

Title	わが国土地再評価の分析枠組み：再評価実務にみる「3つの溝」を手がかりとして
Author(s)	川島, 健司
Citation	一橋論叢, 132(5): 747-767
Issue Date	2004-11-01
Type	Departmental Bulletin Paper
Text Version	publisher
URL	http://doi.org/10.15057/15309
Right	

わが国土地再評価の分析枠組み

——再評価実務にみる「3つの溝」を手がかりとして——

川 島 健 司

1 問題提起

本稿の目的は、わが国で時限立法にもとづいて行われた土地再評価¹⁾の分析枠組みを提示することである。これにあたり、土地再評価をめぐる問題点の整理と海外の資産再評価 (asset revaluation)²⁾に関する先行研究のレビューを行う。

本論に入る前に、本稿のモチーフとなった背景について述べておこう。わが国の土地再評価は1998年から2002年の4年間にわたって行われた。上場企業のおよそ2割にあたる453社が実施し、その結果、実施企業の株主資本は合計で約2兆円かさ上げされた³⁾。いまこの土地再評価を振り返ると、それは再評価実務をめぐる試行錯誤の4年間であり、そこには後で詳しく述べるとおり会計研究の観点から解明すべき多くの問題が存在していた。これを実証的に分析する枠組みを提供することが本稿のねらいである。

本稿では分析枠組みを提示するものの、それに沿った実証調査は行わない。それでは、いまなぜ分析枠組みの構築が必要か。土地再評価をめぐるわが国の研究の状況を見ると、現在ようやく実態調査が行われ、海外の先行研究によって提唱された実証理論が検証され始めた段階である⁴⁾。しかしそこには2つの問題がある。1つは、海外研究と比べて検証内容に独自性が欠けることである。いま1つは検証内容が論点別に特化しており、再評価実務の全容を包括的に捉えられていないことである。後者については実はこの領域における海外研究の状況もしかりであり、資産再評価に関するレビュー論文もいまだみられない。

そこで、実証研究を展開する前にわが国における検証課題を整理し、その全体

像を示す分析枠組みを構築する作業が必要であると思われる。また、その分析枠組みに照らして海外研究を包括的にレビューしたとき、わが国の土地再評価を題材とした研究機会のなかで、海外研究がいまだ取り扱っていない課題がどこにあるかを明示化させることも有益であると思われる。

それでは、わが国で起こった土地再評価をめぐる問題を振り返ることから議論を始めることにしよう。

2 土地再評価をめぐる3つの溝

土地再評価をめぐる実務とそれに対する証券市場の評価を観察すると、そこには当事者間の行動、あるいは実態と会計数値との間におけるいくつかの「溝」の存在を指摘することができる。問題はそのいずれもが土地再評価に関する会計情報の質を低下させると考えられることである。主な溝として3つある。

2.1 企業と市場の視点の溝

第1の溝は、企業と証券市場参加者における土地再評価に対する視点の溝である。企業サイドにとっての土地再評価とは、主に株主資本の増強や財務諸表の透明性を向上させるための活用機会であった。例えば、企業サイドの以下のような発言はそれを象徴した典型的なものである。

「含み資産を開示し、企業経営の透明性を高めることが重要だ。投資家には、企業の正確な経営情報を知ってもらうことで、適切な判断をしてほしい。企業側は含み資産も企業評価の有力な判断材料として提供すべきだ。」⁵⁾

これに対して、証券市場参加者の視点は再評価それ自体より、むしろ再評価がもたらす後の業績への効果に向けられていた。例えば、土地再評価を実施した企業に対して、証券アナリストは次のように発言している。

「本業の利益回復が伴わなければ積極的に買う材料にはならない。」⁶⁾

「新たな成長戦略を打ち出さなければ、配当利回りが長期債利回りとはほぼ同じになる株価水準から抜け出せないだろう。」⁷⁾

この第1の溝により、情報利用者が本来求めている情報内容が企業によって十

分に開示されない可能性が生じる。例えば、証券市場参加者が土地再評価に続く次の一手に着目しているのであれば、再評価差額金の多寡とその株価反応は単純な1対1の関係にはないであろう。つまり、土地再評価それ自体の情報だけでは証券市場参加者にとって必ずしもレリバントではない。むしろ、市場参加者の視点にたてば、土地再評価がどのような状況で実施され、それがどのような文脈で市場参加者に説明されるかが重要になるであろう。その場合、再評価を実施した背景に関する情報を追加的に開示した方が情報の有用性は高まる可能性がある。

2.2 早期実施組と実施回避組の溝

第2の溝は、企業間にみられる再評価実施をめぐる溝である。先に述べたように、土地再評価を実施した企業は全体のおよそ2割であった。また、実施企業の内訳をみるとその業種と実施年度には大きな偏りがある⁸⁾。こうした状況は、実施企業と非実施企業との間で土地の簿価に関する比較可能性を著しく低下させるという問題を生み出す⁹⁾。

それではなぜ、多くの企業は再評価の実施を回避したのだろうか。とりわけ、土地に含み益が生じている場合でも再評価が行われない理由として、企業が抱く3つのジレンマの存在を指摘することができる。

第1は、実行可能性をめぐるジレンマである。すなわち、企業には土地再評価を株主資本の増強や財務諸表の透明性向上に活用しようとする動機がある一方で、その手法やシステムなどの面で実行可能性が伴わないという事情である¹⁰⁾。

第2は、含み益の活用をめぐるジレンマである。つまり、当期に含み益を財務健全性の改善に活用する動機と、一方でそれを将来において経営の安定化に活用するために温存させようとする思惑との間に生じるジレンマである¹¹⁾。

第3は、財務業績指標をめぐるジレンマである。含み益をオンバランス化するとその分だけ資産と資本が増額し、その結果、資本効率を示す財務業績指標(ROAやROE)が悪化してしまうことに伴うジレンマである¹²⁾。

2.3 実態と後の簿価の溝

第3の溝は、再評価後における時価と簿価との溝である。土地再評価は本来、土地の簿価を実態に近似させる効果が期待されたはずだが、実際にはほとんどすべての企業で実態と後の簿価との間に乖離が生じている。この第3の溝により、土地再評価の信頼性が低下するという問題が生じている。

この溝の背後には2つの事情がある。1つは、わが国の地価が1991年をピークに一貫して下落傾向にあることである¹³⁾。これにより多くの企業で再評価後に土地の時価が下落している。そうした含み損は財務諸表に注記されるが、土地再評価法上、貸借対照表において土地の簿価それ自体が再び修正されることはない。

いま1つの事情は、時価の測定について企業がかなりの自由度をもっていたことである。土地再評価法では、公的機関が公表する複数の時価情報をはじめ、5つの評価方法が認められている¹⁴⁾。同一の土地でもどの時価情報を用いるかによって評価額は大きく変わるため¹⁵⁾、企業の意図により当初の測定にバイアスがかけられていた可能性がある¹⁶⁾。

3 分析枠組みの構築

以上にみてきた溝の存在が会計情報の質の低下を招いていると考えられるならば、それらの溝の解消に向けて有益となり得る実証理論を提供することが会計研究に求められる課題であろう。

そこで本稿が提示する基本的な課題は次の2つである。第1は3つの溝が生じる因果的なメカニズムの解明であり、第2はそれらの溝が土地再評価情報の有用性に与える影響を実証的に解明することである。

3.1 「溝」の変数化

分析を展開するにあたっては、3つの溝の深さを変数として捉える必要がある。まず企業と市場の視点の溝を捉える変数は、土地再評価を実施するに至った背景説明に関する情報量である。この情報量が少ないほど溝は深まる関係にある。

続いて早期実施組と実施回避組の溝は、実施企業を1、非実施企業を0として

捉える。このばらつきが大きいほど溝は深まると考えられる。

実態と後の簿価の溝は、企業が選択した測定方法のタイプと後の簿価と実態との乖離度合い（差額）によって捉える。各測定方法について、簿価と実態との差額が大きいほど溝が深まることになる。

以上の変数はそれぞれ、説明（relation）、タイミング（timing）、測定の精度（measurement accuracy）とよぶことにしよう。

3.2 第1の課題

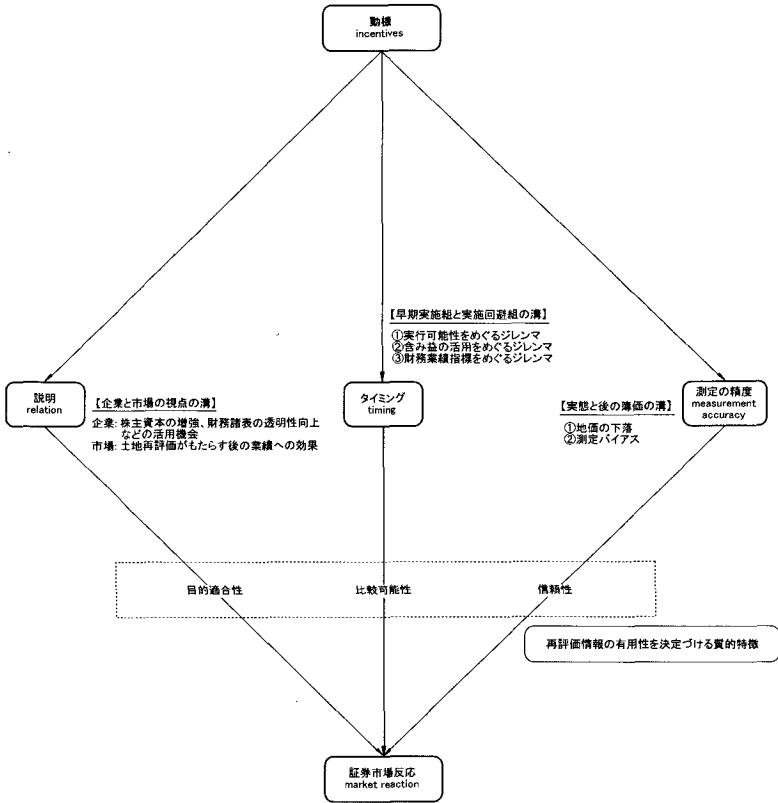
第1の課題は、3つの溝が生じるメカニズムの解明である。その際に本稿が着目する視点は土地再評価をめぐる経営者のインセンティブである。なぜなら、土地再評価の説明、タイミング、測定方法について、経営者に裁量の余地が与えられているため、先に設定した3つの変数は経営者が再評価を実施する動機によって左右されると考えられるからである。この場合、具体的な検証課題は経営者のインセンティブには詳しくどのようなものがあり、そしてそれらが3つの変数とどのような論理的関係にあるか、ということになる。

3.3 第2の課題

第2の課題は3つの溝が土地再評価情報の有用性に具体的にどのような影響を与えているかを解明することである。3つの変数は、一般に情報が有用であるために兼ね備えるべき質的特徴の代理変数として捉えることもできる。「説明」は目的適合性、「測定の精度」は信頼性、「タイミング」は比較可能性である。これら3つの変数と証券市場の反応との関係を検証することがここでの課題になる。

以上の分析枠組みを示したものが図表1である。この枠組みの利点は、第1にこれにより土地再評価に関する会計あるいは報告システムの質を評価し得ることであり、第2に資産価値の情報が市場に織り込まれるプロセスを明示化し、土地再評価に対する証券市場反応について豊富な説明を提供し得ることである。

図表1 土地再評価の分析枠組み



4 先行研究のレビュー

さて、ここで海外の資産再評価研究に目を転じることにして。図表1の枠組みを前提とした場合、先行研究がすでに明らかにしていることは何であり、そしていまだ明らかにされていないことは何であることを明示化することがここでのねらいである。

資産再評価研究に関する包括的なレビューは海外でもいまだなされていない。そこでまずは海外研究の状況を包括的に踏まえ、続いて本稿の分析枠組みとの関

係について議論する¹⁷⁾。

先行研究が取り組んできた論点は、以下の3つに整理することができる。

1. 資産再評価を行う経営者のインセンティブは何か。実施企業は非実施企業と比べてどのような財務的特徴があるか。
2. 測定は信頼可能か。測定はいかに行われ、精度はどの程度であり、財務諸表の硬度に与える影響はどの程度か¹⁸⁾。また報告は適時的か。
3. 資産再評価に対して証券市場はどのように反応しているか。資産再評価は歴史的原価と比べて投資家の期待形成に対してより有用であるか、すなわち価値関連性 (value-relevance) をもつか。

4.1 インセンティブ

資産再評価をめぐる経営者のインセンティブに関する研究を表2に整理した。1992年3月の *ABACUS* ではこの論点をめぐり特集が組まれたが、そのなかでもとりわけ後の研究に影響を与えたのが Brown et al. [1992] の研究である。

Brown et al. [1992] は約200社のオーストラリア企業を対象に、資産再評価の実施企業と非実施企業との違いを経営者のインセンティブと関連する諸変数で説明しようと試みた。検証の結果、経営者が資産再評価を行う動機は、(1)債務契約コストを抑制させる目的から負債比率を下げるため、(2)規制当局などによる政治的関心を抑制させる目的から会計利益を減少させるため¹⁹⁾、(3)将来業績が改善する見通しをボーナス株式²⁰⁾によって株主に伝達する慣例があるが、その原資となる剰余金を確保するため、(4)テイクオーバーを回避する目的から株主に資産価値の実態を伝達するためとされた。

ABACUS の公表後、Easton et al. [1993] と Jones and Love [1995] は、当事者である経営者に対して資産再評価の動機を直接的に質問するというかたちでこの問題にアプローチした。Easton et al. [1993] はオーストラリア企業80社の CFO に、Jones and Love [1995] はオーストラリア企業176社にそれぞれインタビューを行い、Brown et al. [1992] と同様の結論を得ている。また、1990年代後半から現在においては、資産再評価と債務契約との関係を中心に実証理論

表2 インセンティブに関する先行研究

研究	サンプル		再評価額の規模	主な研究方法	主な発見事項
	期間/国	数/出所			
Schwarzboch and Vangermeersch [1991]	1973年~1989年 アメリカ	1社 (The Rouse Company) / アニュアルレポート	—	ケーススタディー	• 目的的に公正な価値による貸借対照表を作成している不動産企業を調査し、経営者が現在価値情報を開示する動機は企業外部者との価値創造に関する情報の非対称性を解消させるためであると発見
Brown, Izan and Loh [1992]	1974年~1977年 1984年~1986年 オーストラリア	204社・206社 / アニュアルレポート・ファイナル(Australian Graduate School of Management)	当期再評価額 /有形固定資産 サンプル(74, 84年)の 84%、90%は10%以下。	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者が資産再評価を行う動機について、債務契約仮説、取引費用仮説、情報の非対称性仮説と一貫する証拠(資産再評価を実施する企業が、高いレバレッジ、財務制限事項に抵触しやすいため、不動産所有割合が高い、テイクオーバーされる可能性がある、労働組合の圧力が強いなど)などを発見
Whitted and Chan [1992]	1980年~1984年 オーストラリア	428社・656ケース /オーストラリア証券取引所の産業リスト、CRIFデータベース (AGSM : Australian Graduate School of Management : Centre for Research in Finance)	当期再評価額 /総資産 mean : 8% median : 4%	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者が資産再評価を増やすため、という仮説と一貫する証拠を発見
Cotter and Zimmer [1995]	1980年~1984年 オーストラリア	100社 / Whitted and Chan [1992]、アニュアルレポート・ファイナル (AGSM)	—	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者が資産再評価を行う動機について、債務契約仮説と一貫する証拠として、営業キャッシュフローが減少しているときに再評価が実施される傾向を発見
Easton, Eddy and Harris [1983]	1981年~1990年 オーストラリア	72社・308ケース / Compustat's Global Vantage, アニュアルレポート	再評価額/株主資本 mean : 9% median : 3%	電話インタビュー	• 経営者が資産再評価を実施する動機は、真実かつ公正な報酬を提供するため、負債比率を抑制させるため、テイクオーバーを回避するためである
Jones and Love [1995]	1993年 オーストラリア	176社 / Sales Scan	—	アンケート	• 回答者の多くは、現在価値の報告が企業外部者にとって有用であると考えられるべきではないとしている
Black, Sellers and Manly [1998]	1985年~1995年 オーストラリア ニュージーランド イギリス	750社・1,199ケース / Compustat's Global Vantage	再評価額/株主資本 mean : 6% (ANZ) 5% (UK)	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 現在価値会計の実務的な問題は、比較可能性、理解可能性、費用対効果、実行可能性にある
Cotter [1999]	1993年~1995年 オーストラリア	485 ケース / Connect 4 Annual Report Collection : Company Annual Reports on CD-ROM	当期再評価額 /総資産 mean : 5%; median : 1% /非営利性資産 mean : 3%; median : 2%	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析 電話インタビュー	• 経営者が資産再評価を行う動機について、Whitted and Chan [1992] (債務契約仮説) と一貫する証拠を発見 • 資産再評価が認められている国では、資産売却を用いた利益調整が抑制されている
Gaeremynck and Veuglers [1999]	1989年~1994年 ベルギー	1,038 ケース / ベルギー証券取引所上場企業 (化学、金属、建設) のアニュアルレポート	—	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者は、資産再評価を実施しないことで事業の成功見通しに関するシグナルを伝達している、という仮説と一貫する証拠を発見
Lin and Peasnell [2000]	1989年・1991年 イギリス	2,189 ケース / ロンドン証券取引所上場企業、Datastream UKQI	当期再評価額 /株主資本 サンプルの42%は10%超	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者が資産再評価を行う動機について、再評価は資本額低下、企業規模、固定資産の集中度と関係がある
Jaggi and Tsui [2001]	1991年~1995年 香港	466 ケース / EXTEL (Financial Times Information)	再評価額/株主資本 mean : 12%	資産再評価— インセンティブ 変数の関連分析	• 経営者は再評価を用いて業績見通しに関するシグナルを伝達している、という仮説と一貫する証拠(再評価と後の業績との正の相関関係)を発見

の精緻化あるいは再検証が進められている。

以上のとおり、資産再評価のインセンティブには、真実かつ公正な概観の提供、株式配当財源の確保、債務契約費用の抑制、政治費用の抑制、テイクオーバーに対する防衛、企業価値に関する情報の非対称性の緩和などがあるとされている。

4.2 測定の信頼性

続いて、資産再評価をめぐる測定の信頼性を検証した研究を表3にまとめた。この論点の究明にはいくつかのアプローチがある。まず、測定値と後の業績との関係を調査するアプローチがある。Aboody et al. [1999] は、経営者が事業用資産の価値の上昇を認識して資産再評価を行う場合、その認識が正しければ後の営業パフォーマンスは高水準になると考えた。実際に資産再評価とその後の営業キャッシュフローや減価償却費控除前の営業利益は正の関係にあった。このことから、彼らは資産再評価による測定は信頼し得ると結論づけている。

一方、測定者の属性と測定値の信頼性との関係を調査するアプローチもある。一般に、経営者による測定は企業固有の内部情報が反映される一方、測定に伴う恣意性を機会主義的に活用される懸念がある。これと逆のメリット、デメリットをもつのが外部評価人による測定である。はたして信頼性が高いのはどちらか。

この問題に対して、Barth and Clinch [1998] は投資家がどちらの測定を重要視しているかをみるために、それぞれの測定値に対する株式リターンの反応を調査した。その結果、両者に有意な差はみられなかった。一方、実際の測定精度を検証したのがCotter and Richardson [1999] とDietrich et al. [2001] である。彼らは再評価後に資産売却が行われた場合の売却損益の多寡によって測定精度を測り、外部評価人の方が誤差が少ないことを発見している²¹⁾。

4.3 証券市場反応

投資家への有用性を検証した先行研究は表4に示すとおりである。いずれも再評価の金額や再評価剰余金に対する証券市場の反応を調査している。1990年代以前に行われていた比較的初期の研究は、いずれもイベントスタディーである。そ

表 3 測定 の 信 頼 性 に 関 する 先 行 研 究

研究	期 間 / 国	サ ン プ ル		再 評 価 額 の 規 模	主 な 研 究 方 法	主 な 発 見 事 項
		数 / 出 所				
Goodwin [1993]	記載なし / ニュージーランド	会計事務所のパートナートまたはディレクター: 44人		—	インタビュー	<ul style="list-style-type: none"> • 歴史的価値が現在価値よりも高くなる傾向がある。監査人はそれらの中間的なシステムが望ましいと考えている。 • 現在価値システムの問題点は、主観的であること、複雑であること、実務コストが高いことである。
Cotter and Zimmer [1995]	1980年～1984年 / オーストラリア	100社 / Whittred and Chan [1992]、アニュアルレポート・ファイナル (AGSM)		—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 資産再評価が年度以外のタイミングで実施される場合は、債権者との契約による要因が大きくなり、外部評価人によって評価される傾向がある。
Goodwin and Trottman [1995]	記載なし / ニュージーランド	ビッグ6のパートナーまたはディレクター: 69人		—	インタビュー	<ul style="list-style-type: none"> • 資産再評価の影響を与える要因を調査。担当企業が財務利用各項に陥る可能性が高いとき、監査責任の可能性が低いときに、多くの監査時間を割かれている。
Goodwin and Trottman [1996]	記載なし / ニュージーランド	ビッグ6のパートナーまたはディレクター: 69人		—	インタビュー	<ul style="list-style-type: none"> • Goodwin and Trottman [1996] を拡張。担当企業が株式発行を予定しているとき、再評価人の評価能力が劣ると考えられるときに、多くの監査時間が割かれている。
Barth and Clinch [1998]	1991年～1995年 / オーストラリア	234社・846ケース / アニュアルレポート、株価ファイル (AGSM's Centre for Research in Finance), I/B/E/S		(表 1 を参照)	Association Study	<ul style="list-style-type: none"> • 外部評価人による再評価が経営者によるそれよりも信頼性が高いという証拠はほとんどない。 • 有形固定資産は、3年以上を経過した再評価について価値関連性が高い。
Abodoye, Barth and Kasznik [1999]	1983年～1995年 / イギリス	738社・6,633ケース / Datastream International	当期再評価額 / 株主再評価額 mean: 11% median: 2%	—	資産再評価—業績変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 当期の資産再評価はその後3年間の営業パフォーマンスの変化と正の相関をもつ。
Cotter and Zimmer [1999]	1987年～1995年 / オーストラリア	215ケース / Connect 4 Annual Report Collection: Company Annual Reports on CD-ROM (1993年以降)、アニュアルレポート・ファイナル (AGSM)	当期再評価額 / 株主再評価額 • 認識 mean: 3% median: 6% • 開示 mean: 1% median: 3%	—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 資産再評価を財務諸表で認識するか、開示にとどめるかという問題について、企業に特異的な資産より一般的に資産の方が認識される。 • 資産再評価を財務諸表で認識した企業の方が、後の営業パフォーマンスが良い。
Cotter and Richardson [1999]	1981年～1993年 / オーストラリア	248ケース / Easton, Eddy and Harris [1993]	再評価額 / 有形固定資産 • 経営者 mean: 7% median: 6% • 外部評価人 mean: 5% median: 4%	—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 経営者より外部評価人の方が測定した信頼性は高い。 • 評価人の質 (ブランド名) は、測定した信頼性に影響しない。
Dietrich, Harris and Muller [2001]	1988年～1996年 / イギリス	451ケース・355ケース / Datastream International	当期再評価額 / 投資不動産 mean: 8% median: 5%	—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 測定した信頼性は、外部評価人による評価、ビッグ6の監査が実施される場合に高まる。 • 外部評価人による公正価値の評価は、保守主義バイアスが低く、より正確性が高い。
Muller and Riedl [2001]	1980年～1999年 / イギリス	64企業・255ケース / Datastream International, Financial Times, ICC Online, I/B/E/S	—	—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 内部評価人より外部評価人による方が、証券市場との情報の非対称性 (bid-ask spreads) は解消される。 • 監査人がビッグ6であるか否かは、情報の非対称性の解消と関係しない。
Cotter and Richardson [2002]	1981年～1999年 / オーストラリア	225ケース / Easton, Eddy and Harris [1993]	—	—	資産再評価—信頼性変数の関連分析	<ul style="list-style-type: none"> • 土地建物は外部評価人、投資、工場設備、無形資産は経営者によって測定される傾向がある。 • 工場設備は経営者より外部評価人による測定の方が信頼性が高い。

表 4 証券市場反応に関する先行研究

研究	サンプリ		再評価額の規模	主な研究方法	主な発見事項
	期間/国	数/出所			
Sharpe and Walker [1975]	1960年～1970年 オーストラリア	32社・34ケース/ 取引所のファイル、新聞記事		Information content study	・資産再評価の公表に対して正の異常リターンが認められる。
Standish and Ung [1982]	1963年～1973年 イギリス	192社・232ケース/ British Government Department of Trade and Industry (DTI) 企業 ファイル、London Graduate School of Business Studies Share Price Date Base	当期再評価額 /有形固定資産 mean: 49%	Information content study	・資産再評価の公表に対して平均的には正の異常リターンが認められる。 ・配当政策や当期利益の水増しなどをコントロールすると、資産再評価自体が異常リターンに与える影響はほとんどなくなる。 ・証券市場は資産再評価を適切なシグナルとして解釈している、という仮説を一貫する証拠を発見。
Emanuel [1989]	1970年～1979年 ニュージーランド	143ケース/記載なし	当期再評価額/株主資本 mean: 17% max: 152%	Information content study	・資産再評価の公表に対して、平均的には正の異常リターンが認められる。 ・配当政策や当期利益などの変数を考慮すると、再評価自体の影響はほとんどなくなる。
Amir, Harris and Venuti [1993]	1981年～1991年 アメリカ イギリス オーストラリア 他合計20カ国	101社・467ケース/ Nexis / Lexis, Compustat, S&P's Stock Guide, Center for Research in Security Prices, Datastream, S&P's Daily Stock Price Record, Moody's International Manuals	当期再評価額 /株主資本 mean: -8 % median: -3 %	Association Study	・アメリカ上場企業で、US-GAAPと自国GAAPの両方で財務諸表を作成している企業を調査。資産再評価は価値関連性をもつ。
Easton, Eddy and Harris [1993]	1981年～1990年 オーストラリア	72社・306ケース/ Compustat's Global Vantage, アニュアルレポート	再評価剰余金/株主資本 mean: 9 % median: 3 %	Association Study	・再評価剰余金の増高と変化は、PBRとその変化を有意に説明する。 ・資産再評価は過時的に実施されていない(株式リターンの変化に遅れて実施されている)。
Easton and Eddy [1997]	1981年～1993年 オーストラリア	72社/ Compustat's Global Vantage	再評価剰余金/株主資本 mean: 15% median: 10%	Association Study	・資産再評価とその剰余金は、株式リターンと有意な関係にある。
Barth and Clinch [1998]	1991年～1995年 オーストラリア	234社・846ケース/ アニュアルレポート、株価ファイル (AGSM's Centre for Research in Finance), I/B/E/S	再評価剰余金/有形固定資産(非金融業) /経営者 mean: 24% median: 26% ・外部評価人 mean: 22% median: 24%	Association Study	・有形固定資産の再評価は全体として株価と有意な正の関係がある。業種別には鉱業と金融業で有意な関係にあるが、非金融業では有意ではない。 ・外部評価人による再評価が経営者によるそれよりも価値関連性があるという証拠はほとんどない。 ・有形固定資産は、3年以上が経過した再評価について価値関連性が高い。
Aboody, Barth and Kasznik [1999]	1983年～1995年 イギリス	738社・6,638ケース/ Datastream International	当期再評価額 /株式時価総額 mean: 11% median: 2 %	Association Study	・当期の資産再評価はその後3年間の営業パフォーマンスの変化と正の関係をもつ。 ・資産再評価は株式リターンと有意な関係をもつ。
Jaggi and Tsui [2001]	1991年～1995年 香港	466ケース/ EXTEL (Financial Times Information)	再評価剰余金 /株式時価総額 mean: 12%	Association Study	・再評価剰余金と株価に正の有意な関係があり、それは企業規模が大きいはど強い。
Courtenay and Cahan [2004]	1992年～1996年 ニュージーランド	48社・238ケース/ ニューージーランド証券取引所上場企業、アニュアルレポート	当期再評価額/総資産 mean: 8 % median: 1 %	Association Study	・資産再評価の価値関連性は、レバレッジが低い企業の方が高い。 ・上記の結果は、資産再評価の価値関連性が再評価をめぐる経営者のインセンティブに関連していることを示唆している。

ここでは、資産再評価と株式リターンとの間に相関関係は認められたものの、その因果関係を説明するまでには至っていない。

1990年代以降になると、多くの研究は資産再評価や再評価剰余金と、比較的長期間にわたる投資家の期待形成を示す諸変数との関係を調査した。その結果、両者の変数間には有意な正の相関があることが次々に報告された。なかでも Easton et al. [1993] の研究は後の研究に大きな影響を与えた²²⁾。彼らの発見は2つある。1つは再評価剰余金とPBR (price to book ratio) との有意な関係である。すなわち、再評価剰余金は簿価と市場価値とを近似させる効果があり、このことから資産再評価は価値関連的な情報を提供していると主張した。

いま1つは、再評価剰余金の変化が1年間の株式リターンより3年間の株式リターンと強い相関をもつことである。このことから、再評価は価値関連的であるものの、必ずしも適時的に実施されているわけではないことが示唆された²³⁾。Barth and Clinch [1998] は、株式リターンの代わりに証券アナリストの利益予想を用いることでEaston et al. [1993] の研究を拡張した。彼らは、証券アナリストの予想を用いることで投資家の期待形成をより直接的に捉えようと試みており、その結果、彼らも資産再評価に価値関連性があることを発見している。

以上により、資産再評価は投資家の期待形成に対して価値関連的であり得るが、必ずしも適時的ではない、ということを実行研究は示している。

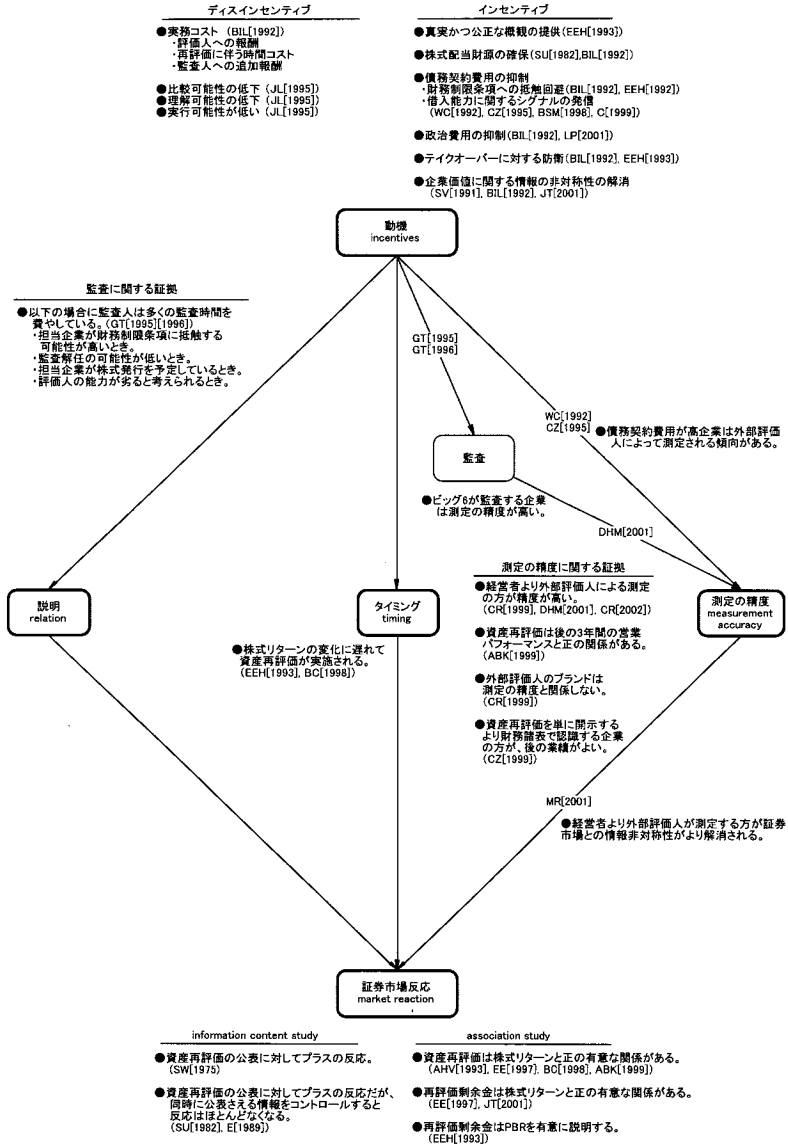
4.4 先行研究と本稿の分析枠組みとの関係

先行研究の発見事項を本稿の分析枠組みに照らして整理したものが図表5である。これにより、先行研究はこれまで経営者のインセンティブ、測定の精度、証券市場反応について豊富な証拠を提供してきたことが確認できる。

一方、先行研究がまだ取り組んでいない今後の研究機会についても2点指摘することができる。1つは、分析枠組みにおける3つの要素のうち、「説明」については研究未着手の状況にあることである。

いま1つは、「インセンティブ」と3つの要素との関係、そして3つの要素と「証券市場反応」との関係がまだまだ部分的にしか説明されていないことである。

図表 5 先行研究の整理



(注) 研究者名をイニシャルで表記している。表2~4の1列目を参照。

例えば、資産再評価をめぐる経営者のインセンティブの違いはその実施の「タイミング」や「説明」に対してどのような影響を与えているか、そしてその「タイミング」や「説明」の違いを証券市場はどのように解釈し、評価しているか、分析枠組みにおけるこうした各要素間の関係がまだまだ十分には解明されていない状況にある。以上の2点は資産再評価をめぐる今後の研究機会である。

いま述べた2点のうち、後者の研究機会についてはわずかながらにも一部の研究者がすでに取り組んでいる。ここでは今後の研究に向けてそうした試みを整理しておく。まず、Whitted and Chan [1992] と Cotter and Zimmer [1995] は、債務契約費用が高い企業ほど外部評価人によって測定が行われる傾向を発見している。これは経営者のインセンティブが再評価の測定に影響を与え得ることを示す1つの証拠である。また、Muller and Riedl [2001] は経営者より外部評価人が測定する方が、証券市場との情報非対称性が解消されることを発見している。これは再評価の測定の違いが証券市場の反応に影響を与え得ることを示す1つの証拠である。

Goodwin and Trotman [1995] [1996] は経営者のインセンティブが監査時間に影響を与えることを発見しており、また Dietrich et al. [2001] はビッグ6による監査が行われている場合に測定の精度が高まることを発見している。これらは経営者のインセンティブと資産再評価の測定精度との関係を、監査内容という要素を経由させて説明できる可能性を示唆している。

5 結論

本稿では、わが国土地再評価をめぐる問題点から出発し、「説明」「タイミング」「測定の精度」という各要素と経営者のインセンティブならびに証券市場反応との関係を分析する枠組みを提示した。この分析枠組みは、土地再評価に関する会計あるいは報告システムの質を評価し、あるいは資産価値の情報が市場に織り込まれるプロセスを明示化し、土地再評価に対する証券市場反応について豊富な説明を行うことが期待し得る。

この枠組みに照らして先行研究を整理すると、経営者のインセンティブ、測定

の精度、証券市場反応などについては実証的証拠が比較的豊富に蓄積している。その一方で、再評価に対して経営者がどのような「説明」を行っているかについてははまだ研究未着手である。また、インセンティブと3つの要素との関係、そして3つの要素と証券市場反応との関係は、いまだ十分には解明されていない。

こうした先行研究の状況を踏まえて、最後に具体的な2つの検証課題を提示して本稿の結びとしたい。

第1に、分析枠組みにおける3つの要素のうち、先行研究がいまだ着目していない「説明」について分析のメスを入れることができる。例えば、有価証券報告書の「事業の概況」には、土地再評価に関する記述がみられる場合がある。あるいはそのなかの「対処すべき課題」の部分には、経営計画に関する記述が含まれている場合がある。こうした記述を手がかりに、再評価のねらいや実施に至った背景が十分に説明されているかどうかなど、「説明」の性質について分析することができる。

第2に、経営者のインセンティブと再評価に対する市場反応を特定化あるいは類型化したうえで、それぞれが3つの要素とどのような関係にあるかを分析することも可能である。とくに「測定の精度」については、比較的詳細な分析が行える。土地再評価法では複数の評価方法が認められており、どれを用いたかについては貸借対照表に注記される。その各評価方法については同一の土地に対しても時価の相対的な水準の高低がある。その高低が容易に識別できるのはわが国にユニークな点である。また、海外と同様に再評価後に時価が下落した場合には新たに生じた含み損を注記開示することが求められている。これらの条件から、経営者のインセンティブが測定方法の選択と測定精度にどのような影響を与え、それが証券市場にどのように評価されるかを類推、検証する機会がある。以上の分析枠組みに沿った具体的な検証は筆者に課せられた今後の課題である。

* 本論文は、一橋大学大学院商学研究科を中核拠点とした21世紀 COE プログラム（「知識・企業・イノベーションのダイナミクス」）から、若手研究者・研究活動支援経費の支給を受けて進められた研究成果の一部である。同プログラムからの経済的な支援にこの場を

借りて感謝したい。

- 1) 「土地の再評価に関する法律」(平成10年3月31日公布法律第34号)、「土地の再評価に関する法律の一部を改正する法律」(平成11年3月31日公布法律第24号)、「土地の再評価に関する法律施行令」(平成10年3月31日交付政令第119号)をさす。
- 2) 海外では資産再評価というとき、一般的に次の2つの意味で使われている。1つは広義の概念で、簿価を上下対称的に時価に修正する手続きをいう。いま1つは狭義の概念で、簿価の上方への再評価のみを指すときに使われる。後者の場合、簿価の下方への修正は「簿価切り下げ」(asset write-down; asset write-off)という言葉が使われる。本稿では基本的に狭義の概念を用いる。
- 3) 全上場企業のうち金融業と新興3市場を除いた単体ベースである。なお、国際会計基準による事業用資産の再評価については伊藤[1993][1996]を参照。
- 4) 加井[2003][2004]、山本[2004]を参照。また、金融業を対象とした研究として、Daigo et al.[1998]、宮田・近[1999]、辻川[2001]、桜井[2003]がある。
- 5) 事業会社でいち早く土地再評価の実施を検討したユニチカの萩原一由氏(常務)による。日経産業新聞、1998年3月19日。
- 6) 日興リサーチセンター・岡田真一氏による。日経金融新聞、1998年3月20日。
- 7) 国際証券・小沢公樹氏による。日経金融新聞、2000年7月28日。
- 8) 山本[2004]の調査を参照。
- 9) この点を問題視する論者として青木[1998]も参照。
- 10) 例えばソニー(株)は土地の時価情報の開示に当初前向きであったが、結局「土地の適正な評価システムが確立していなければできない」として実施を見送っている。日経産業新聞、1998年10月9日。
- 11) 例えばある経営者の見解はこのジレンマを象徴的に表わしている。「土地再評価法を使うと、すべての事業用土地を直洗いする必要があり、含み損だけでなく含み益も出すことになる。万一に備えて含み益を温存しておくことができなくなり、得策ではない。」鹿島(株)の秋山豪氏(常務)による。日経金融新聞、2000年6月27日。
- 12) 例えば、昭和飛行機工業(株)はこのジレンマを象徴した極端なケースである。同社の2002年3月期における株主資本は757億円であったのに対して、土地の含み益はおよそ2,000億円にのぼった。そのため、再評価の検討に際して、資産効率の大幅な悪化を招くとして実施を回避せざるを得なかったとされている。日経金融新聞、2002年7月30日。
- 13) 国土交通省編『土地白書(平成15年版)』2003年、を参照。
- 14) 土地再評価法施行令2条。
- 15) 岡内・小野[2001]を参照。

- 16) ただし、このバイアスは上下方向のいずれにもかかり得る。含み益が大きい企業では逆に時価を最大限低めに評価しようとするインセンティブが実際に存在した。例えば、2002年3月期におよそ7,000億円の含み益をオンバランス化させた三菱所債は、実際の取引価格に比べておよそ1兆円低く時価を評価したとされている。実際に同社は、再評価からわずか半年後の2002年9月中間決算で土地の売却益を計上している。日本経済新聞、2002年3月8日。
- 17) なお、企業行動の前提となる資産再評価の制度とその財務的效果については、Henderson and Goodwin [1992], Adoody et al. [1999] の注記4を参照。
- 18) この論点は、会計基準設定をめぐる古くから取り上げられてきた問題でもある。これまで資産再評価は会計情報の価値関連性を高めるかもしれないが、一方でその信頼性を低めるというトレードオフの関係がしばしば指摘されてきた。SEC [1938], APB [1965], CICA [1990] を参照。
- 19) 契約コスト、政治コストについては Watts and Zimmerman [1986] を参照。
- 20) ボーナス株式 (bonus shares) とは、オーストラリアで認められたいわゆる株式による配当である。1987年以前は、通常の配当に比べて株主によって課税上のメリットがあった。
- 21) Muller and Riedl [2001] は測定者の違いが情報の非対称性や資本コストにどのような影響を与えるかをビットアスク・スプレッド (bid-ask spreads) を用いて検証している。その結果、彼らも外部評価者の方が信頼性が高いと結論づけている。Dietrich et al. [2001] は外部評価人より経営者の方が測定に保守的なバイアスがかかることも発見している。この発見について彼らは、売却時に報告利益を増加させようと期待する経営者のインセンティブがある可能性を指摘している。
- 22) 研究の影響力をはかる基準にはいろいろあるが、本論文では他の研究者の文献によって引用される頻度に照らして判断している。
- 23) これらの証拠は、Easton and Edey [1997] によって追試され、資産再評価の方向が上下いずれの局面であっても一貫してみられることがわかっている。

参考文献

- Aboody, D., M.E.Barth and R. Kasznik, "Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK," *Journal of Accounting and Economics*, 26, 1999, pp. 149-178.
- Accounting Principles Board, APB Opinion No. 6, *Status of Accounting Research Bulletins*, AICPA, New York, 1965.
- Amir, E., T.S. Harris and E.K. Venuti, "A Comparison of the Value-Relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconcilia-

- tions,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 Supplement, 1993, pp. 230-264.
- Barth, M.E. and G. Clinch, “Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 36, Supplement 1998, pp. 199-233.
- Begum, R. and B. West, “Non-Current Asset Valuation: An Australian Survey,” *Charter*, February, 1996, pp. 49-51.
- Black, E.L., K.F. Sellers and T.S. Manly, “Earnings Management Using Asset Sales: An International Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(9)&(10), November/December 1998, pp. 1287-1317.
- Brown, P. and F.J. Finn, Asset revaluations and stock prices: Alternative interpretations of a study by Sharpe and Walker. In: *Share Markets and Portfolio Theory*, Ball, R. et al, St. Lucia: University of Queensland Press, 1980.
- Brown, P., H.Y. Izan and A.L. Loh, “Fixed Asset Revaluations and Managerial Incentives,” *ABACUS*, Vol. 28, No. 1, 1992, pp. 36-57.
- Canadian Institute of Chartered Accountants, *Handbook Section 3060*, CICA, 1990.
- Clarke, F.L., *A Tangled Web of price Variation Accounting*, Garland Publishing, 1982.
- Cotter, J., “Asset Revaluations and Debt Contracting,” *ABACUS*, Vol. 35, No. 3, 1999, pp. 268-285.
- and I. Zimmer, “Asset Revaluations and Assessment of Borrowing Capacity,” *ABACUS*, Vol. 31, No. 2, 1995, pp. 136-151.
- , “Why do some firms recognize whereas others only disclose asset revaluations?” Working paper of University of Southern Queensland, 1999.
- Cotter, J. and S. Richardson, “Does credible mean reliable? The case of asset revaluations,” Working paper of University of Michigan, 1999.
- , “Reliability of Asset Revaluations: The Impact of Appraiser Independence,” *Review of Accounting Studies*, 7, 2002.
- Courtenay, S.M. and S.F. Cahan, “The impact of debt on market reactions to the revaluation of noncurrent assets,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 2004, pp. 219-243.
- Daigo, S., T. Yonetani and K. Marumo, “Banks Recapitalization Policies in Japan and their Impact on the Market—A study of the impact of emergency measures in the latter half of FY 1997 on stock prices,” *IMES Discussion Paper Se-*

- ries, 98-E-14, December 1998.
- Dietrich, J.R., M.S. Harris and K.A. Muller, "The reliability of investment property fair value estimates," *Journal of Accounting and Economics*, 30, 2001, pp. 125-158.
- Easton, P., P. Eddey and T. Harris, "An investigation of revaluations of tangible long-lived assets," *Journal of Accounting Research*, 31 (Supplement), 1993, pp. 1-38.
- Easton, P. and P. Eddey, "The Relevance of Asset Revaluations over an Economic Cycle," *Australian Accounting Review*, Vol. 7 No. 1, 1997, pp. 22-30.
- Emanuel, D.M., "Asset Revaluations and Share Price Revisions," *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring 1989, pp. 213-227.
- Ferguson, C., "Auditor Lobbying and the CCA Proposals of the 1970s—A preliminary Investigation," *AAANZ Annual Conference*, Vol. 1, 1989, pp. 1-22.
- Gaeremynck, A. and R. Veugelers, "The revaluation of assets as a signalling device: a theoretical and an empirical analysis," *Accounting and Business Research*, Vol. 29, No. 2, 1999, pp. 123-138.
- Goodwin, J., "Asset Revaluations and the External Auditor," *Accountants' Journal*, march, 1993, pp. 44-47.
- , J., "The Audit of Revalued Assets: An Exploratory Study," *Accounting Research Journal*, Vol. 8, No. 2, 1995, pp. 63-74.
- Goodwin, J. and Trotman, "Audit Judgments of Revalued Non-current Assets: The Effect of Conflicting Risks," *Accounting and Finance*, 25, 1995, pp. 177-185.
- , "Factors affecting the audit of revalued non-current assets: Initial public offerings and source reliability," *Accounting and Finance*, 36, 1996, pp. 151-170.
- Henderson, S. and J. Goodwin, "The Case Against Asset Revaluations," *ABACUS*, Vol. 28, No. 1, 1992, pp. 75-87.
- Herrmann, D., S.M. Saudagaran and W.B. Thomas, "Property, Plant, and Equipment: The Next Step in U.S. Fair Value Accounting?," Working-Paper, 2002.
- Jaggi, B. and J. Tsui, "Management Motivation and Market Assessment: Revaluations of Fixed Assets," *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12: 2, 2001, pp. 160-187.
- Jones, S. and K. Love, "Recent Evidence on Australian Current Value Accounting Practices: Is the Phoenix Rising from the Ashes?," *Accounting and Busi-*

- ness Research, Vol. 25, No. 100, 1995, pp. 266-284.
- Leo, K., J. Hoggett and J. Radford, *Revaluation of Non-Current Assets in Australia — A Discussion Paper Commissioned by the Group of 100*, Group of 100, 1997.
- Lin, Y.C. and K.V. Peasnell, "Fixed Asset Revaluation and Equity Depletion in the UK," *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(3)&(4), April/May, 2000, pp. 359-394.
- Muller, K.A. and E.J. Riedl, "External Monitoring of Property Appraisal Estimates and Information Asymmetry," Working paper of University of Michigan Business School, 2001.
- Schwarzbach, H. and R. Vangermeersch, "The Current Value Experiences of The Rouse Company, 1973-1989," *Accounting Horizons*, June, 1991, pp. 45-54.
- Securities and Exchange Commission, *Accounting Series Release No. 4*, SEC, 1938.
- Sharpe, I.G. and R.G. Walker, "Asset revaluations and stock market prices," *Journal of Accounting Research*, 13, 1975, pp. 293-310.
- Standish, P. and S. Ung, "Corporate signaling, asset revaluations and the stock prices of British companies," *The Accounting Review*, 62, 1982, pp. 701-715.
- Whittred, G. and Y.K. Chan, "Asset Revaluations and the Mitigation of Underinvestment," *ABACUS*, Vol. 28, No. 1, 1992, pp. 58-74.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986. (須田一幸訳『実証理論としての会計学』白桃書房, 1991年)
- West, B.P. and K.L. Duggan, "The Use of Discounting in the Determination of Recoverable Amount," *Accounting Forum*, September, 1993, pp. 93-100.
- 青木茂男「会計情報利用者からみた「土地再評価に関する法律」」『企業会計』Vol.50, No.6, 1998, pp.102-107.
- 伊藤邦雄「資産再評価の諸問題」『企業会計』Vol.45, No.5, 1993年。
——『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996年。
- 岡内幸策・小野兵太郎『不動産の時価評価』東洋経済新報社, 2001年。
- 山本卓「土地再評価実施企業の特性」『JICPA ジャーナル』No.584, 2004年3月, pp. 98-103.
- 桜井貴憲「銀行の会計情報と株価形成の関連性についての実証研究—税効果会計・土地の再評価・その他有価証券の評価・公的資金注入の影響」『東北学院大学経理研究所紀要』第11号, 2003年3月, pp.23-42.
- 宮田慶一・近暁「銀行の上場株式・土地に係る会計処理方法変更の株価への影響」『IMES Discussion Paper Series』99-J-14, 1999年5月。
- 辻川尚起「土地再評価の政策評価—貸し渋りへの影響と実施銀行の特質に関する実証

研究』『六甲台論集—経営学編』第47巻第4号, 2001年3月, pp.33-50.

加井久雄「土地再評価法の利用動機の検討—なぜ昭和ゴムは平成10年3月期に土地再評価法を利用したのか」『新潟大学経済論集』第75号, 2003年, pp.21-66.

———「土地再評価実施企業の財務的特性」『新潟大学経済学年報』第28号, 2004年, pp.17-55.

2004年1月28日受稿

2004年8月4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)