

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

ワークショップ

「コーポレート・ガバナンスが企業の会計戦略を通じて
企業価値に与える影響について」の様

Discussion Paper No. 2014-J-7

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

ワークショップ
「コーポレート・ガバナンスが企業の会計戦略を通じて
企業価値に与える影響について」の模様

要 旨

日本銀行金融研究所では、企業会計に関する研究の一環として、2014年3月17日、「コーポレート・ガバナンスが企業の会計戦略を通じて企業価値に与える影響について」をテーマにワークショップ（座長：中野 誠・一橋大学教授）を開催した。

国際財務報告基準（IFRS）財団ないし国際会計基準審議会（IASB）の活動は、設立当初急務であったIFRSの開発がほぼ一段落し、足許、確立した基準のメンテナンスおよびそれらの各国・地域への浸透に重点がシフトしつつある。IFRSの各国・地域への適用状況をみると、IFRSそのものをすべての全企業に強制適用する例もみられるものの、一部企業への強制ないし任意適用にとどめたり、基準の一部を削除または修正して導入する例も少なくない。こうした現状は、会計基準の具体的な適用において、国や地域ごとに異なる企業環境ないし制度的要因との関連性を完全に無視するのが難しいことを示唆していると考えられる。また、会計基準の共通化により財務報告の形式的な比較可能性の向上は期待されるものの、ある基準の適用が、各国・地域における制度的要因の違いやそれに起因する経営者の裁量的な会計行動等によって、企業の投資行動や企業価値ひいてはマクロ金融経済に対して予期せぬ影響をもたらす可能性もあろう。本ワークショップは、こうした問題を考える際の材料を提供することを目的として、各国・地域における会計基準の適用に影響を与えるであろう制度的要因のうち、コーポレート・ガバナンスに焦点を当て、それと経営者の会計戦略および企業価値との関連性について、学際的・実務的観点から議論を深めることを目的として開催された。

本稿では、本ワークショップにおける導入報告、コメント、リジョインダー、討論および座長総括コメントの概要を紹介する。

キーワード：IFRSの影響、会計戦略、コーポレート・ガバナンス、企業価値（株主価値）、利益調整、保守主義、企業行動

JEL classification: M41

本稿に示されている意見はすべて発言者たち個人に属し、その所属する組織の公式見解を示すものではない。

目 次

1. はじめに	1
2. 導入報告、指定討論者によるコメントおよびリジョインダー	3
(1) 報告1「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」	3
イ. 浅野報告	3
ロ. コメント	6
(イ) 秋葉コメント	6
(ロ) 柳川コメント	8
ハ. リジョインダー	10
(2) 報告2「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」	11
イ. 大坪報告	11
ロ. コメント	14
(イ) 田中コメント	14
(ロ) 柴田コメント	17
ハ. リジョインダー	18
3. 全体コメント	19
(1) 神山コメント	20
(2) 小賀坂コメント	22
(3) 木下コメント	24
4. 全体討論	27
(1) 会計戦略と企業価値の関連性	27
(2) ガバナンスと会計戦略ないし企業価値との関連性	29
(3) 保守主義とのれんの会計処理について	31
5. 座長総括コメント	32

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、企業会計に関する研究の一環として、2014年3月17日、「コーポレート・ガバナンスが企業の会計戦略を通じて企業価値に与える影響について」をテーマにワークショップ（座長：中野 誠・一橋大学教授）を開催した。

国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards：IFRS）財団ないし国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board：IASB）の活動は、設立当初急務であったIFRSの開発がほぼ一段落し、足許、確立した基準のメンテナンスおよびそれらを各国・地域にどのように浸透させていくかに重点がシフトしつつある。IFRSの各国・地域への適用状況をみると、IFRSそのもの（ピュアIFRS）をすべての企業に強制適用するという例もみられるものの、一部企業への強制ないし任意適用にとどめたり、基準の一部を削除または修正して導入する例も少なくない。日本においても、いまのところ、IFRSの適用は一部企業への任意適用にとどまっており、また、2013年以降、IFRSの個別基準を必要に応じて削除または修正して採択する「エンドースメントされたIFRS」の策定作業が進められている。こうした現状は、会計基準の具体的な適用において、国や地域ごとに異なる企業環境ないし制度的要因との関連性を完全に無視するのが難しいことを示唆していると考えられる。また、会計基準の共通化を進めることにより、財務報告の形式的な比較可能性の向上は期待されるものの、ある基準の適用が、各国・地域における制度的要因の違いやそれに起因する経営者の裁量的な会計行動等によって、企業の投資行動や企業価値ひいてはマクロ金融経済に対して予期せぬ影響をもたらす可能性もあろう。本ワークショップは、こうした問題を考える際の材料を提供することを目的として、各国・地域における会計基準の適用に影響を与えるであろう制度的要因のうち、コーポレート・ガバナンスに焦点を当て、それと経営者の会計戦略および企業価値との関連性について議論を深めることを目的として開催された。

このような問題を検討するに当たっては、会計学の議論にとどまらず、経済学、法律学など、幅広い分野にまたがる学際的な観点からの分析が不可欠であり、さらには会計情報の利用者、すなわち実務的な観点からの議論が極めて重要である。そこで、本ワークショップでは、さまざまな専門領域の学者・実務家の参加を得た。本ワークショップのラウンド・テーブル参加者およびプログラムは、次のとおりである。

<参加者> (五十音順、肩書きはワークショップ開催時点)

- 秋葉 賢一 早稲田大学商学大学院教授
浅野 敬志 首都大学東京大学院社会科学研究所准教授・日本銀行金融研究所
神山 直樹 メリルリンチ日本証券マネージングディレクター兼チーフストラテジスト
小賀坂 敦 企業会計基準委員会副委員長
柴田 宏樹 スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン主席アナリスト
田中 亘 東京大学社会科学研究所准教授
中野 誠 一橋大学大学院商学研究科教授 (座長)
柳川 範之 東京大学大学院経済学研究科教授

日本銀行 木下信行 (理事)、吉田知生 (金融研究所長)、鈴木淳人 (金融研究所制度基盤研究課長)、古市峰子 (金融研究所企画役)、大坪史尚 (金融研究所)、高須悠介 (一橋大学大学院商学研究科)

<プログラム>

- ▼ 開会挨拶 (吉田所長)
- ▼ 導入報告 1
 - ・「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」 (浅野准教授)
 - ・指定討論者によるコメント (秋葉教授、柳川教授)
 - ・リジョインダー
- ▼ 導入報告 2:
 - ・「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」 (大坪)
 - ・指定討論者によるコメント (田中准教授、柴田主席アナリスト)
 - ・リジョインダー
- ▼ 全体コメント (神山チーフストラテジスト、小賀坂副委員長、木下理事)
- ▼ 全体討論
- ▼ 座長総括コメント

以下では、本ワークショップにおける導入報告、指定討論者によるコメントおよびリジョインダー (2 節)、全体コメント (3 節)、全体討論 (4 節)、座長総括コメント (5 節) について、その概要を紹介する (以下、敬称略。文責：金融研究所)。

2. 導入報告、指定討論者によるコメントおよびリジョインダー

(1) 報告1「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」

イ. 浅野報告

浅野は、古市との共著論文¹に基づき、一般に認められた会計原則（GAAP）の枠内での具体的な会計処理（会計数値の見積り等）につき経営者に一定の裁量余地がある場合において、財務報告の目的の1つである情報の非対称性の緩和ないしエージェンシー・コストの削減をよりよく達成し、企業価値の向上につながりうるような会計戦略を経営者が選択するうえで、企業のガバナンス構造はどのような影響を与えるかという問題意識のもと、以下のような整理・検討を行った。

〈会計戦略の目的と効果〉

- 経営者による会計戦略は、①当期の報告利益に影響を与えるもの（一般に利益調整とよばれるもの）と、②与えないもの（自発的開示等）に大別可能であり、さらに①は (i) 会計的裁量行動（会計数値を対象とした<キャッシュ・フローの変動を伴わない>もの）と、(ii) 実体的裁量行動（実際の経営活動を変更して行う<キャッシュ・フローの変動を伴う>もの）に分類されるが、本論文では、① (i) のみを取り上げている。そのなかでも、利益平準化および保守主義を中心に分析している。ここで利益平準化とは、利益増加型と利益減少型の利益調整を組み合わせることにより、複数の会計期間にわたって報告利益の変動を抑える行動をいう。また保守主義とは、費用・損失はできるだけ早期かつ多く計上する一方、収益・利得はできるだけ遅くかつ少なく計上するという、利益の認識・測定における非対称的な扱いをいう（詳細は大坪報告を参照）。
- こうした会計戦略を経営者が行う目的（動機）についてみると、先行研究では、機会主義、情報提供、効率的契約の3つの視点から論じられている。機会主義的な目的とは、投資家（株主および債権者）等の富（効用）を犠牲にして経営者自身の富（効用）の最大化を図る（投資家の誤導目的を含む）ことをいう。他方、情報提供の目的とは、企業の将来キャッシュ・フローに関する経営者の私的情報を投資家に提供することで経営者と投資家間の情報の非対称性を緩和し、エージェンシー・コストの削減を図ることをいう。ま

¹ 浅野敬志・古市峰子、「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」、金融研究所ディスカッション・ペーパー No.2014-J-5、日本銀行金融研究所、2014年。

た、効率的契約の目的とは、株主と債権者との間の利害対立（エージェンシー問題）を緩和し、契約の効率化を図ることをいう。このうち、情報提供と効率的契約の目的は、前者が主として資本市場を、後者が主として（相対）契約を意識しているという違いはあるものの、いずれも利害関係者間のエージェンシー・コストの削減を図る点で共通するとすれば、会計戦略の目的（動機）は、機会主義的な目的とエージェンシー・コスト削減を図る目的の2つに大別可能といえる。

- 次に、会計戦略の効果として、企業価値への影響についてみていく。会計的裁量行動は、実体的裁量行動とは異なり、キャッシュ・フローを変化させないため、企業価値に直接影響を及ぼすものではない。しかし、会計的裁量行動についても、①利益の質（利益情報の有用性を支える特性）への影響および②企業行動への影響という2つのルートを通じて、間接的に企業価値に影響を及ぼす可能性があると考えられている。すなわち、企業価値は将来キャッシュ・フローの割引現在価値で表すことができるとすれば、①は割引率（資本コスト）に影響を与え、②は将来キャッシュ・フローに影響を与える可能性があり、それらを通じて企業価値に影響を与えうる。
- こうした2つのルートのうち、本論文では、①のルートに絞って、関連する先行研究を整理・検討した。その結果、利益平準化および保守主義が利益の質（資本コスト）に与える影響については、いずれも利益の質を低下させる（資本コストを高める）とする見方と利益の質を高める（資本コストを低下させる）とする見方の両方があり、一貫した実証結果が得られていないことが考察された。もっとも、先行研究をみる限り、経営者による会計戦略の目的が機会主義的である場合には利益の質を低下（資本コストを上昇）させ、エージェンシー・コストの削減が目的の場合には利益の質を高める（資本コストを低下させる）可能性が高いことが示唆された。すなわち、経営者の会計戦略が利益の質を高め、企業価値の向上につながるかどうかは、その目的が大きく影響するとの見方が可能であろう。
- その一方で、会計戦略にかかる経営者の真の目的を外部から判別することは困難である。もっとも、経営者の機会主義的な行動を抑制し、企業価値の向上につながる行動を経営者に促すような規律付け（ガバナンス）のメカニズムが十分に機能している場合には、経営者は、機会主義的ではなく、エージェンシー・コストの削減を目的とした会計戦略を選択する可能性が高まるという関係が認められるとすれば、そうしたメカニズムの有無および有効性を手がかりに、会計戦略の目的を外部から推測しうるとも考えられる。

〈企業のガバナンス構造が会計戦略とその効果に与える影響〉

- そこで、企業のガバナンス構造のうち、取締役会構成（社外取締役比率）、株式所有構造（経営者持株比率、機関投資家持株比率、安定株主比率＜持合い等＞）、資金調達構造（負債比率、メインバンク依存度）、市場環境（投資家保護規制等）を題材として、それらが企業価値との関係でどのようなガバナンス機能を果たし、それが経営者の会計戦略にどのような影響を与えうるかについて、主に先行研究のサーベイを通じて整理・検討した。その結果、例えば企業に次のようなガバナンス構造がみられる場合には、会計戦略との関係では経営者への規律付けが有効に機能しており、よって、経営者は、機会主義的ではなく、エージェンシー・コストの削減を目的とした会計戦略を選択する可能性が高まるとの推測が可能と考えられる。
 - (a) 経営者の持株比率が中間範囲以外にある場合
 - (b) 機関投資家の持株比率が高い場合（ただし、情報収集に制約がある機関投資家や短期売買を主目的とする機関投資家を除く）
 - (c) 一般事業法人による安定株主比率が低い場合
 - (d) 負債比率が高い場合（特に低成長企業の場合）
 - (e) メインバンク依存度が低い場合（特に負債比率が高い場合）
 - (f) 資金調達先の市場（国・地域）における投資家保護法制・開示規制およびそれらの執行力の質が高い場合
- そうであるとするならば、投資家は投資判断において企業のガバナンス構造を重視することにより、経営者の会計戦略に誤導されるリスクを減らすことが可能となる。また、企業にとっても、ガバナンス情報の開示により、会計戦略の目的について投資家を誤導させるリスクを減らすことが可能となり、私的情報の提供を通じた資本コストの低下を実現しやすくなる。このことは、財務報告におけるガバナンス情報の重要性を再確認するものといえよう。その一方で、このようなガバナンス構造が企業の投資行動にネガティブな影響をもたらす可能性もあり、そのネガティブ効果が資本コストへのポジティブ効果を上回るようであれば、結果的に企業価値が低下することも考えられる。
- 以上を踏まえると、企業のガバナンス構造が会計戦略とその効果に与える影響については、やや大胆ではあるが、次のような3つの仮説を提示できよう。第1に、上記(a)～(f)のようなガバナンス構造を有する企業においては、利益平準化や保守主義が企業価値の向上に資する一方、そうでない企業がこうした会計戦略をとることは、企業価値の向上につながらない可能性が高いのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりかねない（仮説1）。第2に、法規制や慣行等により、上記(a)～(f)のようなガバナンス構造

を有する企業が少ない国・地域では、例えば会計基準によって、利益平準化や保守主義などの会計戦略にかかる経営者の裁量の余地を狭めるほうが望ましい（仮説 2）。第 3 に、保守主義にはガバナンスを補完する機能があるため、他の仕組みによってガバナンスが強く働いている企業が保守主義の程度を強めることは、財務報告の目的の観点からは有益となりうる場合でも、企業価値の向上をもたらさない可能性があるのみならず、場合によっては企業価値の減少につながりかねない（仮説 3）。

- もっとも、こうした仮説は先行研究のレビューから得られた推論にすぎず、そのような見方が可能かどうかは、今後、理論・実証の両面から検証を積み上げていくことが必要である。この点、これまでのところ、ガバナンス、会計戦略、企業価値の 3 つの関連性を同時に取り上げた研究や、複数のガバナンスの組合せが会計戦略ないし企業価値に与える影響に関する研究が少ないようである。今後、こうした研究の蓄積が期待される。

ロ. コメント

浅野報告に対して、指定討論者である秋葉、柳川がコメントを行った。

(イ) 秋葉コメント

〈本研究の貢献とインプリケーション〉

- 浅野報告の貢献は、会計戦略（特に利益平準化や保守主義という利益調整）とガバナンス構造、企業価値の関連についての従来の研究の蓄積をサーベイすることによって、3 つの仮説を提示したことにある。特に、仮説 1 「一定のガバナンス構造を有する企業においては、利益平準化や保守主義が企業価値の向上に資すると考えられること」については、日本会計研究学会課題研究委員会が 2010 年に纏めた報告書「日本の財務会計研究の棚卸し」における「H2 β 型」の研究成果に当たるといえよう。すなわち、同報告書は、日本における会計研究の発展を目的として、従来の研究論文のスタイルを W 型「社会現象に関する仮説を検証し、因果法則の確立を目指すもの」と H 型「社会現象に関する仮説の検討や提示をするもの」に分類したうえで、H 型を、H1 型「旧仮説の批判」、H2 型「旧仮説の強化」、H3 型「旧仮説に代替する新仮説の提示」、H4 型「その他」に分類し、さらに H2 型を H2 α 型「旧仮説を上位概念より説明」と H2 β 型「仮説を場合分けによって説明」に分類している。この点、浅野報告は、一般に、会計基準設定主体は「利益平準

化や利益減少型（保守主義）の利益調整が財務情報の有用性を低下させる」と考えるであろうと想定するなかで、「そのような企業の裁量的な行動が財務情報の有用性を向上させることもある」という経験的証拠（実証研究）が数々あることを示し、会計基準設定主体のような想定は、経営者の目的が機会主義的な場合であって、それは一定のガバナンス構造を有しない場合である（そうでない場合には利益調整が財務情報の有用性を向上させる）という仮説を提示するものであり、H2β型に当たると考えられる。要するに、会計戦略（会計的裁量行動）を企業価値の低下・向上と関連させて分類し、ガバナンスをめぐる研究の蓄積と結び付けて考察している点が本研究のポイントであろう。

- また、仮説2「法規制や慣行等により、こうしたガバナンス構造を有しない国・地域では、会計基準等によって会計戦略にかかる経営者の裁量の余地を狭めるほうが望ましいこと」は、国・地域によって会計基準の設定または選択の考え方が異なりうるという、制度設計へのインプリケーションを提示するものであろう。さらに、上場・非上場別の会計基準の使い分けや上場企業の規制内容などの制度設計への示唆も含むと考えられる。
- 保守主義について、仮説1は、利益の質の向上（財務情報の有用性の向上）を想定するものであり、会計基準設定や制度設計には受け入れられやすいであろう。他方、仮説3「他の仕組みによってガバナンスが強く働いている企業が保守主義の程度を強めることは、場合によっては企業価値の減少につながりかねないこと」は、企業価値の低下を企業行動の変化との兼合いで考えるものであり、大坪報告とも関連するが、会計基準設定において経済的帰結をどう考慮するかという論点と絡む問題であり、検討を要しよう。

〈今後の期待〉

- 今後の課題や期待を2つ示したい。1つは、「保守主義」の用語法についてである。浅野報告では、保守主義を、基本的に利益調整の1つ、すなわち経営者による私的選択としての意味で用いようとしているものの、費用を早期に、収益を遅くに計上するという基準設定等の社会的選択としての意味で用いられている場合もあり、両者が混在していると考えられる。例えば、仮説3の「保守主義にはガバナンスを補完する機能があるため」という場合の「保守主義」は、おそらく後者（社会的選択）の意味であろう。いずれも「保守的な会計処理をもたらす考え方」という点では共通しているが、問題とする場面は異なるため、後者の意味で用いる場合にはそのことを明示するなど、両者の違いを意識した使い分けが必要であろう。

- もう1つは、浅野報告では対象外とした実体的裁量行動を含めた分析である。例えば米国では、サーベンス＝オクスリー法（Sarbanes-Oxley Act of 2002）制定以降、会計的裁量行動が減少し、実体的裁量行動が増加しているという分析もみられるほか、最近の研究では、会計的裁量行動と実体的裁量行動の相互関係に着目し、各行動が負担するコストに応じて、企業はそれらを代替的に利用しているとの報告もみられる。このように、キャッシュ・フローの変動を伴う実体的裁量行動を考慮した場合でも、今回と同様の仮説を提示可能かどうかは、興味深い課題であろう。

（ロ）柳川コメント

〈ガバナンスと会計戦略ないし企業価値との関係を論じる際の留意点〉

- 会計戦略は、一般には不正会計と類似にみなされることが多いが、現実には非常に重要な論点である。浅野報告は、この会計戦略とガバナンスとの関係に着目した点で非常に興味深く、この分野は、今後より一層研究が進められるべきと考えている。
- 「利益の質」という概念は、経済学ではあまり登場しないが、会計上の利益の情報としての質の向上を意味するとすれば、利益の質の向上がどのようなかたちで実際に生じるかが、ガバナンスと会計戦略ないし企業価値との関係を論じるうえでは極めて重要と考えられる。この点、特にガバナンスとの関係に着目するのであれば、利益の質を高めることにより削減されるエージェンシー・コストとは、誰と誰との間のどのようなコストを指すか、あるいはどのようなエージェンシー・コストに焦点を当てて論じるかが重要となる。ガバナンスは、結局のところ、そうしたエージェンシー・コストにさまざまなかたちで影響を与えるものであるから、企業の内外に多様なステークホルダーが存在し、複雑なエージェンシー・コストが発生している場合には、それに対するガバナンスもかなり複雑な構造となるはずである。
- 浅野報告では、ガバナンス構造を個々の項目に分け、それぞれが会計戦略ないし企業価値に与える影響について考察しているが、ガバナンス構造による影響は、企業全体としてのガバナンスがどのように効いているかによると考えられるため、本来はすべての項目を考慮した全体構造との関係で、会計戦略ないし企業価値への影響を考えるべきである。ガバナンスと会計利益ないし企業価値との関係については、これまでも数多くの実証研究がなされてきたが、必ずしも説明力の高い結果が得られるとは限らず、実証的にはかなり

複雑な問題であることが知られている。それに加えて、会計戦略的な対応を絡めるとなれば、なお難しい研究となることは間違いないが、より有益であろう。

- 経済理論的に考えると、経営者による会計戦略が資本コストに与える影響については、会計戦略の可能性を投資家がどこまで読み込んでいるかによって、結果は大きく異なると考えられる。そうだとすれば、この問題は、本来、こうした投資家と企業あるいは経営者とのゲーム理論的な相互関係に踏み込んで分析できるとより望ましいであろう。この場合、ゲーム理論の解に制度的な構造（ガバナンス構造や公的なルール等）が影響を与えるという、かなり複雑な問題となるが、会計戦略の実際の影響を論じるうえでは、投資家による情報の読取り方をも考慮に入れた理論的仮説の構築や実証結果の解釈が有益であろう。

〈経営者の裁量を残す理由について〉

- 経営者にどの程度の裁量を与えるべきかという問題は、今後、実証分析も含めて詳細な検討をしていくべき重要な論点と考えている。経済理論的には、会計処理において経営者の裁量余地を残す理由として、次の2つが考えられる。1つは、各企業の置かれている環境や外的要因等が異なるとすれば、それらに一律の規定を適用すると他の部分に歪みが生じる可能性があるためである。特に適用対象の個別性が高い場合には、それぞれに応じた適用が可能となるように、経営者にある程度の裁量を与えておく必要がある。もう1つは、あえて戦略的な対応の余地を残すことで、そうした経営者の行為から追加的な情報を読み取るためと考えられる。これは、いわゆるシグナリング理論の問題であり、先述のように、均衡解を得るのはかなり難しいが、これら2つの要因の兼合いから制度上の裁量の範囲を考えることは有益であろう。
- これに関連して、経営者が戦略的に利益調整を行うことのメリットについて考えてみると、投資家等による会計情報の評価において、ある種の非線形性が存在することが大きく関連するように思う。例えば、Aランクの格付けを取得すれば資金調達が可能であるが、Bランクの場合には不可能であるというように、ある閾値を超えると資金調達や投資等が容易になるが、その閾値を超えられないと難しいといった非線形性があると考えられる。そのため、例えば今期と来期の利益を同程度とし、いずれの期もBランクの格付けしか得られずに資金調達ができないよりは、ある期に利益を多めに付け替えることによって、その期はAランクの格付けを取得し、資金調達が可能となる

ほうがよい。こうした構造が、会計処理に一定の融通性を持たせたいと考える大きな理由ともいえよう。とすれば、投資家や格付機関等における評価の非線形性という問題は、前述のような経営者と投資家等とのゲーム理論的な相互関係に踏み込んだ分析を行う際にも、重要なポイントとなる。

ハ. リジョインダー

指定討論者からのコメントに対し、浅野は、以下のようなリジョインダーを行った。

- 実体的裁量行動についても同様の仮説を提示可能かという点については、少なくとも仮説1は可能と考えている。実体的裁量行動の典型例として、研究開発費や広告宣伝費の削減があり、国内外のサーベイによれば、経営者は企業価値を多少犠牲にしても、目標利益の達成といった機会主義的な目的のために、これらの実体的裁量行動を行うことが知られている。研究開発費や広告宣伝費は、短期的には利益を減らすものであるが、中長期的にみれば、将来キャッシュ・フローを増やし企業価値を高めるために必要不可欠な費用である。もし目標利益の未達成をおそれて、これらの費用を削減する実体的裁量行動が行われるのであれば、企業価値の算定式でいえば、分母の割引率よりも分子の将来キャッシュ・フローに影響する。その点で、会計的裁量行動とは異なるルートで企業価値に影響を及ぼすと考えられる。仮説に関していえば、ガバナンスが十分に機能している場合には機会主義的な経営者の行動をある程度防ぐことができるとすれば、実体的裁量行動についても同様の仮説を提示可能と推察されるが、今後の検討課題としたい。
- 経営者による会計戦略を投資家がどこまで読み込んでいるかによって結果が異なるという点については、そのとおりと考えている。本論文では、市場は短期的に経営者の会計戦略を十分読み取ることができず、誤導される可能性が高いことを前提に議論を展開した。つまり、市場は、経営者の会計戦略の目的が機会主義的なのか、エージェンシー・コストの削減なのかを、短期的には十分に把握できないことを前提として、そうであるからこそ、企業のガバナンス構造やそれに関する情報が役立つと考えた。もし、市場が半強度に効率的で、短期的にも会計戦略の目的を読み取ることが可能であれば、会計戦略の目的の判別という点ではガバナンス情報の必要性は薄れるであろう。このように、市場の効率性の程度をどう捉えるかによって結論が異なりうることは重要な論点であり、議論を深めていきたい。

- ガバナンス構造が会計戦略に与える影響をみるうえで、個々のガバナンス項目に分けるのではなく、ガバナンスの全体構造との関係で捉えることが重要という指摘についても、今後の課題と考えている。この点については、例えばガバナンス・インデックスやガバナンス・レーティングのようなガバナンス全体を捉えた指標もあることから、こうした指標と会計戦略あるいは企業価値との関係性について検討することも有益であろう。

(2) 報告2「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」

イ. 大坪報告

大坪は、中野・高須との共著論文²に基づき、投資家や株式市場の視点から、条件付保守主義と無条件保守主義という2つの会計上の保守主義が、企業の投資水準・リスクテイクおよび株主価値（株式リターン）に及ぼす影響について、日本企業を対象とした実証分析等を通じて、以下のような整理・検討を行った。

〈2つの保守主義と両者の関係性〉

- 近年、日本を含めた各国・地域の会計基準設定主体では、投資家の意思決定に有用な財務情報を提供するという観点から、経済事象に対して中立的な財務情報の開示を求めている。そのため、中立性と抵触するおそれがある保守主義について、会計基準の基礎となる概念フレームワークから排除する動きがみられている。他方、会計上の保守主義は、過去500年以上に亘り、会計実務に浸透しているほか、会計基準の枠内で企業が取り込む保守主義の程度は年々高まっているともいわれている。こうした背景には、何らかの経済合理性があると考えられており、特に債権者のベネフィットの観点から保守主義を支持する実証研究結果が数多く報告されている。こうしたなか、会計基準設定主体が排除の対象としてきた保守主義（無条件保守主義）と多くの先行研究が対象としてきた保守主義（条件付保守主義）は別物であり、両者の経済的影響は異なるのではないかと、との議論がみられ始めている。
- 条件付保守主義は、会計利益を計上するに当たって、バッド・ニュースは適時に反映させるのに対し、グッド・ニュースは検証可能性が確保されるまで

² 中野誠・大坪史尚・高須悠介、「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」、金融研究所ディスカッション・ペーパー No.2014-J-4、日本銀行金融研究所、2014年。

反映させない会計処理を指し、その具体例として、棚卸資産の低価法や有形固定資産・のれんの減損処理などが挙げられる。もう一方の無条件保守主義は、会計利益を計上するに当たって、経済的ニュースの発生に先んじて、費用を予防的に計上する会計処理であり、その具体例として、研究開発費など無形資産の即時全額費用処理や有形固定資産・のれんの加速償却などが挙げられる。2つの保守主義の間には、無条件保守主義を取り入れるほど条件付保守主義が無効化・抑制されるという逆の関係が存在しており、無条件保守主義を併用することによって、条件付保守主義による会計利益の下振れリスクが無効化・抑制される。こうした無条件保守主義の機能は、「会計上のスラック」とも呼ばれている。これまで、多くの先行研究では、「会計基準設定主体が保守主義の排除を進めている」との見方が示されてきたが、実際には、「無条件保守主義を排除することによって、条件付保守主義の影響が拡大してきている」との見方が現実と整合的であろう。

〈先行研究のレビュー〉

- 保守主義を対象とした実証研究は、決定要因を分析したものと経済的影響を分析したものに大別される。決定要因についての先行研究は、債権者の視点から分析を行うものが多く、概ねいずれの保守主義も株主・債権者間のエージェンシー問題やデフォルト・リスクを抑制するとの結果がみられている。また、数は少ないものの、投資家や株式市場の視点から決定要因を分析した先行研究では、条件付保守主義には経営者の利益操作を抑制するガバナンス機能や経営者・株主間の情報の非対称性を緩和する情報提供機能が備わっているとの結果が報告されている。
- 他方、経済的影響についての先行研究をみると、債権者の視点から負債調達コストへの影響を分析するものが多く、概ねいずれの保守主義も、信用格付けの改善や負債調達コストの低下など、債務契約の効率化をもたらすことを示唆する実証結果が得られている。また、投資家や株式市場の視点から分析を行った先行研究もみられており、条件付保守主義が株主資本コストを引き下げるとの結果が得られている。さらに、最近では、保守主義が企業の投資行動や株主価値（株式リターン）に及ぼす影響を対象とした研究もみられ始めており、保守主義のタイプや企業の投資状況・外部環境の違いによって、保守主義の経済的影響が異なる可能性が指摘されている。

〈仮説の設定〉

- 本論文では、2つの保守主義が企業の投資水準・リスクテイクおよび株主価値（株式リターン）に及ぼす影響を実証分析するに当たって、保守主義の特

性や関連する先行研究を踏まえた仮説を設定している。なお、分析においては、リスクテイクの代理変数に株式リスク(株式リターン・ボラティリティ)を用いているほか、コントロール変数に外国人持株比率と金融機関持株比率の2つのガバナンス変数を含めている。また、1999年度から2013年度までの金融業を除いた日本の上場企業のデータを用いている。

- まず、条件付保守主義については、バッド・ニュースのみを適時に反映させる会計処理であるため、経営者は費用・損失を次世代の経営陣に繰り延べることが困難となる。このことは、経営者の投資意思決定に対するモニタリング・プロセスの強化を意味するため、経営者は不採算案件のみならず、正味現在価値(NPV)が正であっても収益性の低い案件や事業リスクの高い案件については新規投資を抑制するほか、事後的にそれが判明した時点で撤退するようになると予想される。そこで、本論文では、「条件付保守主義の程度が高い企業ほど投資水準・リスクテイクを抑制する」との仮説を設定している。さらに、条件付保守主義が企業の投資行動を変化させるならば、企業の投資効率、ひいては株主価値に影響が及ぶことも考えられる。この点、不採算案件や収益性の低い投資を抑制することで投資効率や株主価値が高まると考えられる一方で、リスクテイクを過度に抑制する場合にはネガティブな影響が及ぶことも考えられるため、投資効率や株主価値への影響については両建ての仮説を設定している。
- 無条件保守主義については、会計上のスラックによって経営者のリスクテイクに対する心理的ハードルを引き下げると考えられる。そのため、経営者は、無条件保守主義の程度が高まるほど、収益性の低い案件や事業リスクの高い案件であっても、NPVが正であれば投資を実行・継続すると予想される。そこで、本論文では、「無条件保守主義の程度が高い企業ほど投資水準・リスクテイクを積極化する」との仮説を設定している。また、投資効率や株主価値への影響については、条件付保守主義と同様、両建ての仮説を設定している。すなわち、企業の過小投資が改善される場合には投資効率・株主価値が高まると考えられる一方で、過剰投資がもたらされる場合にはネガティブな影響が及ぶことも考えられる。

〈分析結果と今後の検討課題〉

- 実証分析の結果、条件付保守主義については、その程度が高い企業ほど投資水準・リスクテイクを抑制するほか、投資効率や株主価値が高いとの結果が得られた。他方、無条件保守主義については、その程度が高い企業ほど投資水準・リスクテイクを積極化するほか、投資効率や株主価値が高いとの結果

が得られた。ただし、2つの保守主義が企業の投資効率や株主価値に及ぼす影響については、必ずしも頑健な結果は得られていない。こうした分析結果を踏まえれば、保守主義のタイプを変更することで企業行動や投資家・株式市場に思わぬ影響が及ぶ可能性がある。そのため、会計基準設定主体においては、財務情報の質的特性を検討するうえで、中立性と2つの保守主義の望ましいバランスを検討する必要があるだろう。

- 本論文に残された主な課題として、以下の3点がある。第1に、保守主義とガバナンス・システムの相互関係をどのように考えるのかという問題である。保守主義には、経営者に対するモニタリング・プロセスを強化する機能やリスクテイクを促進する機能があると考えられるが、他のガバナンス・システムにも同様の役割が期待されているため、両者の相互関係について検討が必要であろう。第2に、企業の投資状況や経済環境に応じて保守主義の経済的影響が異なる可能性があるという問題である。第3に、財務情報の中立性や費用・収益対応の原則が害されることによるネガティブな影響に関する分析であり、保守主義を強調すべきかどうかを検討するに当たっては、こうした影響についても考慮する必要があるだろう。

ロ. コメント

大坪報告に対して、指定討論者である田中、柴田がコメントを行った。

(イ) 田中コメント

〈本研究の意義〉

- 直感的には、保守主義には、利益は早めかつ多めに、損失は遅めかつ少なめに計上したいという経営者のインセンティブから生じるバイアスに対し、それと逆方向のバイアスをかけることによって会計利益を矯正する機能がありうると考えられる。条件付保守主義と無条件保守主義とで、経営者や株主のインセンティブに与える影響が異なるという議論は、やや腑に落ちない点もあるものの、新鮮であり、興味深い。また、保守主義にこうした機能があることは、いわば会計学における「社会通念 (conventional wisdom)」であるとしても、その効果を実証的に検証することは難しいと考えていた。そうしたなか、大坪報告では、社会通念ともいべき保守主義の機能を、現在の統計学的な知見を駆使して明らかにしようと試みているほか、内外の豊富な先行研究が紹介されている点も、興味深い。そのうえで、以下、同報告におけ

る実証研究について、いくつか疑問を提起したい。

〈保守主義の程度の決定にかかる問題〉

- 大坪報告では、日本という、基本的に単一の会計ルールに服する国の企業について、保守主義の程度と、企業行動やパフォーマンスとの間の相関を調べている。これは、日本の会計ルールという枠内においても、どの程度強い保守主義を採用するかについて企業は相当程度の裁量を有するということを前提にしていると解されるし、また、一度採用した保守主義の程度を事後に変更することについても相当程度の裁量を有していることを前提にしていると解される。この前提は、例えば減損処理のタイミングやその大きさについて企業にかなりの裁量がありうることを考えると、おそらく相当程度の現実妥当性を持っていると思われる。ただ、仮にそういう前提を置くとしても、それでは保守主義の程度の選択を企業内部の誰が行っているのか、という疑問が生じてくる。大坪報告が実証研究で検証しようとしている仮定を、あえて柳川コメントにあったようなゲーム理論的にモデル化すると、保守主義の程度の選択は、経営者のモラル・ハザードを抑制するように、投資意思決定に先立って企業内部の誰かが選択し、次に経営者が当該選択を所与として投資意思決定を行うというものであろう。それでは、こうした保守主義の程度の選択は誰が行うのか。仮に経営者自身が行うとすれば、投資決定についてモラル・ハザードを起こす経営者は、保守主義の程度の選択においてなぜモラル・ハザードを起こさないのかという疑問が生じる。他方、経営者以外の取締役会等が行うとすれば、わが国に経営者から独立した取締役会を持つ企業はどの程度あるのかという疑問が生じる。また、独立した取締役会があるとしても、保守主義の程度の選択のような詳細な会計戦略に対して現実にごとまで関与しているのかという疑問もある。
- さらに、保守主義によって経営者の過剰投資のインセンティブに対処しようとするならば、投資意思決定に先立って決めた保守主義の程度に、経営者が将来的にも拘束されていなければならないであろう。会計ルールに一定の裁量の余地がある場合に、その裁量の枠内で経営者が特定の会計処理をすることをコミットさせる方法があるか、それを認めることが望ましいのかは、興味深い法律問題であるが、現実問題として、そうしたコミットメントは行われていないと思われる。このように、将来の保守主義の程度の選択について投資時点でコミットされていないとすれば、ある期（ t 期）の保守主義の程度と次期（ $t+1$ 期）の投資水準との間に有意な関係が生じる理由はないのではないか（仮に有意な関係が認められるとすれば、それは保守主義によるものではなくモデルに現れない別の変数が介在したことによるのではないか）

とも考えられ、大坪報告の実証結果については解釈が若干難しいように思われる。

〈保守主義の程度の測定に株価を用いることの問題点〉

- 大坪報告では、保守主義の程度を資産の経済的価値と簿価の乖離、あるいは経済的利益と会計上の利益の乖離と位置付けたうえで、経済的価値ないし経済的利益は、株価（そのリターン）で推計できるという想定のもとにモデルを設計している。これは、株式市場は、企業が採用する（企業ごとに程度の異なる）保守主義に誤導されることなく資産の経済的価値なり経済的利益を判定できるという前提に立っているようである。こうした前提は、いわゆる「社会通念」が想定している保守主義の機能と矛盾する、とまではいえないかもしれないが、かなりの緊張関係にあると考えられる。というのも、もし株式市場が経済的価値や経済的利益を判定できるのであれば、経営者が会計上の利益を都合よく操作したとしても、株主は経済的価値等を基準にして経営者に賞罰を与えることが可能であり、経営者のインセンティブと逆方向のバイアスを生じさせるために保守主義を採用する必要性自体が乏しいことにならないか。
- もちろん、現実の株式市場は、保守主義の程度に誤導される可能性を織り込みつつも、会計利益と無関係に企業価値を測ることはできないため、ある程度は会計利益に影響された価格決定をしていると考えられる。そうだとすれば、会計利益と株式リターンとの関係は、双方向に影響を与える複雑な相関関係になっており、これを分析するためには、柳川が示したような複雑なモデルが必要になるのかもしれない。

〈保守主義の経済的影響に対する代替的解釈〉

- 大坪報告でも認識されているとおり、保守主義が有しうるコスト面にも目を向ける必要がある。例えば、現行の保守主義は、総じて無形資産は有形資産に比べて早めの費用化を要求する傾向があるなど、投資の対象によって早めの費用化を要求する程度が異なる。こうした保守主義は、企業の行動がある程度まで会計上の数値に影響されることを前提にすると、企業の投資対象の選択にバイアスをもたらす可能性がある。
- この点に注目すると、大坪報告における保守主義と株式リターンとの関係に関する実証結果についても、別の解釈の可能性があるだろう。同報告では、保守主義の程度と株式リターンとの間に有意な関係があることを示唆する結果になっている。しかし、経営者の投資意思決定が NPV を基準に効率的に行

われ、かつ株式市場が情報に効率的に反応しているとすれば、本来、個別企業の株式リターンは当該企業のリスク（分散投資を前提にすれば、そのうちシステマティックなリスク）の大きさにのみ依存し、保守主義の程度を含むその他の指標の影響は受けないはずである。もっとも、経営者の投資意思決定や株式市場の反応に何らかの非効率ないし歪みがある とすれば、株式リターンはリスク以外の指標にも影響を受ける可能性がある。すなわち、一国の株式市場において、リスク以外の要因によってある企業が他の企業と比べて超過リターンを獲得しているという事実は、保守主義が経営者や投資家の意思決定に何らかの歪みをもたらし、ひいては一国の経済活動に何らかの非効率をもたらしていることを示唆するものかもしれない。

（ロ）柴田コメント

〈IFRS 導入による企業の投資行動への影響〉

- 大坪報告にあったように、近年、IFRS 等では、無条件保守主義を排除し、条件付保守主義を拡大する傾向にあること、無条件保守主義は投資を促進する効果があり、条件付保守主義は投資を抑制する効果があると考えられることを前提とすれば、日本企業は、IFRS の適用により、これまでのようなかたちで保守主義を取り入れることが難しくなるため、投資を積極化しづらくなると予想される。他方、株式投資家は、企業に対して、成長戦略のための積極投資を維持することを期待すると予想されるとすれば、日本企業は、IFRS のもとで、こうした投資家の期待にどのように応えていくかは、興味深い問題である。ちなみに、例えばわれわれ格付機関が企業の格付けを行う際には、業績予想の下振れの大きさをみるうえで財務方針や財務の規律の程度など、企業の経営文化、会計文化ともいえるような定性要因にも注目している。このことは、債券市場の投資家はもちろんのこと、株式市場の投資家でも同様の部分があろう。

〈今後の課題〉

- 大坪報告で設定されている「無条件保守主義の程度が高い企業ほどリスクテイクを積極化する」との仮説については、実務上も納得感が高い。もっとも、その先の投資効率をどのように高めるかどうかという点については、企業が事前に厳格な投資方針・規準を定め、それに沿ったリスク資産のマネジメントを行っているかどうかによっても異なるであろう。また、浅野報告にあった資金調達構造（負債と株式のバランス）も、投資効率に影響を及ぼすと考

えられる。今後は、こうした定性要因やガバナンス要因も考慮した分析を行うことで、2つの導入論文の相乗効果がより高まることが期待できよう。

- また、製造業や電力会社のようなローリスク・ローリターン型の企業と、総合商社の投資ビジネスのようなハイリスク・ハイリターン型の企業では、リスク・リターン特性が異なるが、そうした特性の違いによって保守主義の企業価値への影響が異なるかどうか、分析の余地があろう。条件付保守主義はローリスク・ローリターン型、無条件保守主義はハイリスク・ハイリターン型の投資を促すとしても、それぞれの保守主義の効果は、企業のリスク・リターン特性によって変化する可能性があるからである。こうしたリスク・リターン特性を考慮した分析を行うに当たり、デットの投資家の立場からは、株式リターンのみならず、シャープ・レシオのようなリスク調整後リターンによって測定された保守主義の経済的影響にも関心がある。
- 大坪報告では、日本企業の設備投資と研究開発費の2つに焦点を当て、それらに対する保守主義の影響が企業価値の向上に結び付くのかどうかを分析している。もっとも、最近では、企業がその価値を向上させる手段として、設備投資や研究開発費だけでなく、内外のM&Aをも活用している現状を踏まえると、今後の研究課題として、M&Aを含めた分析を行うことも実体をよりの確につかむうえで有益であろう。

ハ. リジョインダー

指定討論者からのコメントに対し、**大坪**は、以下のようなリジョインダーを行った。

- 保守主義とガバナンスの関係性について、経営者自身が保守主義の程度を決定する場合には、モラル・ハザード問題が生じ、保守主義が機会主義的に用いられる可能性がある。このように、保守主義の程度の決定にはガバナンス構造や経営環境が大きく関係するがゆえに、ガバナンス構造やその有効性が重要になると考えている。また、事後的に投資効率や株主価値が改善するかどうかについても、ガバナンス等の定性要因に左右されると考えられる。本論文では、ガバナンス構造および経営環境と保守主義との関係性について十分な分析ができていないため、これらの点については今後の検討課題とした。
- 保守主義と投資水準の間に因果関係があるというためには、経営者が将来の保守主義の程度にコミットしている必要があるという点については、そのと

おりであり、経営者がコミットしていない場合には、保守主義と投資水準の間には何ら因果関係がないということも考えられる。もっとも、ガバナンス構造や経営環境によって保守主義の程度が決まるとすれば、本論文の分析対象期間である翌期程度であれば、その間にガバナンス構造や経営環境が劇的に変化するとは考えにくいため、本論文の分析結果は保守主義と翌期の投資水準の因果関係を十分に説明できていると評価している。もちろん、保守主義と投資水準の長期に亘る因果関係を分析する場合には、経営者が将来の保守主義の程度にコミットしているかどうか極めて重要な論点となろう。

- 資産の経済的価値を株価で測ることができるとした場合にも保守主義のガバナンス機能を想定できるかという指摘も、そのとおりである。もっとも、市場が完全に効率的であるとすれば、そもそも会計利益自体が投資家の意思決定に有用でないことになるが、現実に株価が会計利益に反応している以上、保守主義の存在意義はあると考えている。ただし、株価をベンチマークとして保守主義の程度を測定することには一定の問題がある点は、認識している。これは、会計学における実証研究全体の課題でもあり、新たな測定方法の考案が待たれている。
- IFRS 導入による企業行動の変化をどうみるかについては、IFRS が財務情報の中立性を重視し、それとの抵触余地が大きい無条件保守主義を排除していくとすれば、結果として、無条件保守主義のリスクテイク促進機能が失われ、経営者のリスクテイクは慎重になる可能性がある。ただし、資産のタイプごとに無条件保守主義の効果が異なる場合には、IFRS 導入による影響も異なると考えられる。すなわち、建物や機械・設備のように経済的減価が必然であり、将来の費用総額が確定しているような資産については、費用配分を安定させることで経営者のリスクテイクが促進されるとも考えられる。他方、M&A から生じるのれんについては、そもそも経済的減価が想定されていないため、無条件保守主義によって費用計上が求められると、経営者は投資を抑制する可能性がある。なお、こうした効果の違いが経営者の投資対象の選択にも影響を及ぼすとすれば、田中が指摘したように、保守主義によって企業や投資家の意思決定が歪められている可能性もあろう。

3. 全体コメント

各セッションにおける報告およびコメントを受けて、指定討論者である神山、小賀坂、木下が、それら全体に対するコメントを行った。

(1) 神山コメント

〈会計制度に対する株式市場の見方〉

- 株式市場からみると、近年の会計制度における変化には不安を感じる。株式市場の観点からは、会計情報の比較可能性が重要であるが、昨今の会計情報における経営者の裁量余地の拡大に伴い、比較可能性が低下してきている。その典型例としては、セグメント情報が挙げられよう。例えば、中国経済に不安感が出てくると、アナリストとしては企業ごとの中国向けエクスポージャーを把握したいと考えるが、「中国向け」というセグメントを明確に設けている企業はわずかであり、各企業独自の多様なセグメントが混在している。この場合、数日かけてセグメントを整理してみても、結果として何も分からないといったケースも多い。事業別のセグメント情報についても同様であり、例えば、米国企業の設備投資に関わっている企業を探そうとしても、セグメントの表記が統一されていないなど、比較可能性の観点からは問題がある。
- さらに、年金会計などにみられる会計のファイナンス化という問題がある。例えば CAPM を用いて算定した割引率が会計数値に入り込むなど、選択的に会計のファイナンス化が進められている。すべての資産・負債の算定方法をファイナンス化してしまうと株価そのものを算定することになるため、こうした会計のファイナンス化は一部にとどまると考えられるが、部分的なファイナンス化であっても、その部分の裁量余地が大きい場合には、比較可能性の観点からみて、市場は不安を感じるであろう。

〈株式市場からみたコーポレート・ガバナンス〉

- 株式市場の観点からは、ガバナンスといえば株主ガバナンスを真っ先に想定するが、日本企業がまずイメージするのは、内部統制や、事業本部制をとるか本社・支社制をとるかのような組織論としてのガバナンスであることが多い。このように、企業の株主ガバナンスに対する認識は相対的に低いうえ、株主ガバナンスという場合でも、経営者と株主間のエージェンシー問題だけでなく、株主間ないし債権者・株主間の利益相反などのさまざまな問題があることから、これらをすべて含めて、コーポレート・ガバナンスと企業の会計戦略ないし投資水準、リスクテイク、企業価値との関係を考える必要がある。
- この点、例えば利益平準化については、少数株主と支配株主の間の利益相反として理解することも重要であろう。ファイナンスや株式投資の観点からみ

ると、そもそも会計利益自体が減価償却などを用いてキャッシュ・フローを平準化した情報であるが、経営者の解任権を持たない少数株主にとっては、経営者によって平準化ないし加工された利益そのものが重要なシグナル情報となる。これに対して、経営者の解任権を有する支配株主にとっては、会計利益が経営者を交代させるかどうかの判断材料となるため、会計利益をキャッシュ・フローに戻すことに非常に強い意欲がある。このように、情報の受け手によって利益平準化は全く異なる意味を持つと考えられる。

〈保守主義について〉

- 保守主義には2つのタイプがあり、企業のリアクションがそれぞれで異なるというのは直感的に受け入れやすい。例えば、条件付保守主義の典型である減損損失については、投資の失敗を適時に開示する会計処理であり、情報の非対称性を緩和することから、株式市場はポジティブに受け止めている。
- 他方、無条件保守主義については、株式市場はあまりよいイメージを持っていないように思う。例えば、建設業などでみられる工事完成基準のもとでは、工事が完成するまで売上を計上できないため、四半期決算などの完成前の決算からは必要な情報が得られない。例えば、固定費のみを計上し売上を計上できない期があるとすれば、会計利益の振れが大きくなり、平準化と逆の結果がもたらされるであろう。また、のれん償却についても、株式投資の観点からは、初年度から投資に失敗したというニュアンスがあるように思える。しかし、実際にはそうではないため、企業価値を評価するに当たっては、のれん償却のようなキャッシュ・フローを伴わない現象（ノンキャッシュ・イベント）から生じた費用や損失を会計利益に戻し入れる必要がある。一方で、のれん償却は、会計利益にリスクを自動的に反映させる手段とも考えられる。もっとも、投資家はのれん償却を会計利益に戻し入れたうえで別途リスク評価を行っているため、こうした修正計算は手間がかかるだけと考えられているようである。さらに、通信業や電力・ガスなどの大規模な設備投資を行う業界において、企業ごとに償却方法が異なる場合には、会計利益の比較可能性が大きく損なわれるため、EBITDAのようなノンキャッシュ・イベントを反映させない利益を用いて企業価値評価を行う必要がある。
- 大坪報告の実証研究について若干コメントすると、同報告では、日本企業のみを分析対象としているが、国際比較を行うことによって、田中が指摘したような、保守主義の経済的影響についての新たな解釈が可能となるかもしれない。また、浅野報告のように保守主義とガバナンスの間に補完関係があるとすれば、制度要因を明示的にコントロールする必要があるだろう。さらに、実

証結果を補強するための追加分析として、IFRS 導入前後で保守主義の影響を比較するようなイベント・チェックも有益であろう。

(2) 小賀坂コメント

〈会計基準による保守主義の採用と経営者による保守的な経理の切り分け〉

- 大坪報告にもあったように、現在の IASB および米国財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board : FASB) の概念フレームワークでは、有用な財務情報の質的特性において、中立性との関係で慎重性 (保守主義) が削除されている。ただし、周知のとおり、引当金など多くの会計基準において保守主義の考えが組み込まれているほか、最近の国際的な基準開発においても、例えば FASB が主に銀行の貸倒引当金を念頭に検討している金融資産の減損にかかる基準案では、すべての貸出金について契約時に満期までの期待損失の引当計上を求めるなど、保守主義の考えを入れないと説明が困難なものもある。さらに、「目的適合性」および「忠実な表現」を考慮して検討した結果、複数の会計処理方法が考えられる場合に、より利益が低く出る (純資産が小さくなる) 方法を採用することは、中立性の考えに反するものではないだろう。よって、概念フレームワークの質的特性に保守主義ないし慎重性が明示されていないことをもって、保守主義の考えを否定するものではないと考えられる。
- 浅野報告については、保守主義の効果を経営者の意図で切り分けられるのかという疑問がある。会計基準設定の世界では、保守主義には「良い保守主義」と「悪い保守主義」があり、利益操作は「悪い保守主義」であるが、他の質的特性を満たしたうえで利益を低めにとることは「良い保守主義」であるといわれることが多い。この点、浅野報告は、われわれがいうところの「良い保守主義」のなかでも、機会主義的なものと、エージェンシー・コストを削減するものがあり、そのいずれかは経営者の意図によるもの主張であるが、これら 2 つの保守主義を具体的に切り分けることができるかは疑問である。浅野報告でも、外部からの判別は難しいことを指摘しているが、そうした切り分けが企業内部でも可能かは疑問である。
- 田中などから、会計戦略と企業価値との関連性を検証するうえで株価を用いることの妥当性についてコメントがあったが、経営者による会計戦略 (裁量的行動) の効果として会計数値を用いることの妥当性についても、疑問がある。すなわち、企業の財務諸表における数値 (会計数値) に利益平準化や保守主義の兆候がみられるとしても、それらは保守主義が組み込まれた会計基

準を適用した結果と、経営者による保守的な経理等の結果が混じり合ったものであると考えられる。ガバナンス、会計戦略、企業価値の関連性を検証するためには、会計基準による結果と経営者の裁量的行動による結果とを識別して評価する必要があるだろう。

- なお、浅野報告では、経営者の裁量的な行動に影響を与えるものとして企業のガバナンス構造に着目しているが、経営者の裁量的な行動は、ガバナンス構造よりも、規制の強さや外部監査の厳格さに影響を受けると考えられる。また、会計基準で規定されている細則の程度の違いも、経営者の裁量の幅に大きく影響を与えると考えられる。これらのファクターは、基本的に国または地域単位で異なるため、前提をそろえるために、ガバナンス構造に関する分析もまた、国あるいは地域単位で行う必要があるだろう。

〈会計基準設定へのインプリケーション〉

- 柳川コメントのうち、企業の個別性を反映する必要があるといった議論は、会計基準設定主体においても行われており、例えば個別性を考慮すべきものについて画一的な会計基準を設定すると、逆に比較可能性が害されるといった議論はよくみられるところである。これに対して、もう1つの点、すなわち、あえて戦略的な裁量の余地を残すことで追加的な情報を読み取るという点については、会計基準設定主体においては、これまであまり議論されてこなかったように思う。投資家の意思決定に与える影響の観点で検討してみることは有益かもしれない。
- 大坪報告は、会計基準設定へのインプリケーションとして、保守主義のタイプを変更することによって、企業の投資行動や投資家（株式市場）に思わぬ影響が及ぶ可能性があるため、会計基準設定主体は、財務情報の質的特性を検討するうえで、中立性と2つの保守主義の望ましいバランスを検討する必要があるとしている。このように、企業の投資行動や株主価値に与える影響、あるいはマクロ経済や金融安定化に与える影響等を会計基準設定上、考慮すべきかどうかについては、昨今、国際的にも議論が活発化しており、大坪報告も、そうした思考プロセスに沿った問題提起と捉えられる。もっとも、資本市場における会計基準の設定においては、投資家の意思決定への有用性を一義的なものとしたうえで、会計基準により濃淡はあるものの、契約支援機能も考慮したうえで設定されるとの見方が支配的である。こうした観点からは、会計基準設定上、企業の投資水準や株主価値に与える影響を考慮することを主たる目的とすることは無理があり、会計基準が実体経済に与える影響等と同様に、別途考慮すべきものではないかと考えている。

(3) 木下コメント

〈2つの導入報告の関係について〉

- 2つの導入報告は、会計戦略、経営判断および企業価値の相互関係について株式市場による経営規律の効果という観点から論じている点で共通する一方、検討している各要素の内容や因果関係の方向は異なっている。
- すなわち、浅野報告は、経営判断から会計戦略への因果関係を想定するものといえる。ここでは、利益平準化あるいは保守主義のような会計戦略の内容ではなく、そうした会計戦略を選択した経営者の動機（経営判断）によって企業価値への影響が異なると主張する点がポイントであろう。これは、近年、その重要性が高まっているとされるコーポレート・ガバナンス情報の開示や、欧州では一般的となっている「経営者による説明と分析」(MD&A)等に対応する議論と考えられる。
- 他方、大坪報告は、浅野報告とは逆に、会計戦略から経営判断への因果関係を想定するものといえる。具体的には、条件付保守主義や無条件保守主義といった会計戦略が、投資水準やリスクテイクに関する経営判断に与える影響について実証分析をしている。これまでの保守主義に関する実証分析では、通常、債務契約の効率化を通じて負債調達コストに与える影響が論じられる場合が多いが、大坪報告は株主への影響に着目している点がポイントといえる。また、大坪報告の結論、すなわち、条件付保守主義は投資水準やリスクテイクを抑制するのに対して、無条件保守主義は促進的であるという点については、特に経営危機時にタイムリーな情報開示を求めると投資水準やリスクテイクが抑制されることとの類似性から、説得性が高い。もっとも、その理由についてみると、株式というリスク商品の市場を前提とするからなのか、インターバンク市場を含め、取引費用の制約がほとんどないような金融市場に対する情報発信全般に当てはまるものなのかという点について、さらなる議論の余地があろう。

〈銀行への応用〉

- こうした導入報告の共通点および対比点を前提に、議論をやや拡張すれば、2点ほど応用例を示すことができよう。1つは、銀行への応用である。例えば、導入論文の共通点である会計戦略、経営判断および企業価値の相互関係を株式市場による経営規律の効果から論じるという視点は、銀行における監督当局と経営判断の相互作用に関する分析に応用可能であろう。すなわち、銀行については、そのガバナンス構造として、預金者（債権者）の代理人としての監督当局による規律付けを考慮する必要があるため、一般の上場企業

に比べて債権者目線のガバナンスが強化される。こうしたもとで、民間企業としての機能を十分発揮するためには、株式市場による経営規律の援用が一層重要だと考えられる。

- また、対比点である経営判断と会計戦略の因果関係の方向については、次のような議論が可能であろう。まず、浅野報告のような経営判断から会計戦略への因果関係については、銀行の場合、自己資本比率規制の存在が大きく影響すると考えられる。すなわち、経営者の会計戦略は、会計情報をベースに算定される自己資本比率に影響を与えることから、経営者としては、自己資本比率未達による行政処分等の不利益を回避するために、貸出金の損失を小さく見積ったり、保有する金融資産の資産価値を過大評価したりすることで計算上の自己資本額を嵩上げするような会計戦略を選好するのは自然であろう。その一方で、経営が悪化し、資本注入や預金保護などの公的資金による支援等が発動される可能性が高まった場合には、ビッグ・バス戦略をとることにより、貸出金の損失を大きく見積ったり、保有金融商品の資産価値を過小評価するインセンティブ構造に切り替わる。実際、銀行が経営危機に陥り、公的な管理下に置かれると、突然大きな損失が明らかになったという事例は、日本でもしばしばみられている。このように、銀行では、状況により会計戦略が大きく切り替わることが特徴ではないかと考えられる。
- 他方、大坪報告のような会計戦略から経営判断への因果関係については、銀行の場合、預金者の代理人である監督当局が資産査定というかたちで銀行の会計戦略に介入することが、経営判断にどのような影響を与えるかが論点となろう。この点については、監督当局は経営危機対応に際し批判を受けないよう、検査官による資産査定を通じて銀行の会計戦略における無条件保守主義（予防的な引当て）の程度を強めるインセンティブを持つ。また、その経営判断への影響については、一般の上場企業での無条件保守主義の効果とは異なり、銀行の投資水準やリスクテイクの抑制を招くという効果を持つのではないかと考えられる。その理由の1つとして、自己資本比率規制が課されるもとでは、経営者は自己の地位を保全するために自己資本比率の維持を最優先させるということがある。経営者は、監督当局により無条件保守主義を強制され、貸出金の損失を大きく見積って自己資本比率が低下せざるを得なくなることをおそれて、そうしたリスクのある貸出自体を行わないようになる。このことは、ひいては貸し渋りにつながる可能性がある。

〈信頼性確保の枠組みにおける偏りへの応用〉

- もう1つの応用例としては、監査法人の監査や監督当局の資産査定といった

信頼性確保の枠組みが、保守主義の偏重をもたらすという点である。例えば、監査法人による監査は、上場企業の財務報告にかかる信頼性を確保するための枠組みであるが、監査対象企業が破綻した場合には、監査法人も責任を追究される可能性があるため、監査法人は、それを避けるために、平常時から、企業の内部管理体制を厳しくチェックしたり、監査を担当する公認会計士による監査を保守的なものとさせたりするインセンティブを持つ。結果として、監査法人による監査は、上場企業全体における保守主義への偏りをもたらすと考えられる。

- 同様に、監督当局の資産査定は、銀行の会計処理に対する信頼性確保のために設けられているものであるが、経営危機対応を念頭に置いた監督当局の機会主義的なインセンティブにより、銀行の会計戦略に無条件保守主義の偏りをもたらすことが考えられる。例えば、銀行の経営危機時において、前述のようなビッグ・バス戦略がとられると、救済のための公的資金の額が膨らみ、納税者から厳しく批判されるようになる。監督当局としては、そうした場合にも、銀行の健全性確保に向けた監督責任を果たしてきたと説明できるように、平常時からビッグ・バス戦略がとられても構わないような保守的資産評価を望む。こうした監督当局のインセンティブが、銀行における無条件保守主義への偏りをもたらすと考えられる。
- このような信頼性確保の枠組みにおける保守主義への偏りが企業価値に与える影響について考えると、一般の上場企業については、保守主義への偏りが経営者にどのような影響を与えるかに依存すると考えられる。例えば、浅野報告のように経営者の動機に着目するとすれば、経営者が法令遵守だけを目的として保守主義の程度を強める場合には、企業価値への影響はネガティブになるとの見方が可能かもしれない。
- 他方、銀行については、上述のように、自己資本比率規制との組合せによって投資水準やリスクテイクの抑制については企業価値の低下をもたらされる可能性がある。もっとも、銀行に対して、株式市場による経営規律が強く働く場合には、そうした弊害を相殺しうるとも考えられる。そうであるとすれば、銀行については、例えば、自己資本比率規制等による投資水準やリスクテイクの抑制効果を相殺しうる程度に厳しい株式市場による経営規律を課すような制度設計を設けるといった論点を検討するべきであろう。

4. 全体討論

以上の報告、指定討論者によるコメントおよびリジョインダーを受けて、全体討論では、主に、(1) 会計戦略と企業価値の関連性、(2) ガバナンスと会計戦略ないし企業価値との関連性、(3) 保守主義とのれんの会計処理について、議論が行われた。

(1) 会計戦略と企業価値の関連性

会計戦略が企業価値に影響を与えるという本ワークショップの問題意識について**神山**は、そもそも日本の経営者は会計を戦略的に用いるというよりも監査法人や会計士のアドバイスに従う場合が多く、また、監査法人等のアドバイスも戦略的とはいえない場合が多いと考えられるため、投資家(株主)としても、投資先企業の業績を評価するうえで、経営者による会計戦略の可能性はほとんど考慮していないのではないかとした。**柴田**も、同様の印象はデットの投資家(債権者)についても感じているとしたうえで、ただし、1つの目線として、負債比率の高い企業について、その格付けが投資適格(BBB-以上)から投機的水準(BB+以下)に引き下げられる可能性が高まるような場合や、格付けが投機的水準の場合には、より財務数値への注目が高まる。そのような場合、会計戦略により業績開示方法がある程度変更されることも想定されるため、そうした企業については通常あまり意識されない会計戦略が企業価値ないし株価に一定の影響を与える可能性はあろうとした。

浅野は、先行研究では、平常時においても、自己の報酬額を最大化するために会計戦略を行うなど経営者の機会主義的な行動が多く観察されているほか、格付けとの関係をもみても、格付機関は利益のボラティリティが大きい企業の格付けを低くする傾向があるため、経営者は高い格付けを得るために利益平準化を行うという実証結果が報告されており、これも経営者による機会主義的な会計戦略の一例であろうとした。**中野**も、例えば増資や株式公開(IPO)等による資金調達の前においては利益を増やすような経営者の裁量的会計行動が観察されるという実証結果は多いほか、こうしたイベントのないときでも、例えば利益の分布図をみるとゼロ近傍でプラスの方向に著しく歪み、利益がゼロよりややプラスの企業が著しく多いことが報告されており、何らかの利益調整を行っている企業は少なくないといえようとした。また**古市**は、会計を戦略的に用いるという意識があまり高くないのは、会計戦略というと会計不正ないし粉飾決算のイメージが強く、マイナスに評価される場合が多いことも影響しているであろうが、会計戦略が企業価値の向上につながる可能性もあるとすれば、と

くに今後 IFRS のような原則主義が主流となり、具体的な会計処理における各企業の判断がより重視されるなかでは、企業価値向上の手段として会計をより戦略的に活用できるのではないかというのが本ワークショップの問題意識でもあった。

これに関して柳川は、市場が強度に効率的であり、情報の非対称性がないとすれば、会計情報そのものが不要となりかねないため、現実には情報の非対称性があることを前提にしないと建設的な議論はできないとしたうえで、そうしたなかで経営者の会計戦略が企業価値に影響を及ぼしうるかどうかは、前述のとおり、投資家が経営者の会計戦略をどこまで積極的に理解していると考えられるかによって結論が異なるとした。そのうえで、神山や柴田のいうように投資家は経営者の会計戦略をほとんど認識していないとすれば、経営者としては、投資家が開示情報をそのまま理解することを利用して、つまり投資家が誤解するように、投資家が期待している情報を提供するような会計処理を行うといった戦略も考えられ、これが機会主義的行動に相当するのであろうとした。さらに、そうした機会主義的行動には2種類あるとし、1つは、導入報告にもあった経営者の利己的な効用を得るために会計情報をよくみせるというタイプであり、もう1つは、長期的な企業価値の向上を目的として会計情報をよくみせるというタイプであると整理した。すなわち、会計利益がよくみえると株価が上がり、資金調達が容易になることで投資も増え、企業価値が上がるというように、ある種の誤解を与えることにより実際の企業価値も上がることもありうる。とすれば、後者のような戦略も考えられるとした。その一方で、そうした誤解を投資家に与え続けるのは難しく、例えば裁量的な金融政策はやがて読み込まれて結局はセカンド・ベストもしくはサード・ベストになるのと同様に、会計戦略はやがて読み込まれて結局はセカンド・ベストもしくはサード・ベストになるとすれば、投資家が本来の意味で納得できるような会計戦略をとるほうがよいとの見方もありうる。とした。そのうえで、これは投資家に誤解を与えるという上記2つめのタイプとはやや異なり、もう少し積極的に情報（シグナル）を発信するというタイプ、より具体的には、会計処理に一定の裁量余地があることを利用し、経営者としては積極的にメッセージを伝え、投資家とのコミュニケーションを改善することで企業価値の理解を高めるといった戦略が考えられるとした。こうしたメッセージをどのようにして的確に伝えるかは今後の課題であり、経営者の裁量を広く認めすぎると投資家はメッセージを読み取り難くなる。と、そのため、ある程度の幅を決めつつ、その中でメッセージとして読み取りやすくするほうがよいとすれば、単純な会計情報だけでは不十分であり、例えば IR 等とセットで投資家がメッセージを読み取るという構造が望ましいとの議論につながるのかもしれないと付言した。

小賀坂は、公認会計士として長らく監査に携わっていた経験から、日本において経営者の裁量的会計行動があるか、例えば保守主義の程度が企業によって異なるかという問いに対しては、「イエス」とした。ただし、その動機については整理が必要であるとし、例えば日本企業では、従来、大規模なリストラ策（早期退職者の募集等）がほとんど実施されてこなかったことを考えると、そのビッグ・バスのな会計処理を米国企業の場合と同列に捉えてよいかは疑問であるほか、日本企業ではインセンティブ報酬契約自体が少ないことを考えると、経営者は自己の報酬を最大化するために機会主義的な会計戦略をとるという議論についても米国企業と同様といえるかは疑問であるとの見方を示した。そのうえで、日本企業が保守的な行動（会計処理）をとるのは企業風土の面が強いのではないかとした。つまり、柳川のいう「見かけ」をよくしても必ずどこかで反動がくることを企業は経験則として認識しており、そうした企業が説明責任を果たすためには利益は低めにみせるほうがよいとして保守的な行動をとることは、日本の経営風土からすれば珍しくないとした。もっとも、そうした経営者の保守的な会計行動が企業の投資水準に影響を与えるかどうか、さらに投資水準に関連して企業価値が高まるのかどうかについては、いずれともいい難いと付言した。

（２）ガバナンスと会計戦略ないし企業価値との関連性

中野から、会計戦略と企業価値の関係に対して第 3 の変数である企業のガバナンス構造が影響を与えるという点についてはどのように考えられるかとの問題提起がなされた。これを受けて**木下**は、企業の意思決定における株主と債権者の影響の度合いによっても答えは大きく異なり、例えば会計戦略による影響が主に債券市場を通じて生じる場合には、相当にリスク抑制的な会計戦略がとられる可能性が高まるであろうとした。そのうえで、会計戦略が企業価値に与える影響は、株価や債券価格のような市場価格への反映というかたちでのみ及ぶのか、あるいは、そうした市場価格の変化により、例えば買収なり主要株主からの意見表明のような個別の投資家との対話が生じる可能性があり、そのことが経営判断に影響を与えるという仕組みになっているかによっても異なりうるとした。このように、会計戦略と企業価値の関係については、その背景にある金融システムあるいは企業の資金調達構造との関係で考える必要があるとした。**神山**も、株主と債権者のバーゲニング・パワー・バランスはケースによって異なるため、例えば大坪報告の実証分析でも、コントロール変数として、事業債比率や借入比率といった負債調達方法の違いを加えるとまた違う結果が出るかもしれないとし、さらに一般投資家に対する情報提供とアナリストのよう

なプロ向けの情報提供では企業価値に与える影響が異なる可能性があるとするれば、そうした違いに関する変数として例えばアナリスト・カバレッジ数を加えてみることも有益であろうとした。

田中は、実態は別として、少なくとも法制度は、ガバナンスが企業の会計戦略に影響を与えうることを前提に構築されている面があろうとし、例えば、前述のとおり、保守主義の程度の強さを取締役会で決定することは考え難いとしても、監査法人の選択等においてはガバナンスが機能すると考えるのであろうとした。すなわち、経営者の会計戦略が会計不正と紙一重であるような場合には、適正な監査法人であれば是正を求めらるであろうというように、企業による監査法人の選択が経営者の会計戦略に影響を与えうるからこそ、会社法制上も、監査法人の選択やその報酬の決定を経営陣のみに委ねるべきではなく、監査委員会の決議事項とすとか、日本の場合には監査役を関与させるべきといった議論がなされるのであろうとした。そのうえで、そうした意味ではガバナンスが会計戦略に影響を与えると考える余地はあり、さらに会計戦略が企業価値に影響を与えれば、これまであまり議論されていない経路を通じてガバナンスが企業価値に影響を与えることになるのかもしれないとした。

その一方で**田中**は、ただし、会社法制上の議論においてガバナンスが会計戦略に影響を与えうるという場合には、前述のような負の影響を除去するという方向での議論であり、例えば柳川が指摘したような「見かけをよくして実体もよくする」という意味での会計戦略は、いわば会計不正と紙一重であるとして基本的にはネガティブな評価がなされるであろうし、仮にそうした会計戦略が短期的には可能であっても、長期的には成り立たないか、歪みをもたらすと考えられるとした。もっとも、このことは会計戦略の必要性を否定するものではなく、会計処理に一定の選択肢ないし裁量の余地があることは、個別性の高い企業の実態を会計情報に反映させるうえで不可避であり、いわば「必要悪」ともいえるべきものであろうとした。そのうえで、こうした認識に立った場合、例えばガバナンスが弱い国では経営者の裁量余地を拡大するような会計基準（例えば市場価格以外の公正価値評価）は採用すべきでないといった議論もありうるすれば、少なくとも制度設計においては、こうした問題についても念頭に置く必要があろうとした。

秋葉も、浅野報告では経営者の裁量余地として公正価値評価における見積りを例示しているが、取得原価のもとでも減価償却の耐用年数や引当金の設定等において見積りが入るというように、必ずしも伝統的な会計処理のほうが裁量の余地が小さいわけではないとしたうえで、このように会計処理における裁量には一定の幅があり、そのなかで会計基準設定主体は最適解を模索し続けている

るとというのが歴史的経緯であろうとした。そのうえで、会計基準設定主体は公正価値評価を経営者の裁量余地を狭める方向に働くものと考えてのに対して、浅野報告は、むしろ経営者の裁量余地を拡大する可能性もあることを指摘し、そうした裁量の実態は判別できないため、ガバナンス構造と関係させて捉えようと試みるものであると評価した。そして、浅野報告はガバナンス構造が経営者の会計戦略に与える影響について検討するものであるが、両者には逆の因果関係もあり、現実には相互作用と考えられることから、ガバナンスと会計戦略の関係を考える際には、一方向のみならず、逆方向ないし相互関係についても考慮することが重要であろうとした。

浅野は、機会主義的な会計戦略と情報提供的な会計戦略を明確に区別できるかは議論の余地があるとしても、仮に区別できるとすれば、企業価値の低下につながりうるような機会主義的な会計的裁量行動を抑制することがガバナンスの主目的であるという点に異論はないとした。さらに**古市**は、そうした負の影響の抑制に加えて、会計基準上は開示を強制されていないような情報を提供することによって、資本コストの低下ひいては企業価値の向上につながるという、積極的な情報提供を促すような方向にガバナンスを働かせる余地はないかという問題意識をもっているとした。

これについて**柴田**は、S&P が公表している経営陣とガバナンスに関する格付けの評価規準では、7つの評価項目（①取締役会の有効性、②創業者の所有権または支配的所有権、③経営分化、④規制・税制・法制面での違反行為、⑤情報の伝達、⑥内部統制、⑦財務報告と透明性）を設け、それぞれを「中立的」または「ネガティブ」の観点から評価しており、「ポジティブ」という評価はないことを紹介し、このことはガバナンスが機能する場合でも格付機関はアップサイドの評価を認めにくいことを意味するとした。さらに、上記評価規準によりガバナンスが「強い（strong）」と総合評価された場合でも、その理由だけで格付けが上がることはほとんどないことから、投資家（株主および債権者）にとってガバナンスの有効性はダウンサイドの評価を受けないためのネガティブ・チェックにはなりうるとしても、それによるアップサイドの評価は望みにくいと考えられるとした。

（3）保守主義とのれんの会計処理について

中野は、保守主義にかかる本ワークショップの問題意識に関して、M&A で発生するのれんの規則償却は企業の M&A 行動を抑制するという見方について意見を求めた。これを受けて**神山**は、ノンキャッシュ・イベントにもかかわらず資本の棄損を享受しなければならないことを問題視する見方はあろうが、実際

に M&A を実施するかどうかの判断において会計処理を理由にこれを見送ることは考えにくいとした。また柴田は、格付機関の見方として、総合商社のように頻繁に M&A を行う企業については、M&A が常に成功するとは限らないこともあり、そうした企業のリスク評価においては、のれんを資本から全額控除して将来のリスクを保守的に織り込む一方、製造業等の一般事業会社についてはそこまでしないというように、業界ないしビジネス・モデルによって異なる分析手法をとっていることを紹介した。これに関して秋葉は、例えば日本で IFRS に移行した、ないし移行を表明している企業をみると、すでに多くの M&A を行い、多額ののれんが計上されている企業、あるいは M&A を頻繁に行うであろうセクターの企業が多いという特徴がみられることを踏まえると、浅野報告が想定する因果関係とは逆であるものの、のれんが大きい、あるいは大きくなる企業は、のれんの非償却を好むという傾向はあるかもしれないとした。

小賀坂は、のれんについて議論する場合、会計情報に関する議論と投資への影響等の実態に関する議論とを分けて考えることが重要であるとした。そのうえで、例えば米国においてのれんの会計処理が非償却に変更されたのは、もともと企業価値評価においてのれんの償却費は考慮されていないとの見方が強く、そうであれば企業ごとに償却年数が異なるのは問題とのロジックが背景にあった。他方、のれんの償却を主張する見方は、のれんも買収コストの一部である以上、それを償却して費用認識しないと投資の成果を適切に評価できないと考えるものである。最近の FASB の議論では、のれんは発生時に資本から全額控除すべきとの見方まであり、さまざまなロジックがある。企業の投資行動は、業界やビジネス・モデル等によって異なり、議論はなかなか収束しないのであろうとした。

5. 座長総括コメント

座長の中野は、以上のような報告、コメントおよび討論を踏まえ、次のようにコメントし、本ワークショップを締め括った。

- 浅野報告の貢献は、膨大な先行研究のレビューから、経営者が機会主義的な目的で行う会計戦略と、エージェンシー・コスト削減を図る目的（契約の効率化や私的情報の提供目的）で行う会計戦略の 2 類型を明示したことであろう。特に、後者のポジティブな側面を提示したことは、実際にそうした機能があるかは議論の余地があるとしても、少なくとも学術的には重要な指摘である。さらに会計戦略と企業価値の関係性に、新たに第 3 の変数、すなわちコーポレート・ガバナンスを導入し、財務報告におけるガバナンス情報の重要性を浮き彫りにした。このように、未開拓の研究領域に踏み込み、仮説提

示を試みた意義は大きいであろう。

- 大坪報告は、会計戦略のうち保守主義に着目し、企業の投資行動、株主価値への影響を分析したものであるが、無条件保守主義と条件付保守主義の双方を分析の俎上に乗せている点が特徴的である。さらに、両者の経済的影響が異質である可能性を提示した点は、学術的にも実務的にも、興味深いと思われる。
- 浅野報告では、会計戦略には機会主義的な会計戦略と情報提供的な会計戦略の2類型が示されたが、本日の議論から、もう少し中間的な会計戦略を含む3類型の可能性もあるような印象を受けた。すなわち、例えば資金調達のを捉えるといった、何らかの目的のもとに一定の時間軸を考慮した戦略的会計行動をとるといふ、機会主義的ではないが、真実表現的あるいは全面的なシグナリング効果を意図したものともやや異なる会計戦略の類型も考えられ、この点は、今後、議論を深めていきたい。
- 討論を通じては、いくつかの論点について意見の相違もみられた。例えば、2つの導入論文は、会計基準が企業行動に与える影響について検討するものであるが、小賀坂が指摘したように、会計基準の目的は、やはり投資意思決定有用性あるいは契約支援機能がメインであり、企業行動やマクロ経済への影響等は会計基準とは別次元のものとの見方が強いようである。こうした違いは、会計基準に対して期待する範囲の相違に起因するものかもしれない。
- 最後に、今後の課題を3点指摘したい。第1に、浅野報告に関して柳川が指摘したように、ガバナンスが会計戦略や企業価値に与える影響については、ガバナンスの個々の項目だけでなく、全体構造との関係を捉える必要があるだろう。第2に、保守主義に関しては、田中が「社会通念」と表現したように、企業会計原則の一般原則のなかで規定されていることもあり、長らく実証分析の対象とされてこなかったため、その分析手法は未だ開発途中ともいえる。大坪報告は、既存研究の分析手法に則り、保守主義の程度を総合的に計測しているが、研究開発費の即時全額費用化と一部資産化との対比や、のれんの規則的償却と減損処理との対比など、個別具体的項目に着目した考察も同時に必要であろう。それによって、保守主義の程度の計測尺度に関する現行モデルの限界を克服する糸口が得られるかもしれない。第3に、共著者としての自己批判でもあるが、保守主義のコストについても検討が必要であろう。先程来議論されているように、保守主義が企業の経済活動の表現中立性を害する可能性や、株主から債権者への価値移転の可能性については、今後の検討課題であろう。

以 上