

有価証券時価評価の導入時期と企業行動

円 谷 昭 一

1 はじめに

本稿の目的は、新会計基準の公表を契機としたわが国企業の有価証券への時価評価導入時期に焦点を当て、導入時期決定に影響を与えた要因を明らかにすることにある。

このようなりサーチを行う主たる意義は2つある。現在、米国やIASBおよびJWG (Joint Working Group of Statement-Setters) において金融商品の全面時価評価の是非が議論されており、金融商品の全面時価評価を支持する基準が将来的に公表される可能性がある¹⁾。わが国では2001年3月期から「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」(以下、意見書と呼ぶ)により有価証券への時価評価が導入された。時価評価導入に際して企業行動に変化が生じたのであれば、仮に全面時価評価が導入された場合には、企業行動にさらに大きな変化が生じることが予想される。全面時価評価の導入を視野に入れつつ、意見書の導入による企業行動への影響を浮き彫りにすることが本稿の目的の1つである。

実際にわが国では、意見書の導入後も時価会計の是非をめぐる議論が続いている。たとえば、2003年3月期決算に際して、議員立法によって時価会計を凍結しようとする動きがあったことは記憶に新しい。また、経済産業省が2004年10月に企業会計研究会を発足させ、会計ビッグバンの経済的影響についての検討を開始している²⁾。わが国における有価証券への時価評価導入による企業行動への影響を検証することは、将来的に金融商品に全面時価評価が導入された場合の企業行動への影響を知るうえでも重要な作業であると考えられる。

次に、会計政策研究への貢献である。わが国では「先物・オプション取引等の会計基準に関する意見書等について」により、証券取引法の適用を受ける企業が自社の保有する有価証券の時価情報を1991年3月期から有価証券報告書の中で注記情報として開示することが義務づけられている³⁾。したがって、意見書の導入によって金融商品に時価会計が適用されることとなっても、時価情報それ自体は以前から開示されてきていたのである。これまで注記で開示されてきた情報が財務諸表で認識されることによって、企業行動に変化は生じるのであろうか。換言すれば、経営者は注記情報が認識されることによって、会計数値を制御する行動にでるのであろうか。この点を検証することが本稿のもう1つの目的である。

伊藤[1996]が指摘するように、会計のもつ本質的特徴の1つは、会計数値のフィードバック効果である。会計情報の作成者である経営者は、提供する情報がその受け手やフリーライダーの行動にもたらすであろう影響やフィードバックを予想しようとする。そうした予想に基づいて経営者は、自己の利益を最大化するため、発信する会計情報の潜在的影響の予測に基づいて自己の行動ベクトルを制御することが期待される。しかしながら、このようなフィードバック効果は実証的に必ずしも解明されていない部分もある。わが国でもこうした分野に関する研究の蓄積が求められている。

2 論点と先行研究

(1) わが国における時価評価の導入

会計ビッグバンで新設・改訂された会計基準のなかでも、金融商品に時価評価を求めた意見書は、いわゆる日本型の経営システムを根底から揺さぶる基準の1つであり、伊藤[1997]も指摘するように会計ビッグバンで企業経営に最も大きな影響を与えるものと予想される。

意見書の内容は金融商品全般にわたっているが、その主な内容は有価証券の認識・測定に関するものとなっている。意見書では、企業が保有する有価証券は、その保有目的ごとに「売買目的有価証券」「満期保有目的の債券」「子会社株式及び関連会社株式」「その他有価証券」に4分類され、それぞれについて異なる会

計処理方法が定められている。意見書での有価証券の処理方法は、IAS第39号「金融商品—認識及び測定」やSFAS第115号「特定の負債証券及び持分証券への投資の会計処理」などと整合的である。

具体的には、「売買目的有価証券」は期末に時価評価されて未実現損益が損益計算書に計上される。「満期保有目的の債券」および「子会社株式及び関連会社株式」については、原則として取得原価により貸借対照表に計上される。「その他有価証券」は時価評価されるものの、未実現損益の処理方法には全部資本直入法と部分資本直入法が認められている⁴⁾。全部資本直入法では、各期末の未実現損益の合計額は「その他有価証券評価差額金」として株主資本に直接計上される。一方の部分資本直入法では、期末に評価益が生じている場合には、株主資本に「その他有価証券評価差額金」として直接計上する。しかしながら、期末に評価損が発生している時には、全部資本直入法とは異なり、その評価損を損益計算書に計上することとなる。つまり、「その他有価証券」を保有している企業は、その未実現損益が株主資本に計上されるために、他の条件が等しいと仮定すれば、市況が変動することによって株主資本のボラティリティが高まることとなる。

次に、時価評価の実施時期については意見書では以下のように指示されている⁵⁾。

- (1) 金融商品に係る会計基準は、平成12年4月1日以後開始する事業年度から導入されるよう措置することが適当である。
- (2) その他有価証券について、平成12年4月1日以後開始する事業年度は帳簿価額と期末時価との差額について税効果を適用した場合の注記を行うこととし、財務諸表における時価評価は平成13年4月1日以後開始する事業年度から導入することが適当である。ただし、平成12年4月1日以後開始する事業年度から財務諸表において時価評価を行うことも妨げないこととする。

このように意見書では、2002年3月期から「その他有価証券」の時価評価の導

入が求められているが、2001年3月期から前倒しで導入することも認められている。つまり、企業側に時価評価の導入時期に関して裁量の余地が与えられているわけである。

図表1 各有価証券の分類と時価評価実施時期

2001年3月期	「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」の導入 (売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式の時価評価)
2002年3月期	その他有価証券の時価評価(ただし、2001年3月期からの早期導入も認める)

金融商品の未実現損益が価値関連性を持っているか否かを検証した実証研究としては、わが国でも桜井 [1992]、國村 [1994]、桜井・呉 [1995]、桜井・桜井 [1999]、河 [1999]、河 [2000] などがあげられる⁶⁾。一連の実証研究では、取得原価主義に基づいた会計情報を所与としても、金融商品の未実現損益がなお株価の追加的な説明力を有することが明らかにされている⁷⁾。

しかしながら、時価評価の導入によって企業行動にどのような影響が生じたかをわが国で実証的に検証した研究は筆者がサーベイする限りでは行われていない。本稿では「その他有価証券」の時価評価時期をめぐって企業がどのような対応をとったかを検証しており、価値関連性研究とは違う側面から時価会計の実態を明らかにしている。

(2) 先行研究

意見書における「その他有価証券」の時価評価導入時期に限らず、新しい会計基準の導入に際して一定の経過期間を設け、その経過期間内において企業の裁量によって導入時期を決めることが認められている会計基準が過去にいくつか導入されている。経過期間が認められている会計基準を対象にして、基準導入のタイミングと企業の財務内容との関係性を検証した実証研究の蓄積が主に米国で進ん

でいる。

先行研究では、企業の規模や収益性、レバレッジなどといった財務数値が、新しい会計基準の導入時期に影響を与えていることが確認されている。さらには、導入される会計基準と深い関連をもつ財務数値もまた、当該会計基準の導入時期に影響を与えていることが明らかにされている。そのような影響関係が、「その有価証券」時価評価の導入時期についても成立しているのであろうか。

新しい会計基準の導入時期に関する実証研究は、大きく2つのタイプに分けることができる。第1のタイプの研究は、新しい会計基準を早期導入した企業と通常導入した企業（または、通常導入した企業と遅延導入した企業）とで、市場が異なる評価を下しているか否かを検証した研究である。SFAS第106号「年金以外の退職後給付に関する事業主の会計」の導入時期と株式残差リターンとの関係を検証した Amir & Ziv [1997] などでは、新しい会計基準を前倒して導入した企業には市場がプラスの評価を与えているという示唆が得られている。

第2のタイプの研究は、企業が新しい会計基準をいつ導入するかというタイミングにどのような要因が影響を与えているのかを明らかにすることを目的としている。代表的なものとしては、新しい会計基準を早期導入（通常導入）した企業と通常導入（遅延導入）した企業とでは、収益力や資産内容などに差異があるか否かを検証した研究である。本稿はこのタイプの研究にあたる。

後者に関する先行研究では、Ayres [1986] がSFAS第52号「外貨換算」の導入時期に影響を与えた要因の解明を行っている。Ayres [1986] はSFAS第52号を早期導入した企業は、取締役等の持ち株比率が低い、前期からの増益率が低い、企業規模が小さい、配当制限に接近している、などの特徴があることを明らかにした。Langer and Lev [1993] は、SFAS第87号「事業主の年金会計」およびSFAS第88号「給付建年金制度の清算と縮小、退職給付の会計処理」の早期適用を行った企業の報告利益が増加していることを発見し、経営者が利益調整の手段として新しい会計基準の適用時期を恣意的に選択していると主張した。Eakin [1996] は、SFAS第96号「法人所得税の会計処理」を早期適用した企業は、企業規模が小さい、レバレッジが高い、利益成長率が低いことを報告してい

る。

わが国においては、連結会計制度化初期における持分法任意(早期)適用企業と強制適用(延用延期)企業の比較分析を行った小野[1996]がある。わが国では1978年3月期から連結会計が制度化された。しかしながら持分法については、1984年3月期からの強制適用までは、その適用を猶予することが認められていた。小野[1996]では持分法を任意(早期)適用した企業は規模(総資産、売上高)が大きい、負債比率が小さい、収益性が高いといった特徴があることが示されている。

また、税効果会計の導入時期に関する須田[2000]の研究がある。税効果会計は2000年3月期から全面適用されたが、1999年1月からの早期適用も認められている。須田[2000]は、1999年3月期に税効果会計を早期適用していた一般事業会社436社について分析を行った。その結果、税効果会計を早期適用した企業は通常導入した企業と比較して一般に収益力が高く、ビジネスリスクが小さいことを明らかにした。須田[2000]は、収益力が高くビジネスリスクが小さい企業ほど、不良債権問題や退職給付問題に積極的に取り組み、それに伴い税効果会計を早期に適用したと結論づけた。

3 サンプル

仮説構築および検証に先だって分析対象企業の抽出を行う。これは、後の議論を進めるうえでサンプル企業の事例を掲載することが有益であると考えられるからである。サンプルの抽出条件は以下の①～⑦である。

- ① 1996年3月期から2001年3月期までの連続した連結会計情報⁸⁾が入手できる。
- ② ①の期間において一貫して日本基準による連結財務諸表を作成している。
- ③ ①の期間において上場企業同士の合併を行っていない。
- ④ ①の期間において一貫して東証1部に上場されている。
- ⑤ ①の期間において一貫して3月決算を行っている。

- ⑥ ①の期間において債務超過に陥ったことがない。
 ⑦ 金融機関（銀行・証券会社・保険会社）を除く。

①の条件については、企業会計審議会が「特別部会・金融商品委員会」を設け金融商品の包括的な会計基準の設定に向けて審議を開始したのが1996年であるからである。⑦の条件については、金融機関は業務としてトレーディングを行っており、保有している有価証券の保有目的が一般事業会社とは異なっているためである⁹⁾。①から⑦までの条件によって抽出されたサンプル数は716社である。図表2はサンプル企業の所属業界の分布を示している。図表2から、サンプル企業に業種ごとの大きな偏りはないといえる。

図表2 サンプル企業の業種別企業数

食品	33	造船	3	鉄道・バス	15
繊維	27	自動車・自動車部品	31	陸運	12
紙・パルプ	6	その他輸送機	4	海運	7
化学	66	精密機器	21	空運	3
医薬	21	その他製造業	24	倉庫・運輸関係	8
石油・ゴム	9	水産	4	通信	4
窯業	17	鉱業	4	電力	9
鉄鋼	21	建設	47	ガス	5
非鉄金属	35	商社	59	サービス	30
機械	69	小売	9	合計	716
電気機器	100	不動産	13		

サンプル企業の2001年3月期の有価証券保有状況は図表3のようになっている。716社のうち、43社が「売買目的有価証券」を保有しており¹⁰⁾、43社の平均保有額は約35億円である。同様に「満期保有目的の債券」は226社が保有しており、226社の平均保有額は約43億円である。「その他有価証券」に関しては、サンプル

企業716社のうち、時価評価を2001年3月期に前倒して実施した企業は490社(68.4%)であった¹¹⁾。2001年3月期に時価評価を早期導入した490社の平均保有額は約331億円となっている。

図表3 サンプル企業の有価証券保有状況

有価証券の区分	サンプル数	保有状況	平均計上額(百万円)
売買目的有価証券	43社	6.0% (=43÷716)	3,491
満期保有目的の債券	226社	31.6% (=226÷716)	4,324
その他有価証券	490社	100.0% (=490÷490)	33,114

つまり、ほとんどの企業は保有している有価証券を「その他有価証券」に分類していると言える¹²⁾。したがって、「その他有価証券」の導入時期は、実質的に有価証券の時価評価導入時期と見なすことができ、その導入時期の決定は企業経営にとって重要な意思決定であると考えられる。

意見書において、「その他有価証券」時価評価の導入時期の決定は企業の裁量に任されている。「その他有価証券」の時価評価導入に対する企業側の対応に差異が生じているということは、換言すれば、時価評価導入による影響が企業ごとに異なることを意味する。

本稿では、2001年3月期から「その他有価証券」の時価評価を前倒して導入した企業(以下、早期導入サンプルと呼ぶ)と、2002年3月期から時価評価を導入した企業(以下、通常導入サンプルと呼ぶ)とに焦点を当て、「その他有価証券」時価評価の導入時期の決定に影響を与えた要因を明らかにし、その導入タイミングの背後に隠れた企業側の意図を浮き彫りにする。

4 仮説構築

分析にあたって、「その他有価証券」の時価評価を2001年3月期に前倒して導入した早期導入サンプルを「1」、2002年3月期に導入した通常導入サンプルを

「0」とするダミー変数を被説明変数としたプロビット分析を行った。以下では、回帰モデルに組み入れる説明変数の選択理由を述べるとともに、仮説構築を行いパラメータの期待符号を予測する。

まずは総資産に占める有価証券（簿価）の比率（*SEC*）である。Amir & Ziv [1997] では、SFAS 第106号の導入に関して、1991年に早期導入した企業のPRB 債務¹³⁾が、通常導入企業と比べて有意に小さいことが明らかにされている。意見書の導入時点で、総資産に対する有価証券の割合が小さい企業は、他の条件が等しいと仮定すれば、「その他有価証券」の時価評価による財務数値への影響が小さいため、時価評価を前倒して導入すると考えられる。

H₁：有価証券の保有比率が小さい企業ほど、時価評価を前倒して導入する。

次に株主資本比率（*LEV*）である。SFAS 第87号およびSFAS 第88号の早期適用を行った企業を分析したLanger and Lev [1993] や、SFAS 第96号の導入を対象に同様の分析を行ったEakin [1996] では、企業の株主資本比率が回帰モデルに組み入れられている。「その他有価証券」の時価評価の導入に際して、株主資本比率が大きい企業は比率が小さい企業に比べて、他の条件が等しいと仮定すれば、未実現損益の計上による株主資本のボラティリティが相対的に小さくなる。よって株主資本比率が大きい企業は「その他有価証券」の時価評価を前倒して導入すると考えられる。

H₂：株主資本比率が高い企業ほど、時価評価を前倒して導入する。

次に考慮すべき要因が企業の収益性（*ROA*）である。小野 [1996] ではわが国で持分法を任意（早期）適用した企業は強制適用（延用延期）企業と比べて収益性が高いことが示されている。須田 [2000] でも、税効果会計を早期適用した企業は通常導入企業と比較して収益力が高いことが明らかにされている。本稿では小野 [1996]、須田 [2000] にならい収益指標（*ROA*）を回帰モデルに組み込

んでいる。

2000年3月期には金融商品会計以外の新会計基準の導入もあり、多くの企業で特別損益が計上されている。また、2000年3月期に有価証券の売却を行った場合、その売却損益を経常損益で計上している企業と、特別損益で計上している企業とが混在するため、ROAの算出にあたっては、企業ごとの会計処理方法の差異を取り除くために営業利益を分子に用いた。

会計ビッグバンの実施に際して、企業間に会計デバイド¹⁴⁾が生じるのではないかとする事前の推測がなされていた。いわば、会計ビッグバンを通じて「勝ち組企業」と「負け組企業」の差がはっきりと現れるというのである。収益力が高い企業は、会計ビッグバンを乗り越えるための財務的体力があり、会計デバイドが生じるのではないかという推測がなされている中で、自社の企業イメージを考慮して「その他有価証券」の時価評価を2001年3月期に前倒しで行うと考えられる。

H₃: 収益力が高い企業ほど、時価評価を前倒しで導入する。

「その他有価証券」の時価評価を2001年3月期に導入し、かつ株主資本のボラティリティを最小限にとどめようと企業が志向するのであれば、保有する有価証券のうち、未実現損益が大きいものは2000年3月期までに売却しておく必要がある。よって、「その他有価証券」の時価評価を前倒しで行いたいと考える企業は、事前に有価証券の売却を積極的に行っていると考えられる。そこで、分析対象期間における有価証券売却益(SALG)、有価証券売却損および有価証券評価損の合計額(SALL)を回帰式に組み込んだ¹⁵⁾。ただし、t期の有価証券売却損益をt-1期の有価証券計上額で割った値をパラメータとして用いている(t=1997~2000)。

有価証券の時価評価によって大きな影響を受ける企業は事前に有価証券の売却(または評価減)を行うことで、意見書の導入をスムーズに行おうとするインセンティブがあると考えられる。よって事前に有価証券の売却(評価減)を積極的に行った企業は時価評価を前倒しで導入すると考えられる。

H₄: 有価証券の売却（または評価減）を事前に積極的に実施した企業ほど、時価評価を前倒しで導入する。

また、SFAS 第52号の導入時期について分析を行った Ayres [1986] や、SFAS 第96号で同様の分析を行った Eakin [1996] の研究では、新しい会計基準を早期適用した企業は企業規模が相対的に小さいことが明らかにされている。そこで各社の総資産額を対数変換した比率（*SIZE*）を説明変数に加えた。しかしながら、Ayres [1986] や Eakin [1996] が行った分析での資産規模変数の解釈は、SFAS 第52号や SFAS 第96号の導入は利益の増加につながるため、企業規模の大きい企業は利益増加を嫌うために基準導入を先延ばししたというものであった¹⁶⁾。「その他有価証券」の時価評価は、利益の減少¹⁷⁾が生じることはあっても利益の増加につながることはないので、彼らの研究成果が必ずしも本稿の分析に当てはまるとは言いがたい。また、小野 [1996] では、持分法を任意（早期）適用した企業は規模が大きいという、Ayres [1986] や Eakin [1996] とは異なる結果が示されている¹⁸⁾。よってここでは資産規模のパラメータの期待符号予想は行わないこととする。

次に、発行済み株式総数に占める金融機関保有株式数の比率（*FINST*）である。伊藤 [1990] や伊丹 [2000] など多くの論者が指摘するように、わが国企業のコーポレート・ガバナンスの特徴の1つが、金融機関との株式相互持ち合いである。金融機関による保有株式が多い企業は株式持ち合いの程度が高い企業と考えることができる。意見書では持ち合い株式は原則として「その他有価証券」に分類されるので、株式持ち合いの程度が高い企業は「その他有価証券」の時価評価による影響が大きいと推測される。持ち合い株式の売却は、金融機関と歩調を合わせて行うケースが多く、また証券市場の需給関係などの制約要因により、一括して全株式を売却することは困難である¹⁹⁾。よって株式持ち合いの程度が高い企業は時価評価を先延ばしし、その間に漸次、売却等の対応を行うと考えられる。

H₅: 金融機関持ち株比率が小さい企業ほど、時価評価を前倒しで導入する。

最後のパラメータは、2000年3月期末時点での株主資本に占める有価証券の未実現損益 (URGL) である。有価証券の未実現損益がプラスの場合には時価評価が導入されることで株主資本が増加し、ROEが低下するなどといったデメリットが生じる²⁰⁾。逆に未実現損益がマイナスの場合でも資産運用効率の点で市場にネガティブなメッセージとして伝わる可能性がある。よって未実現損益がプラスであってもマイナスであっても企業にとっては何らかのデメリットが生じると考えられる。よって分析にあたってはパラメータの符号の推測を行わない。

各パラメータは2000年3月期末の値であり、分析で用いた説明変数の記述統計量は図表4の通りである。

図表4 変数の記述統計量

変数	平均値	標準偏差	第1四分位	中央値	第3四分位
SEC	0.120	0.117	0.048	0.086	0.154
LEV	0.391	0.203	0.233	0.373	0.532
ROA	0.040	0.037	0.019	0.033	0.055
SIZE	5.198	0.540	4.800	5.114	5.501
FINST	0.347	0.133	0.248	0.352	0.447
URGL	0.168	0.551	0.011	0.055	0.171

5 モデル構築

仮説H₁からH₅を検証するために、以下のモデルによるプロビット分析を行った。

$$FIRM_i = \alpha_0 + \alpha_1 SEC_i + \alpha_2 LEV_i + \alpha_3 ROA_i + \Sigma \alpha_{4t} SALG_{it} + \Sigma \alpha_{5t} SALL_{it} + \alpha_6 SIZE_i + \alpha_7 FINST_i + \alpha_8 URGL_i + \varepsilon$$

t=1997~2000

FIRM：早期導入サンプルを「1」、通常導入サンプルを「0」とするダミー変数

SEC : (有価証券+投資有価証券) / (総資産-有価証券-投資有価証券)

LEV : 株主資本 / 総資産

ROA : 営業利益 ÷ (当期末資産+前期末資産) / 2

$SALG_t$: t期の有価証券売却益 / t-1期の(有価証券+投資有価証券)

$SALL_t$: t期の有価証券売却損・評価損 / t-1期の(有価証券+投資有価証券)

$SIZE$: 対数変換された総資産額

$FINST$: 金融機関持ち株比率

$URGL$: 有価証券の未実現損益 / 株主資本

プロビット分析の結果が図表5である。パネルAは $SALG$, $SALL$ を1997年3月期から2000年3月期までの平均値で示しており、パネルBは $SALG$, $SALL$ を各期ごとに個別表示したものである。

図表5 分析結果

パネルA

	$\alpha 0$	$\alpha 1$	$\alpha 2$	$\alpha 3$	$\hat{\alpha} 4$	$\hat{\alpha} 5$	$\alpha 6$	$\alpha 7$	$\alpha 8$
期待符号		-	+	+	+	+	?	-	?
係数	-5.080	-1.785	2.508	4.654	0.057	-0.788	1.150	-3.309	0.746
t値	[-4.65]	[-2.26]**	[4.40]***	[1.69]*	[0.19]	[-0.11]	[5.50]***	[-4.43]***	[1.98]**

*10%水準で有意, **5%水準で有意, ***1%水準で有意.

パネルB

	$\alpha 4-1997$	$\alpha 4-1998$	$\alpha 4-1999$	$\alpha 4-2000$	$\alpha 5-1997$	$\alpha 5-1998$	$\alpha 5-1999$	$\alpha 5-2000$
期待符号	+	+	+	+	+	+	+	+
係数	-0.768	0.893	-0.035	0.137	-2.278	1.899	-4.134	1.364
t値	[-0.25]	[0.78]	[-0.06]	[0.29]	[-0.43]	[1.04]	[-2.14]**	[1.11]

**5%水準で有意.

6 分析結果と解釈

分析の結果、仮説 $H_1 \cdot H_2 \cdot H_3 \cdot H_5$ を支持する有意な結果を得ることができたが、 H_4 については一貫した有意な結果を得ることはできなかった。

まず、総資産に占める有価証券の割合が大きい企業ほど、時価評価を先延ばしすることが分かった (H_1)。次に株主資本比率が高い企業ほど (H_2)、そして収益性が高い企業ほど (H_3) 時価評価を前倒して実施する傾向があった。さらに、金融機関の株式持合い比率が小さい企業ほど時価評価を前倒して実施していた (H_5)。事前に符号の予測を行わなかったパラメータについては、資産規模 ($SIZE$) は1%水準でプラスで有意となり、株主資本に占める未実現損益 ($URGL$) は5%水準でプラスで有意となった。こうした検証結果は、先行研究で得られた結果と一致するものであった。

多くの有価証券を保有している企業や金融機関による持ち株比率が高い企業は、時価評価の導入を先延ばしする傾向があることが分かった。企業側は時価評価を先延ばしすることで、その間に有価証券を売却したり、市況の変化を期待するなど、何らかの対応行動を起こすための時間稼ぎを行っているものと考えられる。さらに、株主資本比率が低い企業は、比率が高い企業と比べると時価評価による株主資本への影響が大きいため、時価評価導入時期を遅らせる傾向があった。

パラメータの係数の推定を行わなかった資産規模 ($SIZE$) が有意にプラスとなった理由はどこにあるのであろうか。その理由の1つとして考えられるのが、「市場へのシグナリングを動機として企業はディスクロージャーを行う」というシグナリング効果²¹⁾による説明である。

会計ビッグバンに際しては、企業間に会計デバイドが生じるのではないかとする事前の推測がなされていた。規模の大きい企業は、規模の小さい企業と比べてステークホルダーが多く、また新聞等に掲載される頻度も相対的に多いであろう。さらには、分析を行っているアナリストや機関投資家の数も多いと推測される。したがって、「その他有価証券」の時価評価導入時期に関する情報は、相対的に大規模企業の方がより多くのステークホルダーに影響を与えると推測される。

よって、大規模企業ほど時価評価を前倒しで導入したと考えられる。

また、*SIZE*と同様にパラメータの符号を事前に推測しなかった *URGL* も有意にプラスとなった。有価証券の含み益が大きい企業は、その額を積極的に開示しようとするインセンティブを持っていた可能性がある。その理由の1つとしては、含み益を積極的に開示することで隠れた経営資源を内外のステークホルダーにシグナリングすることが考えられる。

このたびの意見書の導入は、有価証券の区分が明確化されたこと、含み損益の一部が資本の部に計上されるようになったことなど、意見書導入以前の注記開示とは異なる特徴を有している。しかしながら実際には有価証券の時価情報はすでに脚注で開示されてきており、企業のステークホルダーは有価証券の時価に関する情報を以前から持っていると考えられる。それにもかかわらず脚注開示から認識へと会計基準が変更されるにあたり、なぜ企業は戦略的に自社の企業行動を制御しようとしたのであろうか。本稿では、その理由の1つとして経営者が意見書の導入時期の決定を通じて、自社の優位性や意見書導入への積極的な取り組み姿勢をシグナリングしたのではないかと考えた。それでは、経営者がそのようなシグナリング効果を期待する理由はどのように理論づけることができるのであろうか。

経営者がシグナリング効果を期待した理論的な説明の1つが Christie & Zimmerman [1994] の「効率的会計政策」仮説である。「効率的会計政策」仮説については小野 [1996] が詳しく考察しているが、企業の情報を最も多く保有しているのは当該企業の経営者であり、経営者は自身の効用を最大化するため²²⁾ではなく、自社の価値を最大化させるために会計選択を戦略的に制御する可能性がある。持分法の任意（早期）適用企業の特徴を分析した小野 [1996] では、「持分法の適用において平均して見た場合、財務的耐久度の高い（＝企業規模・収益性が大きく、負債依存度の低い）企業の方が、持分法を任意適用し、結果的にプラスの損益効果を楽しむ²³⁾」てきたと述べている。このたびの意見書の導入においては、経営者が時価評価導入時期の選択可能性を利用して自社の価値を最大化させるべく効率的会計政策を実施したと考えられる。

7 追加的分析

有価証券の事前の売却行動 (SALG, SALL) は一貫した有意な結果を得ることはできなかった。本稿では、前期末の有価証券簿価に占める当期の有価証券売却損益をパラメータとして用いた。分母には有価証券の簿価のほかにも、資産総額や営業利益などを用いて検証を行ったが、有意な結果を得ることはできなかった。ここでは追加的分析として、有価証券の事前の売却行動が時価評価導入時期の決定に影響を与える、という仮説 (H₄) が棄却された理由を考察する。

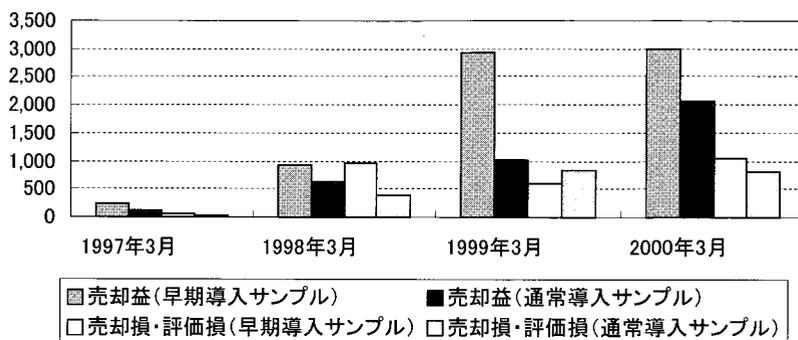
意見書の導入に際しては、各企業ともに有価証券の売却を進めている²⁴⁾。図表6は、早期導入サンプル(490社)と通常導入サンプル(226社)の「有価証券売却益」「有価証券売却損・評価損」の平均計上額を示したものである。

図表6からは、早期導入サンプル、通常導入サンプルともに1998年3月期から有価証券の売却損益(および評価損)の計上額が増加していることが分かる。とりわけ、有価証券売却益の増加傾向が顕著である。

企業会計審議会が、今後の金融商品の会計基準を検討していくうえでの論点をとりまとめた「金融商品に係る会計処理基準に関する論点整理」を公表したのは1997年6月であり、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書(公開草案)」を公表したのは1998年6月である。企業の有価証券売却行動は、企業会計審議会が有価証券への時価評価導入を決定した時期と整合しており、企業は有価証券時価評価の導入を見越して事前の売却行動を行ったと考えられる。

わが国では1991年3月期から注記によって有価証券の未実現損益が開示されてきたにもかかわらず、意見書の導入に際して有価証券の事前売却が行われたのはなぜであろうか。有価証券に時価評価が導入されるにあたり、マスコミ等の報道では企業が保有する持ち合い株式が大量に放出されるだろうとの憶測がされていた。そうした報道の中で、持ち合い株式を保有し続けることがマイナスの企業イメージを醸造する雰囲気が出来上がっていたと考えられる²⁵⁾。つまり企業が、有価証券を保有し続けることがあたかも「悪」であるかのようなコンセンサスが形成されていたことによって、企業の有価証券売却行動が誘発されるというフィー

図表 6 有価証券売却損益の推移（百万円）



ドバック効果が生じたとも考えられる。

したがって、有価証券時価評価の導入時期にかかわらず、各社ともに有価証券の放出を進めており、このことがパラメータ（SALG, SALL）が有意とならなかった理由であると考えられる。しかしながら、フィードバック効果をより深く検証していくためには、時価評価導入後の売却行動の検証や、市況の推移を勘案しながら、より精密なリサーチを行う必要がある。この点は今後の研究課題としたい。

この他にも、本稿にはいくつかの限界がある。プロビット分析では、先行研究で用いられた説明変数を可能な限り組み入れたが、今後の研究の蓄積によって、新たな影響要因が発見される可能性は十分にある。

統計的に有意となった変数においても、そのすべてにおいて必ずしも理論的に因果関係を説明できていないわけではない。今後は、各々の説明変数と時価評価導入時期との因果関係を理論的に導く作業が必要となってこよう。

また、時価評価の導入時期と市場評価の関係性については本稿では扱うことができなかった。今後の研究課題としたい。

* 本稿は、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) FASB [2004] や IASC [1997] などからは将来的に金融商品の全面時価評価を志向していることが見て取れる。なお、FASB や IASB, JWG の最近の動向については吉田 [2004] が詳しい。
- 2) 日本経済新聞2004年10月13日付朝刊では、企業会計研究会の報告書において「株式や不動産の短期的な価格変動に左右されやすくなり、必ずしも中長期的な企業の実力や収益力を映さない」として、時価主義に傾いてきた流れを見直すべきだとの意見が強まる可能性もある」と報じている。
- 3) ただし、銀行業については他の業種に先立って1990年3月期から有価証券の時価情報を開示するよう求められている。
- 4) どちらの処理方法を採用しても、翌期首に洗い替えが行われる。
- 5) 「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」, 実施時期等。
- 6) 米国では Barth [1994] や Ahmed and Takeda [1995] を嚆矢として、金融商品の未実現損益の価値関連性を検証した多くの実証研究が行われている。
- 7) こうした実証研究は主に、 $\text{株価} = a_0 + a_1$ (取得原価主義による会計情報) $+ a_2$ (金融商品の未実現損益) によるクロスセクション重回帰分析を行い、パラメータ a_2 が有意にプラスであることを実証している。このとき、取得原価主義による会計情報を所与としても、金融商品の未実現損益は株価を追加的に説明する価値関連性を有していると考えられる。
- 8) 連結財務諸表では、子会社株式及び関連会社株式は親子会社間で相殺されるために連結財務諸表上には計上されない。よって、本稿で主に分析の対象となる有価証券は、売買目的有価証券、満期保有目的の債券、その他有価証券である。
- 9) 「金融商品会計に関する実務指針」では、企業が「売買目的有価証券」勘定を設けるためには、企業の定款に有価証券の売買を業務としている旨の記載や、トレーディングを日常的に行う独立の専門部署での保管・運用が求められている。よって一般事業会社では売買目的有価証券を保有するケースは稀であり、トレーディングを日常業務とする金融機関とは有価証券の保有区分が異なる。
- 10) 43社の中に商社が8社含まれている。
- 11) 日本経済新聞社が、金融業を除く2000年9月中間決算を発表した上場企業1,925社を対象に行った調査では、「その他有価証券」の時価評価を前倒しで導入した企業は全体の67.8%にあたる1,306社であった。
- 12) 「その他有価証券」の評価方法は、716社のうち7社が部分資本直入法を採用しており、残りの709社が全部資本直入法を採用している。
- 13) postretirement benefit other than pensions (年金以外の退職後給付)。
- 14) 会計ビッグバンでは金融商品の時価会計のほかにも、退職給付会計、連結会計、税効果会計など企業経営に大きな影響を与える会計基準が導入された。こうした会

- 計制度改革に十分耐えうる企業と耐えられない企業との格差が顕在化すること。
- 15) 有価証券売却損益（評価損）は、営業外損益と特別損益に計上されているものの合計額である。
 - 16) Ayres [1986] や Eakin [1996] の研究では、小規模企業よりも大規模企業の方が政治的圧力を受けやすいために、相対的に規模が大きい会社ほど報告利益を減らすインセンティブを持つと主張されている。会社の規模と経営者のインセンティブについては Watts and Zimmerman [1986] などが詳しい。
 - 17) 部分資本直入法を採用し、かつ有価証券に含み損が生じている場合。
 - 18) 小野 [1996] では、規模が大きい企業は財務的耐久力が高いために持分法を任意（早期）適用したと結論付けられており、企業規模を政治コストの代理変数とした Ayres [1986] や Eakin [1996] とはパラメータの含意が異なっている。
 - 19) 市場の需給関係を理由に、企業の保有株式の売却困難性を説いているのが田中 [2002] である。
 - 20) 例えば、古河電気工業の2001年3月期のROEは、時価評価を実施しなかったと仮定した場合が56.1%であるのに対し、時価評価の導入による株主資本の増加によってROEが37.2%にまで減少している。
 - 21) シグナリング効果については Watts and Zimmerman [1986] が詳しい。
 - 22) このような会計政策を Christie & Zimmerman [1994] は「機会主義的会計政策」と呼んでいる。
 - 23) 小野 [1996], 186頁。
 - 24) 大和総研と大和証券 SMBC が2000年9月中間決算期末直前に行った時価会計の導入に関する意識調査によれば、「意見書導入後、保有株式に対するスタンスはどのようになりますか（複数回答可）」という質問に対して、「政策保有株式の削減」（20.6%）、「株式全体の保有残高の削減」（18.0%）、「年金基金・退職年金信託への拠出」（12.0%）といった保有株式を削減するとの回答が全体の半数を占めている。詳しくは吉川・吉井 [2001] を参照。
 - 25) 田中 [2002] は一部のマスコミが時価主義の大々的キャンペーンを行ってきたと批判的に主張している。

参考文献

- Amir, E., and A. Ziv. "Recognition, Disclosure or Delay: Timing the Adoption of SFAS 106." *Journal of Accounting Research*, Vol.35, Spring 1997.
- Armed, A.S., and C. Takada, "Stock market valuation of gains and losses on com-

- mercial banks' investment securities: An empirical analysis," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, February 1995.
- Ayres, F.L. "Characteristics of Firms Electing Early Adoption of SFAS 52," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, 1986.
- Barth, Marry E., "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks," *The Accounting Review*, Vol.69, No.1, January 1994.
- Christy, A.A., and J.L. Zimmerman, "Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests," *The Accounting Review*, Vol.68, No.4, October 1994.
- Eakin, C.F., "Accounting changes and Earnings management: evidence from the early adoption of SFAS No.96" UMI Dissertation Services, 1993.
- Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Standards No.115: Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities*, FASB, 1993.
- , *Exposure Draft, Fair Value Measurements*, FASB, 2004.
- International Accounting Standards Committee, *Discussion Paper: Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities*, IASC, 1997.
- , *International Accounting Standard No.39: Financial Instruments: Recognition and Measurement*, IASC, 2000.
- Langer, R. and B. Lev. "Examining the FASB's Extended Adoption Policy for New Standards: The FAS 87 (Pensions) Case," *The Accounting Review*, Vol.68, July 1993.
- 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).
- 伊丹敬之『日本型コーポレートガバナンス』日本経済新聞社, 2000年.
- 伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996年.
- 「ビッグバンと企業経営」『証券アナリストジャーナル』第35巻第9号, 1997年9月.
- ・三隅隆司・市村豊彦 「株式持合いの螺旋型ロジック・シフト」『ビジネスレビュー』第37巻第3号, 1990年4月.
- 小野武美『企業会計の政治経済学』白桃書房, 1996年.
- 河 榮徳 「有価証券時価情報のディスクロージャーと資本市場の評価」『早稲田商学』第380号, 1999年3月.
- 「時価情報の実証分析—銀行保有証券の時価情報を中心に」『會計』第157巻

第1号, 2000年1月.

國村道雄「有価証券含み益と銀行株価の関係について一覽書」『オイコノミカ』第31卷

第1号, 1994年11月.

桜井久勝「銀行保有証券の時価情報と株価」『企業会計』第44卷第2号, 1992年2月.

———・呉 徳林「有価証券の時価評価額と株価形成」『會計』第148卷第1号,
1995年7月.

———・桜井貴憲「金融商品の時価情報と企業評価—東証上場銀行の実証分析」『国
民経済雑誌』第179卷第5号, 1999年5月.

須田一幸「税効果会計の光と影」『税経セミナー』第45卷第13号, 2000年8月.

田中 弘『時価主義を考える(第3版)』中央経済社, 2002年.

吉川 満・吉井一洋『時価会計の実務』商事法務研究会, 2001年.

吉田康英「全面時価評価の動向および課題—JWG 基準案の再検討」『企業会計』第56
卷第12号, 2004年12月.

2005年1月5日受稿

2005年2月9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)