議論されはじめた時期と同じと考えてよいと思われる。

この事を考え合わせると、JSOX前非上場化企業群について、JSOX後非上場化企業群と異なった特異な非上場化要因が検出・示唆されるのは、推測も交えて評価すれば、次のように考えられよう。すなわち、この時期に非上場化した企業は検証結果にみるように内部統制監査制度導入による監査報酬の増額等のコスト負担増について敏感な企業群であり、いわば「駆け込み」的に、内部統制監査制度導入前に、非上場化を選択したのではないか。そして、このような上場コストに敏感な企業群は、いわばJSOX制度導入前に「非上場化する企業は非上場化し尽くしてしまった結果」、JSOX後非上場化企業群の検証では、上場コスト削減仮説が有意性を失ったのではないだろうか。また、JSOX前非上場化企業群の検証において、「debt\_r」（有利子負債依存度）が仮説と逆に正の符号をとるのは、これらの「駆け込み」企業群が、成長性が乏しい、利益水準がさほど高くないなど

といった、上場メリットが少ない企業群であって、有利子負債を圧縮できるような収益力・成長力がなかった企業であったために、「結果的に」非上場化した企業の有利子負債依存度が比較的高かったということではないだろうか。

検証Aの結果にみるように、わが国の内部統制監査制度の導入は監査報酬を増加させる要因となった。そして、検証Bにおいて、JSOX前非上場化企業群の検証結果がJSOX後非上場化企業群の検証結果と異なり、上場コスト削減仮説を裏付ける結果が得られたことは、JSOX前非上場化企業群においては監査報酬の負担が高いことが非上場化の要因となったことを示している。両検証結果を併せて考えると、わが国における内部統制監査制度の導入が、監査報酬の増加を通じて、上場維持コストに敏感ないわば特異な特性を持つ企業群の排出を促進したことを示唆するものと考えられる。

### 《注》

- 1) 株式会社データバンクによるアンケート調査「新規株式上場意向に関するアンケート調査（2014年4月）」によると、IPO（新規株式公開）の目的として「知名度や信用度の向上（74.7%）」「人材の確保（51.4%）」「資金調達力の向上（47.6%）」「従業員の士気向上（37.7%）」「売上拡大（20.1%）」などが挙げられている（複数回答）。
- 2) 新興市場を「東京証券取引所マザーズ市場」「JASDAQ市場」「大阪証券取引所ヘラクレス市場」「札幌証券取引所アンビシャス市場」「名古屋証券取引所セントレックス市場」「福岡証券取引所Qボード」（いずれも当時。）と定義し、非新興市場はそれ以外とした。
- 3) 「新日本監査法人」「あざさ監査法人」「監査法人トーマツ」「あらた監査法人」（いずれも当時。）と定義した。
- 4) 『会社四季報』2003年1集～2014年4集、東洋経済新報社。「日本企業のM&Aデータブック 1985～2007」（2008年2月）及び「M&A全データ（2008年、2009年、2010年、2011年、2012年、2013年）」『MARR』2009年2月号、2010年2月号、2011年2月号、2012年2月号、2013年2月号、2014年2月号、㈱レコフデータ。
- 5) 上場企業が自己株式取得をする場合、市場買付け及び会社法上の特別な手続きによる場合（株主総会特別決議に基づく特定株主からの買付け等）以外の場合には、公開買付け

の方法によることが義務付けられており（金融商品取引法27条の22の2第1項）、これを「自己株TOB」と称している。「自己株TOBの手法による非上場化」とは、経営者以外の株主の保有する株式を企業が自己株TOBの手法により取得することにより、非上場化を図る方法である。

《参考文献》

- Block, S.B., 2004. The Latest Movement of Going Private: An Empirical Study. *Journal of Applied Finance*, Vol. 14, No. 1, 36-48.
- Engel, E., Hayes, R. M. and Wang, X., 2007. The Sarbanes-Oxley Act and firms' goig-private decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44, 116-145.
- Kamar, E., Karaca-Mandic, P. and Talley, E., 2008. Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis. *The Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 25, No. 1, 107-129.
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2008. 「監査報酬データの実証分析」『上場企業監査人・監査報酬白書（2008年版）』, 日本公認会計士協会出版局, 18～24頁.
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2009. 「監査報酬データの実証分析」『上場企業監査人・監査報酬白書（2010年版）』, 日本公認会計士協会出版局, 21～30頁.
- (同, 2012, 『わが国監査報酬の実態と課題』日本公認会計士協会出版局, 185～198頁に「我が国における標準監査報酬モデルの検討」として加筆再録)
- 監査人・監査報酬問題研究会, 2012. 『わが国監査報酬の実態と課題』, 日本公認会計士協会出版局, 61～63頁.
- 野瀬義明・伊藤彰敏, 2011. 「株式非公開化の決定要因」『証券経済学会年報』第46号, 39～54頁.
- 松田千恵子・山田雄二, 2013. 「非上場化企業の特性に関する研究－親子上場の解消に伴う完全子会社化の分析－」『日本ファイナンス学会予稿集』,  
[http://www.nfa-net.jp/timetable\\_nfa\\_no21\\_2.html](http://www.nfa-net.jp/timetable_nfa_no21_2.html)
- Mohan, N. J. and Chen, C. R., 2007. The Impact of The Sarbanes-Oxley Act on Firms Going Private. *Research in Accounting Regulation*, Vol. 19, 119-134.
- 矢澤憲一, 2007. 「監査報酬と非監査報酬の関連性」『会計プロGRESS』第8巻, 93-105頁.
- 矢澤憲一, 2009. 「監査報酬評価モデルの研究」『青山経営論集』第44巻第3号, 227～256頁.
- 矢澤憲一, 2012. 「監査報酬評価モデルの研究Ⅱ－内部統制監査の導入に焦点をあてて（2007-2011）」『青山経営論集』第47巻第1号, 79～97頁.

# 震災後 4 年半を経過した東北中小企業の 現状と課題

## *Existing Situation and Issues for SMEs in the Tohoku Region after the Great East Japan Earthquake*

金子 友裕 (東洋大学)  
Tomohiro Kaneko, Toyo University

### 論文要旨

本稿では、2011年度から2015年度までの4度にわたり行った東北税理士会所属の税理士に対するアンケート調査の結果の分析を行った。アンケート調査及びその前後のヒアリングを通じ、東日本大震災後、時間の経過とともに、経済状況等に变化が観察された。このため、各年度の質問項目を経済状況の変化に合わせて変化させてアンケート調査を実施した。

道路等のインフラを見れば、東日本大震災発生直後と比較し、相当程度、復旧・復興が進んでいる。しかしながら、アンケート調査の結果では、経済状況は未だ震災前に戻っていないと感じられている状態である。しかも、このような中で経済状況のさらなる悪化が生じている。

また、テキスト情報の分析においては、被災地の人口減少という大きな問題も示されており、東北中小企業の厳しい現状が明らかになった。

復興特需の50%が建設業との回答になっているが、事前ヒアリングにおいて建設業では建設資材等の高騰の問題も生じている等の指摘もあり、東北中小企業を取り巻く環境は十分な復旧・復興がなされないまま不安定な状態が続いている。

### Summary

Four and half years has passed since the Great East Japan Earthquake occurred.

After the Great East Japan Earthquake, questionnaire surveys conducted in October 2011, October 2012, January 2015 and October 2015 targeting the members of Tohoku Certified Public Tax Accountants' Associations.

Economic condition about SMEs in the Tohoku Region have changed since the Great East Japan Earthquake. But Tax Accountant cannot feel economic recovery and reconstruction on the same level with condition before the Great East Japan Earthquake. In addition, economic condition about SMEs in the Tohoku Region got worse form prior year in 2014 and 2015.

In text information analysis, Tax Accountants point that there are problems like a population outflow. And 50% of the economic boost effects is caused by construction industry. But Tax Accountant point that the price of construction materials get higher by hearing in advance. So Tax Accountants think that economic condition about SMEs in the Tohoku Region will continue to be tough.

## 1. 問題意識と研究の目的

2011年3月11日に発生した東日本大震災により、東北地方は大きな被害を受けた。特に、中小企業は、財務的基盤が弱く、資金繰りの悪化が倒

産につながりやすい。本研究の目的は、東北中小企業の経済的被害の実態の把握とその後の復旧・復興の現状の分析を行うことで、復旧・復興の問題等を明らかにすることである<sup>1)</sup>。

## 2. 研究手法

本研究では、中小企業の実態に詳しい税理士に対しアンケート調査を行うこととした。税理士へのアンケート調査を行うことにより、被災等により事業を廃止した事業者に関する情報も収集することができる。また、税理士は税務及び会計の専門家であることから、専門家の目線で中小企業の経済状況を明らかにすることができる<sup>2)</sup>。

本研究では、2011年度、2012年度、2014年度、及び2015年度にアンケート調査を実施した<sup>3)</sup>。各年度のアンケート調査に関する実施概要は表1の通りである。

## 3. 各年度のアンケート調査の結果概要

アンケート調査及びその前後のヒアリングを通じ、東日本大震災後、時間の経過とともに、経済状況等に変化が観察された。このため、アンケート調査の実施においても、各年度の質問項目を変化に対応できるように変更しつつ実施した。各年度におけるアンケート調査の概要は次のようにな

っている<sup>4)</sup>。

### 3.1. 2011年度アンケート調査の結果概要

2011年度アンケート調査実施時では、東日本大震災後の混乱が解消されていない状況にあり、被害の状況を把握する質問を中心とした。2011年度アンケート調査の結果、次の点が明らかになった。

資金繰りに悪化がみられ、その原因として、直接的被害のみならず、サプライチェーンの途絶等の間接的被害も大きな影響を与えていた。

さらに、資金繰りが悪化した中小企業は、地震津波の影響による直接的被害や間接的被害だけでなく、円高や株安等の地震津波以外の要因も、経済状況の悪化の原因になっている。このため、円高や株安等の地震津波以外の要因が、中小企業の経済状況にどのような影響を与えているか分析を行った。ここでは、顧問先の資金繰りが非常に苦しくなった・苦しくなったと回答したものを対象に、地震津波以外の要因がある場合とない場合に分け、クロス集計を行った。

この結果、地震津波以外の要因がある場合、直

表1 アンケート調査の実施概要

	2011年度	2012年度	2014年度	2015年度
調査対象	東北税理士会所属（東北6県）の税理士	東北税理士会所属（東北6県）の税理士	東北税理士会所属の税理士のうち、被災3県（岩手県・宮城県・福島県）に所属する税理士	東北税理士会所属（東北6県）の税理士
アンケート票の配布	配布日： 2011年10月3日 配布方法：郵送配布 配布数：2,489通	配布日： 2012年10月20日 配布方法：郵送配布 配布数：2,535通	配布日： 2015年1月6日 配布方法：郵送配布 配布数：1,713通	配布日： 2015年10月19日 配布方法：郵送配布 配布数：2,480通
アンケート票の回収	回収期日： 2011年10月20日 回収数：921通（うち、無効：6通）	回収期日： 2012年11月5日 回収数：710通（うち、無効：9通）	回収期日： 2015年1月19日 回収数：426通（うち、無効：1通）	回収期日： 2015年11月9日 回収数：552通（うち、無効：1通）
回収率	37.1% (36.8%)	28.0% (27.7%)	24.9% (24.8%)	22.3% (22.2%)

接的被害でも在庫等の項目では被害が大きくなっているが、間接的被害では、図1のように、地震津波以外の要因がある場合には全ての項目で被害の程度が大きくなっている。つまり、地震津波以外の要因が存在すると被害の程度が大きくなるという相乗効果が表れる。このため、直接的被害の一部及び間接的被害の対策においては、円高や株安等の要因が復旧・復興に悪影響を及ぼさないような施策を同時に行う必要があった。

### 3.2. 2012年度アンケート調査の結果概要

2012年度アンケート調査実施時では、被害の状況は概ね把握され、復旧・復興に向けた取り組みが行われている状況であった。このため、2012年度のアンケート調査では、復旧・復興の進捗状況と問題点の把握を中心とした質問とした。

2012年度アンケート調査では、復旧・復興の程度の代理変数として、この1年間の経済状況の変化について質問した。この結果は、被災3県の平均は3.56であり、わずかであるが期待値（3.5）を上回っており、この1年間でわずかに復旧・復興進んでいると感じられていることが伺える。一

方、その他3県の平均は3.07であり、経済状況がさらに悪化していると感じられている。

ここで、被災3県で復旧・復興を進ませた因子を調べることにし、以下の2つの仮説の検証を通じて分析を進めた。

【仮説1】復旧・復興（経済状況の回復）は、本質的な因子（一時的ではない因子）が影響を与えており、今後も復旧・復興が進んでいく。  
 【仮説2】復旧・復興には、一時的な因子も大きな影響を与えており、融資等の対策はもう少し継続する必要がある。

仮説1及び仮説2の検証のため、次のような回帰分析を行った。

$$\begin{aligned} & \text{復旧・復興の程度(この1年間の経済状況の変化)} \\ & = \text{融資} + \text{税制} + \text{会計} + \text{補助金} + \text{復興特需以外の売上} + \text{円高株安等}^5) - \text{原子力被害} \\ & \quad \langle \text{下線を本質的復旧・復興の代理変数と仮定} \rangle \end{aligned}$$

回帰分析の結果は、表2の通りである。

ここでは、被災3県における復旧・復興の因子のうち、融資の十分性、復興特需以外の売上変化、

図1 地震津波以外の影響の有無による間接的被害の差異

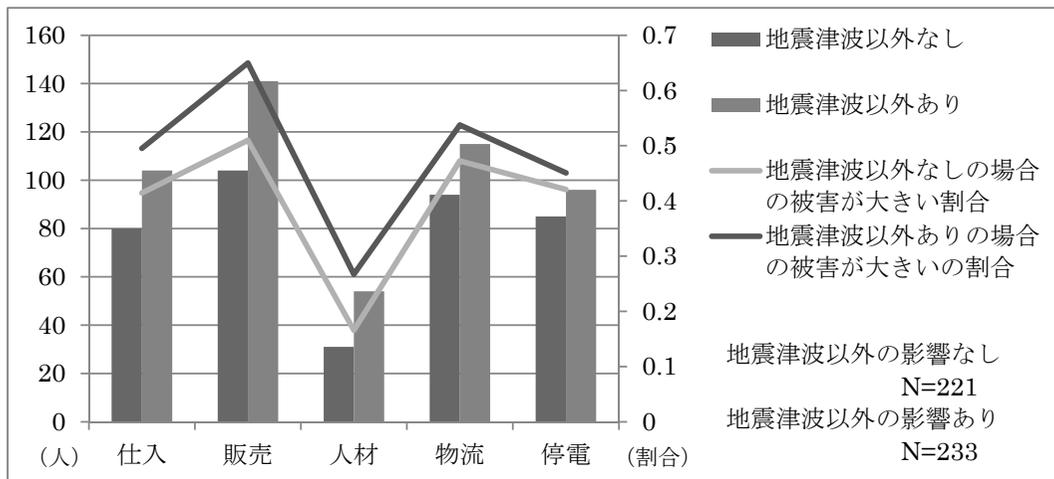


表2 2012年度の被災3県の復旧・復興の程度を進ませた因子の回帰分析<sup>6)</sup>

	標準化されていない係数		標準化係数	t 値	有意確率
	B	標準誤差	ベータ		
(定数)	.796	.288		2.763	.006
融資	.432	.055	.404	7.873	.000
復興特需以外の売上	.239	.056	.216	4.234	.000
補助金等	.083	.042	.101	2.005	.046

補助金の有用性の3つが貢献していることを表している。この中に、本質的な復旧・復興の因子と仮定した復興特需以外の売上変化も含まれており、仮説1については、被災3県の復旧・復興には、本質的な因子が含まれていることになる。このことから、現状と同じ状況が続けば、今後も継続して復旧・復興が進んでいくものと考えられる。

また、仮説2について、復旧・復興の程度を説明する因子には、融資の十分性や補助金等の影響が含まれている。さらに、融資の十分性については、復興特需以外の売上変化よりも影響が大きくなっている。このため、現状の復旧・復興は、特

別融資や補助金等の対策によって維持されている部分が大きく、これらの対策が打ち切られた場合、復旧・復興に大きな負の影響が出ることになる。

### 3.3. 2014年度アンケート調査の結果概要

2014年度アンケート調査実施時では、過去2度のアンケート調査から若干の時間経過があり、被災地の状況にさらなる変化があった。この変化の中で、被災直後とは異なる新たな問題<sup>7)</sup>が生じていることが予想された。このため、2014年度アンケート調査では、復旧・復興に向けた進捗状況の把握を継続しつつ、新たな問題の把握のための質問を中心に行い、自由記述による質問を多

図2 2014年度アンケート調査（問1）の階層別クラスター分析



く設定した。

ここでは、2014年度アンケート調査の特徴となる重要な問題を直接的に質問した（問1）のテキスト情報の分析結果と、経済状況の変化（悪化）についての原因に関する回帰分析の結果を示す。

### 3.3.1. 2014年度における重要な問題に関するテキスト情報の分析

2014年度アンケート調査の問1は自由記述の方法によったが、176人から回答を得られた。記入されたコメント（テキスト情報）について、テキストマイニングソフトである「KHCoder」を利用して分析を行った。問1に関し、名詞に限定し、階層別クラスター分析を行った結果が図2である。

この結果を簡潔に整理すると、2014年度アンケート調査における特徴としては、人口減少や住宅関係の記述の増加が見られる。高台移転等のように安全性と引き換えに暮らしやすさに問題が生

ずる等の苦渋の選択の中で、人口の減少に歯止めがかからないことを大きな問題と捉えている。また、建設に関する資材や人件費の高騰が、復旧・復興に大きな影響を与えていることを問題視している。

### 3.3.2. 2014年度アンケート調査による経済状況の悪化の分析

2014年度アンケート調査では、震災前と比較した被災3県における復旧・復興の程度（問12）及びこの1年における経済状況の変化（問13）を質問した。この結果は、表3及び表4である。

この結果から、税理士には震災前までの復旧・復興はなされていなく、この1年では、復旧・復興どころか、経済状況は悪化していると感じている<sup>8)</sup>。

このように被災3県すべてで、この1年は経済状況が悪化していると感じているが、この原因を分析するため、2012年度と同様の回帰分析を行

表3 2014年度における震災前と比較した復旧・復興の程度（人）

	岩手県	宮城県	福島県
1. 全くしていない	1	8	7
2. ほとんどしていない	13	39	32
3. あまりしていない	18	66	46
4. やや復旧・復興した	22	84	34
5. ほぼ復旧・復興した	3	23	17
6. 復旧・復興した	0	2	1
平均値	3.23	3.36	3.18

表4 2014年度におけるこの1年における経済状況の変化（人）

	岩手県	宮城県	福島県
1. 非常に悪くなった	0	0	0
2. 悪くなった	10	23	16
3. やや悪くなった	21	89	47
4. やや良くなった	21	99	69
5. 良くなった	6	4	3
6. 非常に良くなった	0	1	0
平均値	3.40	3.40	3.44

表5 2014年度の被災3県の経済状況を悪化させた因子の回帰分析

	標準化されていない係数		標準化係数	t値	有意確率
	B	標準誤差	ベータ		
(定数)	1.371	.222		6.190	.000
復興特需以外の売上	.258	.046	.297	5.640	.000
原子力被害	.125	.036	.181	3.455	.001
復興特需	.126	.034	.186	3.648	.000
融資等	.121	.040	.160	3.040	.003

った。

回帰分析の結果は、表5の通りである。

この結果から、経済状況の悪化の主要な原因は、復興特需以外の売上の減少、原子力被害、復興特需の減少、融資等であり、復興特需以外の売上が因子に含まれ、かつ、強い影響力を有することから、復旧・復興に向けた動きの停滞は、一時的ではないものと考えられる。

そもそも、経済状態が震災前に戻っていないままであるのに、復旧・復興が停滞している状況と考えられており、元通りに戻す（復旧）だけでなく、更なる発展（復興）をするためには、抜本的な対策を講じる必要があることが見て取れる。

### 3.4. 2015年度アンケート調査の結果概要

2015年度アンケート調査では、2014年度アンケート調査の結果を受け、重要と指摘された項目につき自由記述の質問項目等を変更したが、2014

年度アンケート調査との比較可能な質問を多く残して実施した。また、2014年度アンケート調査と異なり、2015年度アンケート調査では東北6県の税理士を対象に実施した。

#### 3.4.1. 2015年度アンケート調査による経済状況の悪化の分析

2015年度アンケート調査における、震災前と比較した復旧・復興の程度及びこの1年における経済状況の変化については、表6及び表7である。

表6から、東北6県全てで、「6. 復旧・復興した」の回答はほとんどない。秋田県、宮城県及び山形県の税理士は、期待値（3.5）を超えており震災前の状況まで復旧・復興しつつあると感じているが、それ以外では震災前までの復旧・復興も感じられていない。

また、表7から、2015年度アンケート調査においても、この1年では東北6県全てで復旧・復興どころか、経済状況は悪化していると感じてい

表6 2015年度における震災前と比較した復旧・復興の程度（人）

	青森県	岩手県	秋田県	宮城県	山形県	福島県
1. 全くしていない	1	0	3	1	0	3
2. ほとんどしていない	6	8	9	20	7	14
3. あまりしていない	20	28	13	59	11	36
4. やや復旧・復興した	13	17	17	70	18	35
5. ほぼ復旧・復興した	19	4	4	33	10	14
6. 復旧・復興した	2	1	2	3	4	1
平均値	3.80	3.34	3.33	3.66	3.86	3.45

表7 2015年度におけるこの1年における経済状況の変化（人）

	青森県	岩手県	秋田県	宮城県	山形県	福島県
1. 非常に悪くなった	0	0	0	1	1	0
2. 悪くなった	4	6	8	16	3	11
3. やや悪くなった	27	23	22	80	27	32
4. やや良くなった	32	23	18	81	22	57
5. 良くなった	0	1	1	6	3	2
6. 非常に良くなった	0	0	0	0	0	0
平均値	3.44	3.36	3.24	3.41	3.41	3.49

る。この点は2014年度の被災3県からの回答も同様であり、経済状況の悪化が継続している。

### 3.4.2. 2015年度アンケート調査における被災3県の経済状況の悪化の因子

この原因を分析するため、2012年度と同様の回帰分析を行った。ここでは、2012年度及び2014年度との比較の観点から被災3県における結果を示すこととする。

2015年度の回帰分析の結果は、表8の通りである。この結果から、経済状況の悪化の主要な原因は、復興特需以外の売上の減少、税制の影響、会計の影響、アベノミクスとなっている。2014年度アンケート調査に引き続き、復興特需以外の売上が因子に含まれ、強い影響力を有することから、復旧・復興に向けた動きの停滞は、一時的ではないものと考えられる。

ただし、復興特需以外の売上の項目以外は、2014年度アンケート調査と大きく異なっており、融資等の項目が除かれ、税制や会計が影響を与え

ている。また、アベノミクスが要素に上がってきている。この変化に関しては、事後ヒアリング等での検証が必要であると思われるが、被災地において震災直後のような融資等に依存する状況からの変化が表れている可能性がある。

## 4. 年度比較による分析

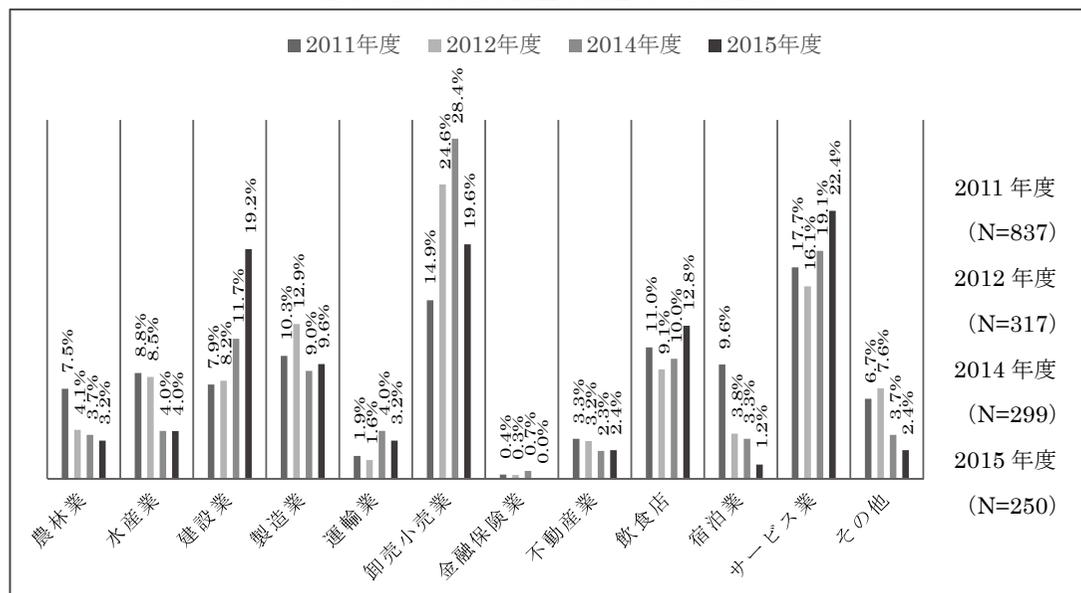
本研究では、2011年度、2012年度及び2015年度は、東北6県を対象にアンケート調査を行ったのに対し、2014年度では、被災3県に限定してアンケート調査を行っており、調査対象に差異がある。また、質問項目の多くは、復旧・復興の進捗等に従い、変更せざるを得なかった。

このような状況であるが、被災3県に限定すれば、一定の項目については年度比較が可能となっている。ここでは、この比較可能な項目のうち、4年度の比較可能な倒産企業の業種と2012年度、2014年度及び2015年度で比較可能な復興特需の

表8 2015年度の被災3県の経済状況を悪化させた因子の回帰分析

	標準化されていない係数		標準化係数	t値	有意確率
	B	標準誤差	ベータ		
(定数)	.894	.201		4.438	.000
復興特需以外の売上	.300	.049	.279	6.058	.000
税制	.165	.042	.196	3.973	.000
会計	.138	.037	.180	3.676	.000
アベノミクス	.156	.048	.156	3.282	.001

図3 被災3県の倒産の業種（4年度比較）



業種について取り上げる。

#### 4.1. 倒産の業種

4年度を通じた倒産の業種は、図3の通りである。どの年度においても、金融保険業を除けば全ての業種にも幅広く倒産が観察される。2011年度においては、農林水産業及び宿泊業の割合が他の年度と比較すると多い。また、年度の経過に従い建設業の倒産割合が増加している傾向にある<sup>9)</sup>。

#### 4.2. 復興特需の業種

2012年度、2014年度及び2015年度の復興特需については、図4の通りである。復興特需の影響はあまり小さくなく<sup>10)</sup>、復興特需が継続している業種では建設業の割合が増加し、2015年度では約半分が建設業という状態になっている。

当然、建設業については、インフラ整備等により生じた特別な需要があり、被災地の経済に好影響を与えているものと思われる。とはいえ、被災後4年半が経過し、そろそろ整備されたインフラ

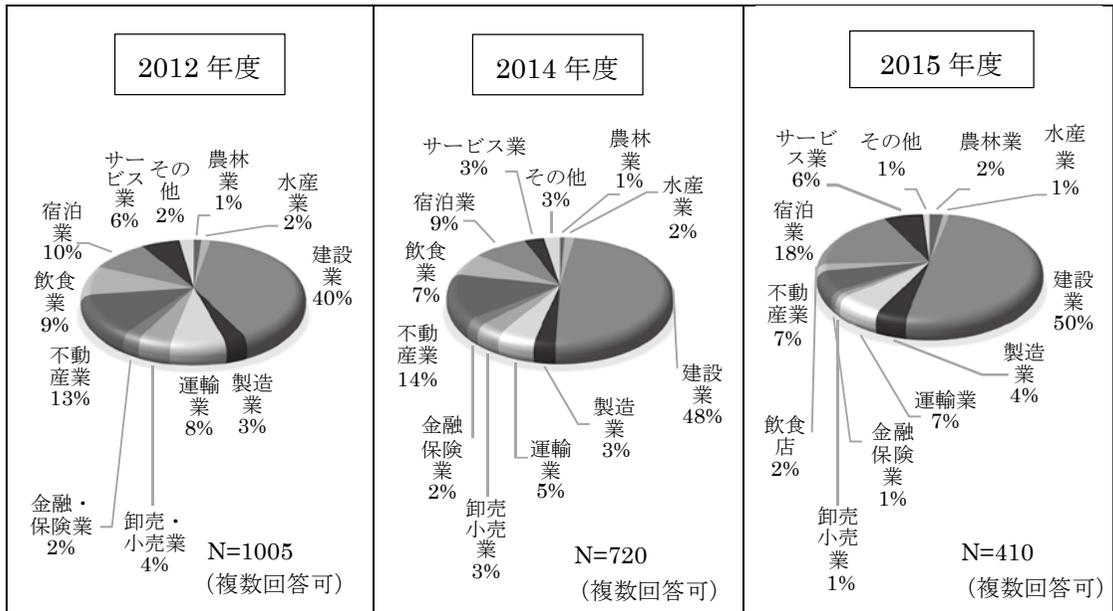
を活用した需要の掘り起こしを期待したいところであるが、現実としては建設業が被災地の経済を支えている<sup>11)</sup> 状況のままであることが何え、時の経過に従いこの傾向は進んでいる状態にある<sup>12)</sup>。

なお、2015年度では、それ以前と比較すると、宿泊業の割合が増加している。被災地にも観光が戻りつつあるものと思われる。また、不動産業の割合が減少しているが、福島県であれば26.8%（22人/82人、複数回答可）であり、長く原発による影響を受けている福島県の不動産業に動きがあり、それ以外の県の不動産業の特需は停滞しつつあるようである。

## 5. 本研究のまとめ

本研究では、税理士を対象にアンケート調査の方法により、中小企業の経済的実態の把握や東日本大震災後の復旧・復興に関する状況変化の調査を行った。税理士を通じたため、実際の経済状態そのものではなく、税理士の感じるものとなって

図4 復興特需の業種



いる。このため、中小企業に詳しい専門家としての感覚が質問できた反面、税理士によるバイアスが生じている。これらの点については、時間の経過により明らかになるマクロ指標との事後的な突合や事後ヒアリングを通じた税理士の回答の意図の把握等により検証する必要がある<sup>13)</sup>。

本研究では、2011年度から4度にわたるアンケート調査を行ってきており、この時間の経過の中で、東日本大震災発生直後と比較すれば、相当程度、復旧・復興が進んでいる。しかしながら、未だ多くの県で震災前にも戻っていないと感じられている状態にもかかわらず、近年では経済状況の悪化が生じている。テキスト情報の分析でも示したように、長期的な観点として、被災地の人口減少という大きな問題も残されている中、短期的な観点としても、近い将来すら見通せぬ厳しい現実が被災地に存在していることが明らかになった。

最後に、これまでの研究の成果として本稿をま

とめたが、震災研究としてはさらなる課題が多く残されていることを強調しておきたい<sup>14)</sup>。

《注》

- 1) 本稿は、日本ディスクロージャー研究学会、特別プロジェクト（代表：柴健次（関西大学））における研究に、その後の震災研究のデータ等を加えたものである。特別プロジェクトでは、2014年度アンケート調査までのデータに基づき暫定的結論として最終報告書にまとめた。本稿は、柴代表の了解のもと、最終報告書に2015年度アンケート調査のデータを加えたものである。
- 2) ただし、税理士にアンケート調査を行うことから、税理士目線での回答となり中小企業の実態と異なるバイアスが含まれること、税理士は税理士法に基づく守秘義務があり個別具体的な内容については回答出来ないこと、等が研究上の制約となる。なお、守秘義務については、税理士のクライアント全体のイメージとして質問する等の工夫を加え、アンケート調査を実施した。
- 3) 2011年度及び2012年度におけるアンケート調査の結果を整理した『東日本大震災後の東北6県の中小企業の経済的実態と復旧・復興に関する報告書』を作成した。2013年度は、この報告書を東北6県、東北経済産業局、東北税理士会に提出する等し、この段階における研究結果に対する意見の聴取を行っており、新たなアンケート調査を行っていない。

- 4) 2011年度アンケート調査については金子 (2013a)、2011年度アンケート調査と2012年度アンケート調査については金子 (2013b) や金子 (2013c) にも調査結果等を記載しているので参照されたい。
- 5) 2014年度及び2015年度においては、「いわゆるアベノミクスにより円高株安から円安株高にシフトしたと言われていきます。円安株高は復旧・復興に役立っていると思いませんか。」の質問とし、円安株高の影響としてアベノミクス関連の質問を変更している。
- 6) 因子の投入はステップワイズ法によっている (2014年度アンケート調査及び2015年度アンケート調査も同じ)。
- 7) 高台移転等の問題以外にも、2014年度アンケート調査の事前ヒアリングでは、「大震災被災企業は、支援機構などが入って補助金や金融支援を受けた先はありますが、再生が難しいという企業もちらほら出てきています。再生案件は被災企業に限らず中途半端になっている印象があります。」という回答があり、融資等の支援を受けた企業の再生の成否が問われる時期になっていることが指摘されている。
- 8) 本研究では、税理士へのアンケート調査の手法を用いているため、税理士の主観が介入することになる。このため、経済実態が停滞ないし、ごくわずかに回復していたとしても、これまでの復旧・復興に向けたペースから大幅に減速した場合、悪化と感じられる等の可能性を考慮する必要がある。
- 9) 倒産の業種については、2011年度と2012年度におけるその他3県では、被災3県と比較して建設業の倒産割合が高くなっていた。事後ヒアリングでは、被災地の復旧工事等のため、資材が被災地優先となっていること等が原因の可能性である旨の指摘があった。
- 10) 2014年度及び2015年度において、復興特需の影響を質問している (2012年度は同様の質問なし) が、その結果は、平均値約3.8及び約3.6であり、期待値の3.5をやや超える程度となっている。
- 11) 2014年度アンケート調査において、復興特需以外の売上の増減の質問に対し、その結果 (平均値) は2.9であり、期待値 (3.5) を大きく下回っている。2014年度アンケート調査実施時において、復興特需以外に状況は大きく悪化している中で、復興特需に頼らざるに支えられている状況にあることが伺われる。2015年度アンケート調査における復興特需以外の売上の増減の質問に対しても、その結果 (平均値) は2.9であり、期待値 (3.5) を大きく下回ったままである。
- 12) 2015年度アンケート調査の事前ヒアリングでは、「岩手県の最近の状況は相変わらず建設業関係は復興特需にあり、逆に建設費高騰により大きな借入金を背負ってしまった学校法人があり、今後の運営に支障を来すことが懸念されております。内陸部では沿岸部の復興需要の影響を受けておおむね順調な経済状況となっていると思われます。」等のコメントがあった。建設業に復興特需がある反面、中国経済やオリンピックの影響による資材等の高騰による影響も生じているようである。
- 13) 既に税理士に対する一定の事後ヒアリングを行っており、データの解釈等に反映させて頂いているが、可能であれば中小企業そのもののヒアリング等が必要であると考えている。
- 14) 本研究の一部については、科学研究費助成事業 (基盤研究C) 26510009の補助を受けている。

---

《参考文献》

- 金子友裕, 2013a. 震災による中小企業の被災状況に関する緊急調査報告, 柴健次他編著『リスク管理とディスクロージャー』同文館出版, 117-127頁。
- 金子友裕, 2013b. 「東日本大震災後の中小企業の復旧・復興に会計が果たした役割」『産業経理』第73巻第3号, 135-143頁。
- 金子友裕, 2013c. 「税理士へのアンケート調査を通じた東北中小企業の現状分析—東北中小企業における大震災の影響と復旧・復興の状況に関する暫定的結論—」『中小企業ベンチャービジネスコンソーシアム年報』第11号, 4-17頁。

# 経営者予想を用いた残余利益モデルと異常利益成長モデルの評価精度の比較

## *Comparison of the valuation accuracy of residual income valuation model and abnormal earnings growth model with management's forecasts*

畔 上 達 也 (株式会社金融工学研究所)

*Tatsuya Azegami, Financial Technology Research Institute Inc.*

### 論文要旨

本稿は2000年度から2013年度の日本市場のデータを用い、残余利益モデル(RIVモデル)と異常利益成長モデル(AEGモデル)の評価精度を分析したものである。(1)株主資本コスト、(2)長期成長率、(3)将来の予想利益水準を設定し、モデルから導き出される推定株価と実際の株価を比較している。比較の結果、RIVモデルのほうが相対的に高い評価精度を持っており、さらにRIVモデルによって構築された投資戦略は、AEGモデルによって構築された投資戦略を上回るパフォーマンスを示している。評価精度の差を生み出す主因は、株主資本コストと予想利益に対する感応度の違いにあり、AEGモデルの推定株価はこれらの設定に対する感応度が高い。特に、低い株主資本コストと高い予想利益を設定した場合に、AEGモデルの評価精度が低くなる可能性がある。したがって、実務上用いるモデルとしては、株主資本コストと予想利益の設定に対して相対的に安定した結果をもたらすRIVモデルが適切である。

### Summary

Using Japanese market data from 2000 to 2013, this study examines the accuracy of the residual income valuation model (RIV) and the abnormal earnings growth model (AEG) in the valuation of expected stock prices in comparison with existing stock prices. This study compares these stock prices under the following three settings: (1) cost of equity capital, (2) long-term growth rate, and (3) expected future earnings. Consequently, RIV has a higher accuracy of valuation than AEG. Moreover, the investment strategy of RIV exhibits higher levels of performance than AEG. The main reason for this is a difference in sensitivity to the cost of equity capital and expected future earnings, and stock price estimations by AEG are highly sensitive to these settings. In particular, if you set a low value for the cost of equity capital and a high value for expected earnings, the accuracy of valuation by AEG would be low. Therefore, RIV is appropriate as a model for practical use because it provides relatively stable results with respect to the combination of the cost of equity capital and expected earnings.

## 1. はじめに

株主価値評価が求められる場面は、企業買収における買収金額の算出、株式を新規に公開する際の売り出し価格の決定、株式投資の際の銘柄選定など、様々である。そこで実務家に用いられる伝統的な株主価値の評価モデルとしては、配当割引モデル、キャッシュフロー割引モデルなどがある。

配当割引モデルは、株主価値を将来予想される配当の現在価値として捉えるモデルであり、キャッシュフロー割引モデルは、株主価値を将来予想される株主に帰属するフリーキャッシュフローの現在価値として捉えるモデルである。近年では、Feltham and Ohlson (1995)によって再び見出された残余利益モデル (Residual Income Valuation model; 以下、RIVモデル)やOhlson and Juettner-

---

謝辞：本論文は、筆者が早稲田大学大学院ファイナンス研究科在学中に行った研究をまとめたものであり、終始ご指導ご鞭撻を頂きました薄井彰早稲田大学教授に心より感謝申し上げます。

連絡先：畔上 達也 東京都中央区日本橋1-4-1 (株)金融工学研究所  
TEL : 03-3276-3440 FAX : 03-3276-3439 E-mail : tazegami@r-i.co.jp

Nauroth (2005) の異常利益成長モデル (Abnormal Earnings Growth model: 以下、AEG モデル) が注目されている。これらの株主価値評価モデルは、企業の会計数値とその予想を用いて株主価値を推定し、いずれも割引配当モデルから導出されるモデルである。そして、どのモデルも無限期間の予測が必要であることが共通する難点であり、実務上はそれぞれのモデルごとに要求される変数に仮定を置いて、将来予測を簡略化した形に変形した上で用いられている。また、そのモデルごとに要求される変数の予測の難易度が異なることもあり、理論的には同じモデルから導出されながらも、モデルによって推定される価値に差異が出る。そしてモデルによる評価が異なるならば、その精度も異なるものと考えられるのが自然である。

実際のデータを用いて伝統的な株主価値の評価モデルと RIV モデルの評価精度を比較した論文は多いが、RIV モデルと AEG モデルの評価精度を比較した論文はまだ少ない。調査した限りでは、Penman (2005)、Jorgensen et al. (2011)、株主資本コスト推計の観点から RIV モデルと AEG モデルを比較検証した論文として、Gode and Mohanram (2003) などがある。いずれもアメリカのデータを用いた実証研究であり、概ね RIV モデルの優位性を示している。日本では、評価精度そのものに焦点を当てたものではないが、RIV モデルと AEG モデルを用いて会計情報と株価の関連性と会計情報の株価決定力を分析した花村 (2009)、Gode and Mohanram (2003) 同様の手法を用いて株主資本コストの比較検証を行った新谷 (2013) などがある。Jorgensen et al. (2011) は結論において、投資家が焦点を当てる業績数値は国によって異なる可能性があり、他の国で一般化することが可能と主張するものではない旨を述べている。もし日本市場のデータを用いても、RIV モデルが AEG モデルよりも優れていることが示さ

れるならば、RIV モデルの優位性を一般化することに貢献し、ひいては公正な企業価値評価に益すると考える。さらに、たとえ RIV モデルの優位性が揺るがないにしても、様々な観点から RIV モデルと AEG モデルの評価精度を比較することや、その差を生み出す要因についての分析結果を明らかにすることは、今後の株主価値評価モデルの研究に貢献するだろう。

本稿は、2000年度から2013年度の日本市場のデータを用い、RIV モデルと AEG モデルに焦点を当てて、その評価精度をモデルから推定される株価と実際の株価を比較することによって分析するとともに、モデルの評価精度の違いをもたらす要因について分析する。評価精度には、モデルから推定される株価を実際の株価で除した比率 (以下、V/P 比率)、モデルから推定される株価から実際の株価を引き、その絶対値を実際の株価で除した比率 (以下、絶対評価誤差率)、そしてモデルから得られた V/P 比率を用いた投資戦略から得られる事後の株価収益率を用いる。第一の分析では、すべてのデータを用いて RIV モデルと AEG モデルにより求められた推定結果からモデルの特徴を概観し、モデルにより株主価値を推定する際に要求される株主資本コストの設定によって V/P 比率がどのような値となるのか分析する。第二の分析として、モデルの評価誤差に焦点を当て、年度ごとあるいは業種ごとに分割したデータから求めた絶対評価誤差率の統計量を用いて RIV モデルと AEG モデルの評価精度について検証する。第三の分析では、RIV モデルと AEG モデルの絶対評価誤差率と、モデルに用いられる変数およびリスクファクターとの関連性を確認し、モデルの評価誤差を生み出す要因について分析する。第四の分析として、両モデルから求められる V/P 比率を用い、V/P 比率の低いグループと高いグループに分けて事後の株価収益率を測定すること

で、両モデルの評価精度（あるいは予測力）を比較する。

なお、Jorgensen et al (2011)、Gode and Mohanram (2003) などの先行研究は、I/B/E/Sなどのアナリスト予想を用いて評価精度の検証を行っているが、本稿は業績予想として、日本においてアナリスト予想と並んで用いられることの多い、決算短信と同時に発表される当初の経営者予想を用いている。また、日本の企業で最も多い3月決算のデータに限らず、期間内のすべての決算期について広範に調査を行っていることも、本稿の特色として挙げられる。

以下、第2章ではRIVモデルとAEGモデルを用いた先行研究を整理し、第3章では用いるモデルとサンプルについて詳述する。第4章ではモデルの評価精度についての分析結果を報告し、第5章で結論を述べる。

## 2. モデルの展開と先行研究

### 2.1. RIVモデルとAEGモデル

まず、Feltham and Ohlson (1995) のRIVモデルとOhlson and Juettner-Nauroth (2005) のAEGモデルについて簡単に整理する。どちらも配当割引モデルを出発点とする。現時点を $t=0$ とすると、配当割引モデルは次のように表される<sup>1)</sup>。

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} d_t \quad (1)$$

ここで、 $P_0$ は0時点の株価である。 $R$ はグロスの株主資本コストであり、 $R=1+r$ である。また、 $R>1$ であり、一定とする。 $d_t$ は0時点における $t$ 期の配当の期待値である。もし、配当が永遠に1期先の配当の期待値のまま一定と仮定するならば、 $P_0=d_1/r$ と表すことができ、一定の成長率 $g$ で増加することを仮定するならば（但し、 $r>g$ ）、

$P_0=d_1/(r-g)$ と表すことができる。いずれも無限等比級数の和の公式より導出が可能である。次に、以下の代数方程式を考える。

$$0 = y_0 + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} (y_t - R y_{t-1}) \quad (2)$$

ここで $\{y_t\}_{t=0}^{\infty}$ は、 $T \rightarrow \infty$ のとき $R^{-T} y_T \rightarrow 0$ を満たすならば、どのような数値の流列でもよい。(2)式右辺を展開すると、 $y_0 + \frac{y_1}{R} - y_0 + \frac{y_2}{R^2} - \frac{y_1}{R} + \dots + \frac{y_T}{R^T} - \frac{y_{T-1}}{R^{T-1}}$ となり、最終的には $\frac{y_T}{R^T} = R^{-T} y_T$ だけが残るため、(2)式が成り立つ。この(1)式と(2)式を合計すると、次の式を導出することができる。

$$P_0 = y_0 + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} (y_t + d_t - R y_{t-1}) \quad (3)$$

この(3)式 $\{y_t\}_{t=0}^{\infty}$ の流列を、資本化された利益の期待値の流列と考えるものが、AEGモデルである。すなわち、

$$P_0 = \frac{Earn_1}{r} + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} z_t \quad (4)$$

である。ここで、 $Earn_1$ は0時点における1期先の利益の期待値、 $z_t = r^{-1} [Earn_{t+1} + r \cdot d_t - R \cdot Earn_t]$ である。つまり、将来にわたって $Earn_1$ の利益を獲得し続けることを基準とし、毎期の利益成長率が株主資本コスト並みであれば、 $\sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} z_t = 0$ であり、 $P_0 = Earn_1/r$ となる。したがって、異常利益成長をプレミアムと考えていることになる。なお、異常利益成長はMMの配当無関連性命題に則り、配当調整を行った上で考える必要がある。次の単純な事例で、まずは $z_1$ について考えてみる。 $t=0$ の現時点において、 $r=10\%$ の負債のない企業A、Bがあるとす。いずれも1期先の予想利益 $Earn_1=100$ で、Aは無配、Bはこの利益から30を配当すると予想される。A、Bいずれも配当控除後の利益成長率として株主資本コストと同じ

10%が期待される、つまり、配当控除後の2期先の予想利益についてAは110、Bは77と期待される場合、いずれも $z_t=0$ でなければならない。この関係を満足するように、 $r \cdot d_t$ が調整項として加えられているのである。そして、永遠に配当控除後の利益が株主資本コストと同じ率で成長するならば、 $\sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} z_t = 0$ である。配当控除後の利益成長率が株主資本コストを超えない限り、異常利益成長の価値は上乘せされない。したがって、AもBも株価は $100/0.1+0=1,000$ となり、配当政策により企業価値が変わらないことが示される。

次に、(3)式の $\{y_t\}_{t=0}^{\infty}$ の流列を自己資本簿価の流列とすると、

$$P_0 = bv_0 + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} (bv_t + d_t - Rbv_{t-1}) \quad (5)$$

となる。ここで、 $bv_t$ は $t$ 期の自己資本簿価を表す。(5)式にクリーンサープラス関係 $bv_t = bv_{t-1} + Earn_t - d_t$ を代入すると、(6)式のRIVモデルが得られる。

$$P_0 = bv_0 + \sum_{t=1}^{\infty} R^{-t} (Earn_t - r \cdot bv_{t-1}) \quad (6)$$

RIVモデルは、期初の自己資本簿価を株主資本コストで運用して得られる額と同額の利益を将来にわたって獲得し続ける場合に、 $P_0 = bv_0$ となることを意味しており、期初の株主資本を用いることによって通常期待される利益を超過する利益をプレミアムと考えていることになる。また、RIVモデルは(5)式から(6)式を導出したように、予想される会計数値に加え、クリーンサープラス関係を必要とするモデルである。一方、AEGモデルは予想される会計数値を必要とするだけで、クリーンサープラス関係を必要としないモデルである。さらに、RIVモデルは評価の基礎として、当期の株主資本簿価という貸借対照表から抽出可能

な事実を用いた上で、予想される将来の残余利益を併せて用いているのに対し、AEGモデルは、1期先の利益の期待値を株主資本コストで除した値を評価の基礎に用い、それに加えて予想される将来の異常利益成長を用いる、予想のみで構成されるモデルであることも大きな違いである。

## 2.2. 先行研究

実際のデータを用いてRIVモデルとAEGモデルの評価精度を分析した論文として、Penman (2005)、Jorgensen et al. (2011)がある。また、株主資本コスト推計の観点から、RIVモデルとAEGモデルを比較検証した論文として、Gode and Mohanram (2003)などがある。

Penman (2005)は、AEGモデルの長所として、クリーンサープラス関係を必要とせずに一株あたりの単位で適用することが可能なこと、短期的には比較的高い成長率で、長期的には低い成長率になるという多段階の成長モデルとして簡明であることを挙げている。短所としては、クリーンサープラスのような規律がないので、 $\{y_t\}_{t=0}^{\infty}$ の流列が資本化された期待利益の流列である必然性がないこと、一株あたりの単位で適用するには、将来の発行済株式数をモデルに組み込まなければならないが、従業員ストックオプションや転換社債発行を考えると、それが難しいこと、予測のための情報を持っている当期の株主資本簿価を用いていないこと、一時的な構成要素を含んでいる可能性の高い予想利益を評価の基礎に用いていることなどを挙げている。その上で、1975年から2002年のアメリカの企業のデータを用いて、2期間RIVモデルとAEGモデルによるV/P比率の中央値を調査し、全てのデータと年ごとのデータを用いた分析のどちらも一貫して、AEGモデルよりもRIVモデルによる推定株価から得られたV/P比率が相対的に1に近いとの結果を示した。さらに

Penman (2005) は、AEGのV/P比率の分散が大きいことについても指摘している。

Jorgensen et al. (2011) は、1984年から2005年のアメリカ企業のデータを用いて、予測期間より先の残余利益が一定であると仮定するモデル(RIVC)、予測期間より先の残余利益が一定の率で成長すると仮定するモデル(RIVG)、最初の2年については予想ROEを用い、それより先は予想ROEが10年間かけて業種平均のROEに線形で収束し、その後は残余利益が一定と仮定するモデル(RIVI)の3種類のRIVモデルと、Ohlson and Juettner-Nauroth (2005) オリジナルのAEGモデル(OJ)、予測期間の先の異常利益成長が変化せず配当を行わないとするAEGモデルの特殊ケース(PEG)の2種類のAEGモデル、それぞれ2期間と5期間の予測を必要とする、合計10種類のモデルを用いて評価精度を分析している。分析に際し、同業種の株価とモデルから推定される株価を用いた調和平均を用いて推定株価を調整するマルチプル評価アプローチを採用し、全てのデータに一律に適用される仮定、例えば長期成長率が過大あるいは過小であることによる全体の結果に及ぼすバイアスを緩和する工夫を行っている。評価精度の基準は、絶対評価誤差率の平均(MAPE)、絶対評価誤差率が15%を超えるサンプルの割合(15%APE)、絶対評価誤差率の四分位範囲(IQRPE)により分析を行っている。その結果、すべての種類のAEGモデルの評価精度が、最も評価精度の低い種類のRIVモデルにも劣っていることを示した。また、AEGモデルは予測期間を増やすことで評価精度が改善し、RIVモデルは予測期間を増やしても評価精度が改善しないことも示している。これらの結果からAEGモデルの評価精度の低さの原因として、当期利益に含まれるノイズを挙げ、それが短期的な期待利益成長に影響し、長期的な期待利益を歪めるためであると述べ

ている。

Gode and Mohanram (2003) は、1984年から1998年のアメリカ市場のデータからRIVモデルとAEGモデルを用いて推定したリスクプレミアムと、システムティックリスク、利益の変動性、アンシステムティックリスク、レバレッジ、規模といった各種リスクファクターとの関連性を調査し、概ね正の相関が得られたことを示している。さらに、事後の実現リターンと事前のリスクプレミアムの関連性についても調査し、RIVモデルによって推定したリスクプレミアムがAEGモデルよりも優れた予測を示すとも述べている。但し、RIVモデルで用いた業種ROEの中央値の求め方<sup>2)</sup>によってはAEGモデルのほうが優れた予測を示しており、RIVモデルは追加的な情報の用い方に対する感応度が高い一方で、モデルの単純明快さのおかげでAEGモデルの結果は頑健であると述べている。

日本では花村 (2009) が、2000年から2008年の日本のデータを用いて、対数線形化したRIVモデルとAEGモデルによって、会計情報と株価の関連性と会計情報の株価決定力を分析している。花村 (2009) は、会計情報と株価に高い関連性があることを示したが、これらのモデルだけでは株価が説明できず、株価の決定要素として会計情報以外の要素の存在を示唆している。また、新谷 (2013) は、Gode and Mohanram (2003) 同様の手法を用い、2000年から2012年の日本市場のデータを使用して、RIVモデルとAEGモデルから株主資本コストを算出し、リスクファクターとの関連性を分析しているが、日本のデータを用いてRIVモデルとAEGモデルの評価精度そのものに焦点を当てた論文は、調査した限りにおいては発見できなかった。また、資本コストに対する感応度や、Jorgensen et al. (2011) がAEGモデルの評価精度の低さの原因として指摘している将来予想

される利益によって、推定株価がどれほどの影響を受けるかについて分析することは十分意義のあることと考える。そこで本稿は、日本のデータを用いて AEG モデルに対する RIV モデルの評価精度の優位性について検証し、モデルの評価精度の差を生み出す要因を分析する。

### 3. リサーチデザイン

#### 3.1. 検証に用いる 2 期間モデル

さて、(1) 式に関してある仮定を行うことで定額配当モデルやゴードンモデルを導くのと同様に、(4) 式も (6) 式も実際に株主価値推定に用いるには、無限期間の予測を必要とするモデルから、実用的なモデルへの変形が必要である。つまり、ある仮定を行ってターミナルバリュー項を導入する必要がある。AEG モデルについては、異常利益成長が一定の成長率  $g_{AEG}$  で成長すると仮定するモデルを用いる。

$$V_{AEG} = \frac{Earn_1}{r} + \frac{z_1}{r - g_{AEG}} \quad (7)$$

ここで、 $z_1 = r^{-1}[Earn_2 + r \cdot d_1 - R \cdot Earn_1]$  である。(7) 式からわかるとおり、2 期先までの利益予想が必要である。

RIV モデルについては、Jorgensen et al. (2011) で示されたとおり、代表的なものとして 3 種類の RIV モデルが存在する。モデルの評価精度を比較するには、予測期間の設定や、ターミナルバリューに関する仮定など、可能な限り条件を合わせて行うべきである。Penman (2005) は、クリーンサープラス会計を仮定して、異常利益成長が残余利益の差として表されることを示している。クリーンサープラス会計  $bv_t = bv_{t+1} + Earn_t - d_t$  が与えられるならば、 $rz_t = Earn_{t+1} - r \cdot bv_t - (Earn_t - r \cdot bv_{t-1})$  となる。そこで、異常利益成長が一定の率で成長

する AEG モデルと対応する RIV モデルとして、残余利益が一定の率  $g_{RIV}$  で成長すると仮定する次の 2 期間予測を用いた RIV モデルを用いる。

$$V_{RIV} = bv_0 + \frac{Earn_1 - r \cdot bv_0}{1 + r} + \frac{Earn_2 - r \cdot bv_1}{(1 + r)(r - g_{RIV})} \quad (8)$$

残余利益の成長率  $g_{RIV}$  について考えると、異常利益成長のグロスの成長率を  $G_{AEG} = 1 + g_{AEG}$  と仮定し、 $Earn_t - r \cdot B_{t-1} = RI_t$  と置けば、

$$\frac{rz_{t+1}}{rz_t} = \frac{RI_{t+2} - RI_{t+1}}{RI_{t+1} - RI_t} = G_{AEG}$$

と表現できる。ここで、残余利益が一定の成長率  $G_{RIV} = 1 + g_{RIV}$  で成長するならば、

$$\begin{aligned} \frac{RI_{t+2} - RI_{t+1}}{RI_{t+1} - RI_t} &= \frac{G_{RIV}^2 RI_t - G_{RIV} RI_t}{G_{RIV} RI_t - RI_t} \\ &= \frac{G_{RIV} RI_t (G_{RIV} - 1)}{RI_t (G_{RIV} - 1)} \\ &= G_{RIV} \end{aligned}$$

となる。したがって、残余利益が一定の率  $g_{RIV}$  で成長するならば、 $g_{RIV} = g_{AEG}$  となり、AEG モデルと対応する RIV モデルは、残余利益が一定の率  $g_{RIV}$  で成長すると仮定する RIV モデルであることが示される。

#### 3.2. 経営者予想を用いた 2 期先予想の導出

投資家の業績予想の代理としては、I/B/E/S などのアナリスト予想を用いられることが多いが、本稿は経営者予想を用いて分析を進めていく。

経営者予想は決算短信とともに発表され、決算短信で発表される実績期の 1 期先の業績予想である。業績予想を行う主体として、経営者はアナリストよりも当該企業について多くの情報を持っていることが期待されるため、投資家が経営者予想に信を置くことは十分に考えられる。ここで、経営者予想を用いた研究として、Feltham and Ohlson (1995) が発展させた線形情報モデル (LIM) を

RIVに組み込んだモデルを用いて、株価および収益率と当期利益および経営者予想利益との価値関連性を検証した太田（2002）がある。太田（2002）は、アナリスト予想利益の81.5%が経営者予想利益と同一であり、同一でない場合でもアナリスト予想は経営者予想からあまり乖離していないと述べている。さらに、経営者予想利益は若干Optimisticであるものの全体的にはかなり精度の高い予想であるとも述べている。ゆえに、経営者予想を投資家の業績予想の代理として用いることには、一定の妥当性があると言えよう。また、経営者予想は決算短信とともに発表されるため、その情報の公表日が特定できることは分析を行う上での長所である。

しかしながら、モデルで株主価値を推定するには、2期先の利益が必要である。したがって、何らかの方法で2期先利益を推定しなければならない。そこで、1期先の予想ROE (FROE)、予想配当性向  $k = d_1 / \text{Earn}_1$  が2期先も維持されると仮定して、2期先利益を推定する。1期先の予想ROEは、 $FROE = \frac{\text{Earn}_1}{(bv_0 + bv_1)/2}$  として計算される。当期の株主資本簿価  $bv_0$ 、業績予想として公表される  $\text{Earn}_1$  と  $d_1$  を用い、クリーンサープラス関係  $bv_1 = bv_0 + \text{Earn}_1 - d_1$  を適用することによって、1期先の自己資本簿価が求められる。つまり、1期先の業績予想があれば、1期先の予想ROEが計算可能である。そして、1期先の予想ROE、予想配当性向が2期先も維持されるとすれば、ROEの定義式にクリーンサープラス関係を代入すると、次のようにして  $\text{Earn}_2$  が求められる。

$$\text{Earn}_2 = \frac{bv_1 \cdot FROE}{1 - \frac{FROE(1-k)}{2}} = \frac{2bv_1 \cdot FROE}{2 - FROE(1-k)} \quad (9)$$

### 3.3. サンプル

サンプルは、日経NEEDSデータベースから利

用可能な2000年4月から2014年3月までの東証一部上場事業法人の本決算および当初経営者予想を用いる。対応させる株価は、それぞれ決算発表日の月末終値とする。なお、経営者予想のうち配当予想については、範囲で示される場合は下限の値を採用し、決算発表時点で公表されていない場合には、前年度の配当額で補完している。

以上のサンプルのうち、(i)債務超過でない、(ii)経営者予想利益が正である、(iii)配当性向が0以上1以下であるものを今回の分析対象とした。また、それぞれの評価モデルのターミナルバリュー項が負の場合、0に置き換えている。これは永続的な成長を表す項に、負の異常利益成長や残余利益を想定することは妥当性を欠くと考えるためである。

株主資本コストと成長率について、Penman（2005）は、一律に10%の株主資本コスト、4%の長期成長率を設定している。Jorgensen et al.（2011）は、株主資本コストにCAPMによる推計値、長期成長率にはリスクフリーレートから3%を引いた値を設定している。理論的にはJorgensen et al.（2011）の方法に説得力があるが、今回分析対象となる期間の大半がゼロ金利政策、量的緩和政策の時期に該当することもあり、CAPMによる株主資本コストの推計が妥当でない可能性もある。そこで、(i)一律に同じ株主資本コストと成長率を設定する、(ii)株主資本コストはCAPMによって推計し、期間に応じた成長率の設定を行うという2つの方法を試行する。但し、一律に同じ株主資本コストと成長率を設定する場合、Penman（2005）の設定した値はサンプルとした日本企業にとっては、やや高すぎるのではないかという印象を持つ。(8)式の2期間RIVモデルで考えると、 $\text{Earn}_{t+1} / bv_t$  で表される簡易な予想ROEが、株主資本コストを超えない限りプレミアムは発生しない。事前にサンプルの予想

ROEの分布を確認したところ、予想ROEの中央値は6%程度であり、予想ROEが10%以上のサンプルの割合は、およそ25%であった。もしROEを10%に設定してしまうと、サンプルの約75%が簿価のみの評価になってしまうため、モデルの評価精度の検証としては適切ではない。そこで、株主資本コストと長期成長率に対する推定株価の感応度を分析することも考慮に入れ、(i)の方法では、(a)株主資本コストを7%、長期成長率を2%、(b)株主資本コストを5%、長期成長率を1%と設定する2つの設定を試行する。(ii)のCAPMにより株主資本コストを推計する方法については、決算発表日の属する月の前月から60ヶ月前までの月次収益率、市場リターンは同期間のTOPIX月次収益率、リスクフリーレートには長期国債応募者利回りを12で除した値を用いて市場ベータを推計する。これに分析対象期間の直前20年間の市場プレミアムの平均値を乗じ、決算発表日の属する月のリスクフリーレートを加えて、年次換算したものを株主資本コストとする。

なお、長期成長率については決算年度の前年度から10年前までの年度実質GDP成長率の単純平均とする。但し、CAPMにより求めた株主資本コストが長期成長率を下回るものについては、サンプルから除外する。

## 4. 結果

### 4.1. V/P比率の記述統計量

第一の分析として、全てのデータを用いて複数の株主資本コストと成長率を設定することによって、RIVモデルとAEGモデルのV/P比率がどのような分布となるのか確認する。表1のパネルAは、一律に株主資本コストを7%、長期成長率を2%と設定したRIVモデルとAEGモデルによるV/P比率の記述統計量であり、パネルBは、一律に株主資本コストを5%、長期成長率を1%と設定したRIVモデルとAEGモデルによるV/P比率の記述統計量である。パネルCは、CAPMにより株主資本コストを推計し、過去10年のGDP成

表1 V/P比率の記述統計量

Panel A: (i)  $r=7\%$ ,  $g=2\%$

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	1.334	0.345	0.560	0.676	0.891	1.196	1.626	2.179	2.597	3.975	0.735	0.349	19,014
AEG	1.440	0.131	0.305	0.418	0.634	0.978	1.620	2.807	4.220	11.188	0.986	0.424	19,014

Panel B: (i)  $r=5\%$ ,  $g=1\%$

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	1.651	0.411	0.682	0.838	1.108	1.475	1.999	2.693	3.264	5.193	0.892	0.426	19,014
AEG	2.534	0.184	0.432	0.598	0.947	1.621	2.983	5.243	7.816	20.242	2.036	0.836	19,014

Panel C: (ii)  $r=CAPM$ ,  $g=GDP\ growth\ rate$

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	2.474	0.395	0.694	0.882	1.249	1.840	2.890	4.696	6.697	14.442	1.641	0.716	17,936
AEG	5.805	0.171	0.447	0.649	1.156	2.391	5.491	13.057	23.014	84.862	4.335	1.538	17,936

Trimmed Meanは上下0.5%ずつを取り除いたトリム平均、IQRは四分位範囲、MADは中央絶対偏差、nは件数を表す。

長率の平均値を長期成長率と設定したRIVモデルとAEGモデルのV/P比率の記述統計量である。

中央値で見ると、RIVモデル、AEGモデルともに最も過大に株主価値を推定しているのはパネルCである。V/P比率の中央値はRIVモデルで1.840、AEGモデルで2.391である。一方、V/P比率の中央値が最も1に近いのは、パネルAの結果である。V/P比率の中央値はRIVモデルで1.196、AEGモデルで0.978である。パネルBは、パネルAとパネルCの中間に位置し、RIVモデルで1.475、AEGモデルで1.621である。四分位範囲、上下0.5%ずつを取り除いたトリム平均、中央絶対偏差で見ても同じ順序である。パネルCで用いた長期成長率は、0.6%から1.4%であり、すべてのデータに一律に株主資本コストを5%、長期成長率を1%と設定したケースとさほど変わらない値であった。ゆえに、過大なV/P比率を生み出した原因は、CAPMにより推計した株主資本コストの低さによってもたらされたと考えられる。

次に、RIVモデルとAEGモデルのV/P比率の分布を比較する。パネルAにおいては、V/P比率の中央値はRIVモデルで1.196、AEGモデルで0.978であり、AEGモデルが1に近い値である。一方、四分位範囲については、RIVの0.735に対してAEGは0.986となっており、RIVモデルの評価の散らばりが小さい。さらに、位置のロバスト推定量として中央値に加え、上下0.5%ずつを取り除いたトリム平均で確認すると、RIVは1.334、AEGは1.440であり、中央値による評価とは異なりRIVモデルが1に近い。尺度のロバスト推定量として中央絶対偏差で確認すると、RIVの0.349に対してAEGは0.424であり、四分位範囲と同様、RIVモデルの評価の散らばりが小さいと言える。パネルBにおいては、V/P比率の中央値はRIVモデルで1.475、AEGモデルで1.621であり、RIVモデルが1に近い。四分位範囲については、RIV

の0.892に対してAEGは2.036であり、RIVモデルの評価の散らばりが小さい。トリム平均や中央絶対偏差についてもいずれもRIVが優位である。パネルCにおいても、パネルB同様にRIVモデルが優位である結果が得られ、RIVモデルが1に近い。四分位範囲については、RIVモデルの評価の散らばりが小さい。トリム平均や中央絶対偏差についてもいずれもRIVが優位である。

さらに、株主資本コストと成長率の設定の違いによって、大きく差が出ているのはAEGモデルである。V/P比率の中央値が最も1に近いパネルAの中央値と、最も過大に株主価値を推定したパネルCの中央値の差をモデルごとに計算すると、RIVモデルは0.644であるのに対し、AEGモデルは1.413である。

## 4.2. 両モデルの評価誤差の分析

第二の分析として、絶対評価誤差率を分析の中心に据える。4月開始、3月終了の会計年度単位、業種分類単位で絶対評価誤差率の中央値と四分位範囲によりモデルの評価精度の分析を行う。いずれも値が小さければ評価精度が高いと判定する。表2は会計年度単位で各評価モデルの絶対評価誤差率の中央値と四分位範囲を記したものであり、表3は業種分類単位で各評価モデルの絶対評価誤差率の中央値と四分位範囲を記したものである。

まず表2から見ていくと、(i) (a)のケースでは、2000年度から2013年度の14のサンプルのうち、12のサンプルでRIVモデルの絶対評価誤差率の中央値がAEGモデルの値よりも小さい。また、9のサンプルでRIVモデルの絶対評価誤差率の四分位範囲がAEGモデルの値よりも小さい。符号検定の結果、中央値では5%水準でその差は有意であるが、四分位範囲ではその差は有意ではない。

(i) (b)のケースでは、中央値で見ても四分位範

表2 年度ごとの絶対評価誤差率の中央値と四分位範囲

Fiscal Year	(i) (a) $r=7\%, g=2\%$					(i) (b) $r=5\%, g=1\%$					(ii) $r=CAPM, g=GDP\ growth\ rate$				
	Median		IQR		n	Median		IQR		n	Median		IQR		n
	RIV	AEG	RIV	AEG		RIV	AEG	RIV	AEG		RIV	AEG	RIV	AEG	
2000	0.392	0.434	0.444	0.458	1,173	0.443	0.517	0.665	0.908	1,173	0.690	0.726	1.132	2.427	1,091
2001	0.369	0.454	0.466	0.450	1,198	0.419	0.471	0.628	0.764	1,198	0.620	0.674	1.110	1.964	1,138
2002	0.383	0.385	0.620	0.527	1,264	0.555	0.599	0.847	1.550	1,264	1.346	2.082	2.433	7.365	1,173
2003	0.261	0.385	0.351	0.462	1,334	0.375	0.599	0.573	1.483	1,334	0.687	1.239	1.174	3.668	1,255
2004	0.228	0.467	0.301	0.592	1,371	0.383	0.776	0.540	1.987	1,371	0.611	1.343	1.184	3.879	1,267
2005	0.223	0.417	0.256	0.451	1,452	0.249	0.651	0.356	1.274	1,452	0.348	0.720	0.537	1.661	1,361
2006	0.226	0.430	0.282	0.495	1,488	0.334	0.739	0.467	1.614	1,488	0.443	0.867	0.674	2.186	1,392
2007	0.327	0.454	0.480	0.689	1,456	0.595	0.962	0.802	2.103	1,456	0.733	1.262	0.977	2.581	1,359
2008	0.374	0.463	0.630	0.496	1,156	0.558	0.562	0.810	1.174	1,156	0.923	0.849	1.460	2.716	1,081
2009	0.364	0.410	0.623	0.531	1,374	0.559	0.613	0.852	1.330	1,374	0.840	1.011	1.529	3.415	1,299
2010	0.464	0.435	0.744	0.672	1,400	0.769	0.864	1.005	2.063	1,400	1.133	1.623	1.673	4.307	1,335
2011	0.650	0.513	0.836	0.947	1,432	1.034	1.298	1.136	2.632	1,432	1.855	3.059	2.389	7.911	1,383
2012	0.360	0.406	0.530	0.568	1,447	0.626	0.865	0.812	1.761	1,447	1.463	3.020	2.676	8.885	1,394
2013	0.372	0.442	0.571	0.666	1,469	0.675	1.107	0.882	2.088	1,469	1.529	3.504	2.308	8.021	1,408

IQRは四分位範囲、nは件数を表す。それぞれのケースにおいてRIVとAEGの絶対評価誤差率中央値と四分位範囲を比較して小さい値に網掛けした。

図で見ても、14のサンプル全てにおいてRIVモデルの値がAEGモデルの値よりも小さい。

(ii)のケースでは、13のサンプルでRIVモデルの絶対評価誤差率の中央値がAEGモデルの値よりも小さい。符号検定の結果、1%水準でその差は有意である。また、14のサンプル全てにおいてRIVモデルの絶対評価誤差率の四分位範囲がAEGモデルの値よりも小さい。

次に表3を見ると、(i) (a)のケースでは、30業種のうち23業種でRIVモデルの絶対評価誤差率の中央値がAEGモデルの値よりも小さい。また、21業種でRIVモデルの絶対評価誤差率の四分位範囲がAEGモデルの値よりも小さい。符号検定の結果、中央値は1%水準、四分位範囲は5%水準でその差は有意である。

(i) (b)のケースでは、25業種でRIVモデルの絶対評価誤差率の中央値がAEGモデルの値よりも小さい。符号検定の結果、1%水準でその差は有意である。また、30業種全てにおいてRIVモデルの絶対評価誤差率の四分位範囲がAEGモデル

の値よりも小さい。

(ii)のケースでは、26業種でRIVモデルの絶対評価誤差率の中央値がAEGモデルの値よりも小さい。符号検定の結果、1%水準でその差は有意である。また、30業種全てにおいてRIVモデルの絶対評価誤差率の四分位範囲がAEGモデルの値よりも小さい。

#### 4.3. 評価誤差を生む要因についての分析

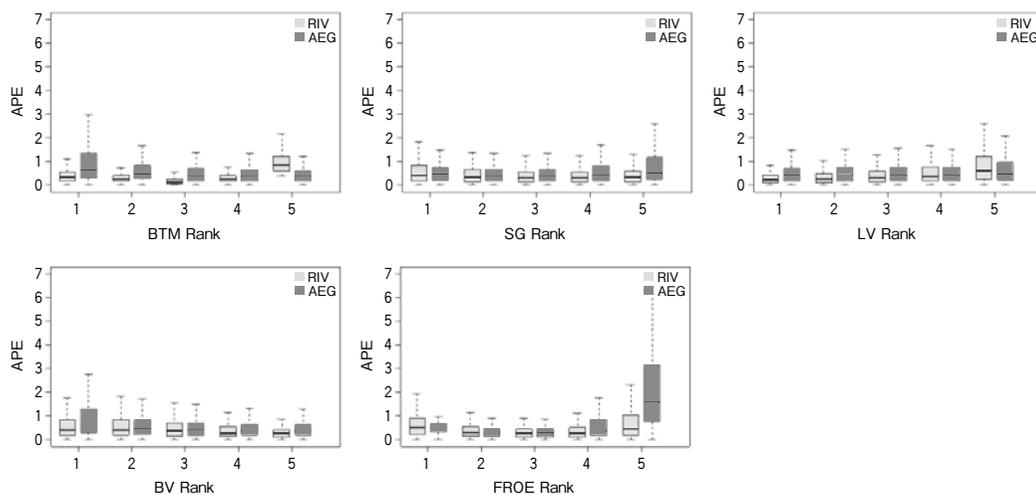
第三の分析として、RIVモデルとAEGモデルの評価誤差を生み出す要因について調査する。まず、各モデルの絶対評価誤差率と、当期のリスクファクターおよびモデルに用いられている変数との関係を把握する。リスクファクターとして簿価時価比率 (BTM)、売上高成長率 (SG)、株価ベースの負債比率 (LV)、モデルに用いられている変数として、当期自己資本簿価 (BV)、予想ROE (FROE)の5つの変数について確認する。それぞれの変数を計算し、数値の大きさを5等分し、数値の最も低いグループは1、2番目に数値の低い

表3 業種ごとの絶対評価誤差率の中央値と四分位範囲

Sector	(i) (a) $r = 7\%, g = 2\%$						(i) (b) $r = 5\%, g = 1\%$						(ii) $r = CAPM, g = GDP \text{ growth rate}$					
	Median		IQR		n		Median		IQR		n		Median		IQR		n	
	RIV	AEG	RIV	AEG			RIV	AEG	RIV	AEG			RIV	AEG	RIV	AEG		
水産・農林業	0.248	0.626	0.340	0.817	78	0.532	1.426	0.727	2.285	78	1.640	4.668	2.500	8.578	74			
0050 水産・農林業	0.248	0.626	0.340	0.817	78	0.532	1.426	0.727	2.285	78	1.640	4.668	2.500	8.578	74			
鉱業	0.396	0.405	0.478	0.401	79	0.431	0.452	0.724	1.172	79	0.750	0.908	0.954	1.939	63			
1050 鉱業	0.396	0.405	0.478	0.401	79	0.431	0.452	0.724	1.172	79	0.750	0.908	0.954	1.939	63			
建設業	0.523	0.394	0.747	0.456	1,309	0.713	0.508	0.881	1.065	1,309	0.996	0.888	1.426	2.742	1,280			
2050 建設業	0.523	0.394	0.747	0.456	1,309	0.713	0.508	0.881	1.065	1,309	0.996	0.888	1.426	2.742	1,280			
製造業	0.225	0.373	0.311	0.362	911	0.272	0.406	0.438	0.641	911	1.194	2.429	2.425	7.063	871			
3050 食料品	0.225	0.373	0.311	0.362	911	0.272	0.406	0.438	0.641	911	1.194	2.429	2.425	7.063	871			
3100 繊維製品	0.380	0.412	0.621	0.537	545	0.553	0.610	0.813	1.241	545	0.826	0.965	1.251	3.509	531			
3150 パルプ・紙	0.413	0.385	0.538	0.490	150	0.549	0.443	0.807	1.398	150	1.191	1.716	2.207	5.366	142			
3200 化学	0.284	0.360	0.404	0.441	1,557	0.476	0.669	0.650	1.368	1,557	0.825	1.466	1.291	3.154	1,514			
3250 医薬品	0.229	0.441	0.279	0.404	451	0.286	0.598	0.418	1.164	451	1.230	3.078	2.202	8.308	416			
3300 石油・石炭製品	0.442	0.480	0.776	1.110	125	0.791	1.190	1.159	2.933	125	1.603	3.322	1.586	5.031	106			
3350 ゴム製品	0.245	0.381	0.462	0.585	141	0.701	1.384	0.837	2.067	141	1.186	2.608	1.837	5.865	141			
3400 ガラス・土石製品	0.347	0.376	0.584	0.420	348	0.446	0.483	0.802	0.845	348	0.601	0.583	1.048	1.589	335			
3450 鉄鋼	0.478	0.448	0.777	0.574	417	0.766	0.669	1.017	1.832	417	0.625	0.592	0.997	1.279	406			
3500 非鉄金属	0.287	0.505	0.450	0.604	286	0.502	0.821	0.690	1.891	286	0.406	0.686	0.653	1.497	265			
3550 金属製品	0.443	0.430	0.693	0.442	432	0.629	0.549	0.933	1.276	432	0.945	0.987	1.466	3.035	409			
3600 機械	0.289	0.428	0.406	0.527	1,523	0.425	0.653	0.661	1.443	1,523	0.509	0.741	0.838	1.967	1,472			
3650 電気機器	0.259	0.423	0.334	0.485	1,918	0.350	0.623	0.511	1.241	1,918	0.410	0.676	0.643	1.535	1,854			
3700 輸送用機器	0.332	0.531	0.546	0.920	749	0.688	1.433	0.975	2.656	749	0.934	2.037	1.354	4.495	736			
3750 精密機器	0.278	0.377	0.414	0.538	309	0.405	0.851	0.649	1.406	309	0.675	1.424	1.103	3.411	298			
3800 その他製品	0.276	0.393	0.382	0.415	568	0.423	0.520	0.578	1.187	568	0.852	1.267	1.396	3.366	535			
電気・ガス業	0.207	0.298	0.231	0.330	187	0.289	0.464	0.417	0.779	187	4.953	10.585	8.462	32.285	155			
4050 電気・ガス業	0.207	0.298	0.231	0.330	187	0.289	0.464	0.417	0.779	187	4.953	10.585	8.462	32.285	155			
運輸・情報通信業	0.3712	0.3708	0.421	0.419	457	0.406	0.521	0.602	0.889	457	1.447	3.570	2.881	9.539	441			
5050 陸運業	0.3712	0.3708	0.421	0.419	457	0.406	0.521	0.602	0.889	457	1.447	3.570	2.881	9.539	441			
5100 海運業	0.478	0.809	0.743	1.929	122	0.661	0.918	1.146	4.393	122	0.671	0.913	1.066	4.504	122			
5150 空運業	0.542	0.706	0.317	0.494	42	0.571	0.718	0.729	1.125	42	0.764	1.270	0.807	4.516	33			
5200 倉庫・運輸関連業	0.447	0.376	0.644	0.411	227	0.630	0.453	0.777	1.322	227	1.209	1.607	1.846	4.202	217			
5250 情報・通信業	0.306	0.465	0.422	0.703	860	0.474	0.993	0.710	2.000	860	0.770	1.576	1.710	5.275	763			
6050 卸売業	0.511	0.453	0.745	0.906	1,736	0.851	1.162	1.086	2.508	1,736	1.287	2.189	1.813	4.965	1,640			
6100 小売業	0.317	0.534	0.464	0.790	1,621	0.512	0.989	0.751	2.368	1,621	1.285	3.195	2.384	8.471	1,469			
7200 その他金融業	0.527	0.666	0.832	1.489	322	0.939	1.885	1.188	3.579	322	1.028	1.778	1.560	4.534	295			
8050 不動産業	0.503	0.678	1.093	2.249	505	0.733	1.527	1.608	5.137	505	0.700	1.277	1.391	3.847	443			
9050 サービス業	0.346	0.493	0.433	0.638	1,039	0.454	0.835	0.655	2.038	1,039	0.849	1.771	1.832	5.702	910			

IQRは四分位範囲、nは件数を表す。それぞれのケースにおいてRIVとAEGの絶対評価誤差率中央値と四分位範囲を比較して小さい値に網掛けした。

図1 絶対評価誤差率と変数の関係 ( $r=7\%$ ,  $g=2\%$ )



横軸は変数の序列、縦軸はRIVモデルとAEGモデルの絶対評価誤差率 (Absolute Pricing Error rate; APE)を表す。それぞれ序列の左側に位置するのがRIVモデル、右側がAEGモデルの絶対評価誤差率の分布である。なお、 $r=5\%$ ,  $g=1\%$ ,  $r=CAPM$ ,  $g=GDP$  growth rateのケースも分析を行ったが、ほぼ同様の関係を示す結果であるため割愛した。

グループは2、以下同様にして、数値の最も高いグループは5となるように5段階の序列を表す数値を割り振る。図1は、株主資本コストと長期成長率の設定ごとに変数の序列と絶対評価誤差率の中央値および四分位範囲の関係を表した箱ひげ図である。

着目すべき結果はFROEの結果であり、株主資本コストと長期成長率の設定の異なるいずれのケースにおいても、FROEはRIVとAEGの絶対評価誤差率と正の相関が見られるが、特にAEGモデルについては、序列が大きくなるほど絶対評価誤差率の中央値が急激に上昇し、四分位範囲も急拡大している。

そこで、絶対評価誤差率をこれらの変数で回帰することで、各モデルの評価誤差を引き起こす要因を探る。RIVモデルとAEGモデルの絶対評価誤差率について、変数同様に5段階の序列を付与して被説明変数とし、BTM、SG、LV、BV、FROEを説明変数に用いて重回帰分析を行い、表4に結

果をまとめた<sup>3)</sup>。

まず、この重回帰モデルに用いた変数のVIFはいずれも2以下であり、深刻な多重共線性は発生していないと考えられる。次に、モデルごとに結果を見ていくと、株主資本コストと長期成長率の設定の異なるいずれのケースにおいても、共通の傾向があることがわかる。RIVモデルではBTMとFROEの係数が大きく、符号はどちらも正である。AEGモデルでは、FROEの係数が突出して大きく、符号は正である。

最後に、予想利益水準に対する推定株価の感応度について分析する。(9)式の2期先の予想利益を求める際に一定と仮定した予想ROEについて、一律に0.5%ポイント上下にシフトさせて2期先の予想利益水準を変え、利益水準に対する推定株価の感応度を調査する。表5は予想ROEを一律に0.5%ポイント上下にシフトさせたV/P比率の記述統計量をまとめたものである。(7)式、(8)式からわかるとおり、2期先予想ROEを上方に

表4 重回帰分析の結果

	<i>BTM</i>	<i>SG</i>	<i>LV</i>	<i>BV</i>	<i>FROE</i>	
VIF	1.866	1.130	1.188	1.039	1.754	

Panel A : (i)  $r=7\%$ ,  $g=2\%$

	(Intercept)	<i>BTM</i>	<i>SG</i>	<i>LV</i>	<i>BV</i>	<i>FROE</i>	<i>Adj-R</i> <sup>2</sup>
RIV	0.774 (0.057) ***	0.443 (0.009) ***	-0.021 (0.007) ***	0.155 (0.007) ***	-0.128 (0.007) ***	0.293 (0.009) ***	0.211
AEG	2.511 (0.060) ***	-0.082 (0.009) ***	-0.012 (0.007) *	0.105 (0.007) ***	-0.131 (0.007) ***	0.284 (0.009) ***	0.127

Panel B : (i)  $r=5\%$ ,  $g=1\%$

	(Intercept)	<i>BTM</i>	<i>SG</i>	<i>LV</i>	<i>BV</i>	<i>FROE</i>	<i>Adj-R</i> <sup>2</sup>
RIV	-1.212 (0.048) ***	0.694 (0.008) ***	-0.010 (0.006) *	0.146 (0.006) ***	-0.117 (0.006) ***	0.690 (0.007) ***	0.441
AEG	-0.463 (0.042) ***	0.259 (0.006) ***	0.007 (0.005)	0.072 (0.005) ***	-0.079 (0.005) ***	0.896 (0.006) ***	0.583

Panel C : (ii)  $r=CAPM$ ,  $g=GDP$  growth rate

	(Intercept)	<i>BTM</i>	<i>SG</i>	<i>LV</i>	<i>BV</i>	<i>FROE</i>	<i>Adj-R</i> <sup>2</sup>
RIV	-0.509 (0.056) ***	0.602 (0.009) ***	-0.025 (0.007) ***	-0.002 (0.007)	-0.026 (0.006) ***	0.621 (0.008) ***	0.279
AEG	0.016 (0.052)	0.297 (0.008) ***	-0.014 (0.006) **	-0.023 (0.006) ***	-0.014 (0.006) **	0.749 (0.008) ***	0.367

Panel A, Panel B, Panel C の上段は係数、下段のカッコ内は標準誤差。\*\*\* : 1%水準、\*\* : 5%水準、\* : 10%水準で有意。

表5 ROEの変化によるV/P比率の記述統計量 ( $r=7\%$ ,  $g=2\%$ )

Panel A : 2期先予想 ROE = 1期先予想 ROE + 0.5pp

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	1.373	0.351	0.580	0.702	0.923	1.233	1.673	2.233	2.663	4.097	0.750	0.357	19,014
AEG	2.984	0.732	1.230	1.484	1.950	2.582	3.493	4.768	6.039	12.682	1.542	0.735	19,014

Panel B : 2期先予想 ROE = 1期先予想 ROE (再掲)

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	1.334	0.345	0.560	0.676	0.891	1.196	1.626	2.179	2.597	3.975	0.735	0.349	19,014
AEG	1.440	0.131	0.305	0.418	0.634	0.978	1.620	2.807	4.220	11.188	0.986	0.424	19,014

Panel C : 2期先予想 ROE = 1期先予想 ROE - 0.5pp

Valuation model	Trimmed mean	Percentile									IQR	MAD	n
		1	5	10	25	50	75	90	95	99			
RIV	1.299	0.335	0.541	0.654	0.866	1.165	1.586	2.125	2.550	3.889	0.721	0.344	19,014
AEG	1.170	0.130	0.300	0.408	0.607	0.868	1.259	1.938	2.991	9.742	0.652	0.305	19,014

Trimmed Mean は上下0.5%ずつを取り除いたトリム平均、IQRは四分位範囲、MADは中央絶対偏差、nは件数を表す。

シフトすればV/P比率が上昇し、2期先予想ROEを下方にシフトすればV/P比率が下落する。

(i) (a)のケースでは、2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント下方にシフトした場合のRIVモデルのV/P比率中央値の変化は0.031の下落であるのに対し、AEGモデルでは0.110の下落である。四分位範囲の変化で見ると、RIVモデルでは0.014の縮小であるのに対し、AEGモデルでは0.334の縮小となっている。また、2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント上方にシフトした場合のRIVモデルのV/P比率中央値の変化は0.037の上昇であるのに対し、AEGモデルでは1.604の上昇である。四分位範囲の変化で見ると、RIVモデルでは0.015の拡大であるのに対し、AEGモデルでは0.556も拡大している。(i) (b)のケース、(ii)のケースにおいても分析を行ったが、(i) (a)のケースと同様に2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント上下にシフトさせた場合の推定株価の感応度は、AEGモデルのほうが高いという結果が得られた。また、株主資本コストと長期成長率の設定によっても、2期先予想ROEの変化に対する推定株価の感応度は大きく異なり、3つの設定のうち感応度が最も高いのは(ii)のケースである<sup>4)</sup>。さらに、RIVモデルは2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント上下にシフトした場合のV/P比率の中央値や四分位範囲の変化がほぼ対称的であるのに対し、AEGモデルの場合には、2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント上昇させた際のV/P比率の中央値と四分位範囲の変化が際立つ。

#### 4.4. V/P比率を用いた投資戦略による比較

第四の分析として、RIVモデル、AEGモデルから求められるV/P比率を用いた投資戦略により得られる収益率を株主価値評価モデルの評価精

度の指標とした分析を行う。つまり、V/P比率が高い銘柄はモデルから求められる理論株価が実際の株価よりも高いため割安な銘柄と考えられ、反対にV/P比率が低い銘柄は、モデルから求められる理論株価が実際の株価よりも低いことを示すものであり、割高な銘柄と考えることができる。したがって、より優れた株主価値評価モデルから求められるV/P比率を用いると、V/P比率が高い銘柄の保有から得られるリターンはより大きく、V/P比率が低い銘柄の保有から得られるリターンは、より小さくなることが期待される。言い換えればV/P比率の高低によってリターンの大小を峻別できるモデルが良いモデルであるといえ、ここでは株主価値評価モデルのリターン予測力の比較検証を行う。

そこで、Frankel and Lee (1998) が用いた手法を参考にして、両モデルから求められるV/P比率を用いた投資戦略により得られる収益率を比較する。Frankel and Lee (1998) は、簿価時価比率とRIVモデルから求められるV/P比率、それぞれの値で5等分したポートフォリオを毎年6月末に組成し、これらの等金額ポートフォリオ組成時から3年後までの株価の変化率、すなわち累積的な株価収益率を測定している。そして簿価時価比率とV/P比率のそれぞれ上位20%のポートフォリオをロングし、下位20%のポートフォリオをショートする戦略から得られる株価収益率を比較して、長期的にはV/P比率で組成したポートフォリオ戦略から得られる収益率が、簿価時価比率で組成したポートフォリオ戦略から得られる収益率を上回ることを示している。

しかしながら、本稿で用いたサンプルは特定の決算期によらず、すべての決算期を対象としているため、Frankel and Lee (1998) のように毎年特定の時期にポートフォリオを組成するのではなく、それぞれのデータで異なるV/P比率算出時、

すなわち当期決算と経営者予想の発表日の属する月末を基準日とし、基準日からの経過月数ごとに1か月後から60か月（5年）後まで、基準日からの株価変化率を集計するアプローチを採る。そして集計にあたっては、5年後までの株価変化率が計算可能なデータを対象として<sup>5)</sup>、会計年度単位でモデルごとにV/P比率の下位20%、上位20%の銘柄群を抽出し、各年度のV/P比率下位20%の銘柄群から成るポートフォリオ (Low V/P)、上位20%の銘柄群から成るポートフォリオ (High V/P) を組成し、それぞれのポートフォリオに属する銘柄の基準日からの株価変化率の平均をポー

トフォリオの収益率とする。表6は、Low V/PとHigh V/Pについて基準日からの経過月数ごとに双方のモデルによるポートフォリオの収益率を対比したものであり、有意差の検定はWilcoxon順位和検定により行っている。

パネルAは一律に株主資本コストを7%、長期成長率を2%と設定したケースであるが、いずれの経過月数においてもHigh V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオの収益率を上回っており、Low V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオの

表6 ポートフォリオ組成後からの累積的リターン

Panel A : (i) (a)  $r=7\%$ ,  $g=2\%$

<i>Month (s)</i>		<i>1</i>	<i>3</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>12</i>	<i>18</i>	<i>24</i>	<i>36</i>	<i>48</i>	<i>60</i>
High V/P	RIV	0.052	0.060	0.013	0.065	0.117	0.110	0.206	0.311	0.403	0.400
	AEG	0.041	0.039	-0.008	0.016	0.066	0.058	0.133	0.235	0.294	0.292
	p-value	***	***	**	***	***	***	***	***	***	***
Low V/P	RIV	0.004	-0.014	-0.055	-0.045	-0.029	-0.054	-0.026	-0.006	0.018	0.022
	AEG	0.016	0.005	-0.048	-0.021	0.006	-0.019	0.037	0.091	0.148	0.145
	p-value	***	***		**	***	**	***	***	***	***

Panel B : (i) (b)  $r=5\%$ ,  $g=1\%$

<i>Month (s)</i>		<i>1</i>	<i>3</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>12</i>	<i>18</i>	<i>24</i>	<i>36</i>	<i>48</i>	<i>60</i>
High V/P	RIV	0.052	0.058	0.014	0.059	0.111	0.106	0.201	0.315	0.394	0.399
	AEG	0.039	0.034	-0.013	0.012	0.063	0.054	0.130	0.231	0.286	0.293
	p-value	***	***	**	***	***	***	***	***	***	***
Low V/P	RIV	0.005	-0.012	-0.058	-0.044	-0.027	-0.052	-0.016	0.007	0.028	0.029
	AEG	0.018	0.006	-0.047	-0.017	0.012	-0.011	0.048	0.108	0.162	0.160
	p-value	***	***		***	***	***	***	***	***	***

Panel C : (ii)  $r=CAPM$ ,  $g=GDP$  growth rate

<i>Month (s)</i>		<i>1</i>	<i>3</i>	<i>6</i>	<i>9</i>	<i>12</i>	<i>18</i>	<i>24</i>	<i>36</i>	<i>48</i>	<i>60</i>
High V/P	RIV	0.037	0.048	0.010	0.032	0.068	0.062	0.127	0.209	0.267	0.281
	AEG	0.034	0.039	-0.003	0.015	0.051	0.041	0.102	0.174	0.222	0.234
	p-value				*	*	*	**	**	**	*
Low V/P	RIV	0.012	-0.006	-0.057	-0.035	-0.007	-0.041	0.005	0.043	0.066	0.053
	AEG	0.023	0.005	-0.052	-0.018	0.021	-0.001	0.067	0.129	0.179	0.169
	p-value	***	*			**	**	***	***	***	***

p-value : Wilcoxon順位和検定の結果 (\*\*\* : 1%水準、\*\* : 5%水準、\* : 10%水準で有意) を表す。

収益率を下回っている。Wilcoxon 順位和検定の結果、基準日から6か月後のLow V/Pの比較においては双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意ではないが、6か月後のHigh V/P、9か月後と18か月後のLow V/Pの比較においては5%水準、それ以外の比較においては1%水準で双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意である。

パネルBは一律に株主資本コストを5%、長期成長率を1%と設定したケースだが、パネルA同様に、いずれの経過月数においてもHigh V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオを上回り、Low V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオの下回っている。Wilcoxon 順位和検定の結果、基準日から6か月後のLow V/Pの比較においては双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意ではないが、6か月後のHigh V/Pの比較では5%水準、それ以外の比較においては1%水準で双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意である。

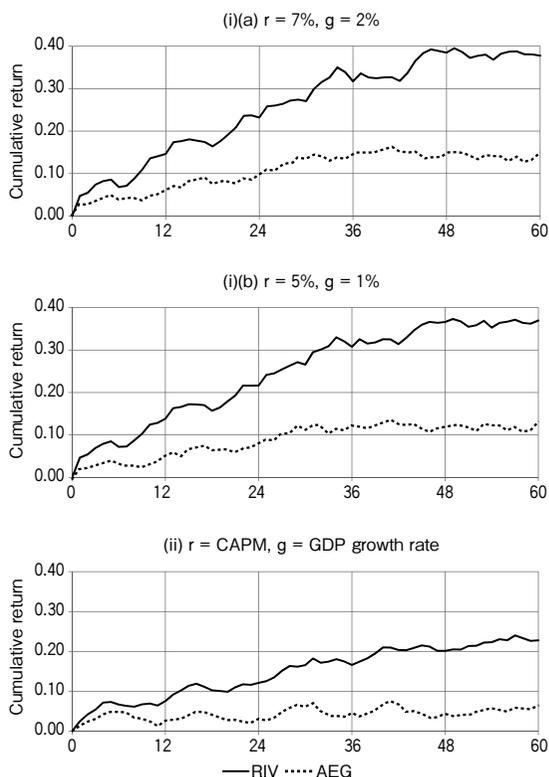
パネルCは、CAPMにより株主資本コストを推計したケースである。やはりこのケースもパネルAおよびパネルB同様に、いずれの経過月数においてもHigh V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオを上回り、Low V/PではRIVモデルによるポートフォリオの収益率がAEGモデルによるポートフォリオの下回る結果となった。しかしながらWilcoxon 順位和検定の結果は、パネルAとパネルBと比べるとやや弱い結果である。基準日から6か月後までのHigh V/P、6か月後と9か月後のLow V/Pの比較において、双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意ではない。しかし、9か月後から18か月後

までと60か月後のHigh V/P、3か月後のLow V/Pの比較においては10%水準、24か月後から48か月後までのHigh V/P、12か月後と18か月後のLow V/Pの比較においては5%水準、それ以外の比較においては1%水準で双方のモデルによるポートフォリオの収益率の差は有意である。

さらに、各銘柄に対し等金額でHigh V/PをロングしLow V/Pをショートする投資戦略を実行した場合の累積的な株価収益率を1か月単位で計測したものが図2である。

(i) (a)のケースでは、RIVモデルによる投資戦略は基準日から1年で14.6%、2年で23.2%、3年で31.7%、4年で38.5%、5年で37.8%の累積収

図2 V/Pポートフォリオ戦略から得られる累積的株価収益率



横軸は基準日（ポートフォリオ組成日）からの経過月数、縦軸は基準日からの累積的株価収益率。

益率となっており、基準日から概ね4年後まで累積収益率は増加している。AEGモデルによる投資戦略は、1年で6.0%、2年で9.6%、3年で14.4%、4年で14.5%、5年で14.7%の累積収益率となっており、基準日から概ね3年で累積収益率はほぼ一定の値となっている。したがって、RIVモデルによる投資戦略は、累積収益率の水準および持続性の点においてAEGモデルによる投資戦略よりも優れていると言える。

(i) (b)のケースでは、RIVモデルによる投資戦略は基準日から1年で13.8%、2年で21.6%、3年で30.8%、4年で36.6%、5年で36.9%の累積収益率となっている。対してAEGモデルによる投資戦略は、1年で5.1%、2年で8.2%、3年で12.3%、4年で12.4%、5年で13.3%の累積収益率となっており、(i) (a)のケースと同様に収益率の水準および持続性の点において、RIVモデルによる投資戦略がAEGモデルによる投資戦略に勝ることが示されている。

(ii)のケースでは、一律の資本コストと成長率を設定した(i)のケースに比べ、RIVモデルによる投資戦略、AEGモデルによる投資戦略ともに低い値となっているが、RIVモデルによる投資戦略は基準日から1年で7.6%、2年で12.1%、3年で16.6%、4年で20.1%、5年で22.8%の累積収益率となっている。一方AEGモデルによる投資戦略は、1年で3.0%、2年で3.5%、3年で4.5%、4年で4.3%、5年で6.5%の累積収益率となっている。このケースにおいても、優れているのはRIVモデルによる投資戦略である。また、本稿には記載していないが、各年度の中央値で2分割して構成したポートフォリオを用いた検証も行っており、ほぼ同様の結果が得られている。

## 5. 結論

本稿の結果は、日本のデータを用いても株主価値評価モデルとしてAEGモデルよりもRIVモデルのパフォーマンスが優れていることを示しており、RIVモデルとAEGモデルの評価精度について調査したPenman (2005)、Jorgensen et al. (2011)の結果を支持するものである。

まずRIVモデルとAEGモデルのV/P比率の分布を比べると、どの株主資本コストと長期成長率の設定においても、RIVモデルのV/P比率の四分位範囲はAEGモデルよりも小さく、散らばりが少ないことが表1より確認できる。V/P比率の中央値も1に近いのは、概ねRIVモデルである。また、表2と表3の結果から、RIVモデルの絶対評価誤差率は中央値で見ても四分位範囲で見ても、概ねAEGモデルよりも小さい。これらの結果はRIVモデルの評価精度が相対的に高いことを示している。さらに表6からは、モデルから求められるV/P比率の高低によってリターンの大小を峻別できるのはRIVモデルであり、相対的に高いV/P比率のポートフォリオをロングして、相対的に低いV/P比率のポートフォリオをショートする戦略を実行した場合に、より高いリターンがより長期にわたって獲得できるのは、RIVモデルによって構築された投資戦略であることが図2に示されている。

モデルの評価精度に影響を与える要因として、第一に、株主資本コストの設定に対する推定株価値の感応度の違いが挙げられる。表1より、RIVモデルよりもAEGモデルのほうが株主資本コストに対する推定株価値の感応度が高いことが明らかである。つまり、株主資本コストの設定如何によって、AEGモデルの推定株価値は大きく左右される。第二に、予想利益の水準に対する推定株価値の感応度の違いが挙げられる。図1より、予想ROEの

水準が高い場合にAEGモデルの評価精度が急速に低くなることが示されている。重回帰分析を行った結果をまとめた表4より、AEGモデルでは予想ROEの係数が突出して大きく、AEGモデルの評価精度に影響を与える要因が予想ROEにあることが示されている。また、表5の2期先の利益水準を0.5%ポイント上下にシフトした際に、RIVモデルよりもAEGモデルのV/P比率が大きく変化し、特に楽観的な予測となった場合にAEGモデルによる推定株価が急激に上昇し、その散らばりも拡大することが示されている。モデルの構造からも明らかなどおり、この株主資本コストと予想利益の設定が推定株価に与える影響は、RIVモデルよりもAEGモデルのほうがはるかに大きい。AEGモデルによる推定株価は、予想利益と株主資本コストに依存しているのに対し、RIVモデルによる推定株価は、評価の基礎として当期の株主資本簿価を用いており、予想利益と株主資本コストに依存する割合は相対的に少ない。

本稿は業績予想として経営者予想を用いたため、1期先までしか存在しない経営者予想を用い、強い仮定を置いて2期先の予想利益を導出していることに批判があるかもしれない。2期先、あるいはそれ以降の精度の高い投資家の予想を用いることで異なる結果が得られる可能性がある。しかしながら、わずか1期先の経営者予想を用いたRIVモデルに基づく単純な投資戦略によって、およそ4年にわたってリターンが得られることが示されたことは太田(2002)の先行研究と同様に、経営者予想開示制度の有効性をも示唆するものである。

以上、本稿の結果は、AEGモデルと比較してRIVモデルの優位を主張するものであり、モデルの評価精度の差を生み出す要因は、株主資本コストと予想利益に対する感応度の違いにあると結論

付ける。AEGモデルによる推定株価は株主資本コストと予想利益に対する感応度が高く、その設定によって結果は大きく左右される。特に、低い株主資本コストと楽観的な予想利益を設定した場合に、AEGモデルにより過大な推定株価が導出され、評価精度が低くなる可能性がある。したがって、実務上用いるモデルとしては、株主資本コストと予想利益の設定に対して相対的に安定した結果をもたらすRIVモデルが適切であると考え

#### 《注》

- 1) 正式には期待値オペレータ  $E_t[-]$  を用いて、現時点  $t=0$  で利用可能な情報における  $t$  期の期待配当、期待利益等について  $E_0[d_t]$ 、 $E_0[Earn_t]$  のように表記すべきであるが、以後省略して表記している。
- 2) Gode and Mohanram (2003) が用いたのは、最初の2年については予想ROEを用い、それより先は予測ROEが10年間かけて当該業種のROE中央値に線形で収束すると仮定するRIVモデルであるが、業種のROE中央値を、損失を計上したケースを除外して算出するGebhardt et al. (2001) に基づく方法(RIV1)、損失を計上したケースを含めて算出するLiu et al. (2002) に基づく方法(RIV2)の2つの方法で算出している。
- 3) 前期の売上高が欠損であるために売上高成長率が計算できなかったサンプルを除いている。
- 4) 結果の詳細については省略しているが、(ii) のケースでは、2期先予想ROEを1期先予想ROEから0.5%ポイント下方にシフトした場合のRIVモデルとAEGモデルのV/P比率中央値の変化はそれぞれ0.116、0.802の下落、0.5%ポイント上方にシフトした場合は0.148、6.677の上昇となった。
- 5) 本稿ではFrankel and Lee (1998) とは異なり、60ヶ月後までの株価変化率が計算可能なデータを対象としたため、どの経過月数においてもサンプル数は一定である (Panel AとBでは両モデルともHigh V/PとLow V/Pそれぞれ2,192件、Panel Cでは各2,052件)。なお、Frankel and Lee (1998) 同様に経過月数の条件を付さず、経過月数が大きくなるにつれてサンプル数が減少する形式での検証も行ったが、本稿に記載した結果とはほぼ同様の結果が得られた。

#### 《参考文献》

- Feltham, G., and Ohlson, J., 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11(2), 689-731.

- Frankel, R., and Lee, C., 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 25(3), 283-319.
- Gebhardt, W., Lee, C., and Swaminathan, B., 2001. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1), 135-176.
- Gode, D., and Mohanram, P., 2003. Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model. *Review of Accounting Studies* 8(4), 399-431.
- 花村信也, 2009. 「残余利益モデルと異常利益成長モデルによる会計情報の株価関連性」『年報経営分析研究』25, 63-75.
- Jorgensen, B., Lee, Y., and Yoo, Y., 2011. The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implementations of the abnormal earnings growth model: US evidence. *Journal of Business Finance and Accounting* 38(3-4), 446-471.
- Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J., 2002. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research* 40(1), 135-172.
- Ohlson, J., and Juettner-Nauroth, B., 2005. Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10(2-3), 349-365.
- 太田浩司, 2002. 「経営者予想利益の価値関連性およびアナリスト予想利益に与える影響」『証券アナリストジャーナル』40(3), 85-109.
- Penman, S., 2005. Discussion of “on accounting-based valuation formulae” and “expected EPS and EPS growth as determinants of value”. *Review of Accounting Studies* 10(2-3), 367-378.
- 新谷理, 2013. 「RIV及びOJモデルを用いた日本の株式市場における資本コストの研究」『商学研究科紀要』77, 265-283.

# 資 料

【資料1】

2015年度日本ディスクロージャー研究学会役員一覧  
(任期：2015年4月1日～2018年3月31日)

[会長]	薄井 彰 (早稲田大学)	
[名誉会長]	柴 健次 (関西大学) 黒川 行治 (慶應義塾大学)	
[副会長]	奥村 雅史 (早稲田大学) 坂上 学 (法政大学)	総務、会誌 (『現代ディスクロージャー研究』担当) 総務、研究 (東日本地区担当)
[常任理事]	石川 博行 (大阪市立大学) 大柳 康司 (専修大学) 乙政 正太 (関西大学) 中條 祐介 (横浜市立大学) 町田 祥弘 (青山学院大学) 吉田 和生 (名古屋市立大学) 吉田 靖 (東京経済大学)	総務、研究 (西日本地区担当) 総務 (会員担当)、会誌 (『経営ディスクロージャー研究』担当) 研究、会誌 (『経営ディスクロージャー研究』担当) 総務 (会員担当)、会計 総務、会計 総務 (会報担当)、研究 (中部地区担当) 研究、会誌 (『現代ディスクロージャー研究』担当)
[理事]	浅野 敬志 (首都大学東京) 岩渕 昭子 (東京経営短期大学) 太田 康広 (慶應義塾大学) 音川 和久 (神戸大学) 亀川 雅人 (立教大学) 小西 範幸 (青山学院大学) 竹原 均 (早稲田大学) 八田 進二 (青山学院大学) 村井 秀樹 (日本大学) 山本 達司 (大阪大学)	浅野 信博 (大阪市立大学) 太田 浩司 (関西大学) 奥田 真也 (名古屋市立大学) 加賀谷 哲之 (一橋大学) 木村 史彦 (東北大学) 多賀谷 充 (青山学院大学) 野口 晃弘 (名古屋大学) 古山 徹 (日経メディアマーケティング) 弥永 真生 (筑波大学)
[監事]	神谷 健司 (法政大学) 黒川 保美 (専修大学) 田宮 治雄 (東京国際大学、公認会計士)	
[幹事]	稲葉 喜子 (はやぶさコンサルティング) 海老原 崇 (武蔵大学) 大鹿 智基 (早稲田大学)	

## 【資料2】

### 日本ディスクロージャー研究学会第11回研究大会プログラム

2015年6月20日(土)

明星大学

#### ■自由論題報告 (10:00~12:00)

司会：古山 徹 (日経メディアマーケティング)

第1報告 「明星大学におけるBSCの活用について」

中嶋 教夫 (明星大学)

第2報告 「株式非上場化における内部統制監査制度の影響」

松田 道春 (有限責任監査法人トーマツ)

司会：大鹿 智基 (早稲田大学)

第3報告 「経営者予想を用いた残余利益モデルと異常利益成長モデルの評価精度の比較」

畔上 達也 (格付投資情報センター)

第4報告 「M&A実施企業の経営効率性に関する研究—資金調達・経営資源獲得・利益創出プロセスの実証分析—」

村上 暢子 (筑波大学大学院)

#### ■特別プロジェクト中間報告 (10:40~12:00)

司会：米山 正樹 (東京大学)

第1報告 「地域の再生可能エネルギーの展開とディスクロージャー」

村井委員会

第2報告 「負債と資本の中間項目の開示」

野口委員会

#### ■新旧理事会 (12:10~12:40)

#### ■会員総会 (12:50~13:50)

#### ■統一論題報告：特別プロジェクト最終報告 (13:55~15:55)

司会：柴 健次 (関西大学)

第1報告 「東日本大震災と決算短信公表後の株価ドリフト」

海老原 崇 (武蔵大学)

第2報告 「東日本大震災に関するディスクロージャー行動—適時開示情報に関する調査結果—」  
奥村 雅史（早稲田大学）・吉田 靖（東京経済大学）

第3報告 「東日本大震災被災企業の復興・再生分析—Ota-Nakashima CSRモデルの適用—」  
太田 三郎・中島 真澄（千葉商科大学）

第4報告 「東日本大震災後の中小企業の現状と課題—税理士アンケートを通じて—」  
金子 友裕（東洋大学）

### ■統一論題報告（16：05～17：05）

テーマ「巨大災害と資本市場のディスクロージャー」

司会：薄井 彰（早稲田大学）

第1報告 「大震災後に考えるリスク管理とディスクロージャー」  
本間 基照（株式会社インターリスク総研）

第2報告 「震災後の経営者の業績予想開示行動と情報環境」  
浅野 敬志（首都大学東京）

### ■パネルディスカッション（17：10～17：50）

司会：薄井 彰（早稲田大学）

座長：柴 健次（関西大学）

パネラー：浅野 敬志（首都大学東京）  
奥村 雅史（早稲田大学）  
海老原 崇（武蔵大学）  
金子 友裕（東洋大学）  
中島 真澄（千葉商科大学）  
本間 基照（株式会社インターリスク総研）  
吉田 靖（東京経済大学）

### ■懇親会（18：00～）

## 【資料3】

### 日本ディスクロージャー研究学会第12回研究大会プログラム

2015年12月20日(日)

早稲田大学・早稲田キャンパス

#### ■自由論題報告 (10:00~12:20)

##### ○第1会場

司会：海老原 崇 (武蔵大学)

第1報告 「Why do managers revise their forecasts downward to avoid reporting negative earnings surprises?: Evidence from Japan」

David Lau (The University of Auckland)・太田 浩司 (関西大学)

第2報告 「連結子会社における利益マネジメントとその影響要因」

木村 史彦 (東北大学)

司会：太田 浩司 (関西大学)

第3報告 「回帰分析モデルの設定と会計発生高アノマリーの頑健性」

竹原 均氏 (早稲田大学)

第4報告 「無形資産ディスクロージャーにおける新指標の提案」

工藤 一郎 (工藤一郎国際特許事務所)・円谷 昭一 (一橋大学)

##### ○第2会場

司会：浅野 敬志 (首都大学東京)

第1報告 「包括利益における会計上の保守主義に関する実証研究」

大沼 宏 (東京理科大学大学院)・吉田 契 (東京理科大学大学院院生)

第2報告 「ストックオプションの付与と経営者の機会主義的行動」

遠谷 貴裕 (明星大学)

司会：町田 祥弘 (青山学院大学)

第3報告 「機関投資家による議決権行使判断の決定要因—機関投資家の特性という観点から—」

円谷 昭一 (一橋大学)・中村 充博 (一橋大学大学院院生)

第4報告 「取締役会評価の開示—英国の事例とわが国への示唆」

林 順一 (青山学院大学)

#### ■理事会 (12:20~13:20)

#### ■会員総会 (13:20~13:50)

■統一論題報告（14：00～17：30）

テーマ「コーポレート・ガバナンスとディスクロージャー」

司会：奥村 雅史（早稲田大学）

座長：亀川 雅人（立教大学）

解題

亀川 雅人（立教大学）

第1報告 「CFOの役割から考える積極的ディスクロージャーのあり方」

永岡 英則（株式会社VOYAGE GROUP）

第2報告 「不適切な会計処理問題を考える」

高山 昌茂（公認会計士）

第3報告 「企業のカバナンス改革は意図的な不正行為の防止に有効か？」

青木 英孝（中央大学）

第4報告 「ファンドによる企業支配と適時開示」

三和 裕美子（明治大学）

■統一論題討論（16：30～17：30）

座長：亀川 雅人（立教大学）

討論者 永岡 英則（株式会社VOYAGE GROUP）

青木 英孝（中央大学）

三和 裕美子（明治大学）

■懇親会（17：45～）

## 【資料4】

### 第1回JARDISワークショッププログラム

2016年3月21日(月)～22日(火)

県立広島大学・サテライトキャンパスひろしま

3月21日(月)

#### ■院生セッション (第9回『現代ディスクロージャー研究』カンファレンス)

司会：奥村 雅史 (早稲田大学)

第1報告 「開示情報と効率性に関する理論分析」

石川 徹 (大阪大学・大学院生)

第2報告 「議決権の不行使が将来の企業業績に与える影響」

久多里 桐子 (大阪市立大学・大学院生)

#### ■ランチセミナー

司会：薄井 彰 (早稲田大学)

「財務報告のエンフォースメント」

弥永 真生 (筑波大学)

#### ■理論セッション

司会：太田 康広 (慶應義塾大学)

第1報告 「組織コントロールにおけるコミュニケーションと業績評価の意義

—エイジェントの個人属性の観点からの考察—

若林 利明 (早稲田大学)

第2報告 「原価企画におけるリーダーシップとモラル・ハザード」

村上 敏也 (慶應義塾大学・研究員)・太田 康広 (慶應義塾大学)

#### ■実証セッション

司会：山本 達司 (大阪大学)

第1報告 「ストック・オプションが及ぼす自社株買い実施公表に関する実証分析」

河瀬 宏則 (九州産業大学)・高橋 孝輔 (武蔵大学・大学院生)

第2報告 “What Moves Firm Values?”

村宮 克彦 (大阪大学)・椎葉 淳 (大阪大学)

#### ■懇親会 (18:00～20:00)

3月22日(火)

■ジャーナルセッション

テーマ

司会：吉田 靖（東京経済大学）

第1報告 『『年報 経営ディスクロージャー研究』の編集方針と査読方針』

坂上 学（法政大学）

第2報告 『『現代ディスクロージャー研究』の編集方針と査読方針』

奥村 雅史（早稲田大学）

■特別セッション（第9回『現代ディスクロージャー研究』カンファレンス）

司会：坂上 学（法政大学）

「実験会計研究の最先端」

田口 聡志（同志社大学）

■エクスカージョン

年報 経営ディスクロージャー研究 (第15号) 編集委員会

編集長：乙政正太 (関西大学)

編集者：浅野敬志 (首都大学東京)

浅野信博 (大阪市立大学)

大柳康司 (専修大学)

奥田真也 (名古屋市立大学)

木村史彦 (東北大学)

年報 経営ディスクロージャー研究  
第15号

---

発行 2016年3月31日

編集人 乙政正太

発行人 薄井彰

---

日本ディスクロージャー研究学会 ©2016年

〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1

早稲田大学商学部大鹿智基研究室気付

---

# 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](http://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>