

【書 評】

中 野 誠 編著

『マクロとミクロの実証会計』

中央経済社 2017. 4 4+vi+302 ページ

2000年代以降、エンロンや東芝が関係した会計に関連したニュースが大きな注目を浴びてきた。また、マクロ経済に関連した指標(GDPやTOPIX、失業率など)の今後の動向をいかに早い段階で予測できるかは、証券アナリスト・経済学者などが長年着目してきたテーマである。そのような問題意識を背景に、本書は「ミクロ」と「マクロ」の視点から会計情報の有用性を、詳細なデータに基づく実証分析を通して明らかにする事を目的として執筆されている。前半では企業毎に公表される「財務諸表」のデータを集計することで作成されるマクロ会計情報が、GDP成長率や株式収益率を予想する上でどれぐらい有用であるかについて議論している。従来の会計分野における実証分析では、企業毎に公表される財務諸表のデータそのものを用いた分析が中心であった事を踏まえると、非常に先駆的で挑戦的な分析に取り組んでいる。後半では、従来の会計分野における実証分析と同様に企業の個別の財務諸表のデータを用いる「ミクロ」の視点から、従来の実証分析では余り取り上げられる事の少なかった「利益平準化」・「のれん」・「銀行の財務諸表」などに着目した分析をしている。ここでの分析では、経営者の「裁量」に着目し、経営者が「裁量」の度合いを財務諸表の会計データから推計している。その上で、その「裁量」の度合いが利益平準化やのれん、銀行の財務諸表に関連した分析において、重要であることを示すことで会計情報の有用性を主張している。

サーベイや展望をしている章を除いて、各章において「研究の背景」・「先行研究」・「リサーチデザイン」・「分析結果」が明確に示されているので、どのような背景に基づいて設定された仮説であるのか、その仮説をどのように実証分析しようとしているのか、その仮説をどのように実証分析しようとしているのか、その仮説をどのように実証分析しようとしているのか、それが読者に明確に分かるように執筆されている。したがって、評者のように専門分野が異なる読者でも、

非常に読みやすい上に、本書が取り組んでいる分析内容をしっかり理解出来る。その意味で、今後この分野での研究者を目指す場合だけでなく、会計情報に触れる可能性のある多くの人にとって必読の本と言えるだろう。以下では、前半と後半に分けた上で、本書の内容を簡単に紹介した上で、ファイナンスや経済学を研究している立場から書評をしていきたい。

前半の第1章から第6章では、マクロ視点から会計情報の有用性を分析している。この「マクロ実証会計」分野のサーベイをしている第1章に続いて、第2章と第3章において、マクロ会計情報を利用する事によってGDP成長率を予測する事が出来るのかを分析している。

著者達は最初に各企業の財務諸表のデータを「集計」したマクロ会計情報を利用する理由として2つを挙げている。1つは、同様の特徴を持つ「法人企業統計」よりも早い段階で情報を利用できる点である。法人企業統計は決算の60日後に公表されるデータであるが、マクロ会計情報は、上場企業に限れば45日後には利用できるデータである点にアドバンテージがある。2つ目は、分配面のGDPの構成要素の1つである「営業余剰」と「経常利益(営業利益)」の関連が強い点を挙げている。その上で、マクロ会計情報によってGDP成長率を予測する事が出来ることを示して、上場企業の会計情報を集計したマクロ会計情報の有用性を示している。

第4章から第6章では、マクロ会計情報に基づく株式収益率の予測について分析を行っている。ここにおいて着目しているのは「ミクロ・マクロ・パズル」と著者達が呼んでいる現象である。これは、株式収益率(株価)は企業の将来の配当(利益)を反映しているはずであり、実際、ミクロレベル(企業レベル)での会計情報と株式収益率の相関関係が「プラス」であるにもかかわらず、個別企業の会計情報を集約したマクロ会計情報と株式市場全体の収益率の相関関係が「マイナス」になる、という現象である。本書では、この現象が日本でも起こっている事をデータによって確認した上で、このパズルを説明しようとする2つの仮説として、Kothari *et al.*(2006)が提唱する「集約レベルでは利益の影響が相殺されている」とする仮説と、Sadka and Sadka(2009)が提唱する「集約レベルの利益変化は予測されている」とする仮説、並びに2つの仮説の背後にある

Campbell(1991)のモデルを解説することで、このパズルの解明に努めている。本書は、実際にはパズルの解明には至っていないが、今後の研究の方向性を示すとともに、マクロ会計情報を用いた分析の重要性を強調する事で、株式収益率の予測における会計情報の有用性を示している。

ここまでのマクロ実証会計に関連した分析結果は非常に興味深い結果であるが、一定の留保も必要である。第一は、分配面でのGDPを考えたときの構成要素の1つである営業余剰と関連が強い、という理由で企業レベルの経常利益(営業利益)を集計化したデータを利用した指標を「説明変数」として利用している点である。確かに、この変数はGDP成長率に対して有意な結果になっているが、実はGDPの一部である企業部門の営業余剰の集計された成長率を説明しているだけかも知れない。その意味では、営業余剰以外の要素(雇用者報酬など)と営業余剰の間にプラスの関係がある事を前提にした分析になっている。また、GDPを分配面ではなく生産面から考えるのであれば、財務諸表の「売上総利益」を集計することで、より直接的にGDPと関連が強い指標を作成することが可能だと考えられる。なぜ、売上総利益ではなく経常利益(営業利益)を集計するのかを説明してもらえるとより理解が深まったと思う。

第二に、個別企業の会計情報を集計したデータを用いる事の有用性は、企業業績の変動が大きく予想が難しいと考えられる時期においてどれぐらい有効なのだろうか？もし、比較的大きな変動についても、法人企業統計と同程度の予測力をもつという結果をアピールすることが出来れば、より強い結果であると考えられる。サンプル期間に含まれているので、リーマン・ショックの期間においても、法人企業統計と同程度の予測力がある事を示す事が出来れば、会計情報の有効性をさらにアピールする事が出来ると思われる。

第三は、「予測」に関連した分析であることを考慮すると、修正済みの決定係数で測った回帰式の説明能力が低い事である。説明変数が統計的に有意であることから、各説明変数の説明力はあることは間違いない結果である。しかし、決定係数が低い事を考慮すると、予測の「変化の方向」については当てることが出来るが、「変化率(成長率)そのもの」を予測する事は難しいことになる。

第四は、「マイクロ・マクロ・パズル」に関連する点である。日本に関するファクトファインディング

としての、「マイクロ・マクロ・パズル」の存在は非常に興味深い結果である。ただし、各企業の利益から「イディオシンクラティック」な要因(=企業固有のショック)を取り除いて得られる「システムティック」な利益が、経済学的に何を意味しているのかがよく分からない。つまり、金融資産のリスクとリターンと同様の議論の展開を、会計上の利益について展開する事に若干の違和感がある。金融資産のリスクとリターンの場合は、背後に投資家行動やポートフォリオに関する理論がある。従って、分散投資によって回避可能な「イディオシンクラティック」な要因が取り除かれた「システムティックなリスク」がどういう概念であるか理解しやすい。では、「イディオシンクラティック」な利益が取り除かれた「システムティック」な利益とは、どのような経済学的意味をもつのだろうか？その部分が明確ではないために、「システムティックなリスク」と強く関係している「収益率」と「システムティック」な利益と強く関連している「集計化された利益情報」との関係がマイナスになることを、「パズル」とまで呼ぶべきかどうか、いま一つ飲み込めなかった。

「パズル」と呼ぶためには、「株式市場収益率」と「集計化された利益情報」との関係について、より厳密に理論的な関係を示すことが、まず求められると思う。両者の関係がマイナスになるのか、プラスになるのか、それとも何らかの仮定条件の違いによって両方があり得るのかを理論的に示す事が出来れば、本書でのファクトファインディングは、経済学的により意味のある面白い研究になるだろう。また、マクロ経済学において重要性が指摘されている、「集計化問題」のバリエーションとして解釈をあたえることが出来るかも知れない。

ここまで、前半の「マクロ実証会計」について、細かい点をいくつか指摘したが、それにより本書もっている先駆的で挑戦的な価値が失われる訳ではない。逆に、これまで余り研究がなされてこなかった分野について挑戦的な研究結果を提示しているからこそ生じる、問題点や疑問であり、今後のこの分野の発展とともに著者達によるより一層の研究の進展が期待される。

後半の第7章から第13章は、マイクロ視点から会計情報の有用性を分析している。マイクロ実証会計はこれまでも多くの研究があるが、本書ではこれまであまり着目されてこなかった「利益平準化」・「のれん」・「銀行の財務諸表」などについて、経営者の

「裁量」を定量化した上で分析している。

第7章では、会計情報から経営者による裁量の程度を定量化し、財務諸表に報告されている「報告利益」と経営者が裁量を行う前の「裁量前利益」のボラティリティの比率を用いて企業の「利潤平準化行動」を測定している。この利潤平準化行動指標によるランク付けにおいて、より利益平準化行動が顕著な企業について、アナリストによる業績予想の精度が上がる事を発見している。この理由としては、利益平準化行動が経営者についての私的情報のシグナルとなる可能性が挙げられている。

第8章では、会計上の保守主義に着目した分析を行っている。保守主義には条件付き保守主義と無条件保守主義の2種類がある事を説明した上で、会計情報を用いて企業の条件付き保守主義の程度と無条件保守主義の程度を、経営者の「裁量」との関連を踏まえて推計している。その上で、保守主義の程度が、投資水準や株式収益率への影響を与える事を発見している。同時に、影響の方向や程度が条件付き保守主義と無条件保守主義では異なる事も発見している。

第9章と第10章では企業のM&Aに関連した「のれん」に着目した分析を行っている。「のれん」とは「買収された企業の時価評価純資産」と「買収価格」の差額である。「のれん」を計上する際にも、経営者の「裁量」の程度が大きな役割を果たしている。第9章では、「買入のれん」が株式市場に与える影響と「コーポレートガバナンス」の関係に着目し、両者に一定の関係がある事を発見している。第10章では、「のれん」の資産項目への形状と株式期待収益率の関係に着目し、両者に正の関係がある事を発見している。

第11章から第13章では、銀行の財務諸表を利用した分析を行っている。この種の分析の重要性を述べた第11章に続いて、第12章では銀行が計上する「貸倒引当金」に着目している。この貸倒引当金も銀行経営者による「裁量」が大きな影響を与える項目である。具体的には、貸倒引当金の情報から銀行の保守性を示す指標を作成し、保守的な銀行の株価は、利益の予想されない変動に対して好意的な反応を示す事を発見している。第13章でも「貸倒引当金」に着目し、銀行の利潤平準化行動について分析をしている。その結果、第12章とは若干異なる推計方法により銀行の保守性を示す指標を作成した上で、保守的な銀行ほど利潤平準化行動を取る傾向が

ある事を発見している。

第7章から第13章のマイクロ実証会計に関連した分析は、従来のマイクロ実証会計があまり着目してこなかった要因に着目しているという意味で先駆的な分析である。また、会計情報から推計されている「利潤平準化行動」に関連した指標、「保守主義」に関連した指標、「のれん」に関連した指標が経営者の「裁量」と関連があることを示していると同時に、各指標は分析において重要な役割を果たしている。これらの結果は、利潤平準化や保守主義に関連したの企業行動を分析する上でも会計情報や会計情報を用いた経営者の「裁量」の程度が有用である事を示している。さらに、銀行の財務諸表に記載されている会計情報も、その特殊性から分析される事は少なかったが、銀行の行動を分析する上では有用である事を示している。従って、ここでの研究結果は、今後この分野における研究においてベンチマークとして参照されるべき結果である。そこで、ここでは分析におけるいくつかの疑問点を提示する事にしたい。

一つ目はデータ処理に関する点である。「利潤平準化行動」に関連した指標や「保守主義」に関連した指標において、会計情報から推計された「数値」をそのまま利用するのではなく、データを昇順(降順)に並べ替えた上でデータ数で割った変数を代理変数として利用した分析を行っている。本書において、そのような変数変換を行う理由として「ノイズを減らす事が出来る」ことを挙げているが、評者は若干の違和感を持つ。この変換によって変数の分布が変わる事が予想されるので、代理変数を用いる事によって生じるノイズの方がより大きな問題になるのではないだろうか。各章において「頑健性分析」は行われているが、もとの変数を用いた分析はなされていない。会計分野における実証分析ではよく利用される変換のようだが、少なくとも頑健性の分析は必要では無いだろうか。

二つ目は、本書においても言及されているが、会計情報から推計されている「利潤平準化行動」に関連した指標、「保守主義」に関連した指標、「のれん」に関連した指標、それぞれの妥当性に関する検討が必要ではないだろうか。本書で利用している変数は、それぞれ有効に機能しているという意味において一定の妥当性を有していると考えられるが、「解釈」に大きく依存している傾向がある事も否めない。その意味において、他の推計方法による指標などを検討する必要があると考えられる。

三つ目は、銀行に関連する分析についてである。利益サプライズを計算する際に、「経営者予想」を利用している。仮に、保守的な銀行ほど、経営者予想も保守的になるのであれば、利益サプライズがマイナスになる可能性は低くなるのではないだろうか。利益サプライズに対する反応が銀行の保守性の違いによって異なるのかを分析しているが、その際にサンプル・バイアスに相当する問題は発生していないのだろうか。つまり、利益サプライズの符号によってサンプルを分け、プラスの場合に「利益サプライズ」と「保守性ダミー」の交差項が有意になっているのはサンプル・バイアスが発生していることに原因があるのではないだろうか。

また、銀行の利益平準化行動について、好況期に貸倒引当金を多く積み、不況期には貸倒引当金を減らす行動を分析対象にしている。これは確かに、利益平準化をしている行動と解釈する事も出来る。しかし、好況期において、通常の銀行は貸し出しを増やすと考えられる。貸し出しを増やせば、若干リスクの高い投資案件についても貸し出しをしている事になり、正当なリスク評価に基づく貸倒引当金も増加する事になる。従って、好況期に貸倒引当金を増やしている行動を、直接利益平準化行動として捉える事には、若干議論の飛躍があるように思う。確かに、様々な変数をコントロール変数に加えた分析を

行っているが、上記の識別が完全に出来ているとは納得出来なかった。

これらの疑問は、今後、この分野における研究が進む事によって解決がされていく問題だろう。また会計分野での実証分析においては、評者が指摘した点は、これまで問題にされてこなかったのかもしれない。したがって、ここでの評者の指摘によって、本書後半の分析の価値が失われる事は無いし、むしろ、これまで十分に検討されてこなかった分野について意欲的・挑戦的に分析を行い、会計情報の有用性について様々な面から示していることを非常に高く評価している。今後の著者達によるより一層の研究の進展が期待される。

参考文献

- Campbell, J. Y. (1991) "A Variance Decomposition for Stock Returns," *Economic Journal*, Vol. 101, No. 405, pp. 157-179.
- Kothari, S. P., J. Lewellen and J. B. Warner (2006) "Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 3, pp. 537-568.
- Sadka, G. and R. Sadka (2009) "Predictability and the Earnings>Returns Relation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, No. 1, pp. 87-106.

[青野幸平]