

貸倒引当金をめぐる経営者の裁量的行動と証券市場

野 間 幹 晴

1 会計政策研究の新潮流

本稿の目的は、証券市場が銀行の主要な会計発生高 (Accruals) である貸倒引当金を非裁量的部分と裁量的部分に峻別して評価しているか否か、そして区別しているのであれば各々をどのように評価しているのかを解き明かすことである。

米国では1980年代中頃から、会計発生高の測定を通じて、経営者の会計政策の実態を明らかにしようとする試みが展開されるようになってきた¹⁾。会計発生高という概念が会計政策研究に应用されるまで経営者の会計政策を包括的に捉えることには限界があると考えられてきたが、会計発生高はこれを克服するうえで有用な概念であったからである。この結果、最近の米国の会計政策研究では会計発生高を用いた研究が主流となっている。そればかりか、調査対象となる会計発生高の測定方法や項目などについてさまざまなリサーチが派生し、リサーチ・デザインあるいはリサーチ・モデルの細分化が発生している。

たとえば、McNichols [2000] は会計発生高に関連した会計政策研究をリサーチ・デザインの観点から3つに分類し、今後の会計政策研究の展開を論じている²⁾。第一のデザインは会計発生高の合計額を分析したものである。これには、Healy [1985] や DeAngelo [1986] などだけでなく、会計発生高の合計額から非裁量的発生高を推定しその残差である裁量的会計発生高について分析した Jones [1991] や Dechow, Sloan and Sweeney [1995] など含まれる。第二は特定項目の会計発生高について分析したものであり、Beaver and Engel [1996] や Beaver and McNichols [1998] がこれに該当する。第三は報告利益

等についてヒストグラムを作成し、そこから会計政策の実態を検討した研究である。第三デザインの代表的な研究としては、Burgstahler and Dichev [1997] がある。

さらに McNichols [2000] は、今後の会計政策研究では第二デザインと第三デザインの重要性が高まると主張する。第一デザインで頻繁に用いられる、Jones [1991] によって提唱された Jones モデルあるいは Dechow, Sloan and Sweeney [1995] などで比較的説明力が高いことが示された修正 Jones モデルでは、経営者の裁量的行動を評価するうえでの十分な説明力と信頼性に欠けるからである³⁾。これに対して、第二デザインは、どのようなファンダメンタルズが特定項目に影響を与えるかを考慮することで、その非裁量的部分を精緻に把握できる点において優れている。また第三デザインでは、ヒストグラムにおいて調査対象付近で異常な分布になっているか否かを統計的・視覚的に検証できる。

一方、わが国でも90年代中頃から会計発生高という概念を援用して経営者の裁量的行動の実態を解明する会計政策研究がみられるようになった。ただし、第一モデルと第三モデルに基づくリサーチは存在するが、特定の会計発生高について分析する第二モデルのリサーチは皆無である⁴⁾。こうしたわが国の研究状況を鑑みて、本稿では第二モデルに依拠したリサーチを行う。

2 論点と先行研究

金融機関の経営者は、貸出金の元本や利息が回収できなくなる信用リスクを考慮して貸倒引当金を設定する。貸倒引当金の設定は将来事象に対する見積もりに基づき行われるが、そこに経営者の裁量の余地がある。では、証券市場はそうした貸倒引当金をどのように評価しているのだろうか。

こうした問題意識に基づいて、米国だけでなくわが国でも貸倒引当金に対する証券市場の反応を実証的に検証した研究が進められている。しかし、会計発生高の分析手法を利用した Beaver and Engel [1996] の実証結果が提示されるまで、米国とわが国の研究結果は対蹠的であった。

米国で貸倒引当金に対する証券市場の評価を検証した実証分析で代表的なのが

Wahlen [1994] である。Wahlen [1994] は、銀行の不良債権と貸倒引当金、貸出金償却などのリスク情報について三つの分析を行った。まず、将来キャッシュ・フローと貸倒引当金の関連をめぐり検証を行った。この分析では、将来キャッシュ・フローの改善が見込まれる場合に、銀行経営者は多額の貸倒引当金を設定するという仮説を提示した。次に、不良債権、貸倒引当金、貸出金償却などの期待外の変動部分と株式リターンとの関連性について検証を行った。最後に不良債権や貸倒引当金などの情報の公表に伴い、株価がどのように変動するかを検証した。

これらの検証結果は、次の二点に要約される。一つは、将来キャッシュ・フローが改善される場合に、経営者は貸倒引当金の金額を増加させる傾向があるという点である。いま一つは、投資家は期待外貸倒引当金を将来の業績に対する経営者の自信として解釈しており、プラスに評価していることを示唆している点である。とりわけ注目すべきは、後者である。貸倒引当金は評価性引当金であるので、その増加に対して証券市場はマイナスに評価すると推測される。しかしながら、実証分析により、証券市場は貸倒引当金に対してプラスの評価をしているという結果が得られた。これについて Wahlen [1994] は、貸倒引当金の増加は経営者の将来の業績に対する自信の表れであり、貸倒引当金の増加は投資家にとって「グッド・ニュース」である、と解釈している。すなわち、証券市場は貸倒引当金の増加を経営者のシグナリングと捉えており、プラスに評価するというのである⁵⁾。

Wahlen [1994] 以外に、Liu and Ryan [1995] や Liu, Ryan and Wahlen [1997] などでも証券市場が貸倒引当金に対して肯定的な評価をするという結果が得られている。これらの研究は貸倒引当金情報の公表過程や銀行の特徴を分析視座に含めることで、Wahlen [1994] が示したシグナリング仮説の精緻化を図っている。

たとえば、Liu and Ryan [1995] は、証券市場が貸倒引当金をプラスに評価するという検証結果を、貸出金と貸倒引当金に関する情報源が異なるという観点から論じている。すなわち、貸出金のデフォルト・リスクに関するパッド・

ニュースは、貸倒引当金設定に関する情報が公表された時点では既に他の情報源から株価に織り込まれている。一方、貸倒引当金設定は各銀行の経営者が不良債権に対する取り組みを表す裁量的行動であり、かつ貸出金に関するバッド・ニュースが既に織り込み済なので、グッド・ニュースとして証券市場に捉えられる。分析の結果、こうした仮説を裏づける結果が得られた。

一方、わが国で貸倒引当金に対する証券市場の評価を検証した実証研究として、音川 [1998] がある。音川 [1998] は貸倒引当金と不良債権情報が株価形成にどのような影響を与えているかを検証している。分析の結果、証券市場は貸倒引当金をネガティブに評価していることが明らかになった。このことから音川 [1998] は、「日本の銀行経営者は将来の収益性を示すシグナルとして貸倒引当金をあまり戦略的に活用してこなかった」と結論づけている。

以上から、日米における貸倒引当金をめぐる実証結果は対照的であり、こうした違いは経営者が貸倒引当金の設定を通じて将来の業績に対する自信を表明しているか否かという点から生じたといえる。いいかえると、シグナリング仮説が両国の銀行経営者の行動に適合するか否かという点に関する相違といえる。

こうした実証研究の潮流に新たな一石を投じたのが Beaver and Engel [1996] である。彼らは会計発生高研究の成果を活用し、経営者の裁量的行動の側面から貸倒引当金を分析した。第一に、貸倒引当金を経営者が非裁量的に計上した部分と裁量的に計上した部分に峻別した。第二に、証券市場が貸倒引当金の非裁量的部分と裁量的部分をどのように評価しているかを検証した。分析の結果、証券市場は貸倒引当金の非裁量的部分にはマイナスの反応を示し、裁量的部分にはプラスの反応を示すことが明らかになった。Beaver and Engel [1996] は、この実証結果から次のようなことが示唆されると論じる。貸倒引当金の非裁量的部分は貸出金の減損を示しているので、証券市場はこれに対してマイナスの評価をする。一方、裁量的部分は自行の将来の収益力に対する経営者の自信の表れであり、証券市場はこれを肯定的に評価する。

つまり、Beaver and Engel [1996] の特徴は、会計発生高をめぐる研究で培われた手法を用いることで、シグナリング仮説が中心的な説明理論となっていた

貸倒引当金に対する証券市場の評価について新たな実証結果と解釈を加えた点にある。Beaver and Engel [1996] の研究成果を踏まえ、本稿はわが国の証券市場が貸倒引当金の非裁量的部分と裁量的部分を区別しているか否か、そして区別しているとするならば各々をどのように評価しているかを解明する。

3 リサーチ・デザイン

(1) データ

本稿では、東京・大阪・名古屋・福岡・札幌の各証券取引所に上場する銀行の99年3月期決算をサンプルとする。対象期間を99年3月期決算に絞るのは、次の二つの理由による。

一つは、有価証券報告書で開示される不良債権情報が99年3月期決算から充実したからである。わが国では93年3月期から不良債権情報が開示され、その対象は順次拡大してきた。その結果、99年3月期からは有価証券報告書でも、破綻先債権額と延滞債権額、3ヶ月以上延滞債権額、貸出条件緩和債権額の4項目が開示されるようになった⁶⁾。これに伴い、わが国でも米国のSEC基準とほぼ遜色のないディスクロージャー制度が完備されたといえる。

いま一つは、貸倒引当金を非裁量的部分と裁量的部分とに区分するうえで、2期間の不良債権情報が必要となるからである。したがって、本稿のサンプルは99年3月期と2000年3月期の財務情報が入手できる銀行に限定される。こうした結果、サンプルは111行から構成される。

(2) 貸倒引当金の分解

貸倒引当金をめぐる経営者行動を証券市場がどのように評価しているかを検証するために、二つの分析を行う。第一分析では、貸倒引当金を経営者が非裁量的に計上した部分と裁量的に計上した部分に分解する。第二分析で、証券市場がそれぞれを区別して評価しているか、また区別しているとするどのように評価しているかを検討する。

まず、貸倒引当金を非裁量的な部分と裁量的に計上された部分に区分する第一

分析のモデルを説明する。貸倒引当金の非裁量的部分は、貸出金のうち貸倒損失が発生する可能性の高い部分を示している。一方の裁量的部分は、経営者がさまざまな目的から貸倒引当金を追加的に計上したものであると考えられる⁷⁾。

本稿では、Beaver and Engel [1996] のモデルを基にして貸倒引当金を非裁量的部分 (NALL) と裁量的部分 (DALL) に分解する。

まず、(1)式から貸倒引当金の非裁量的部分を推定する。(1)式の右辺は、貸倒引当金設定額に影響を与える変数から構成される。Beaver, Eger, Ryan and Wolfson [1989] などの先行研究では、デフォルト・リスクの指標として不良債権が重要であることが論じられている。また不良債権よりもデフォルト・リスクは低いが、残りの貸出金もデフォルト・リスクにさらされている。貸出金償却額は貸出金の回収可能性に影響を与える次期以降の償却額に関する情報を提供するので、説明変数に加える。不良債権の変化額は、経営者が t 期の時点で保有し、他の変数には反映されていない貸出金に関するデフォルト・リスクの代理変数となる。本稿では、Beaver and Engel [1996] で用いられた変数の他に、業態を示すダミー変数を追加した。都銀・長信銀・信託銀が全国的に事業を展開しているのに対して地銀は事業地域が相対的に限られているので、銀行の業務形態によってデフォルト・リスクが異なると考えられるからである。

次に貸倒引当金のうち裁量的に計上された部分を推定する。定義上(2)式が成り立ち、本稿では Beaver and Engel [1996] と同様に(3)式を前提とする。これより(4)式が導出され、(4)式の残差である z_{it} が貸倒引当金のうち裁量的部分の推定値となる。(1)式の残差が0でないかぎり、(1)式と(4)式の係数が誤差なく推定されたとしても、DALLの推定値には誤差があることになる。しかし本稿では Beaver and Engel [1996] と同様に、(1)式の説明変数には裁量的要素がない、すなわち(3)式が成立する、と想定する。すべての変数について経営者の裁量的行動を完全に排除することはできないが、貸出金償却額や不良債権は貸倒引当金と比較すると計上する期や計上する金額を裁量的にコントロールする余地は小さいからである。以上より、(4)式の残差である z_{it} が貸倒引当金の裁量的部分の推定値となる。

$$NALL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CO_{it} + \alpha_2 LOAN_{it} + \alpha_3 NPA_{it} + \alpha_4 \Delta NPA_{it+1} + \alpha_5 DYG_{it} + u_{it} \cdots \cdots (1)$$

$$ALL_{it} = NALL_{it} + DALL_{it} \cdots \cdots (2)$$

$$z_{it} = DALL_{it} + u_{it} \cdots \cdots (3)$$

$$ALL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CO_{it} + \alpha_2 LOAN_{it} + \alpha_3 NPA_{it} + \alpha_4 \Delta NPA_{it+1} + \alpha_5 DYG_{it} + z_{it} \cdots \cdots (4)$$

ALL：貸倒引当金期末残高

NALL：貸倒引当金期末残高のうち非裁量的部分

DALL：貸倒引当金期末残高のうち裁量的部分

CO：貸出金償却額

LOAN：貸出金総額

NPA：不良債権開示合計額

DYG：サンプルの業態を表すダミー変数（都銀・長信銀・信託銀ならば1，そうでなければ0）

なお，添字 t は決算期， i は個別企業を示す。

分散不均一性の問題を回避するために，株主資本と貸倒引当金の合計額であるGBVによって(4)式の各変数を割り算して重回帰分析を行う。(4)式を推定すると，LOANとNPA， ΔNPA の係数はプラスを，DYGの係数はマイナスを示すと考えられる。ただし，COの係数がプラスかマイナスであるかは不明である。

(3) 証券市場の反応

次に，第二分析では，証券市場が貸倒引当金に対してどのように評価しているかを検証する。本稿では，貸倒引当金情報と株価の関連性を検証するために(5)式と(6)式による分析を実施する。

貸倒引当金の裁量的部分を証券市場が評価しているか否かを検証する前に，貸倒引当金を分解していない(5)式の非分解モデルによって先行研究である音川[1998]を追加的に検証する。なお，Beaver and Engel [1996] や音川 [1998] と同様に(5)式の各変数もGBVで除している。

次に、証券市場が貸倒引当金を非裁量的部分と裁量的部分に分解し評価しているか否か、またそれぞれをどのように評価しているかを明らかにするために(6)式の分解モデルを推定する⁸⁾。

DALL は ALL の構成要素の 1 つであるため、DALL と ALL の両変数を(6)式に含めている。ALL の係数 γ_1 は、NALL に適用される係数である。本稿では、(6)式のように貸倒引当金について ALL と DALL を説明変数に加えているが、NALL と DALL を説明変数とするモデルでも同じ分析を行うことができる。ただし、後者のモデルでは、NALL の係数は γ_1 と等しく DALL の係数が $(\gamma_1 + \gamma_2)$ となる⁹⁾。(6)式の重回帰モデルは、 $\gamma_2 = 0$ という帰無仮説を直接検定することができるので、NALL と DALL を説明変数とするモデルよりも利便性が高い。

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ALL_{it} + \beta_2 NPA_{it} + \beta_3 LOAN_{it} + \beta_4 SHG_{it} + \beta_5 NI_{it} + \varepsilon_{it} \cdots \cdots (5)$$

$$MV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ALL_{it} + \gamma_2 DALL_{it} + \gamma_3 NPA_{it} + \gamma_4 LOAN_{it} + \gamma_5 SHG_{it} + \gamma_6 NI_{it} + \varepsilon_{it} \cdots \cdots (6)$$

MV：株式時価総額（5 月末時点の株価×発行済株式総数）

ALL：貸倒引当金合計額

DALL：貸倒引当金の裁量的部分（(4)式の残差）

NPA：不良債権開示合計額

LOAN：貸出金総額

SHG：有価証券含み益

NI：当期純利益

非分解モデルの各説明変数は、次のような符号を示すと考えられる。音川 [1998] の実証結果を踏まえると、ALL の係数はマイナスを示すと考えられる。Beaver, Eger, Ryan and Wolfson [1989] や音川 [1998] では、証券市場は不良債権をネガティブに評価していることが明らかになっている。このことから、NPA の係数はマイナスを示すと予測される。コントロール変数として追加した SHG と NI の係数は、ともにプラスになるであろう。

分解モデルで着目されるのは、DALL の係数 γ_2 である。 γ_2 がゼロであるとい

表1 貸倒引当金の分解モデルの検証結果

	α_0	α_1	α_2	α_3	α_4	α_5	修正R ²
期待符号			+	+	+	-	0.59
分析結果	-3297.91	-2.4E-10	0.007	0.460	0.079	-0.082	
	[-2.89]**	[-0.68]	[3.23]***	[14.09]***	[1.85]*	[-2.61]**	

[]はt値, *10%水準で有意, **5%水準で有意, ***1%水準で有意.

う帰無仮説は、証券市場が貸倒引当金の非裁量的部分と裁量的部分を分解せずに評価していることを意味する。一方、 $\gamma_2 > 0$ という対立仮説は、証券市場が貸倒引当金を非裁量的部分と裁量的部分の2つに分解し、後者に対してプラスに評価していることを意味する。

また、貸倒引当金の非裁量的部分に対する市場の評価を示す γ_1 は、マイナスを示すことが予測される。非裁量的部分は、貸出金の評価損だと考えられるからである。Beaver, Eger, Ryan and Wolfson [1989] や音川 [1998] などの先行研究の結果から、NPAの係数はマイナスを、またLOANの係数はプラスになると考えられる。しかしながら、どちらもNALLを推定する(1)式で変数として用いられているので、こうした結果が得られるとは限らない。したがって、NPAとLOANの係数の符号を予測することはしない。(5)式と同様に、(6)式でもSHGとNIをコントロール変数として追加し、これらの係数はプラスを示すと期待される。

4 検証結果

貸倒引当金を分解する第一分析の結果は、表1に示すとおりである。推定の結果から、COを除いてすべての変数が期待された符号を示しており統計的に有意であることがわかる。

つづいて、貸倒引当金に対する証券市場の評価について検証した第二分析の結果は、表2に示すとおりである。非分解モデルと分解モデルを比較すると、僅かではあるが、修正R²が上昇しており、モデルの説明力が高まるという結果が得られた。自由度は修正済であるから、単に説明変数を増加したことが原因で説明

表 2 検証結果

非分解モデル ((5)式)

	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	修正 R^2
期待符号	+	-	-	+	+	+	0.28
分析結果	0.688	-0.703	-0.073	0.015	0.694	-0.816	
	[4.86]***	[-3.05]***	[-0.56]	[1.47]	[4.01]***	[-2.44]**	

分解モデル ((6)式)

	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	γ_6	修正 R^2
期待符号	+	-	+			+	+	0.30
分析結果	0.633	-1.550	1.044	0.340	0.021	0.773	-0.756	
	[4.40]***	[-2.84]***	[1.71]*	[1.24]	[1.98]**	[4.35]***	[-2.27]**	

[] は t 値, *10%水準で有意, **5%水準で有意, ***1%水準で有意。

力が高まったわけではないことに留意すべきである。

非分解モデルの回帰分析の結果から、貸倒引当金の係数 (β_1) が統計的に有意にマイナスを示していることから、音川 [1998] と同様に株価と貸倒引当金総額の間に統計的に有意な負の関連があることがわかる。しかしながら、不良債権の係数 (β_2) と貸出金の係数 (β_3) は期待された符号を示しているが、統計的に有意な結果は得られなかった。

コントロール変数として加えた有価証券含み益の係数 (β_4) は、予想どおり統計的に有意にプラスである。このことから、有価証券の含み益が潤沢な企業ほど証券市場は高く評価していることが明らかになる。しかしながら、当期純利益の係数 (β_5) は予想に反して統計的に有意なマイナスを示している。

次に分解モデルを推定した結果、多くの変数で統計的に有意であり、予測された結果が得られた。まず、貸倒引当金の非裁量的部分の係数 (γ_1) は、統計的に有意にマイナスである。一方、貸倒引当金の裁量的部分の係数 (γ_2) は、統計的に有意にプラスである。このことから、証券市場は貸倒引当金を経営者が非裁量的に計上した部分と裁量的に計上した部分に分解しており、非裁量的部分にはマイナスに評価し、裁量的部分にはプラスに評価していることが明らかになる。し

たがって、Beaver and Engel [1996] で示された実証結果と同様に、貸倒引当金の非裁量的部分は貸出金の減損を示し、証券市場はこれに対してマイナスの評価をするのに対して、裁量的部分は自行の将来の収益性に対する経営者の自信の表れであり、証券市場はこれをプラスに解釈すると考えらえる。このことは、わが国の銀行経営者も将来の収益性を示すシグナルとして貸倒引当金を利用することに成功していることを意味する。

不良債権の係数 (γ_3) は、(5)式の分析結果と同様に統計的に有意な結果が得られなかった。貸出金の係数 (γ_4) は、統計的に有意にプラスである。これは、市場は利子率の低下を予測しており、固定金利貸出金の経済的価値が相対的に増加することを評価しているものと解釈される¹⁰⁾。

有価証券含み益の係数 (γ_5) と純利益の係数 (γ_6) は、(5)式の分析と同様の結果が得られた。つまり、有価証券の含み益が多額な企業ほど証券市場は高く評価し、当期純利益の小さな企業ほど市場は高く評価しているのである。前者については、桜井 [1998] などの検証結果と同じであり、説明を要しないだろう。しかし後者については、その論拠を考える必要がある。

非分解モデルと分解モデルの両方において、当期純利益が小さい銀行ほど株価水準が統計的に有意に高くなっているのは、シグナリング仮説によると考えられる。すなわち、将来の収益性に自信のある銀行経営者は、貸倒引当金の追加計上や不良債権処理などで多額の費用を計上する。市場はこれを将来の収益性に対する経営者のシグナリングであると解釈し、純利益が小さい銀行ほど、あるいは純損失が大きい企業ほど高く評価する。逆に、当期純利益が大きい銀行に対しては、不良債権処理などが進んでいないと判断し、低く評価する。90年代後半におけるわが国の銀行業界を取り巻く環境を考慮すると、費用の追加計上によるシグナリング仮説の妥当性は高いと考えられる。

そこで、(5)式と(6)式に修正を加えた(7)式と(8)式について重回帰分析を行った。当期純利益を計上している企業には、NI-POSに当期純利益をGBVで除した数値を、またNI-NEGには0を代入する。一方、当期純損失を計上している場合には、NI-NEGに当期純損失をGBVで除した数値を、またNI-POSには0を

表 3 検証結果

非分解モデル ((7)式)

	β_0	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	修正 R ²
期待符号	+	-	-	+	+		-	0.29
分析結果	0.665	-0.656	-0.069	0.013	0.642	2.456	-0.879	
	[4.65]***	[-2.79]***	[-0.53]	[1.31]	[3.57]***	[0.80]	[-2.59]**	

分解モデル ((8)式)

	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	γ_4	γ_5	γ_6	γ_7	修正 R ²
期待符号	+	-	+			+		-	0.30
分析結果	0.606	-1.532	1.085	0.362	0.019	0.720	2.820	-0.823	
	[4.17]***	[-2.81]***	[1.77]*	[1.31]	[1.83]*	[3.93]***	[0.92]	[-2.44]**	

[]は t 値, *10%水準で有意, **5%水準で有意, ***1%水準で有意.

代入する。(7)式と(8)式の分析結果は表3に示すとおりである。

$$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ALL_{it} + \beta_2 NPA_{it} + \beta_3 LOAN_{it} + \beta_4 SHG_{it} + \beta_5 NI-POS_{it} + \beta_6 NI-NEG_{it} + \varepsilon_{it} \cdots (7)$$

$$MV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ALL_{it} + \gamma_2 DALL_{it} + \gamma_3 NPA_{it} + \gamma_4 LOAN_{it} + \gamma_5 SHG_{it} + \gamma_6 NI-POS_{it} + \gamma_7 NI-NEG_{it} + \varepsilon_{it} \cdots (8)$$

NI-POS：当期純利益を計上している場合は当期純利益を GBV で除した数値，
当期純損失を計上している場合は 0

NI-NEG：当期純損失を計上している場合は当期純損失を GBV で除した数値，
当期純利益を計上している場合は 0

非分解モデルの(7)式でも分解モデルの(8)式でも，当期純利益に関連しない各係数の分析結果は修正を加える前の(5)式や(6)式の有意水準や符号とほぼ同じである。注目されるのは，(7)式と(8)式で β_5 と γ_6 の係数が統計的に有意でないのに対して， β_6 と γ_7 の係数が統計的に有意なマイナスを示していることである。このことか

ら、証券市場は費用の追加計上によって当期純損失が拡大している企業ほど高く評価していると考えられる。一方、当期純利益を計上している企業に対しては、市場は不良債権処理への取り組みが遅れていると判断し、単に当期純利益を計上しているからといってプラスには評価しないのである。いいかえると、市場は当期純損失を将来の収益性に対する経営者の自信を示すシグナルとして捉えているのである。

5 むすび

本稿では、証券市場が銀行の貸倒引当金を非裁量的部分と裁量的部分に分解しており、前者はマイナスに評価し、後者にはプラスに評価していることを明らかにした。このことは、貸倒引当金のうち経営者が非裁量的に計上した部分は貸出金の減損を示し、裁量的に計上した部分は将来の収益力に対する経営者の自信の表れだと解釈される。したがって、わが国の銀行経営者も将来の収益力をシグナリングする手段として貸倒引当金を追加的に計上しているといえる。

証券市場が貸倒引当金の裁量的部分をプラスに評価するという結果は、多額の費用計上により当期純損失に陥った銀行を証券市場がプラスに評価するという分析結果と整合する。つまり、証券市場は、貸倒引当金の積み増しだけでなく、その他の方法による不良債権処理に対する積極的な取り組みを将来の収益性に対する経営者のシグナリングであると解釈しているのである。

銀行経営者が貸倒引当金をシグナルとして戦略的に活用しているという本稿の分析結果は、自己査定制度の導入に伴い経営者の間で不良債権償却行動に顕著な違いが表れたことを物語っている。従来は大蔵省が償却対象となる不良債権の範囲を決定しており、金融機関の不良債権償却は横並びであった。それに対して1998年4月からの早期是正措置に伴い、不良債権の自己査定制度が導入された。自己査定は銀行が貸出債権の健全性を自ら判断し、貸倒の可能性がある場合には貸倒引当金の設定などにより不良債権の償却を実施する。こうした制度変革により、銀行経営者は将来の収益性を表すシグナルとして貸倒引当金を活用し、証券市場は裁量的に計上された貸倒引当金をプラスに評価するようになったと考えら

れる¹¹⁾。

ただし、本稿は不良債権の自己査定制度が導入された1999年3月期のデータを基にリサーチを行っており、導入以前については分析対象としていない。したがって、自己査定が導入される以前のデータを用いて貸倒引当金設定をめぐる経営者の裁量的行動を浮き彫りにするリサーチを行うことで、本稿の解釈に対する妥当性が高まるであろう。この点については、今後の課題としたい。

- 1) 会計政策とは「経営者が一定の目的を達成するために、会計数値を戦略的に制御する」ことをさす(伊藤 [1996])。
- 2) McNichols [2000] は、1993年から1997年にかけて主要なジャーナルに掲載された会計政策研究をこの3つに分類・整理している。その結果、Jones [1991] で提示された Jones モデルに基づく会計発生高の合計額を利用したアプローチが多くの研究で採用されていることを示している。
- 3) McNichols [2000] の実証分析によると、Jones モデルおよび修正 Jones モデルでは、期待利益成長率の高い企業は低い企業よりも裁量的会計発生高が大きくなる傾向があり、裁量的会計発生高を特定するうえで誤差が生じるためである。
- 4) 第一モデルとしては鈴木・岡部 [1998]、中條 [1999]、野間 [2001] などがあり、第三モデルには加賀谷 [1999] などがある。
- 5) シグナリングについては、Akerlof [1970] や Spence [1973] を参照。
- 6) それぞれの不良債権の定義は次のとおりである。まず、破綻先債権額とは、元本または利息の支払の遅延が相当期間継続していることその他の事由により元本または利息の取立てまたは弁済の見込みがないものとして未収利息を計上しなかった貸出金のうち、法人税法施行令第96条第1項第3号のイからホまでに掲げる事由または同項4号に規定する事由が生じている貸出金である。次に、延滞債権額とは、未収利息不計上貸出金であって、破綻先債権及び債務者の経営再建または支援を図ることを目的として利息の支払いを猶予した貸出金以外の貸出金である。そして、3ヶ月以上延滞債権額とは、元本または利息の支払いが約定支払日の翌日から3ヶ月以上遅延している貸出金で破綻先債権額及び延滞債権額に該当しないものである。最後に、貸出条件緩和債権額とは、債務者の経営再建または支援を図る目的として、金利の減免、利息の支払猶予、元本の返済猶予、債権放棄その他の債務者に有利となる取決めを行った貸出金で

- 破綻先債権、延滞債権及び3ヶ月以上延滞債権に該当しないものである。
- 7) 経営者が貸倒引当金を裁量的に追加計上する目的には、①規制当局からの信頼獲得、②会計数値に依拠した契約の有利な履行、③納税額の現在割引価値の最小化、④将来の収益性のシグナリング、などがある。
- 8) DALLは既にGBVで除してあるので、(6)式ではDALLを除く変数についてGBVで割り算している。
- 9) すなわち、 $\gamma_1 ALL + \gamma_2 DALL = \gamma_1 NALL + (\gamma_1 + \gamma_2) DALL$ 。
- 10) 本稿の分析期間である1997年度・1998年度における公定歩合は0.5%と非常に低かったが、市場参加者の中にはさらなる金利低下を予測するものもいた。事実、2001年2月には、公定歩合が0.5%から0.35%へと引き下げられた。したがって、市場が利子率の低下を予測していたという本稿の解釈は妥当性が低いとはいえないと考えられる。
- 11) 既に述べたように、音川[1998]ではシグナリング仮説とは相反する実証結果が得られている。これは音川[1998]では貸倒引当金を分解していないのに加えて、分析期間が自己査定の導入される以前の1993年3月期から1997年3月期であることによるものと考えられる。

参考文献

- 伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店、1996年。
- 音川和久「不良債権の会計情報と株価形成」『会計』第154巻2号、1998年5月。
- 加賀谷哲之「裁量的会計発生高と市場評価」『一橋論叢』第122巻5号、1999年11月。
- 桜井久勝「銀行のデリバティブ会計情報と株価形成」中野勲・山地秀俊編著『21世紀の会計評価論』勁草書房、1998年。
- 鈴木一水・岡部孝好「予想される税率変更に対する会計発生高の裁量的調整」『産業経理』第58巻1号、1998年4月。
- 中條祐介「業績低迷企業の会計政策－利益減少型会計政策の選択とそのインセンティブ」『会計』第155巻1号、1999年1月。
- 野間幹晴「利益平準化の二つの方法と資本コストの関係－デリバティブと会計政策の相対的影響」『一橋論叢』第125巻5号、2001年5月。
- Akerlof, G. A. "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84 No.3, August 1970.
- Beaver, W. H., C. Eger, S. Ryan and M. Wolfson, "Financial Reporting, Sup-

- plemental Disclosures, and Bank Share Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.27 No.2, Autumn 1989.
- Beaver, W. H. and E. E. Engel, "Discretionary Behavior with Respect to Allowance for Loan Losses and the Behavior of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22 No.1-3, Dec 1996.
- Beaver, W. H. and M. F. McNichols, "The Characteristics and Valuation of Loss Reserves of Property Casualty Insurers," *Review of Accounting Studies*, Vol.3 No.1-2, 1998.
- Burgstahler, D and I. Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24 No.1, December 1997.
- DeAngelo, L. "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *The Accounting Review*, Vol.61 No.3, July 1986.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol.70 No.2, April 1995.
- Jones, J. J., "Earning Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29 No.2, Autumn 1991.
- Healy, P. M., "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7 No.1-3, April 1985.
- Liu, C. C. and S. G. Ryan, "The Effect of Bank Loan Portfolio Composition on the Market Reaction to and Anticipation of Loan Loss Provisions," *Journal of Accounting Research*, Vol.33 No.1, Spring 1995.
- Liu, C. C., S. G. Ryan and J. M. Wahlen, "Differential Valuation Implications of Loan Loss Provisions across Banks and Fiscal Quarters," *The Accounting Review*, Vol.72 No.1, January 1997.
- McNichols, M. F., "Research Design Issues in Earnings Management Studies," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19 No.4-5, Winter 2000.
- Spence, M., "Job Market Signaling," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.87 No. 3, August 1973.
- Wahlen, J. M., "The Nature of Information in Commercial Bank Loan Loss Disclosures," *The Accounting Review*, Vol.69 No.3, July 1994.

(138) 一橋論叢 第126巻 第5号 平成13年(2001年)11月号

「2001年6月12日受講
2001年8月7日レフェリーの審査をへて掲載決定」

(一橋大学大学院博士課程)