

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

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

なかの まこと おおつぼみたか たかすゆうすけ  
中野 誠・大坪史尚・高須悠介

Discussion Paper No. 2014-J-4

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。

## 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

なかの まこと おおつぼふみたか たかすゆうすけ  
中野 誠\*・大坪史尚\*\*・高須悠介\*\*\*

### 要 旨

本稿では、投資家（株式市場）の視点から、条件付保守主義、無条件保守主義の2つの会計上の保守主義（accounting conservatism）の経済的影響についてそれぞれ検証する。具体的には、2つの保守主義が日本企業の投資水準・リスクテイクおよび株主価値（株式リターン）に及ぼす影響を及ぼしているかを実証的に分析する。

主な分析結果は次のとおりである。条件付保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、投資が抑制されるほか、投資を実行する場合には、リスクの低いタイプの投資を行っているとする証拠が得られた（自己規律効果、事後モニタリング効果）。他方、無条件保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、より多くの投資を行っているほか、投資を実行する場合には、リスクの高いタイプの投資を行っているとする証拠が得られた。これらの現象は、無条件保守主義の程度が高いほど、条件付保守主義による業績の下振れリスクが限定的になることを通じて、経営者のリスクテイク余力が高まり、リスクの高いプロジェクトへの投資を行うようになることを示唆している（リスクテイク促進効果）。また、株主価値への影響に関する分析では、主分析から2つの保守主義がいずれも投資と株主価値との関係性（投資効率）を改善する可能性が示されたものの、分析結果は頑健ではない点が確認された。

上記の経済的効果が観察されたとはいうものの、保守主義は財務報告上の中立性（neutrality）には反している。こうした保守主義の弊害、中立性を侵害することのコストに関しては、今後、別途検討が必要である。

キーワード：条件付保守主義、無条件保守主義、中立性、投資水準、モニタリング機能、リスクテイク、株主価値（株式リターン）

JEL classification: M41

\* 一橋大学大学院商学研究科教授（E-mail: makoto.nakano@r.hit-u.ac.jp）

\*\* 日本銀行金融研究所（E-mail: fumitaka.ootsubo@boj.or.jp）

\*\*\* 一橋大学大学院商学研究科博士課程（E-mail: cd121006@g.hit-u.ac.jp）

本稿は、中野が日本銀行金融研究所客員研究員の期間に座長を務めた同研究所主宰のワークショップ「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」（2014年3月17日開催）における導入論文として、大坪・高須とともに作成したものである。本稿の作成に当たっては、首藤昭信准教授（神戸大学）および日本銀行金融研究所のスタッフ（とくに、鈴木淳人および古市峰子の各氏）から有益なコメントをいただいた。また、同ワークショップにおいては、参加者から多くの有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは、すべて筆者たち個人に属する。なお、公表に当たり、若干の加筆・修正を行った。

## 目次

1. はじめに.....	1
2. 2つの保守主義と両者の関係性.....	3
(1) 条件付保守主義.....	4
(2) 無条件保守主義.....	4
(3) 2つの保守主義の関係性.....	5
3. 関連研究と仮説.....	6
(1) 保守主義の決定要因に関する先行研究.....	6
(2) 保守主義の経済的影響に関する先行研究.....	8
(3) 仮説.....	10
4. リサーチ・デザイン.....	15
(1) 分析フレームワーク.....	15
(2) サンプルの抽出.....	23
5. 分析結果.....	27
(1) 保守主義が投資水準に及ぼす影響.....	27
(2) 保守主義が株式リスクに及ぼす影響.....	28
(3) 保守主義が株式リターンに及ぼす影響.....	30
6. 頑健性分析.....	31
(1) 被説明変数に関する計測期間の複数化.....	31
(2) 代替的な投資尺度を用いた分析.....	34
(3) 保守主義と投資行動の逆因果の考慮.....	36
(4) 小括.....	39
7. おわりに.....	39
参考文献.....	43

## 1. はじめに

本稿では、わが国において、会計上の保守主義（accounting conservatism）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）にいかなる影響を及ぼしているかを検証する。

わが国の企業会計原則は、一般原則の1つに「保守主義の原則」を挙げ、「企業の財政に不利な影響を及ぼす可能性がある場合には、これに備えて適当に健全な会計処理をしなければならない」と規定している。他方、同注解4では、「企業会計は、予測される将来の危険に備えて慎重な判断にもとづく会計処理を行わなければならないが、過度に保守的な会計処理を行うことにより、企業の財政状態及び経営成績の真実な報告をゆがめてはならない」と規定している。このように、わが国の企業会計原則では保守的な会計処理を推奨しつつも、財務情報の中立性（neutrality）の観点から過度に保守的な会計処理をいましめている。

こうしたなか、近年、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board：IASB）は、米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board：FASB）と共通化した概念フレームワーク<sup>1</sup>（IASB[2010]、FASB[2010]）のなかで、財務報告の主要な目的を「投資家等の意思決定に有用な財務情報を提供すること（意思決定支援機能）」と捉え、財務情報が備えるべき質的特性の1つに中立性を求めている（OB2, QC12, 14）。そのうえで、IASBおよびFASBは、中立性に抵触するとして、財務情報に下方バイアスをかける可能性がある保守主義や類似の概念である慎重性（prudence）を、財務情報が備えるべき質的特性から排除している（BC3.27）。

概念フレームワークから保守主義を排除する動きは、国際的な会計基準のコンバージェンスを通じて、わが国の会計基準設定主体である企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan：ASBJ）にも影響を与えている。具体的には、ASBJが2006年に公表した「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」<sup>2</sup>（企業会計基準委員会 [2006]）をみると、財務情報が備えるべき質的特性のなかに保守主義や慎重性が含まれていない。この理由について、八重倉 [2007] は、「保守的会計慣行は投資家が受け取る情報に無用の偏向（バイアス）を与えることになるので、質的要件の議論から積極的に排除されているのである」と

---

<sup>1</sup> 概念フレームワークとは、財務諸表の作成および表示の基礎となる概念を体系化したもので、会計基準設定主体が会計基準の開発および改訂を行う際の前提となるものをいう。IASBとFASBは、概念フレームワークを改訂するための共同プロジェクトの第1段階として、2010年9月に財務報告の目的と質的特性にかかる部分を完成している。その後、同プロジェクトは一時中断されていたが、2012年にIASBの単独プロジェクトとして再開されている。

<sup>2</sup> 同資料について、桜井 [2013] は、「会計基準の設定機関みずからが、財務報告の目的を明文化したものと位置付けている。」と位置付けている。

述べており、制定が待たれるわが国の概念フレームワークにおいても、中立性との関係から、保守主義が排除されようとしている。

もともと、周知のとおり、会計上の保守主義の存在は古くから世界中で確認されており、過去500年以上に亘って会計実務に一定の影響を与えてきたと指摘する論者もいるほどである (Basu [1997])。また、(会計基準の枠内で) 企業を取り入れる保守主義の程度は、年々高まっていると指摘する論者もいる (Givoly and Hayn [2000]、Lobo and Zhou [2006])。保守主義が古くから持続的に存在してきた背景には、何らかの経済合理性があると考えerことは不自然ではない。関連する先行研究を概観すると、保守主義の存在を説明する複数の仮説が提示されており、そのなかでも、契約仮説 (contracting explanation) が有力な仮説として議論されてきた<sup>3</sup> (Watts [2003a, b])。こうしたなか、欧米を中心に、主に債権者 (債務契約) のベネフィットの観点から保守主義の決定要因や経済的影響を分析した研究成果が多く蓄積され、概ね契約仮説が支持されている。他方、保守主義が排除されることによって、財務情報の主な利用者である投資家 (株式市場) にいかなる影響が及ぶのかについては、先行研究の蓄積が薄く、未解明である。

会計上の保守主義には、2節で詳述するように、条件付保守主義 (conditional conservatism) と無条件保守主義 (unconditional conservatism) の2つのタイプがあるといわれる。近年、多くの先行研究が分析対象としてきた保守主義 (条件付保守主義) と会計基準設定主体が排除の対象としている保守主義 (無条件保守主義) の経済的影響は異質ではないか、との議論がみられ始めている (金森 [2009]、Ishida and Ito [2014])。こうした議論の背景には、両者の会計上の費用・損失を計上するタイミングの違いがある。すなわち、条件付保守主義は、バッド・ニュース (経済的損失) が生じた場合に費用・損失を適時計上する会計処理であるのに対し、無条件保守主義は、バッド・ニュースの生起に先んじて将来の不確実な費用を予防的に計上する会計処理である。そのため、前者は業績の下振れリスクを高めるが、後者を併用する場合にはその影響が無効化・抑制される。それゆえ、2つの保守主義は、経営者の投資意思決定やその結果である株主価値に異質な影響を及ぼすと考えられる。しかしながら、無条件保守主義の経済的影響を実証した先行研究はほとんどみられていない。

そこで、本稿では、投資家 (株式市場) の視点から、2つの保守主義の経済的影響についてそれぞれ検証する。具体的には、2つの保守主義が日本企業の投資

---

<sup>3</sup> 契約仮説では、非対称的情報環境や非対称的ペイオフが存在する状況において、各種主体によって引き起こされるモラル・ハザード問題に対処するための手段として保守主義を説明しようとする。なお、契約仮説以外には、訴訟仮説 (litigation explanation)、税金仮説 (income tax explanation)、規制仮説 (regulatory explanation) などがある (Watts[2003a, b])。

水準・リスクテイクおよび株主価値（株式リターン）にいかなる影響を及ぼしているかを実証的に分析する。なお、本稿では、リスクテイクの代理変数に株式リスクを用いており、株式リターン・ボラティリティによって計測している。

本稿における主な分析結果は次のとおりである。条件付保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、投資が抑制されることが示唆された。また、投資を実行する場合でも、条件付保守主義の程度が高い企業はリスクの低いタイプの投資を行っているとする証拠を発見している。

他方、無条件保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、より多くの投資を行っているほか、投資を実行する際にリスクの高いタイプの投資を行っている可能性があることが確認された。こうした分析結果は、リスク回避的な経営者を前提とすれば、無条件保守主義が業績の下振れリスクを限定することを通じて経営者のリスクテイク余力を高めるため、リスクの高いプロジェクトへの投資を行うようになることを示唆している。

ただし、このような保守主義と企業の投資行動の関係性が株主価値（株式リターン）へどのような影響を及ぼしているかについては、本稿の分析からは一貫した証拠が得られていない。保守主義と株主価値の関係性については、今後より詳細な分析が求められる。

本稿の貢献としては、投資家（株式市場）の視点から、2つの保守主義の経済的影響をそれぞれ分析した点が挙げられよう。特に、リスクテイクについて分析した点は、既存研究にはない本稿の特徴である。こうした本稿の分析結果を踏まえると、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考慮する必要があるだろう。

本稿の構成は次のとおりである。2節で保守主義の2つのタイプおよび両者の関係性について説明したうえで、3節において関連する研究を概観しつつ、仮説を提示する。4節では本稿のリサーチ・デザインを説明し、続く5節では分析結果を提示する。6節では頑健性を確認し、7節では結論と今後の展望について述べる。

## 2. 2つの保守主義と両者の関係性

近年、会計上の保守主義は、欧米を中心に会計研究および会計基準設定における重要な論点の1つとして取り上げられている。こうした議論において、保守主義には2つのタイプがあるとされることが多い。1つは条件付保守主義であり、もう1つは無条件保守主義と呼ばれるものである(Beaver and Ryan [2005])。先行研究の多くは条件付保守主義に焦点を当てており、無条件保守主義に関連する研究は相対的に少ない。

## (1) 条件付保守主義

条件付保守主義とは、経済的ニュースが生起した場合の収益・利得と費用・損失の認識に関する異質な検証可能性 (different verifiability) として定義することができる (Watts [2003a])。すなわち、グッド・ニュース (経済的利益) を会計上の収益・利得として認識する際に求められる検証可能性は、バッド・ニュース (経済的損失) を会計上の費用・損失として認識する際に求められる検証可能性よりも厳格であることを意味する。その結果、条件付保守主義のもとでは、会計利益がグッド・ニュースよりもバッド・ニュースを適時に反映する可能性がある (Basu [1997])。そのため、条件付保守主義は、経済的ニュースの認識に関する非対称な適時性 (asymmetric timeliness) を有すると表現されることもある。この点、Basu [1997]は、こうした経済的ニュースの認識に関する非対称な適時性に着目し、会計利益を株式リターンに回帰した結果、負のリターンの係数が正のリターンの係数よりも大きいことを発見した。すなわち、バッド・ニュースとグッド・ニュースでは会計利益に反映される適時性が非対称になっており、バッド・ニュースがより適時に反映されていることが確認されたのである。こうした結果から、Basu [1997]は、バッド・ニュースが会計利益に適時に反映されるのに対し、グッド・ニュースは適時に反映されないことをもって (条件付) 保守主義と定義した。また、条件付保守主義は事後的な保守主義、あるいは経済的ニュースという条件が生起した場合の保守主義 (ex-post or news dependent conservatism) とも言い換えることができる (Beaver and Ryan[2005])。条件付保守主義の具体例としては、棚卸資産評価に際しての低価法適用や有形固定資産・のれんの減損処理などが挙げられる (Ryan[2006])。こうした会計処理によって、会計利益は経済的利益に比べて過小表示される傾向がある。

## (2) 無条件保守主義

無条件保守主義は、事前的または経済的ニュースに依存しない保守主義 (ex ante or news independent conservatism) と定義することができる (Beaver and Ryan[2005])。すなわち、資産価値が実際に減価した場合に会計上の費用・損失を計上する条件付保守主義とは異なり、経済的ニュースの生起に先んじて会計上の費用を計上する保守主義と整理することができる (Beaver and Ryan [2005])。無条件保守主義の具体例としては、無形資産 (R&D投資など) の即時費用処理や有形固定資産・のれんについての経済的減価以上での減価償却・償却 (加速償却) などが挙げられる。さらには、正味現在価値 (Net Present Value : NPV) が正となる投資プロジェクトへの取得原価主義会計の適用のように、グッド・ニュースを継続的に遅延認識する会計処理も含まれる。こうした会計処理によ

って、株主資本（純資産簿価）は市場価値に比べて過小表示されることとなる<sup>4</sup>。

### （3）2つの保守主義の関係性

無条件保守主義が適用される資産については、取得時に即時費用処理される資産と将来に亘って予防的に費用処理される資産の2つに分類できる。この点、Beaver and Ryan[2005]は、前者では条件付保守主義が無効化（preemption）されるのに対し、後者においては条件付保守主義の発動余地が抑制されるとしている<sup>5</sup>。このことは、Basu[2001]が示すように、条件付・無条件の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（inverse relation）」が存在していることを意味する<sup>6</sup>（後掲図表参照）。こうした関係から、条件付保守主義が発動される場合には、一時点での多額の費用・損失が計上される可能性があるが、無条件保守主義を併用する場合には、条件付保守主義の影響が無効化・抑制される（Beaver and Ryan[2005]、Ryan[2006]、Gassen, Fülbier, and Sellhorn [2006]）。こうした無条件保守主義の機能は「会計上のスラック（accounting slack）」とも呼ばれている（Beaver and Ryan[2005]）。

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「無条件保守主義の排除および条件付保守主義の拡大」が進められてきたとの解釈が現実と整合するであろう。この点、金森 [2009] は、1973～2002年にFASBが公表した基準書（Statement of Financial Accounting Standards : SFAS）を調査した結果、調査対象とした基準の4割弱で無条件保守主義が排除されてきたことを明らかにした。そのうえで、金森 [2009] は、Watts[2003a]の「過去30年で米国の会計実務が（条件付に）保

---

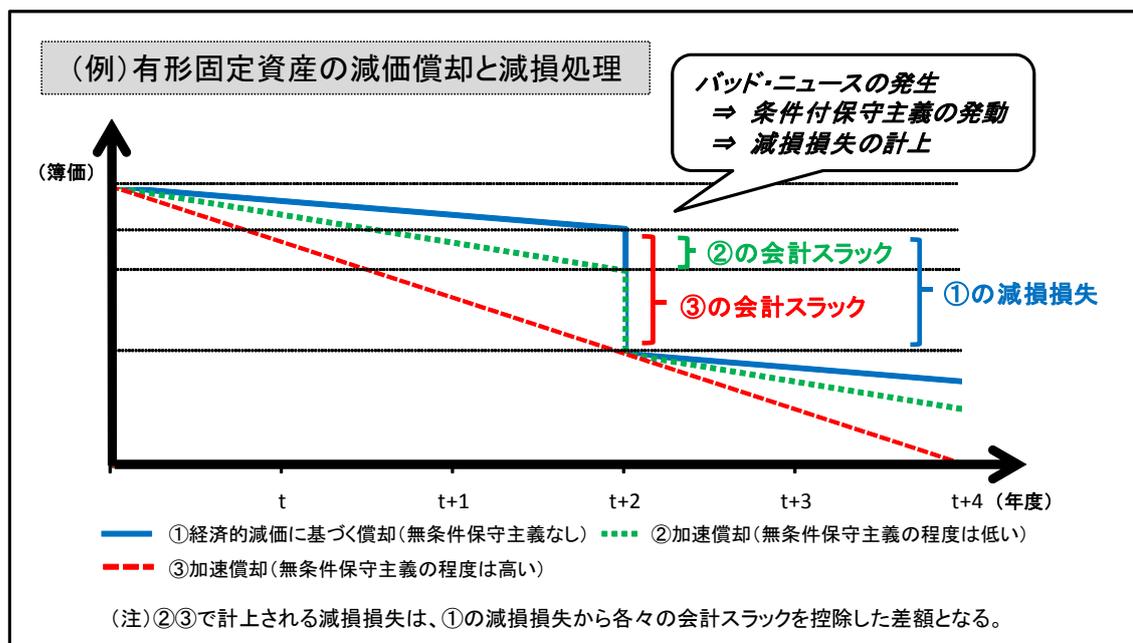
<sup>4</sup> 無条件保守主義のうち即時費用処理が行われる資産の場合には、その後の追加費用が発生しないため、条件付保守主義と比べて、将来の会計利益が高めに計上される傾向にある。もっとも、即時費用処理が行われる場合には、条件付保守主義が適用される場合と比べて、貸借対照表上の株主資本は保守的な数値となる。また、加速償却のような無条件保守主義が適用される資産についても、取得原価が将来に亘って予防的に費用処理されるため、条件付保守主義が適用される場合と比べて、貸借対照表上の株主資本は保守的な数値となる傾向がある。この点から、無条件保守主義は「貸借対照表上の保守主義（Balance Sheet Conservatism）」とも呼ばれる（Sunder, Sunder, and Zhang[2011]）。

<sup>5</sup> 例えば、企業買収時にターゲット企業の資産を再評価して減価した場合、買収後に当該事業部門に経済的損失が発生したとしても減損処理の必要性は低下する。

<sup>6</sup> 高田 [2008] は、日本企業を対象とした分析を行い、期首の純資産における保守主義（無条件保守主義）の程度が高い企業ほど、利益における保守主義（条件付保守主義）の程度が低いことを発見している。また、Gassen, Fülbier, and Sellhorn [2006]は、先進国の企業を対象に分析を行い、無条件保守主義が条件付保守主義の発動余地を抑制することを発見している。

守的になっている」との指摘やBasu[1997]以降の先行研究を踏まえれば、「無条件保守主義の排除と条件付保守主義の登場」という事象が確認できるとしている。

図表:2つの保守主義の関係性<sup>7</sup>



### 3. 関連研究と仮説

保守主義に関する研究には大別して、保守主義の決定要因の分析、保守主義の経済的影響に関する分析の2つの潮流がある。ここでは、関連する先行研究を概観した後、本稿の仮説を提示する。

#### (1) 保守主義の決定要因に関する先行研究

保守主義の決定要因に関する先行研究は、欧米を中心にこれまで数多くみられている。それらによれば、保守主義の主な決定要因は、企業の利害関係者の

<sup>7</sup> 図表は、条件付保守主義と無条件保守主義の「逆の関係」について示している。①は、有形固定資産の経済的減価に対して中立的な会計処理(減価償却)が行われた場合の資産の簿価(貸借対照表価額)を示している。②と③は、無条件に保守的な会計処理(加速償却)が行われた場合の資産の簿価を示している。なお、無条件保守主義の程度は③が高い。ここで、t+2期にパッド・ニュース(経済的損失)が生起したとすると、条件付保守主義(減損処理)が課されるもとは、適時に損失を計上する必要があるが、その計上額は無条件保守主義の程度に依存する。すなわち、ニュースの生起以前に予防的に費用を計上しているほど、会計スラックが大きくなり、条件付保守主義の発動余地が限定されるのである。

うち債権者（債務契約）および投資家（株式市場）の視点から捉えることができる<sup>8</sup>。

債務契約を対象にした先行研究を整理すると、その多くが保守主義と株主・債権者間のエージェンシー問題の関係を分析したものである。例えば、Ahmed *et al.*[2002]および薄井 [2004] は、配当政策を巡る株主・債権者間の利害対立（エージェンシー問題）が深刻な企業ほど、（無条件）保守主義の程度<sup>9</sup>が高いことを発見している<sup>10</sup>。また、Ball, Robin, and Sadka[2008]は、22 か国を対象に各国の条件付・無条件保守主義の程度をそれぞれ測定したところ、国民総生産（GNP）対比の債券市場規模が大きい国ほど、保守主義の程度も高いことを発見している。

さらに、近年の研究では、保守主義とデフォルト・リスクとの関係に直接着目した分析もみられている。例えば、Chen *et al.*[2010]は、資金調達のほとんどが間接金融である中国において、政府保証の有無によって（条件付）保守主義の程度が影響を受けることを発見している<sup>11</sup>。また、Nikolaev[2010]は、財務制限条項が付されている企業（デフォルト・リスクの高い企業）ほど、損失を適時に認識する（条件付保守主義の程度が高い）ことを発見したほか、Tan[2013]は、財務制限条項に抵触した企業（デフォルト・リスクが高まった企業）では、抵触直後に（条件付）保守主義の程度が高まり、こうした傾向は事業リスクが

---

<sup>8</sup> このほか、企業の利害関係者には、消費者、サプライヤー、従業員等も存在するが、これらのベネフィットの観点から、保守主義に着目した先行研究はほとんどみられていない。経営者による報告利益管理（earnings management）の視点からも、保守主義の一部を説明できる可能性はある。しかしながら、貸借対照表上の純資産、損益計算書上の利益の過小表示バイアスは、長期に亘り世界中で観察されてきている。持続的に存在する会計上の保守主義の全体を報告利益管理の視点のみから説明するのは難しい（Ohta[2013]）。また、利益圧縮型の報告利益管理と保守主義を峻別することも容易ではない。そのため、ここでは、債権者および株主の視点から保守主義の決定要因に関する先行研究を要約している。

<sup>9</sup> 保守主義の程度は会計基準の枠内で経営者が決定するものと考えられるが、本稿を含めたほとんどの実証研究では、企業・年ごとの保守主義の程度の違いが会計基準の変化によるものなのか、経営者の裁量によるものなのか、両者を意識・区別した分析を行っていない。ただし、直近ではその2つの識別を試みている先行研究もあり（例えば、Lawrence, Sloan, and Sun [2013]）、今後の研究ではその点を踏まえて考察することも重要となろう。

<sup>10</sup> 利害対立の代理変数として、Ahmed *et al.*[2002]は、ROAの標準偏差（事業リスクの代理変数）、配当水準、レバレッジの3つの指標を用いている。薄井 [2004] は、日本企業を対象とした分析を行い、配当水準とレバレッジの2つの指標を用いている。なお、薄井 [2004] は、条件付保守主義についても同様の分析を行ったが、利害対立の程度が条件付保守主義の決定要因になっているとの証拠は得られていない。

<sup>11</sup> Chen *et al.*[2010]は、債権に政府保証が付される国営企業と付されない非国営企業に分類し、非国営企業の方が（条件付）保守主義の程度が高いとの結果を得ている。さらに、経営危機時に政府に救済される国営銀行と救済を期待できない非国営銀行に分類した場合、非国営銀行からの借入企業の方が（条件付）保守主義の程度が高いことを明らかにしている。

高くかつ債権者の交渉力が強い企業でより顕著なることを発見している。

以上の先行研究は、株主・債権者間のエージェンシー問題が深刻な企業やデフォルト・リスクが高い企業ほど、保守主義の程度が高い傾向にあることを示している。このことは、いずれの保守主義にも株主・債権者間の利害対立やデフォルト・リスクを抑制する機能（契約支援機能<sup>12</sup>）が備わっていることを示唆するものと考えられる。

このように、保守主義の決定要因に関する先行研究の多くは、債権者（債務契約）のベネフィットに着目した研究であるが、LaFond and Watts[2008]は、保守主義が外部株主（outsider equity investors）にもベネフィットをもたらすことを示唆している。すなわち、LaFond and Watts[2008]は、経営者・株主間の情報の非対称性（information asymmetry）が大きい企業ほど、（条件付）保守主義の程度が高いことを発見し、保守主義には、経営者の利益操作等を抑制するガバナンス機能（governance role）や情報の非対称性を緩和する情報提供機能（information role）が備わっているとの新たな仮説を提示している。また、Shuto and Takada[2010]は、日本企業を対象に（条件付）保守主義の程度と経営者の持株比率の関係を分析し、経営者・株主間のエージェンシー問題が深刻と想定される状況<sup>13</sup>にある企業ほど、（条件付）保守主義の程度が高いことを発見している。こうした結果を受けて、Shuto and Takada[2010]は、保守主義が経営者・株主間のエージェンシー問題を改善し、企業のエージェンシー・コストを引き下げている可能性があるとして結論付けている<sup>14</sup>。

## （２）保守主義の経済的影響に関する先行研究

保守主義の経済的影響に関する先行研究は、①資金調達コスト、②投資水準、③株主価値に対する影響の３つの観点から分類できる。

まず、資金調達コストのうち負債調達コスト（債務契約）への影響に関する先行研究をみると、概ね保守主義は条件付・無条件のいずれも債務契約を効率化するとの実証結果が得られている。例えば、Ahmed *et al.*[2002]は、（無条件）

---

<sup>12</sup> 保守主義の契約支援機能については、高田 [2009] に詳しい。また、会計情報全般の契約支援機能については、須田 [2000] や草野 [2014]、徳賀・太田 [2014] などに詳しい。

<sup>13</sup> Shuto and Takada[2010]は、持株比率が上昇するほど経営者が株主のために行動するインセンティブが高まる（アラインメント効果）ことに加え、経営者としての地位が強固になる議決権 50%未滿付近では経営者への規律付けを弱める効果（エントレンチメント効果）も現れるため、（条件付）保守主義と経営者の持株比率の関係は２つの効果の大小関係によって決まるとの仮説を設定している。実際の分析では、アラインメント効果が優位な状況（持株比率が低いまたは高い場合）では負の相関、エントレンチメント効果が優位な状況（持株比率が 50%未滿付近の場合）では正の相関がみられており、仮説が支持されている。

<sup>14</sup> Shuto and Takada[2010]と類似の研究には、LaFond and Roychowdhury[2008]がある。

保守主義の程度が高まるほど、信用格付けが改善したり負債調達コストが低下するとの実証結果を報告している。また、Zhang[2008]は、(条件付)保守主義の程度が高い企業ほど、早期に財務制限条項に抵触しているほか、負債調達コストが低いとの証拠を得ている。さらに、Wittenberg-Moerman[2008]は、(条件付)保守主義の程度が高い企業ほど、セカンダリー・ローン市場でのビッド・アスク・スプレッドが小さく、債券の流動性は高い(流動性リスク・プレミアムは低い)ことを発見している。加えて、中村[2009]は、日本企業を対象とした分析を行い、(条件付)保守主義の程度が高まるほど、負債調達コストが低下することを報告している。他方、条件付保守主義が株主資本コストを引き下げるとの実証結果もいくつかみられている(例えば、Li[2010]、Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva[2011])。

次に、投資水準への影響に関する先行研究をみると、2つの保守主義の影響は異質であることを示唆する研究がみられる。例えば、Ishida and Ito [2014]は、日本企業を対象に分析を行い、設備投資水準と条件付保守主義の程度との間には負の相関がみられるのに対し、無条件保守主義の程度との間には正の相関がみられることを発見している。こうした異なる影響が観察される理由として、条件付保守主義については、リスク回避的な経営者を前提とすれば、経営者が損失の早期計上をおそれて投資に消極的になることを挙げている<sup>15</sup>。他方、無条件保守主義については、条件付保守主義の発動余地を無効化・抑制する会計上のスラックを生み出すため、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ことが挙げられている<sup>16</sup>。

もっとも、企業の投資状況や外部環境の違いによって、条件付保守主義の投資水準への影響が異なる点を示唆する先行研究もみられる。例えば、Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva [2010]は、(条件付)保守主義の程度が高まるほど、過剰投資企業では投資が抑制される一方、過小投資企業では投資が促進されることを発見している。また、Watts and Zuo[2012]も、多くの企業が過小投資に陥っていると予想される金融危機時<sup>17</sup>に限定した分析を行い、(条件付)保守主義によって設備投資が促進されることを示唆する結果を得ている。

このほか、前述の LaFond and Watts[2008]を契機として、投資家(株式市場)

---

<sup>15</sup> Roychowdhury[2010]は、条件付保守主義が課される場合、リスク回避的な経営者は損失の早期計上をおそれ、NPVが正の投資案件でも回避する可能性がある、と指摘している。

<sup>16</sup> Jackson[2008]や Jackson, Liu, and Cecchini[2009]では、加速償却(無条件保守主義)を適用する企業は、そうでない企業と比べて再投資(invest in a replacement asset)や大規模設備投資(larger capital investment)を行う傾向にあることを発見している。

<sup>17</sup> Campello, Graham, and Harvey[2010]は、米国・欧州・アジアのCFO1,050人を対象にアンケート調査を行い、回答者の過半数(米国に限定すると86%)から、金融危機時には借入制約のために魅力的な投資案件を断念したとの回答を得ている。

のベネフィットの観点から、条件付保守主義が株主価値に及ぼす影響を分析した研究もみられている。例えば、前述の Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva [2010]は、(条件付)保守主義は過剰・過小投資を改善するのみならず、企業の投資効率および将来業績(将来の株式リターン)を高めるとの仮説を設定し、仮説と整合する結果を得ている。また、Ahmed and Duellman [2011]は、(条件付)保守主義が経営者に対するガバナンスを強化すると仮説をもとに分析を行っている。その結果、(条件付)保守主義の程度が高まるほど、将来の営業キャッシュ・フローおよび売上総利益が増加するほか、減損等の特別損失(future special items charges)が減少することを発見している。さらに、Watts and Zuo[2012]や Francis, Hasan, and Wu [2013]は、金融危機時に限定した分析を行い、危機前の(条件付)保守主義の程度が高い企業ほど、危機時に株式リターンの減少が抑制されていたことを発見している。このように、欧米の先行研究においては、その数は少ないものの、概ね条件付保守主義が企業の業績や株主価値(株式リターン)を高めるとの実証結果が得られている。他方、無条件保守主義については、こうした研究がほとんどみられていない<sup>18</sup>。

### (3) 仮説

エージェンシー理論によると、経営者・株主間にモラル・ハザード問題が存在する場合、NPVが正の投資機会を有していても、経営者は当該プロジェクトを実行しない可能性があるほか、NPVが負の投資機会に資源を配分する可能性さえある。すなわち、経営者は自己の効用を最大化するために、フリー・キャッシュ・フローを浪費したり、短期的視野に基づく経営判断をする可能性がある(Jensen[1986])。さらに、経営者と株主間の情報の非対称性の存在がこの種の問題を悪化させる。会計情報ないし財務報告は、このようなモラル・ハザードおよび情報の非対称性の問題の緩和に大きな役割を果たしており、経営者に対するモニタリング手段としても機能していると考えられている。

それでは、保守主義は企業の投資水準およびリスクテイクにいかなる影響を与えるのだろうか。また、その結果として、保守主義は企業の株主価値にいかなる影響を及ぼすのであろうか。これまで、欧米を中心に保守主義の経済的影響に関する先行研究が蓄積されてきたものの、投資家(株式市場)のベネフィットに着目した先行研究は少ない。また、2つの保守主義の経済的影響が異なる可能性について、明示的に言及している先行研究はほとんどみられない。

そこで、本稿では、投資家(株式市場)の視点から、2つの保守主義の日本企

<sup>18</sup> 例外的に Francis, Hasan, and Wu[2013]は、危機前の無条件保守主義の程度が危機時の株式リターンに及ぼす影響についてもあわせて分析しており、条件付保守主義と同様の影響がみられることを発見している。

業への経済的影響について、それぞれ以下のような仮説を設定する。

## イ. 条件付保守主義

条件付保守主義は、バッド・ニュース（経済的損失）を適時に会計上の費用・損失として計上することを求める会計処理であるため、条件付保守主義によって、投資の成果が思わしくない場合に会計上の費用・損失の計上を次世代の経営陣まで遅延させることが困難となる。このことは、経営者は自己の在任期間中に会計上の費用・損失の計上を求められる可能性が高まることを意味する。そのため、経営者の投資意思決定に対するモニタリング・プロセスが強化され、経営者は事前に NPV が負の投資プロジェクトのみならず、NPV が正であっても収益性の低いプロジェクトについては採択しない可能性が高まると考えられる（例えば、Ball and Shivakumar [2005]、Francis and Martin [2010]）。こうした事前のモニタリング・プロセスの強化は、条件付保守主義の「自己規律効果（self-disciplining effect）」とも呼ばれる（Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva [2010]）。

さらに、条件付保守主義は、投資実行後のモニタリング・プロセスについても強化すると考えられる。例えば、Pinnuck and Lillis [2007]によると、企業が会計上の損失を計上した際の株価低下や負債調達コストの上昇は、取締役会や大株主、規制当局等が経営に介入するトリガーとなるため、損失計上企業の経営者は、即座に業績を改善しようと撤退オプションを行使したり、不採算のプロジェクトから撤退する傾向にある。そのため、条件付保守主義の程度が高いほど、経営者は事後的に NPV が負となったプロジェクトのみならず、収益性が低いことが判明したプロジェクトについても赤字を計上する前に早期撤退するようになると考えられる（事後モニタリング効果）。不採算の資産や収益性の低い資産の売却（divestment）が促進されるのである。

このように、条件付保守主義は、経営者に対する事前のモニタリング・プロセスを強化することによって、不採算案件や収益性の低い案件への投資を抑制するほか、事後のモニタリング・プロセスを強化することによって、NPV が正であっても収益性の低いプロジェクトからの撤退を促進する<sup>19</sup>。このような効果

---

<sup>19</sup> 条件付保守主義を発動するタイミングやその程度の決定には経営者の裁量余地があるため、ガバナンスが有効に機能していない企業では、経営者が保守主義を機会主義的に利用する可能性がある。さらに、保守主義が自己規律効果や事後モニタリング効果を発揮するためには、経営者が投資時点の保守主義の程度に将来的にも拘束されることが必要との指摘もある（日本銀行金融研究所 [2014b] における田中発言を参照）。こうした指摘は、後述の無条件保守主義に関する仮説においても当てはまると考えられる。

この点、本稿の仮説では、分析対象である日本の上場企業において、上場審査や法定監査、各企業の取締役会・株主によるモニタリングなどの有効なガバナンスによって、経営

は、設備投資ばかりでなく、R&D 投資にも当てはまると想定される。以上から、本稿では、条件付保守主義の程度が高いほど、純投資（net investment）の水準は低下すると予想する<sup>20</sup>。

#### 仮説 1-1

条件付保守主義の程度が高い企業ほど、純投資は低水準である。

また、条件付保守主義の程度が高いほど、事前にNPVが正のプロジェクトであっても、事後的にバッド・ニュース（経済的損失）が生じた場合には、適時に多額の会計上の費用・損失の計上を求められることから、業績の下振れリスクが高まることとなる。そのため、経営者は自己の在任期間中に多額の費用・損失を計上することをおそれ、事業リスクの高いプロジェクトへの投資を抑制するほか、事後的にプロジェクトの事業リスクが高まった場合には早期に撤退するようになると考えられる<sup>21</sup>。そこで、本稿では、条件付保守主義の程度が高い企業ほど、リスクの低い投資を行うと予想する。

#### 仮説 1-2

条件付保守主義の程度が高い企業の純投資は、投資実行後の株式リターン・ボラティリティを低減する。

---

者がいずれの保守主義も機会主義的に用いていないことを仮定している。また、各企業のいずれの保守主義の程度もガバナンスの影響を強く受けていると考えられるが（詳しくは浅野・古市 [2014] を参照）、日本の上場企業のガバナンスは比較的安定していると想定されるため、いずれの保守主義の程度にも一定の持続性が備わっていることを仮定している。実際に本稿で扱ったデータをみると、当期の条件付保守主義および無条件保守主義の尺度と前期の同尺度との間には、統計的に有意な正の相関関係が確認された。

<sup>20</sup> 中野・高須 [2013] が示すように、本稿の分析対象である日本の上場企業は、平均的にみて世界で最もキャッシュ・リッチな状態にあるほか、約半数が実質無借金状態にある。また、日本企業の外部環境に目を向けると、各種政策（政策金利の下げ止まり、政府の信用保証制度など）や金融機関の競争激化などから負債調達コストの引き下げ余地は小さいと考えられる。そのため、日本の上場企業の場合、資金調達が投資制約となる可能性は低く、3 節（2）で示したような条件付保守主義による投資制約の改善効果は欧米企業と比べて小さいと予想される。

<sup>21</sup> Kravet [2012] は、リスク回避的な経営者を前提とすれば、経営者は不測の損失計上による自己の報酬へのネガティブな影響や財務制限条項への抵触等をより意識するようになるため、NPV が正であってもリスクの高いプロジェクトへの投資を回避するようになる、との仮説を設定し、仮説と整合する分析結果を得ている。すなわち、米国で行われた企業買収を対象に分析を行い、（条件付）保守主義の程度とアブノーマル株式リターンのボラティリティで測定した企業買収リスク（acquisition riskiness）との間に負の相関があることを発見している。

先行研究によると、条件付保守主義は、企業の投資水準・リスクテイクへの影響を通じて、株主価値にも影響を及ぼす可能性がある。この点、条件付保守主義は、経営者に対する事前・事後のモニタリング・プロセスを強化することで企業の過剰投資<sup>22</sup>を抑制することから、投資効率および株主価値に対してポジティブな影響を与えるとも考えられる（Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva[2010]）。他方、条件付保守主義が過度にモニタリング・プロセスを厳格化する場合には、企業の投資およびリスクテイクが必要以上に抑制される結果、過少投資問題が顕現化し、投資効率や株主価値にネガティブな影響を及ぼすことも考えられる。このように、条件付保守主義の投資効率や株主価値への影響には、ポジティブなものと同様にネガティブなものも存在しうるため、全体として日本企業の株主価値にどのような影響を及ぼすのかについては、両者の相対的な大小関係によって決定される。このような条件付保守主義が企業の投資行動を通じて株主価値に及ぼす影響の二面性を考慮し、本稿では以下の両建ての仮説を検証する。

#### 仮説 1-3

条件付保守主義の程度は、企業の純投資が株主価値に与える影響を変化させる。

### ロ. 無条件保守主義

無条件保守主義は、資産価値が実際に減価するよりも早期に会計上の費用を認識する会計処理であるため、経営者が投資プロジェクトを検討する際のモニタリング・プロセスを強化し、経営者が事前に正の NPV を有するプロジェクトのみを採択する可能性が高まる。

もっとも、2 節 (3) でみたように、条件付保守主義と無条件保守主義が併存する場合には、無条件保守主義が条件付保守主義の影響を無効化・抑制する会計上のスラックをもたらす。すなわち、無条件保守主義の程度が高いほど、プロジェクトに含まれる将来の不確実な会計上の費用が予防的に計上されることから、条件付保守主義の発動による業績の下振れリスクは限定的となる。そのため、経営者のリスクテイクに対する心理的ハードルが低下し<sup>23</sup>、経営者は取

<sup>22</sup> ここでは、Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva[2010]に倣い、投資効率が最も高い状況を最適投資と想定している。

<sup>23</sup> M&A から生じるのれんのように、経営者が将来の経済的減価を想定していない資産に無条件保守主義が課される場合にも、経営者のリスクテイクに対する心理的ハードルが低下するかは疑問との指摘がある（日本銀行金融研究所 [2014b] における柴田発言および神山発言を参照）。この点、本稿の仮説では、事業用の建物や機械・設備のように将来の経済的

益性の低いプロジェクトや事業リスクの高いプロジェクトであっても、NPV が正であれば投資を実行・継続するようになると考えられる（リスクテイク促進効果）<sup>24</sup>。そこで、本稿では、無条件保守主義によって、企業の投資水準・リスクテイクは積極化すると予想する。

#### 仮説 2-1

無条件保守主義の程度が高い企業ほど、純投資は高水準である。

#### 仮説 2-2

無条件保守主義の程度が高い企業の純投資は、投資実行後の株式リターン・ボラティリティを高める。

また、無条件保守主義についても、企業の投資水準・リスクテイクへの影響を通じて、株主価値に影響を及ぼす可能性がある。この点、無条件保守主義は、事前のモニタリング・プロセスを強化することで企業の投資効率を改善するほか、リスクテイク促進効果によって過小投資を改善するため、株主価値にポジティブな影響を及ぼすとも考えられる。他方、無条件保守主義が経営者の過度なリスクテイクを促す場合には、企業に過剰投資問題を引き起こし、投資効率および株主価値にネガティブな影響を及ぼすことも考えられる。このように無条件保守主義についても、投資効率や株主価値への影響はポジティブなものと同様にネガティブなものも両方が存在する可能性があるため、全体として企業の株主価値にどのような影響を及ぼすかについてはアプリアリには決められず、実証的な論点となる。ここでも以下の両建ての仮説を検証する。

#### 仮説 2-3

無条件保守主義の程度は、企業の純投資が株主価値に与える影響を変化させる。

---

減価が見込まれる資産に対して無条件保守主義が課される場合を想定している。

<sup>24</sup> 経営者は、経営者交代時や業績悪化時などに将来の利益改善を目論んだビッグ・バス（極端な利益圧縮行動）を行うことがある（首藤 [2013]）。このとき、その手段には、減損や個別引当金の見積りの調整といった条件付保守主義が用いられることが多いと考えられるが、将来の条件付保守主義の発動余地を無効化・抑制する点において、ビッグ・バスは無条件保守主義（即時費用処理）と類似の経済的機能を有する可能性がある。もっとも、条件付保守主義（ビッグ・バス）と無条件保守主義（即時費用処理）の間には、経営者の裁量余地に大きな差異がある。そのため、経営者が極度に保守的な会計処理を行うことによって達成されるビッグ・バスについては、脚注 19 で示したように、本稿の議論の対象としていない。

## 4. リサーチ・デザイン

### (1) 分析フレームワーク

#### イ. 条件付保守主義の定量化

条件付保守主義は、Basu [1997] において提唱されたモデルを嚆矢として、さまざまな定量化がなされてきた。Basu [1997] は、次の (1) 式のように条件付保守主義の程度を定量化している。

$$NI_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ここで、 $NI_{i,t}$  は企業  $i$  の  $t$  期の当期純利益、 $R_{i,t}$  は  $t$  期首の 3 か月後から  $t$  期末の 3 か月後までの配当権利落ち等調整済株式リターン、 $D_{i,t}$  は  $R_{i,t}$  が負である場合には 1 をとり、そうでない場合には 0 をとるダミー変数を表している。このとき、 $NI_{i,t}$  は会計利益、 $R_{i,t}$  は経済的利益の代理変数とみなされるため、係数  $\beta_2$  は経済的利益の変動に対して会計利益がどの程度平均的に変化するかを捉えており、係数  $\beta_3$  は経済的損失が生じた場合に会計上の利益がどの程度追加的に変動するかを捉えている。多くの先行研究では、この  $\beta_3$  によって経済的利益と経済的損失のそれぞれに対する会計利益の非対称な反応の大きさを測定している。このことは、 $\beta_3$  の値が大きいくほど、経済的利益よりも経済的損失に対して会計利益が適時に反応することを意味し、条件付保守主義の程度が高いとみなされている。

もっとも、(1) 式を用いて企業ごとの条件付保守主義の程度を測定する場合には、企業ごとに時系列推定を行う必要があるため、相当程度の観測値が連続して入手できない場合には、ある企業・年の条件付保守主義の程度を推定する場合の制約となりうる。そこで、この制約に対して、Khan and Watts [2009] は、Basu [1997] モデルを発展させ、企業・年ごとの条件付保守主義の程度を捉える次のモデルを提示している。

$$\begin{aligned} NI_t = & \alpha + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} (\gamma_1 + \gamma_2 MV_{i,t} + \gamma_3 MtoB_{i,t} + \gamma_4 Leverage_{i,t}) \\ & + \beta_3 D_{i,t} \times R_{i,t} (\delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoB_{i,t} + \delta_4 Leverage_{i,t}) \\ & + (\mu_1 MV_{i,t} + \mu_2 MtoB_{i,t} + \mu_3 Leverage_{i,t}) + \mu_4 D_{i,t} \times MV_{i,t} + \mu_5 D_{i,t} \\ & \times MtoB_{i,t} + \mu_6 D_{i,t} \times Leverage_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

ここで、 $MV_{i,t}$  は企業  $i$  の  $t$  期末株式時価総額の自然対数値、 $MtoB_{i,t}$  は  $t$  期末株式時価総額を同時点の自己資本簿価で除した時価簿価比率、 $Leverage_{i,t}$  は  $t$  期末有利子負債を  $t$  期末株式時価総額で除した有利子負債比率である。(2) 式では、

各企業・年観測値の経済的利益に対する会計利益の適時性と経済的損失に対する会計利益の増分的な適時性が、企業規模 ( $MV_{i,t}$ )、時価簿価比率 ( $MtoB_{i,t}$ )、有利子負債比率 ( $Leverage_{i,t}$ ) の3つの企業特性によって規定されると仮定している。Khan and Watts [2009]によると、これらの企業特性と条件付保守主義の関係性はエージェンシー・コストから説明可能である。一般に、企業規模が小さいほど、情報の獲得が困難であり、情報の非対称性に起因するエージェンシー・コストは大きくなると予想される。一方で、成長機会を有する企業ほど、情報の非対称性が大きくなり、その結果エージェンシー・コストは高くなると予想される。一般に、株式時価総額には企業の成長に対する市場の期待が含まれる一方で、会計上の簿価にはそのような成長期待は反映されない。そのため、ここでは時価簿価比率を企業の成長性の代理変数としている。また、レバレッジが高いほど、株主・債権者間の利害対立が大きくなると予想されることから、条件付保守主義の程度を強めると予想される。実際に(2)式を後述のサンプルに関して、最小二乗法を用いて推定したところ、企業規模と有利子負債比率の係数はそれぞれ統計的に有意な負と正の値を示していた。時価簿価比率に関しては統計的に有意な係数が得られなかったものの、Khan and Watts [2009]においても同様の推定結果がみられている。この点、Khan and Watts [2009]の手法を用いる場合には、企業規模と時価簿価比率、有利子負債比率を用いることが一般的であり、本稿でもこれら3つの企業特性を採用して、条件付保守主義の程度を測定する。

(2)式を年度ごとにクロスセクション回帰することによって同式の各係数が推定される。その推定後に、経済的損失に対する会計利益の増分的な適時性に対して、3つの企業特性(企業規模、時価簿価比率、有利子負債比率)が与える影響の大きさを捉えている係数の推定値( $\widehat{\delta}_1$ 、 $\widehat{\delta}_2$ 、 $\widehat{\delta}_3$ 、 $\widehat{\delta}_4$ )を用い、その年度の企業・年観測値ごとに以下の(3)式で  $CSCORE_{i,t}$  を算定する<sup>25</sup>。

$$CSCORE_{i,t} = \widehat{\delta}_1 + \widehat{\delta}_2 MV_{i,t} + \widehat{\delta}_3 MtoB_{i,t} + \widehat{\delta}_4 Leverage_{i,t} \quad (3)$$

こうして得られた  $CSCORE_{i,t}$  は、当該企業・年観測値の条件付保守主義の程度を捉えており、この値が大きいほど条件付保守主義の程度が高いとみなされる<sup>26</sup>。

<sup>25</sup> (2)式における( $\delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoB_{i,t} + \delta_4 Leverage_{i,t}$ )の部分が条件付保守主義の程度(経済的損失が発生した場合の会計利益の増分的な適時性)を決定していると仮定し、推定された係数と企業・年観測値ごとに3つの企業特性(企業規模、時価簿価比率、有利子負債比率)を用いて、 $CSCORE_{i,t}$  を算定している。

<sup>26</sup> このようにして算定された  $CSCORE_{i,t}$  が条件付保守主義をどの程度捉え切れているのかについては、Khan and Watts [2009]がより詳細な検討を行っている。彼らの研究によると、 $CSCORE_{i,t}$  に基づいて10分位のポートフォリオを作成し、ポートフォリオごとに(1)式を推

## ロ. 無条件保守主義の定量化

無条件保守主義の程度を定量化するため、Beaver and Ryan [2000] が提唱した次のモデルを用いる。

$$BtoM_{i,t} = \alpha_t + \alpha_i + \sum_{j=0}^6 \beta_j RETURN_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

ここで、 $BtoM_{i,t}$ は  $t$  期末自己資本簿価を  $t$  期末株式時価総額で除した簿価時価比率であり、 $RETURN_{i,t-j}$ は  $t-j$  期首時点から  $t-j$  期末時点までの 12 か月間の株式リターンである。また、(4) 式は固定効果モデルを用いて推定されるため、 $\alpha_t$ と  $\alpha_i$ はそれぞれ年度固定効果と企業固定効果を意味している。Beaver and Ryan [2000] は、このときの  $\alpha_i$ が各企業の無条件保守主義の程度を捉えているとみなしている。これは、 $BtoM_{i,t}$ のうち過去の株式リターンによって説明されずに企業固定効果によって説明される部分は、(無形資産の即時費用処理や有形固定資産の加速償却など) 会計上の純資産価額が経済的価値に対して過小評価されることに起因して生じているとみなしているためである。

(4) 式をパネル推定するにあたり、Beaver and Ryan [2000] は 4 年間、8 年間、13 年間の 3 通りについて検証し、いずれの期間を用いた場合でも同程度の結果が得られることを報告している。本稿では、サンプルサイズを確保する目的から、4 年間のウインドウを用いてパネル推定する。具体的には、 $t$  期時点での各企業・年観測値の無条件保守主義の程度を推定するために、 $t-3$  期から  $t$  期までの 4 年間からなるデータセットを用いる<sup>27</sup>。このようにして推定された各企業の固定効果  $\alpha_i$ の値が大きいほど、無条件保守主義の程度が小さいことを意味する<sup>28</sup>。

---

定した場合に、 $CSCORE_{i,t}$ が大きいポートフォリオほど、つまり条件付保守主義の程度が高いと期待されるポートフォリオほど、推定された係数  $\beta_3$ が大きくなることを報告している。このことは、従来の先行研究で用いられてきた Basu [1997]に基づく条件付保守主義の程度と  $CSCORE_{i,t}$ に基づく条件付保守主義の程度が整合的であることを意味している。

<sup>27</sup> ただし、各年度について 6 期前までの株式リターン ( $RETURN_{i,t-6}$ ) が必要とされるため、ある企業の  $t$  期時点での無条件保守主義の程度を推定するには、 $t-9$  期から  $t$  期までの株式リターンが連続して入手可能であることが求められる。

<sup>28</sup> 例えば、過去の株式リターンが同程度である 2 つの観測値 A・B が存在し、A の時価簿価比率 ( $MtoB_{i,t}$ ) が B の時価簿価比率よりも大きいと仮定する。このとき、過去の株式リターンは、企業業績や将来の成長性に対する市場評価を代理していると予想されるため、A と B の時価簿価比率の差は無条件保守主義の程度の違いによって決定されていると考えられる。すなわち、時価簿価比率の大きな A の方が、簿価がより過小に評価されており、無条件保守主義の程度が高いと考えられる。

このように (4) 式の被説明変数に時価簿価比率が用いられているのであれば、そのとき

本稿では、条件付保守主義と無条件保守主義の代理変数の符号の方向性を揃えるため、 $\alpha_i$ に $-1$ を乗じた値を無条件保守主義の代理変数として分析に用いる。

## ハ. 保守主義と投資水準の関係性

本稿は、保守主義が経営者の投資意思決定に与える影響について分析するものである。具体的には、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）に対して、保守主義の程度が影響を及ぼすか否かについて分析を行う。

ここでは、まず保守主義と投資水準の関係性についての推定モデルを説明する。企業の投資水準には多くのファクターが影響を与えることから、それらの要因をコントロールするために、次の(5)式を用いて分析を行う。

$$\begin{aligned} NETINV_{i,t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 Conservatism_{i,t} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PPE_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} + \beta_8 VSG_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} COD_{i,t} \\ & + \beta_{11} FOREIGN_{i,t} + \beta_{12} BANK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t} \quad (5) \\ & Conservatism_{i,t} \in \{STCC_{i,t}, STUCC_{i,t}\} \end{aligned}$$

被説明変数は、将来純投資（ $NETINV_{i,t+1}$ ）であり、 $t+1$ 期の純投資額（固定資産純投資+R&D支出額）を $t+1$ 期中平均総資産で除した値である。すなわち、設備投資と資産売却のネット額、R&D支出額の合計を捉えている。

なお、条件付保守主義（ $CSCORE_{i,t}$ ）と無条件保守主義（ $UCC_{i,t}$ ）の推定に際しては、ノイズが生じてしまうことが知られている。そこで、先行研究（Zhang [2008]、Louis, Sun, and Urcan [2012]、Ishida and Ito [2014]）では、当該ノイズを緩和するために、各変数を年度ごとに昇順でランク付けし、そのランク値を当該年度の観測数で除した変数を併用している。本稿においても先行研究に倣い、条件付保守主義と無条件保守主義の代理変数には、年度ごとに基準化した $STCC_{i,t}$ と $STUCC_{i,t}$ をそれぞれ用いている。

(5)式の分析において、本稿が関心を寄せる変数は $Conservatism_{i,t}$ である。仮に、条件付保守主義（無条件保守主義）が企業の投資を抑制（促進）するのであれば、 $Conservatism_{i,t}$ に $STCC_{i,t}$ （ $STUCC_{i,t}$ ）を用いた場合の係数 $\beta_1$ は負（正）の値をとると予想される。

(5)式のコントロール変数には、当期純投資（ $NETINV_{i,t}$ ）、手元現金（ $CASH_{i,t}$ ）、

---

の固定効果（ $\alpha_i$ ）は無条件保守主義の程度と正の相関があるといえる。もともと、Beaver and Ryan [2000]は、被説明変数に時価簿価比率の逆数である簿価時価比率（ $BtoM_{i,t}$ ）を用いており、本稿ではその手法を踏襲しているため、(4)式では固定効果が小さいほど、無条件保守主義の程度が高いことを意味する。

企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ )、レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ )、償却性有形固定資産比率 ( $PPE_{i,t}$ )、成長性 ( $SG_{i,t}$ )、事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ )、収益性 ( $CFO_{i,t}$ )、負債調達コスト ( $COD_{i,t}$ )、ガバナンス ( $FOREIGN_{i,t}$ 、 $BANK_{i,t}$ ) を用いている。

$CASH_{i,t}$  は  $t$  期末保有現金を  $t$  期末総資産簿価で除した値である。保有現金は投資の原資となるため、将来純投資とは正の相関を有すると予想される。 $SIZE_{i,t}$  は  $t$  期末総資産簿価の自然対数値である。企業規模が大きいほど大規模な投資に対するリスク許容度が高いと考えられるため、将来純投資と企業規模の間には正の相関があると予想される。しかしながら、成熟した大企業では投資機会が限定的であるとも考えられることから、その場合には両者の相関は負であると予想される。 $LEV_{i,t}$  は  $t$  期末有利子負債簿価を  $t$  期末総資産簿価で除した値である。レバレッジが高い企業ほど追加的な資金調達が困難であると考えられるため、レバレッジは将来純投資と負の相関を有すると予想される。 $PPE_{i,t}$  は総資産に対する償却性有形固定資産の比率である。資本ストックの高さが企業の積極的な投資を意味しているのであれば、将来純投資と現在の償却性有形固定資産比率の間には正の相関があると予想される。他方、この比率の高さが資本ストックの十分性を意味するのであれば、将来純投資との間には負の相関がみられることも予想される。 $SG_{i,t}$  は  $t-4$  期から  $t$  期までの売上高の幾何平均成長率である。成長機会が豊富に存在するほど、将来純投資は増加すると予想される。 $VSG_{i,t}$  は  $t-4$  期から  $t$  期までの各期の売上高成長率の標準偏差である。事業の不確実性が高い場合、企業は投資に消極的になる可能性があるため、事業の不確実性と将来純投資の間には負の相関があると予想される。 $CFO_{i,t}$  は  $t$  期営業キャッシュ・フローを  $t$  期売上高で除した値である。豊富なキャッシュ・フローが存在する場合には、内部留保によって投資資金を賄うことができると考えられるため、将来純投資との間には正の相関があると予想される。 $COD_{i,t}$  は有価証券報告書の借入金明細表から収集される  $t$  期末時点の長期借入金利である。負債調達コストが高いほど、投資資金の調達コストが上昇するため、将来純投資は減少すると考えられる。

ガバナンスに関するコントロール変数をみると、 $FOREIGN_{i,t}$  は  $t$  期末時点の外国人持株比率である。この点、米澤・佐々木[2001]は、外国人持株比率が高い企業ほど過剰投資が抑制されることを明らかにしている。他方、外国人投資家が成長性の高い企業に投資をしているのであれば、将来純投資と外国人持株比率の間には正の相関がみられることも予想される。また、 $BANK_{i,t}$  は  $t$  期末時点の金融機関持株比率である。金融機関持株比率の高さが銀行とのつながりの強さを表し、そのつながりが強い企業ほど資金調達がフレキシブルに行えれば、将来純投資と金融機関持株比率の間には正の相関があると予想される。

## 二. 保守主義と株式リスクの関係性

本稿では企業のリスクテイクの代理変数として株式リスクを用いる。保守主義と株式リスクの関係性についての推定モデルは (6) 式に示している。

$$\begin{aligned} TVOL_{i,t\sim t+3} = & \alpha_0 + \beta_1 Conservatism_{i,t} + \beta_2 Conservatism_{i,t} \times NETINV_{i,t} \\ & + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 VSG_{i,t} \\ & + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 FOREIGN_{i,t} + \beta_{10} BANK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year \\ & + \varepsilon_{i,t} \quad (6) \\ & Conservatism_{i,t} \in \{STCC_{i,t}, STUCC_{i,t}\} \end{aligned}$$

被説明変数は、将来株式リターン・ボラティリティ ( $TVOL_{i,t\sim t+3}$ ) である。将来株式リターン・ボラティリティ ( $TVOL_{i,t\sim t+3}$ ) は、t年6月末からt+3年6月末までの配当権利落ち等調整済月次株式リターンの標準偏差である。企業の投資に内在するリスクが高いのであれば、将来の業績の不確実性が高まり、その結果として株式リスク（株式リターン・ボラティリティ）が高まると予想される。

(6) 式の分析では、 $Conservatism_{i,t}$  と  $NETINV_{i,t}$  の交差項の係数  $\beta_2$  に注目する。条件付保守主義の程度が高い企業ほどリスクの高い投資を回避する傾向にあるとすれば、係数  $\beta_2$  は負の値をとると予想される。他方、無条件保守主義が会計上のスラックを生み出すことによって、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のであれば、株式リターン・ボラティリティが大きい投資が促進されるため、係数  $\beta_2$  は正の値をとると予想される。

(6) 式のコントロール変数には、手元現金 ( $CASH_{i,t}$ )、企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ )、レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ )、事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ )、収益性 ( $CFO_{i,t}$ )、ガバナンス ( $FOREIGN_{i,t}$ 、 $BANK_{i,t}$ ) を用いている。

手元現金 ( $CASH_{i,t}$ ) が豊富な企業ほど、経営が安定し、事業リスクは低下すると考えられる。企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ ) が大きいほど、事業が多角化し、事業リスクが低下することが予想される。このように、手元現金および企業規模はいずれも事業リスクに影響を及ぼしうる要因であり、株式リスクにも影響を及ぼすと考えられる。レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ ) または事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ ) が高いほど、株式リスクは高くなると考えられる。収益性 ( $CFO_{i,t}$ ) の高さはリスク・リターンの関係からリスクと正の相関を有すると予想されるものの、その高さが企業の成熟を意味するのであれば、リスクと負の相関を有する可能性も考えられる。

ガバナンスに関するコントロール変数をみると、外国人株主が利益を追求す

る株主として、株式のコール・オプション的性質を評価しているのであれば<sup>29</sup>、外国人持株比率 ( $FOREIGN_{i,t}$ ) が高いほど、企業にリスクテイクを促すかもしれない。他方、金融機関持株比率 ( $BANK_{i,t}$ ) が銀行持株比率と結びついているのであれば、金融機関持株比率の高さは銀行との結びつきの強さを意味しているのかもしれない。債権者としての銀行の意向が企業行動に反映されるとすれば、債権は企業価値に関するプット・オプション的側面を有しているため、銀行は企業のリスクテイクを抑制する方向に働きかける可能性がある。そのため、金融機関持株比率は株式リスクと負の相関を有する可能性がある。

## ホ. 保守主義と株式リターンとの関係性

本稿では企業の株主価値の代理変数として株式リターンを用いる。ここでは、まず保守主義の投資を通じた株式リターンへの影響をみるための推定モデルである (7) 式について説明する。

$$\begin{aligned}
 BHAR_{i,t\sim t+3} = & \alpha_0 + \beta_1 Conservatism_{i,t} + \beta_2 Conservatism_{i,t} \times NETINV_{i,t} \\
 & + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 SG_{i,t} \\
 & + \beta_8 VSG_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} FOREIGN_{i,t} + \beta_{11} BANK_{i,t} + \alpha_i \\
 & + \Sigma \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t} \quad (7) \\
 & Conservatism_{i,t} \in \{STCC_{i,t}, STUCC_{i,t}\}
 \end{aligned}$$

被説明変数は、将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン ( $BHAR_{i,t\sim t+3}$ ) である。将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン ( $BHAR_{i,t\sim t+3}$ ) は、t年6月末からt+3年6月末までのバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンである<sup>30</sup>。本稿では、各企業のt年6月末からt+3年6月末までのバイ・アンド・ホールド・リターンから、当該企業と同程度の規模 (株式時価総額)・PBR (時価簿価比率) 水準の企業群から構成されるポートフォリオ (ベンチマーク・ポートフォリオ<sup>31</sup>) の時価総額加重平均バイ・アンド・

<sup>29</sup> 株式は企業価値に関するコール・オプション的側面を有しているため、リスクの増加はリターンの増加に結びつきうる。

<sup>30</sup> 株主価値の代理変数としては、他にもトービンのQや累積異常株式リターンを用いることも考えられる。しかし、本稿で用いている無条件保守主義の代理変数はPBRをベースとしており、トービンのQとPBRの類似性の高さを踏まえると、トービンのQを用いるのは不適切であろう。また、バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンと累積異常株式リターンに関しては、長期ウィンドウの分析では前者を用いることが一般的であり、本稿でもバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンを採用している。

<sup>31</sup> ベンチマーク・ポートフォリオは、以下のように作成されている。わが国の全上場企業に関して、t年6月末時点の株式時価総額を基に5分位ポートフォリオを組成し、各ポート

ホールド・リターンを控除した値をバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンと定義する。

(6) 式と同様、(7) 式についても、 $Conservatism_{i,t}$ と $NETINV_{i,t}$ の交差項の係数 $\beta_2$ に注目する。保守主義が企業の投資効率を改善（悪化）するのであれば、係数 $\beta_2$ は正（負）の値を示すと考えられる。

(7) 式のコントロール変数については、手元現金 ( $CASH_{i,t}$ )、企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ )、レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ )、成長性 ( $SG_{i,t}$ )、事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ )、収益性 ( $CFO_{i,t}$ )、ガバナンス ( $FOREIGN_{i,t}$ 、 $BANK_{i,t}$ ) を用いている。

手元現金 ( $CASH_{i,t}$ ) の豊富さは経営者・株主間のエージェンシー問題を悪化させ、株主価値にネガティブな影響を及ぼす可能性がある（例えば、Jensen [1986]）。企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ ) については、将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンを算定するうえで、ある程度コントロールされていると考えられるが、株価に対する規模効果<sup>32</sup>を十分には除外できていない可能性がある。その場合には、企業規模と将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンの間には負の相関が観察されるかもしれない。レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ ) が高いほど、その企業の株主が負担するリスクは高くなる。その場合には、リスク・リターンの関係から、平均的には株主に対するリターンが高くなると予想され、レバレッジの係数は正の値をとると予想される。成長性 ( $SG_{i,t}$ ) が高いほど、株式リターンは高くなると考えられる。しかしながら、過去の成長性が高い場合には、時価簿価比率 (PBR) が既に高水準にある可能性がある。その場合には割安株効果<sup>33</sup>のために、株式リターンにネガティブな影響を及ぼす可能性がある。事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ ) は事業リスクの高さを表すため、株式リスクとの間に正の相関があると予想される。その場合には、リスク・リターンの関係から、株主価値と事業の不確実性の間には正の相関があると予想される。収益性 ( $CFO_{i,t}$ ) に関しては明確な予想を行うことはできないが、企業のファンダメンタルをコントロールするために含めている。

ガバナンスに関するコントロール変数をみると、外国人持株比率 ( $FOREIGN_{i,t}$ ) や金融機関持株比率 ( $BANK_{i,t}$ ) が高いほど、企業経営に対する株主のモニタリング・インセンティブが高くなると予想されるため、いずれも株主価値との間

---

フォリオについて、t年6月末時価総額をt年3月期末純資産簿価で除することによって得られるPBRに基づいてさらに5分位ポートフォリオを作成する。その結果、25組の規模・PBR調整済ポートフォリオが組成される。ポートフォリオは毎年6月末を基準に組替処理を行う。

<sup>32</sup> 一般に企業規模が小さい企業の株式ほど、リスクが高く、リターンが大きくなる傾向にあることが知られている (Fama and French [1993, 1995])。

<sup>33</sup> 一般に現在の株価が割安 (PBRが低い) な株式ほど、将来の株式リターンが大きいことが知られている (Fama and French [1993, 1995])。

に正の相関があると予想される。

なお、以上の (5) ~ (7) 式の推定にあたり、事前分析として企業固定効果モデルを推定したところ、サンプルを構成する企業間で固有効果が存在することが確認された。また、ハウスマン (Hausman) 検定からも変量効果モデルではなく固定効果モデルが採択された。それゆえ、本稿では企業固有の効果 ( $\alpha_i$ ) をコントロールするため、企業固定効果モデルを用いて (5) ~ (7) 式を推定する。加えて、年次効果をコントロールするため、年次ダミー (*Year*) をモデルに含めている。

## (2) サンプルの抽出

本稿で用いるデータは、日経 Financial QUEST2.0 から収集している。本研究では、銀行・証券・保険業を除く一般事業会社 (上場会社) を対象企業とし、データ収集期間は 1990 年 3 月から 2013 年 3 月までとなっている。ただし、(5) ~ (7) 式の推定期間は 2000 年 3 月期以降となっている。これは、分析に必要とされるキャッシュ・フロー情報が 2000 年以降に入手可能となるためである。加えて、分析の正確性を期するため、以下のスクリーニング・プロセスに従って、サンプルを抽出した。

- ① 3 月決算企業
- ② 決算月数が 12 か月である企業・年
- ③ 日本の会計基準を用いている企業
- ④ 分析に必要とされる変数が収集可能な企業・年
- ⑤ 各推定モデルに用いられる各変数について各年度の上下 0.5% に含まれていない企業・年<sup>34</sup>

全サンプルにこれらのスクリーニング要件を課した結果、(5) ~ (7) 式の推定に用いるサンプルは、それぞれ 12,880 企業・年、13,170 企業・年、13,032 企業・年となった。

なお、条件付保守主義および無条件保守主義の定量化に用いられる (2) 式と (4) 式のサンプルを抽出するに当たって、それぞれ異なるスクリーニング要件を課している。(2) 式については、①~③の要件に加え、(a) 自己資本簿価が 0 より大きい企業・年、(b) (2) 式の推定に必要な変数が収集可能な企業・年、(c) 各年度について各変数の上下 0.5% に含まれていない企業・年をサンプルとして

---

<sup>34</sup> ただし、 $FOREIGN_{i,t}$  と  $BANK_{i,t}$  に関しては上側 0.5% のみを除外している。これは持株比率が 0% である観測値が多数存在するためである。

いる。(4) 式については、①～③の要件に加え、(d) 自己資本簿価が 0 より大きい企業・年、(e)  $RETURN_{i,t-j}$  が 3 を下回る企業・年、(f)  $BtoM_{i,t}$  が 4 を下回る企業・年、(g) 推定期間において連続して変数が収集可能な企業（バランスト・パネル）をサンプルとしている。なお、 $RETURN_{i,t-j}$  が 3 を上回る企業・年および  $BtoM_{i,t}$  が 4 を上回る企業・年については、それぞれ 3 と 4 に置換して推定に用いている<sup>35</sup>。

こうしたスクリーニングを経たサンプルに関して、表 1 の各パネルには分析に用いる各変数の記述統計量を、表 2 の各パネルには独立変数間の相関マトリックスを示している。表 2 パネル A（保守主義と投資水準）をみると、条件付保守主義（無条件保守主義）の程度が高いほど、将来純投資が減少（増加）していることがわかる。また、表 2 のいずれのパネルをみても、条件付保守主義と無条件保守主義の相関係数は統計的に有意な負の値を示しており、このことは 2 つの保守主義が代替的であるとする 2 節の主張と整合的である。

ここで、表 2 からいくつかの独立変数間に高い相関が観察されており、モデル推定において多重共線性の問題が懸念される。そのため、各推定において、VIF（Variance Inflation Factor）を算出したところ、一般に多重共線性が懸念される水準である 10 を下回っていた。したがって、本稿の分析では、多重共線性が重大な問題にならないと考えられるため、これらの変数を同時に含めてモデル推定を行っている。

---

<sup>35</sup> 要件(d)～(g)は、異常値が(4)式の推定結果に及ぼす影響を小さくするためのものであり、これら要件と異常値の置換処理については Beaver and Ryan [2000]に倣っている。

表 1: 記述統計量

パネル A: 保守主義と投資水準

	MEAN	Std Dev	MIN	25%	50%	75%	MAX	N
$NETINV_{t+1}$	0.0485	0.0415	-0.2162	0.0182	0.0416	0.0719	0.2397	12,880
$CSCORE_t$	0.1084	0.3389	-2.2489	-0.0420	0.1230	0.3083	1.6830	12,880
$UCC_t$	0.0083	0.5918	-2.1185	-0.3226	0.0899	0.4173	1.6724	12,880
$NETINV_t$	0.0483	0.0410	-0.1307	0.0181	0.0414	0.0713	0.2397	12,880
$CASH_t$	0.1088	0.0665	0.0059	0.0592	0.0961	0.1446	0.4255	12,880
$SIZE_t$	11.2529	1.3380	7.8140	10.2832	11.1146	12.0938	15.3234	12,880
$LEV_t$	0.2569	0.1642	0.0002	0.1238	0.2406	0.3683	0.7965	12,880
$PPE_t$	0.2037	0.1107	0.0101	0.1208	0.1926	0.2698	0.7051	12,880
$SG_t$	0.0092	0.0636	-0.2300	-0.0298	0.0030	0.0413	0.3636	12,880
$VSG_t$	0.0983	0.0808	0.0066	0.0442	0.0759	0.1255	0.7121	12,880
$CFO_t$	0.0575	0.0553	-0.2470	0.0240	0.0546	0.0876	0.3572	12,880
$COD_t$	0.0197	0.0083	0.0037	0.0146	0.0183	0.0225	0.0742	12,880
$FOREIGN_t$	0.0796	0.0935	0.0000	0.0088	0.0394	0.1232	0.5053	12,880
$BANK_t$	0.2723	0.1335	0.0000	0.1674	0.2646	0.3701	0.6499	12,880

備考:

$CSCORE_t$  = Khan and Watts [2009]の条件付保守主義の尺度

$UCC_t$  = Beaver and Ryan [2000]の無条件保守主義の尺度

$NETINV_t$  = t期の純投資(固定資産純投資+研究開発費)÷t期中平均総資産

$CASH_t$  = t期末保有現金÷t期末総資産簿価

$SIZE_t$  = t期末総資産簿価の自然対数値

$LEV_t$  = t期末有利子負債簿価÷t期末総資産簿価

$PPE_t$  = t期末償却性有形固定資産÷t期末総資産簿価

$SG_t$  = t-4期からt期までの売上高の幾何平均成長率

$VSG_t$  = t-4期からt期までの各期の売上高成長率の標準偏差

$CFO_t$  = t期営業キャッシュ・フロー÷t期売上高

$COD_t$  = t期末平均長期借入金金利

$FOREIGN_t$  = t期末外国人持株比率

$BANK_t$  = t期末金融機関持株比率

パネル B: 保守主義と株式リスク

	MEAN	Std Dev	MIN	25%	50%	75%	MAX	N
$TV_{t-t+3}$	0.0994	0.0417	0.0232	0.0704	0.0917	0.1197	0.3761	13,170
$CSCORE_t$	0.1013	0.3565	-2.2382	-0.0696	0.1133	0.3182	1.7570	13,170
$UCC_t$	-0.0253	0.5818	-2.1346	-0.3549	0.0467	0.3749	1.6834	13,170
$NETINV_t$	0.0480	0.0411	-0.1103	0.0172	0.0403	0.0709	0.2397	13,170
$CASH_t$	0.1156	0.0774	0.0053	0.0595	0.0986	0.1517	0.5348	13,170
$SIZE_t$	11.1670	1.3230	8.1956	10.1931	11.0147	11.9988	15.3234	13,170
$LEV_t$	0.2224	0.1742	0.0000	0.0687	0.1995	0.3439	0.7616	13,170
$VSG_t$	0.0940	0.0790	0.0057	0.0426	0.0718	0.1189	0.7887	13,170
$CFO_t$	0.0593	0.0587	-0.2036	0.0238	0.0551	0.0901	0.3572	13,170
$FOREIGN_t$	0.0805	0.0937	0.0000	0.0093	0.0412	0.1232	0.5053	13,170
$BANK_t$	0.2688	0.1339	0.0003	0.1642	0.2583	0.3662	0.6499	13,170

備考:

$TV_{t-t+3}$  = t年6月末からt+3年6月末までの配当権利落ち等調整済み次株式リターン<sup>1</sup>の標準偏差

## パネル C: 保守主義と株式リターン

	MEAN	Std Dev	MIN	25%	50%	75%	MAX	N
$BHAR_{t-t+3}$	-0.0823	0.5666	-2.2376	-0.3839	-0.1370	0.1366	4.6584	13,032
$CSCORE_t$	0.1005	0.3538	-2.2382	-0.0700	0.1127	0.3166	1.6830	13,032
$UCC_t$	-0.0245	0.5801	-2.1346	-0.3509	0.0479	0.3748	1.6834	13,032
$NETINV_t$	0.0480	0.0409	-0.1103	0.0173	0.0404	0.0708	0.2397	13,032
$CASH_t$	0.1153	0.0773	0.0053	0.0593	0.0983	0.1513	0.5348	13,032
$SIZE_t$	11.1742	1.3231	8.1956	10.1994	11.0197	12.0010	15.3234	13,032
$LEV_t$	0.2219	0.1740	0.0000	0.0686	0.1989	0.3429	0.7769	13,032
$SG_t$	0.0150	0.0637	-0.2300	-0.0244	0.0088	0.0472	0.3597	13,032
$VSG_t$	0.0922	0.0759	0.0057	0.0421	0.0711	0.1175	0.7263	13,032
$CFO_t$	0.0597	0.0584	-0.2002	0.0241	0.0554	0.0903	0.3572	13,032
$FOREIGN_t$	0.0803	0.0936	0.0000	0.0092	0.0409	0.1231	0.5053	13,032
$BANK_t$	0.2697	0.1339	0.0006	0.1650	0.2593	0.3672	0.6499	13,032

備考:

$BHAR_{t-t+3}$  = t年6月末からt+3年6月末までのバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン。

## 表 2: 相関マトリックス

### パネル A: 保守主義と投資水準

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫	⑬	⑭
① $NETINV_{t+1}$		-0.2732	0.1542	0.7743	-0.0529	0.2214	-0.1240	0.4248	0.2639	-0.0615	0.3796	-0.0609	0.3247	0.2033
② $STCC_t$	-0.2660		-0.3457	-0.2725	0.1194	-0.6911	-0.0482	-0.1313	-0.1756	0.0545	-0.2088	0.0414	-0.5510	-0.4233
③ $STUCC_t$	0.1423	-0.3414		0.1476	-0.0878	0.2522	0.2857	0.1025	0.0223	-0.0692	0.0958	0.0752	0.1133	0.1611
④ $NETINV_t$	0.7332	-0.2675	0.1359		-0.0872	0.2192	-0.1039	0.4517	0.2727	-0.0561	0.3494	-0.0701	0.3135	0.1932
⑤ $CASH_t$	-0.0253	0.0998	-0.0764	-0.0687		-0.2055	-0.3041	-0.3289	-0.1092	0.1259	0.0614	0.0067	0.0295	-0.1109
⑥ $SIZE_t$	0.2187	-0.6766	0.2671	0.2196	-0.2022		0.0588	0.1028	0.1616	-0.0811	0.1472	-0.0143	0.6660	0.5825
⑦ $LEV_t$	-0.1538	-0.0435	0.3114	-0.1274	-0.2952	0.0856		0.2670	-0.1286	0.0444	-0.0505	0.1773	-0.2456	0.0565
⑧ $PPE_t$	0.3287	-0.1160	0.1016	0.3634	-0.3175	0.1093	0.2986		0.1112	-0.1162	0.3960	0.0398	0.0154	0.1099
⑨ $SG_t$	0.2444	-0.1720	0.0036	0.2526	-0.0990	0.1574	-0.1135	0.0836		-0.0629	0.1195	-0.0675	0.2375	0.0990
⑩ $VSG_t$	-0.0386	0.0442	-0.0545	-0.0290	0.1272	-0.0774	0.0260	-0.0930	0.0549		-0.0021	0.0298	-0.0021	-0.1041
⑪ $CFO_t$	0.3168	-0.1936	0.0892	0.2897	0.0968	0.1476	-0.0370	0.3719	0.0921	-0.0082		0.0027	0.2266	0.1442
⑫ $COD_t$	0.0111	-0.0035	0.0649	0.0025	0.0344	0.0294	0.0609	0.0443	-0.0205	-0.0128	0.0258		-0.0763	0.0350
⑬ $FOREIGN_t$	0.3164	-0.5188	0.1607	0.3047	0.0781	0.5830	-0.2206	-0.0038	0.2027	0.0005	0.2096	0.0090		0.4442
⑭ $BANK_t$	0.1854	-0.4233	0.1662	0.1736	-0.1075	0.5711	0.0561	0.1094	0.0868	-0.1043	0.1297	0.0631	0.3635	

備考:

$STCC_t$  =  $CSCORE_t$ の年度基準化値

$STUCC_t$  =  $UCC_t$ の年度基準化値

左下三角行列はPearsonの相関係数、右上三角行列はSpearmanの相関係数を示している。なお、表中の太字は5%水準で有意であることを示している。

## パネル B: 保守主義と株式リスク

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪
① $TV_{t-t+3}$		<b>0.0412</b>	-0.0159	-0.0345	-0.0280	-0.0448	<b>0.2572</b>	<b>0.2570</b>	-0.1196	<b>0.0204</b>	-0.0470
② $STCC_t$	<b>0.0804</b>		-0.3335	-0.2664	<b>0.1176</b>	-0.6780	-0.0631	<b>0.0630</b>	-0.2243	-0.5318	-0.4225
③ $STUCC_t$	-0.0006	-0.3291		<b>0.1766</b>	-0.0689	<b>0.2509</b>	<b>0.2658</b>	-0.0717	<b>0.1240</b>	<b>0.1150</b>	<b>0.1866</b>
④ $NETINV_t$	-0.0374	-0.2597	<b>0.1597</b>		-0.0954	<b>0.2113</b>	-0.0536	-0.0764	<b>0.3674</b>	<b>0.2937</b>	<b>0.1920</b>
⑤ $CASH_t$	-0.0378	<b>0.0960</b>	-0.0492	-0.0770		-0.2179	-0.3358	<b>0.1007</b>	<b>0.0720</b>	<b>0.0481</b>	-0.1136
⑥ $SIZE_t$	-0.0937	-0.6663	<b>0.2684</b>	<b>0.2150</b>	-0.2152		<b>0.1335</b>	-0.0816	<b>0.1556</b>	<b>0.6305</b>	<b>0.5867</b>
⑦ $LEV_t$	<b>0.2386</b>	-0.0614	<b>0.2989</b>	-0.0885	-0.3318	<b>0.1530</b>		<b>0.0382</b>	-0.0694	-0.2292	<b>0.1474</b>
⑧ $VSG_t$	<b>0.1873</b>	<b>0.0436</b>	-0.0444	-0.0401	<b>0.1094</b>	-0.0768	<b>0.0257</b>		-0.0302	-0.0282	-0.0888
⑨ $CFO_t$	-0.1408	-0.2093	<b>0.1142</b>	<b>0.2964</b>	<b>0.1173</b>	<b>0.1659</b>	-0.0463	-0.0225		<b>0.2479</b>	<b>0.1518</b>
⑩ $FOREIGN_t$	-0.0047	-0.5100	<b>0.1704</b>	<b>0.2954</b>	<b>0.1012</b>	<b>0.5597</b>	-0.2022	-0.0140	<b>0.2331</b>		<b>0.4148</b>
⑪ $BANK_t$	-0.0896	-0.4247	<b>0.1905</b>	<b>0.1734</b>	-0.1207	<b>0.5754</b>	<b>0.1344</b>	-0.0826	<b>0.1363</b>	<b>0.3484</b>	

備考:

左下三角行列はPearsonの相関係数、右上三角行列はSpearmanの相関係数を示している。なお、表中の太字は5%水準で有意であることを示している。

## パネル C: 保守主義と株式リターン

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	⑪	⑫
① $BHAR_{t-t+3}$		-0.1178	<b>0.1295</b>	<b>0.0833</b>	-0.0510	<b>0.1901</b>	<b>0.0394</b>	<b>0.0997</b>	-0.0213	<b>0.0784</b>	<b>0.1561</b>	<b>0.0852</b>
② $STCC_t$	-0.0852		-0.3364	-0.2658	<b>0.1204</b>	-0.6770	-0.0657	-0.2090	<b>0.0641</b>	-0.2242	-0.5310	-0.4191
③ $STUCC_t$	<b>0.0861</b>	-0.3319		<b>0.1803</b>	-0.0711	<b>0.2564</b>	<b>0.2644</b>	<b>0.0477</b>	-0.0791	<b>0.1282</b>	<b>0.1153</b>	<b>0.1893</b>
④ $NETINV_t$	<b>0.0479</b>	-0.2598	<b>0.1629</b>		-0.0945	<b>0.2105</b>	-0.0520	<b>0.2908</b>	-0.0739	<b>0.3662</b>	<b>0.2910</b>	<b>0.1916</b>
⑤ $CASH_t$	-0.0392	<b>0.0990</b>	-0.0508	-0.0766		-0.2220	-0.3420	-0.0759	<b>0.0993</b>	<b>0.0685</b>	<b>0.0473</b>	-0.1173
⑥ $SIZE_t$	<b>0.1519</b>	-0.6651	<b>0.2734</b>	<b>0.2149</b>	-0.2189		<b>0.1396</b>	<b>0.1750</b>	-0.0790	<b>0.1553</b>	<b>0.6288</b>	<b>0.5840</b>
⑦ $LEV_t$	<b>0.0737</b>	-0.0642	<b>0.2980</b>	-0.0870	-0.3379	<b>0.1596</b>		-0.1165	<b>0.0335</b>	-0.0638	-0.2279	<b>0.1549</b>
⑧ $SG_t$	<b>0.0519</b>	-0.2051	<b>0.0276</b>	<b>0.2675</b>	-0.0566	<b>0.1768</b>	-0.1084		-0.0052	<b>0.1353</b>	<b>0.2887</b>	<b>0.0914</b>
⑨ $VSG_t$	<b>0.0036</b>	<b>0.0479</b>	-0.0492	-0.0370	<b>0.1057</b>	-0.0744	<b>0.0208</b>	<b>0.1198</b>		-0.0280	-0.0241	-0.0838
⑩ $CFO_t$	<b>0.0735</b>	-0.2082	<b>0.1190</b>	<b>0.2970</b>	<b>0.1139</b>	<b>0.1658</b>	-0.0378	<b>0.1126</b>	-0.0217		<b>0.2439</b>	<b>0.1511</b>
⑪ $FOREIGN_t$	<b>0.0854</b>	-0.5088	<b>0.1721</b>	<b>0.2938</b>	<b>0.1004</b>	<b>0.5584</b>	-0.2000	<b>0.2486</b>	-0.0121	<b>0.2293</b>		<b>0.4125</b>
⑫ $BANK_t$	<b>0.0698</b>	-0.4213	<b>0.1936</b>	<b>0.1730</b>	-0.1239	<b>0.5737</b>	<b>0.1424</b>	<b>0.0823</b>	-0.0795	<b>0.1350</b>	<b>0.3445</b>	

備考:

左下三角行列はPearsonの相関係数、右上三角行列はSpearmanの相関係数を示している。なお、表中の太字は5%水準で有意であることを示している。

## 5. 分析結果

### (1) 保守主義が投資水準に及ぼす影響

表3は、企業の投資水準の代理変数である将来純投資 ( $NETINV_{i,t+1}$ ) を被説明変数とする(5)式の推定結果を示している。同表の左側の推定結果は条件付保守主義が将来純投資に与える影響、右側の推定結果は無条件保守主義が将来純投資に与える影響を示している。

同表の左側から、条件付保守主義の係数は統計的に有意な負の値を示しており、条件付保守主義の程度が高いほど、将来純投資が抑制されることが示唆される。このことは仮説1-1と整合的である。

他方、同表の右側の無条件保守主義に着目した場合、その係数は統計的に有意な正の値を示している。このことは、無条件保守主義の程度が高いほど、将来純投資が促進されることを示唆しており、仮説 2-1 と整合的である。

以上の結果は、条件付保守主義（無条件保守主義）の程度が高いほど、設備投資水準が低下（増加）することを示した Ishida and Ito [2014]の分析結果と整合的である。

コントロール変数についてみると、企業規模（ $SIZE_t$ ）および償却性有形固定資産比率（ $PPE_t$ ）の係数はいずれも統計的に有意な負の値であることがわかる。この結果は、Ishida and Ito [2014]の結果と異なっているため、追加的に分析を行ったところ、企業固定効果を考慮していることに起因することが判明した。4 節（1）でみたように、本稿の予備的調査から企業固定効果の存在が明らかにされており、同効果についてはなんらかのコントロールがなされるべきである。そのため、本稿では企業固定効果モデルを用いて推定を行っている。その他コントロール変数の係数の符号については、予想と整合的である。

表 3: 保守主義と投資水準

従属変数	$NETINV_{t+1}$		$NETINV_{t+2}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.1262	[7.89] ***	0.1156	[7.22] ***
$STCC_t$	-0.0030	[-2.46] **		
$STUCC_t$			0.0090	[4.93] ***
$NETINV_t$	0.1576	[16.94] ***	0.1584	[17.04] ***
$CASH_t$	0.0345	[5.18] ***	0.0347	[5.22] ***
$SIZE_t$	-0.0053	[-3.68] ***	-0.0048	[-3.33] ***
$LEV_t$	-0.0672	[-17.41] ***	-0.0717	[-17.99] ***
$PPE_t$	-0.0586	[-7.88] ***	-0.0585	[-7.88] ***
$SG_t$	0.0383	[7.56] ***	0.0395	[7.82] ***
$VSG_t$	-0.0047	[-1.18]	-0.0040	[-1.02]
$CFO_t$	0.0076	[1.40]	0.0066	[1.21]
$COD_t$	-0.1063	[-2.83] ***	-0.1084	[-2.89] ***
$FOREIGN_t$	0.0187	[3.16] ***	0.0190	[3.24] ***
$BANK_t$	0.0111	[2.13] **	0.0124	[2.39] **
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1303		0.1317	
N	12880		12880	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

## （2）保守主義が株式リスクに及ぼす影響

表 4 は、企業のリスクテイクの代理変数である将来株式リターン・ボラティリティ（ $TVOL_{i,t \sim t+3}$ ）を被説明変数とする（6）式の分析結果を示している。

同表の左側は、保守主義の尺度に条件付保守主義を採用した場合の推定結果を示している。本稿で関心を寄せる係数は、保守主義と当期純投資 ( $NETINV_{i,t}$ ) の交差項の係数である。同表の左側に示されているように、条件付保守主義と当期純投資の交差項の係数は統計的に有意な負の値をとっている。このことは、条件付保守主義の程度が高い企業ほど、当期の純投資が将来の株式リターン・ボラティリティに与える影響が小さいことを示唆している。すなわち、条件付保守主義の程度が高いほど、経営者がリスクの低い投資案件を実行している可能性があることを意味しており、仮説 1-2 と整合的である。

他方、同表の右側は、保守主義の尺度に無条件保守主義を採用した場合の推定結果である。交差項の係数に注目すると、統計的に有意な正の値をとることがわかる。このことは、無条件保守主義の程度が高い企業ほど、当期の純投資が将来の株式リターン・ボラティリティに与える影響が大きいこと、すなわち、経営者がリスクの高い投資案件を実行していることを示唆しており、本稿の仮説 2-2 と整合的である。

コントロール変数についてみると、条件付保守主義と無条件保守主義に着目した場合で、当期純投資の単独項の係数が逆の符号を示している。このことは、推定結果の交差項の係数が条件付保守主義の場合には負の値、無条件保守主義の場合には正の値をとることに起因している可能性がある。表を示してはいないが、保守主義と当期純投資との交差項を推定モデルに含めずに追加的な推定を行った場合、当期純投資の係数は統計的に有意ではないことが確認された。すなわち、他の要因をコントロールした場合、当期純投資は株式リスクに統計的に有意な影響を与えない傾向にあることが示唆される。そのため、条件付保守主義（無条件保守主義）と当期純投資との交差項の係数が仮説通りに負（正）の値をとる場合には、当期純投資のリスクへの影響が観察されないとしても、当期純投資の係数は交差項の係数と逆の符号を示す傾向があると考えられる。事業の不確実性 ( $VSG_{i,t}$ ) に関しては予測と逆の符号となっているが、これは追加分析から企業固定効果を導入していることに起因していることが確認された。企業固定効果を考慮した場合に、なぜ事業の不確実性と株式リスクの間に負の相関が観察されるのかは興味深い論点ではあるものの、本稿の関心の範疇を超えているため、ここでは特別の議論は行わない。

ガバナンス変数に関しては、対照的な結果が観察されており興味深い。外国人持株比率 ( $FOREIGN_{i,t}$ ) はリスクテイクを促進している。他方、金融機関持株比率 ( $BANK_{i,t}$ ) はリスクテイクを抑制する方向に機能している。このことは、ガバナンス主体の違いが、企業のリスクテイクに対して異なる影響を及ぼすことを示唆していると考えられる。

表 4: 保守主義と株式リスクの関係

従属変数	$TV_{t-t+3}$		$TV_{t-t+3}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.1304	[7.27] ***	0.1124	[6.25] ***
<i>STCC<sub>t</sub></i>	0.0079	[4.77] ***		
<i>STCC<sub>t</sub> × NETINV<sub>t</sub></i>	-0.1629	[-5.89] ***		
<i>STUCC<sub>t</sub></i>			0.0164	[6.35] ***
<i>STUCC<sub>t</sub> × NETINV<sub>t</sub></i>			0.0656	[2.10] **
<i>NETINV<sub>t</sub></i>	0.0696	[4.13] ***	-0.0397	[-2.08] **
<i>CASH<sub>t</sub></i>	0.0079	[1.20]	0.0093	[1.42]
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.0037	[-2.23] **	-0.0022	[-1.33]
<i>LEV<sub>t</sub></i>	0.0578	[13.01] ***	0.0471	[10.30] ***
<i>VSG<sub>t</sub></i>	-0.0145	[-3.24] ***	-0.0129	[-2.89] ***
<i>CFO<sub>t</sub></i>	-0.0372	[-6.25] ***	-0.0400	[-6.72] ***
<i>FOREIGN<sub>t</sub></i>	0.0661	[9.99] ***	0.0636	[9.73] ***
<i>BANK<sub>t</sub></i>	-0.0179	[-3.07] ***	-0.0138	[-2.37] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1433		0.147	
N	13170		13170	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

### (3) 保守主義が株式リターンに及ぼす影響

表 5 は、株主価値の代理変数である将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン ( $BHAR_{i,t \sim t+3}$ ) を被説明変数とする (7) 式の分析結果を示している。

同表の左側から、条件付保守主義の程度が企業の投資効率に対して、統計的に有意にポジティブな影響を与えていることが示唆される。ここまでの分析からは、条件付保守主義が企業の投資を抑制するほか、投資を行う場合でもリスクの低い投資を促すことが示唆されている。これらの証拠を踏まえて結果を解釈するならば、3 節 (2) イで示した条件付保守主義の自己規律効果および事後モニタリング効果によって、リスク・リターン関係に見合わないような、リスクと比較してリターンの低い投資やリターンと比較してリスクの高い投資が抑制される結果、企業の投資効率が改善しているのかもしれない。

他方、無条件保守主義については、ここまでの分析から、3 節 (2) で示したように、企業の投資を促進し、さらにリスクの高い投資を促すことが示唆されている。同表の右側からは、無条件保守主義に関しても、企業の投資効率に対して統計的に有意にポジティブな影響を及ぼしていることが観察される。無条件保守主義は、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ことによって、リスクがあるものの高いリターンをもたらさうる投資を促進しているのかもしれない。

コントロール変数についてみると、手元現金 ( $CASH_{i,t}$ )、企業規模 ( $SIZE_{i,t}$ )、レバレッジ ( $LEV_{i,t}$ ) については、予想と整合的な結果が得られている。他方、当期純投資 ( $NETINV_{i,t}$ )、外国人持株比率 ( $FOREIGN_{i,t}$ )、金融機関持株比率 ( $BANK_{i,t}$ ) に関しては、予想とは逆の結果が得られている。この点、追加的に分析を行ったところ、投資水準に関する分析と同様に企業固定効果モデルを採用していることが理由である可能性が判明した。そのため、4 節 (1) で示したように、企業固定効果の存在が明らかにされている以上、同効果についてはなんらかのコントロールがなされるべきである。そこで、本稿では企業固定効果モデルを用いて推定を行っている。

表 5: 保守主義と株式リターンの関係

従属変数	BHAR <sub>t-t+3</sub>		BHAR <sub>t-t+3</sub>	
	係数	[t値]	係数	[t値]
Intercept	6.9310	[19.90] ***	7.1390	[20.30] ***
STCC <sub>t</sub>	0.1554	[5.14] ***		
STCC <sub>t</sub> × NETINV <sub>t</sub>	1.2380	[2.44] **		
STUCC <sub>t</sub>			0.0255	[0.54]
STUCC <sub>t</sub> × NETINV <sub>t</sub>			1.3556	[2.36] **
NETINV <sub>t</sub>	-1.6673	[-5.41] ***	-1.7814	[-5.04] ***
CASH <sub>t</sub>	-0.3398	[-2.84] ***	-0.2697	[-2.25] **
SIZE <sub>t</sub>	-0.6069	[-19.02] ***	-0.6180	[-19.31] ***
LEV <sub>t</sub>	1.3879	[16.76] ***	1.3135	[15.33] ***
SG <sub>t</sub>	-0.5672	[-5.42] ***	-0.6293	[-6.01] ***
VSG <sub>t</sub>	-0.0240	[-0.28]	0.0185	[0.21]
CFO <sub>t</sub>	0.0835	[0.76]	0.0338	[0.31]
FOREIGN <sub>t</sub>	-1.6959	[-14.03] ***	-1.8859	[-15.72] ***
BANK <sub>t</sub>	-1.6427	[-15.39] ***	-1.6218	[-15.07] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1574		0.1522	
N	13,032		13,032	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

## 6. 頑健性分析

ここでは、主分析にて示された推定結果の頑健性について検討する。

### (1) 被説明変数に関する計測期間の複数化

第 1 に、被説明変数の計測期間を変更して推定結果の頑健性を確認する。主分析では、将来純投資、将来株式リターン・ボラティリティ、将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンについて、翌年 (t+1 期) の将来純投資も

しくは先行き3年間 ( $t \sim t+3$  期) の将来株式リターン・ボラティリティおよび将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンを用いた。ここでは、後者2つの株価関連指標について、1年間、2年間、4年間、5年間の月次株式リターン・ボラティリティおよびバイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンを被説明変数とした分析を行う。これらの分析は、企業の投資成果が表れるまでに相応の時間が必要であるとの想定に基づくものである。

表6の各パネルは、被説明変数の計測期間を変更した場合の推定結果を示している。

表6: 被説明変数の計測期間を変更した分析

パネルA: 保守主義と株式リスク

従属変数	$TV_{t-t+1}$	$TV_{t-t+1}$	$TV_{t-t+2}$	$TV_{t-t+2}$	$TV_{t-t+3}$	$TV_{t-t+3}$	$TV_{t-t+4}$	$TV_{t-t+4}$	$TV_{t-t+5}$	$TV_{t-t+5}$
	係数									
	[t値]									
<i>Intercept</i>	0.2080	0.2083	0.1575	0.1487	0.1029	0.0855	0.0735	0.0528	0.0453	0.0365
	[9.74]***	[9.75]***	[8.41]***	[7.93]***	[5.88]***	[4.88]***	[4.42]***	[3.18]***	[2.79]***	[2.25]**
$STCC_t$	0.0063		0.0047		0.0070		0.0057		0.0050	
	[2.86]***		[2.60]***		[4.40]***		[4.03]***		[3.99]***	
$STCC_t \times NETINV_t$	-0.1465		-0.1377		-0.1534		-0.1468		-0.1277	
	[-4.11]***		[-4.59]***		[-5.80]***		[-6.21]***		[-5.92]***	
$STUCC_t$		-0.0030		0.0077		0.0159		0.0165		0.0145
		[-0.97]		[2.84]***		[6.40]***		[7.12]***		[6.38]***
$STUCC_t \times NETINV_t$		0.0232		0.0294		0.0599		0.0953		0.1217
		[0.59]		[0.88]		[2.00]**		[3.49]***		[4.62]***
$NETINV_t$	0.0542	-0.0275	0.0509	-0.0282	0.0683	-0.0331	0.0685	-0.0468	0.0567	-0.0668
	[2.52]**	[-1.15]	[2.81]***	[-1.38]	[4.23]***	[-1.80]*	[4.69]***	[-2.77]***	[4.20]***	[-4.10]***
$CASH_t$	0.0006	0.0002	-0.0032	-0.0029	0.0056	0.0070	-0.0044	-0.0045	-0.0135	-0.0152
	[0.08]	[0.02]	[-0.47]	[-0.43]	[0.88]	[1.11]	[-0.74]	[-0.76]	[-2.34]**	[-2.66]***
$SIZE_t$	-0.0116	-0.0112	-0.0063	-0.0055	-0.0012	0.0002	0.0017	0.0033	0.0039	0.0044
	[-5.94]***	[-5.74]***	[-3.65]***	[-3.21]***	[-0.74]	[0.13]	[1.10]	[2.17]**	[2.60]***	[3.00]***
$LEV_t$	0.0818	0.0826	0.0687	0.0640	0.0587	0.0485	0.0498	0.0386	0.0412	0.0318
	[15.24]***	[14.95]***	[14.76]***	[13.35]***	[13.72]***	[10.99]***	[12.36]***	[9.32]***	[10.60]***	[7.97]***
$VSG_t$	-0.0012	-0.0014	-0.0086	-0.0079	-0.0150	-0.0133	-0.0171	-0.0159	-0.0168	-0.0158
	[-0.22]	[-0.26]	[-1.88]*	[-1.73]*	[-3.50]***	[-3.12]***	[-4.30]***	[-4.01]***	[-4.48]***	[-4.24]***
$CFO_t$	-0.0245	-0.0240	-0.0331	-0.0342	-0.0352	-0.0381	-0.0348	-0.0378	-0.0285	-0.0303
	[-3.32]***	[-3.25]***	[-5.23]***	[-5.40]***	[-6.16]***	[-6.66]***	[-6.50]***	[-7.09]***	[-5.61]***	[-5.99]***
$FOREIGN_t$	0.0637	0.0656	0.0652	0.0658	0.0671	0.0649	0.0612	0.0585	0.0608	0.0580
	[7.72]***	[8.02]***	[9.30]***	[9.48]***	[10.55]***	[10.32]***	[10.51]***	[10.19]***	[11.33]***	[10.98]***
$BANK_t$	-0.0268	-0.0274	-0.0281	-0.0265	-0.0184	-0.0146	-0.0087	-0.0033	0.0018	0.0075
	[-3.61]***	[-3.68]***	[-4.49]***	[-4.20]***	[-3.30]***	[-2.60]***	[-1.72]*	[-0.65]	[0.39]	[1.59]
Year effect	Yes									
Firm effect	Yes									
Within R <sup>2</sup>	0.1701	0.1692	0.1672	0.1669	0.1559	0.1596	0.1325	0.1404	0.0897	0.0994
N	16,174	16,174	14,579	14,579	13,033	13,033	11,550	11,550	10,123	10,123

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

パネル B: 保守主義と株式リターン

従属変数	BHAR <sub>t-1</sub>	BHAR <sub>t-1</sub>	BHAR <sub>t-2</sub>	BHAR <sub>t-2</sub>	BHAR <sub>t-3</sub>	BHAR <sub>t-3</sub>	BHAR <sub>t-4</sub>	BHAR <sub>t-4</sub>	BHAR <sub>t-5</sub>	BHAR <sub>t-5</sub>
	係数 [t値]									
Intercept	1.8379 [11.63]***	2.0215 [12.73]***	4.4116 [17.87]***	4.5477 [18.34]***	6.8318 [19.62]***	7.0120 [19.97]***	7.9302 [16.16]***	8.1730 [16.52]***	7.8320 [12.20]***	8.1823 [12.58]***
STCC <sub>t</sub>	0.1205 [7.80]***		0.0871 [3.86]***		0.1598 [5.39]***		0.1760 [4.60]***		0.3529 [7.95]***	
STCC <sub>t</sub> xNETINV <sub>t</sub>	0.1216 [0.48]		0.4134 [1.10]		0.8519 [1.72]*		1.6477 [2.55]**		1.3086 [1.70]*	
STUCC <sub>t</sub>		-0.0656 [-2.95]***		-0.0343 [-1.01]		0.0430 [0.92]		0.0512 [0.80]		-0.0499 [-0.61]
STUCC <sub>t</sub> xNETINV <sub>t</sub>		0.3338 [1.21]		0.2984 [0.72]		0.8473 [1.51]		1.2527 [1.68]*		0.9650 [1.02]
NETINV <sub>t</sub>	-0.3572 [-2.35]**	-0.4876 [-2.87]***	-0.6642 [-2.94]***	-0.6345 [-2.49]**	-1.3206 [-4.38]***	-1.3636 [-3.94]***	-2.1109 [-5.33]***	-1.9891 [-4.30]***	-2.1227 [-4.42]***	-2.0068 [-3.40]***
CASH <sub>t</sub>	0.0391 [0.70]	0.0672 [1.21]	-0.0387 [-0.45]	-0.0118 [-0.14]	-0.2542 [-2.16]**	-0.1897 [-1.61]	-0.5255 [-3.24]***	-0.4420 [-2.72]***	-0.5606 [-2.74]***	-0.3968 [-1.93]*
SIZE <sub>t</sub>	-0.1615 [-11.15]***	-0.1689 [-11.63]***	-0.3847 [-17.02]***	-0.3907 [-17.27]***	-0.6002 [-18.84]***	-0.6091 [-19.07]***	-0.7103 [-15.84]***	-0.7248 [-16.12]***	-0.7093 [-12.12]***	-0.7206 [-12.19]***
LEV <sub>t</sub>	0.2841 [7.35]***	0.2918 [7.34]***	0.6984 [11.78]***	0.6934 [11.39]***	1.3612 [16.63]***	1.2893 [15.25]***	2.1083 [18.77]***	2.0345 [17.53]***	2.6505 [18.63]***	2.6190 [17.78]***
SG <sub>t</sub>	-0.2476 [-5.05]***	-0.2846 [-5.79]***	-0.3314 [-4.43]***	-0.3629 [-4.85]***	-0.5848 [-5.67]***	-0.6480 [-6.28]***	-1.3116 [-8.99]***	-1.3937 [-9.55]***	-1.6575 [-9.04]***	-1.8432 [-9.99]***
VSG <sub>t</sub>	0.0176 [0.46]	0.0227 [0.59]	-0.0559 [-0.95]	-0.0481 [-0.81]	-0.0484 [-0.58]	-0.0118 [-0.14]	-0.0162 [-0.14]	0.0341 [0.29]	-0.2401 [-1.67]*	-0.1502 [-1.04]
CFO <sub>t</sub>	0.0913 [1.76]*	0.0772 [1.48]	0.0592 [0.75]	0.0440 [0.56]	0.0925 [0.86]	0.0497 [0.46]	-0.2662 [-1.84]*	-0.3195 [-2.20]**	-0.8072 [-4.47]***	-0.8947 [-4.92]***
FOREIGN <sub>t</sub>	-0.3825 [-6.51]***	-0.4677 [-8.03]***	-1.0024 [-11.39]***	-1.0808 [-12.41]***	-1.5867 [-13.28]***	-1.7585 [-14.83]***	-2.2170 [-13.99]***	-2.4513 [-15.57]***	-2.3134 [-12.02]***	-2.6756 [-13.93]***
BANK <sub>t</sub>	-0.5501 [-10.46]***	-0.5733 [-10.83]***	-1.0651 [-13.58]***	-1.0779 [-13.66]***	-1.6038 [-15.31]***	-1.5952 [-15.10]***	-2.0050 [-14.57]***	-1.9821 [-14.27]***	-2.3728 [-14.27]***	-2.4195 [-14.33]***
Year effect	Yes									
Firm effect	Yes									
Within R <sup>2</sup>	0.076	0.0695	0.1081	0.1057	0.1542	0.1491	0.1779	0.1724	0.1934	0.1796
N	15,941	15,941	14,343	14,343	12,810	12,810	11,342	11,342	9,935	9,935

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

パネル A (保守主義と株式リスク) について、先行き 1 年もしくは 2 年の短期間に注目した場合には、無条件保守主義の影響が統計的に有意ではないものの、3 年目以降には、条件付保守主義と無条件保守主義の双方について主分析と同様に統計的に有意な結果が得られている。投資成果が実を結ぶまでには相応の時間が必要となると考えられるため、この結果は現実的な妥当性が高いといえる。

将来バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターンを被説明変数としたパネル B (保守主義と株式リターン) に注目すると、条件付保守主義と当期純投資の交差項の係数は常に正であるものの、3 年目以降のみが統計的に有意な水準にあることがわかる。他方、無条件保守主義と当期純投資の交差項の係数については、先行き 4 年を除いて統計的に有意な水準にないことがわかる。

表 6 に示された結果は、保守主義が投資のもたらすリスクに及ぼす影響に関する主分析の結果が、頑健であることを示唆している。他方、保守主義が企業の投資効率に与える影響に関しては、計測期間によっては主分析の結果が頑健ではない可能性を示している。

## (2) 代替的な投資尺度を用いた分析

第 2 に、投資尺度を変更して主分析の結果の頑健性を確認する。主分析では、固定資産純投資と R&D 支出に基づいて算出したネットの投資額に注目していた。しかしながら、R&D 支出についてはデータベースから収集できない観測値も相当数存在し、R&D 支出の有無で純投資の水準に差が生じてしまう。そのため、ここでは純投資の代わりに「純設備投資」に注目する。純設備投資 ( $NETCAPEX_{i,t}$ ) は、t 期の純設備投資額（固定資産取得のための支出から固定資産売却に伴う収入を控除した値）を t 期中の平均総資産で除した変数である。

表 7 の各パネルは、代替的な投資尺度である純設備投資 ( $NETCAPEX_{i,t}$ ) を用いた頑健性分析の推定結果を示している。いずれのパネルについても、主分析と同様の結果が確認できる。すなわち、主分析の結果が純設備投資にのみ注目した場合でも頑健であることを物語っている。

表 7: 代替的な投資尺度

パネル A: 保守主義と投資水準

従属変数	$NETCAPEX_{t+1}$		$NETCAPEX_{t+1}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.0907	[6.32] ***	0.0834	[5.80] ***
<i>STCC<sub>t</sub></i>	-0.0030	[-2.80] ***		
<i>STUCC<sub>t</sub></i>			0.0050	[3.10] ***
<i>NETCAPEX<sub>t</sub></i>	0.1692	[18.19] ***	0.1707	[18.35] ***
<i>CASH<sub>t</sub></i>	0.0337	[5.64] ***	0.0334	[5.60] ***
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.0034	[-2.61] ***	-0.0030	[-2.37] **
<i>LEV<sub>t</sub></i>	-0.0585	[-16.90] ***	-0.0608	[-16.99] ***
<i>PPE<sub>t</sub></i>	-0.0698	[-10.44] ***	-0.0701	[-10.49] ***
<i>SG<sub>t</sub></i>	0.0378	[8.32] ***	0.0389	[8.57] ***
<i>VSG<sub>t</sub></i>	-0.0046	[-1.30]	-0.0044	[-1.23]
<i>CFO<sub>t</sub></i>	0.0058	[1.18]	0.0055	[1.12]
<i>COD<sub>t</sub></i>	-0.0717	[-2.13] **	-0.0727	[-2.16] **
<i>FOREIGN<sub>t</sub></i>	0.0138	[2.60] ***	0.0150	[2.86] ***
<i>BANK<sub>t</sub></i>	0.0125	[2.67] ***	0.0135	[2.89] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1342		0.1343	
N	12868		12868	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

パネル B: 保守主義と株式リスク

従属変数	$TV_{t-1+3}$		$TV_{t-1+3}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.1277	[7.11] ***	0.1102	[6.13] ***
<i>STCC<sub>t</sub></i>	0.0066	[4.31] ***		
<i>STCC<sub>t</sub> × NETCAPEX<sub>t</sub></i>	-0.1930	[-5.70] ***		
<i>STUCC<sub>t</sub></i>			0.0170	[7.12] ***
<i>STUCC<sub>t</sub> × NETCAPEX<sub>t</sub></i>			0.0789	[2.12] **
<i>NETCAPEX<sub>t</sub></i>	0.0801	[3.91] ***	-0.0498	[-2.31] **
<i>CASH<sub>t</sub></i>	0.0072	[1.11]	0.0089	[1.36]
<i>SIZE<sub>t</sub></i>	-0.0033	[-2.02] **	-0.0020	[-1.21]
<i>LEV<sub>t</sub></i>	0.0574	[12.92] ***	0.0465	[10.18] ***
<i>VSG<sub>t</sub></i>	-0.0144	[-3.23] ***	-0.0129	[-2.88] ***
<i>CFO<sub>t</sub></i>	-0.0371	[-6.23] ***	-0.0400	[-6.72] ***
<i>FOREIGN<sub>t</sub></i>	0.0665	[10.05] ***	0.0635	[9.71] ***
<i>BANK<sub>t</sub></i>	-0.0185	[-3.18] ***	-0.0147	[-2.53] **
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1430		0.1468	
N	13162		13162	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

### パネル C: 保守主義と株式リターン

従属変数	$BHAR_{t-1+3}$		$BHAR_{t-1+3}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	6.8812	[19.74] ***	7.0705	[20.12] ***
$STCC_t$	0.1443	[5.11] ***		
$STCC_t \times NETCAPEX_t$	2.2933	[3.69] ***		
$STUCC_t$			0.0391	[0.88]
$STUCC_t \times NETCAPEX_t$			1.4910	[2.17] **
$NETCAPEX_t$	-2.3739	[-6.33] ***	-1.9635	[-4.92] ***
$CASH_t$	-0.3419	[-2.85] ***	-0.2715	[-2.26] **
$SIZE_t$	-0.6029	[-18.90] ***	-0.6135	[-19.16] ***
$LEV_t$	1.3862	[16.74] ***	1.3145	[15.36] ***
$SG_t$	-0.5549	[-5.30] ***	-0.6257	[-5.97] ***
$VSG_t$	-0.0320	[-0.37]	0.0157	[0.18]
$CFO_t$	0.0879	[0.80]	0.0421	[0.38]
$FOREIGN_t$	-1.6971	[-14.05] ***	-1.8879	[-15.74] ***
$BANK_t$	-1.6391	[-15.35] ***	-1.6239	[-15.09] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1582		0.1523	
N	13023		13023	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

### (3) 保守主義と投資行動の逆因果の考慮

最後に、会計処理と投資行動の間の内生性を考慮した分析を行う。本稿では、条件付保守主義や無条件保守主義といった会計処理が企業の投資行動に影響を与えることを想定しているが、逆の因果関係も考えられる。すなわち、リスクの高い投資を検討している経営者が条件付保守主義を弱める、あるいは無条件保守主義を強めるといった逆の因果関係が主分析の結果をもたらしている可能性も否定できない。

そこで、本稿では、Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva [2010]に倣い、保守主義と投資水準の関係性については、t-1期の保守主義とt+1期の投資水準の関係性を分析し、保守主義と株式リスクまたは株式リターンに関する分析では、t-2期の保守主義とt期の投資水準の交差項を用いることで、この問題に対処する。このように2つの変数の間に2期間のラグをとることによって、投資行動が会計処理に与える影響は緩和されると考えられる。

表8の各パネルは、上記の頑健性分析の推定結果を示している。パネルAの保守主義と投資水準の関係性についてみると、条件付保守主義の係数は負であるものの、統計的に有意な水準にはない。他方、無条件保守主義の係数については統計的に有意な正の値となっている。パネルBの保守主義と株式リスクの関係性については、条件付保守主義または無条件保守主義と当期純投資との交

差項の係数が統計的に有意な負または正の値を示しており、主分析の結果と整合的である。パネル C の保守主義と株式リターンの関係性については、条件付保守主義と無条件保守主義のいずれについても、当期純投資との交差項の係数は統計的に有意ではない。

表 8: 内生性への対応

パネル A: 保守主義と投資水準

従属変数	$NETINV_{t+1}$		$NETINV_{t+1}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.1059	[6.54] ***	0.1011	[6.27] ***
<i>STCC</i> <sub>t-1</sub>	-0.0016	[-1.36]		
<i>STUCC</i> <sub>t-1</sub>			0.0047	[2.71] ***
<i>NETINV</i> <sub>t</sub>	0.1444	[15.48] ***	0.1445	[15.50] ***
<i>CASH</i> <sub>t</sub>	0.0306	[4.57] ***	0.0305	[4.56] ***
<i>SIZE</i> <sub>t</sub>	-0.0033	[-2.28] **	-0.0031	[-2.16] **
<i>LEV</i> <sub>t</sub>	-0.0724	[-18.96] ***	-0.0744	[-19.09] ***
<i>PPE</i> <sub>t</sub>	-0.0562	[-7.54] ***	-0.0559	[-7.50] ***
<i>SG</i> <sub>t</sub>	0.0360	[7.02] ***	0.0361	[7.05] ***
<i>VSG</i> <sub>t</sub>	-0.0046	[-1.15]	-0.0036	[-0.91]
<i>CFO</i> <sub>t</sub>	0.0063	[1.15]	0.0056	[1.02]
<i>COD</i> <sub>t</sub>	-0.0936	[-2.50] **	-0.0918	[-2.45] **
<i>FOREIGN</i> <sub>t</sub>	0.0192	[3.30] ***	0.0194	[3.36] ***
<i>BANK</i> <sub>t</sub>	0.0085	[1.67] *	0.0095	[1.88] *
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1294		0.1298	
N	12,570		12,570	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

## パネル B: 保守主義と株式リスク

従属変数	$TV_{t-t+3}$		$TV_{t-t+3}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	0.1187	[5.83] ***	0.1190	[5.86] ***
<i>STCC</i> <sub>t-2</sub>	0.0015	[0.90]		
<i>STCC</i> <sub>t-2</sub> × <i>NETINV</i> <sub>t</sub>	-0.0892	[-3.13] ***		
<i>STUCC</i> <sub>t-2</sub>			0.0144	[5.19] ***
<i>STUCC</i> <sub>t-2</sub> × <i>NETINV</i> <sub>t</sub>			0.0780	[2.40] **
<i>NETINV</i> <sub>t</sub>	0.0319	[1.79] *	-0.0491	[-2.44] **
<i>CASH</i> <sub>t</sub>	0.0065	[0.90]	0.0046	[0.64]
<i>SIZE</i> <sub>t</sub>	-0.0018	[-0.98]	-0.0024	[-1.31]
<i>LEV</i> <sub>t</sub>	0.0615	[12.55] ***	0.0577	[11.73] ***
<i>VSG</i> <sub>t</sub>	-0.0151	[-3.13] ***	-0.0138	[-2.86] ***
<i>CFO</i> <sub>t</sub>	-0.0358	[-5.56] ***	-0.0372	[-5.80] ***
<i>FOREIGN</i> <sub>t</sub>	0.0673	[9.42] ***	0.0685	[9.66] ***
<i>BANK</i> <sub>t</sub>	-0.0284	[-4.46] ***	-0.0221	[-3.45] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1514		0.1567	
N	11240		11240	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

## パネル C: 保守主義と株式リターン

従属変数	$BHAR_{t-t+3}$		$BHAR_{t-t+3}$	
	係数	[t値]	係数	[t値]
<i>Intercept</i>	8.5054	[20.69] ***	8.8916	[21.59] ***
<i>STCC</i> <sub>t-2</sub>	0.1550	[4.86] ***		
<i>STCC</i> <sub>t-2</sub> × <i>NETINV</i> <sub>t</sub>	0.4082	[0.76]		
<i>STUCC</i> <sub>t-2</sub>			0.1596	[3.02] ***
<i>STUCC</i> <sub>t-2</sub> × <i>NETINV</i> <sub>t</sub>			0.3898	[0.63]
<i>NETINV</i> <sub>t</sub>	-1.4517	[-4.32] ***	-1.4425	[-3.76] ***
<i>CASH</i> <sub>t</sub>	-0.4090	[-2.98] ***	-0.3901	[-2.84] ***
<i>SIZE</i> <sub>t</sub>	-0.7464	[-20.00] ***	-0.7816	[-20.89] ***
<i>LEV</i> <sub>t</sub>	1.6770	[17.72] ***	1.6673	[17.51] ***
<i>SG</i> <sub>t</sub>	-0.6281	[-5.36] ***	-0.5559	[-4.72] ***
<i>VSG</i> <sub>t</sub>	-0.0922	[-0.97]	-0.1144	[-1.21]
<i>CFO</i> <sub>t</sub>	0.0570	[0.47]	0.0154	[0.13]
<i>FOREIGN</i> <sub>t</sub>	-2.0434	[-15.02] ***	-2.1375	[-15.76] ***
<i>BANK</i> <sub>t</sub>	-1.9273	[-15.98] ***	-1.8677	[-15.34] ***
Year effect	Yes		Yes	
Firm effect	Yes		Yes	
Within R <sup>2</sup>	0.1868		0.1841	
N	11,113		11,113	

備考:

\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを表している。

#### (4) 小括

以上の頑健性分析を踏まえ、主分析の結果を振り返ると、条件付保守主義が投資水準に及ぼす影響については、頑健性が必ずしも十分ではないことが示唆される。他方、無条件保守主義が投資水準に及ぼす影響は頑健であるといえる。

次に、条件付保守主義または無条件保守主義と株式リスクの関係性については、一貫して主分析の結果を支持する証拠が得られており、条件付保守主義（無条件保守主義）の程度が高いほど、経営者がリスクの低い（高い）投資を選択することが本稿全体の分析結果から示唆されている。

しかしながら、そのような投資行動の変化が株式リターンに及ぼす影響については、複数期間の被説明変数を用いた分析や内生性（逆の因果関係）を考慮した頑健性分析において主分析と一貫した結果が得られていない。保守主義が企業の投資行動に影響を与えているとしても、その結果としての株主価値に変化をもたらすかは別の問題なのかもしれない。例えば、過大あるいは過小投資が生じやすい経済環境下・投資環境下では、保守主義の逆機能が生じる可能性も否定できない。ただし、内生性を考慮した分析をするうえで、本稿では Garcia Lara, Garcia Osma, and Penalva [2010]に倣って、ラグ付きの保守主義変数を用いている。これによって、内生性に対する懸念は緩和されるものの、内生性が存在しない場合の保守主義と各被説明変数との関係性も弱めてしまうと考えられるため、解釈には注意が必要であろう。

## 7. おわりに

本稿では、投資家（株式市場）の視点から、わが国における保守主義の経済的影響を検証した。具体的には、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）に及ぼすのかについて分析を行った。

本稿における主たる分析結果は次のとおりである。条件付保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、投資水準が抑制されることが示唆された。新規投資が抑制されるとともに、既存資産の売却が促進されている可能性がある。また、投資を実行する場合でも、条件付保守主義の程度が高い企業はリスクの低いタイプの投資を行うとする証拠を発見している。

他方、無条件保守主義に関しては、その程度が高い企業ほど、より多くの投資を行うほか、投資を実行する際にはリスクの高いタイプの投資を行う可能性があることが確認された。これらの現象は、無条件保守主義の程度が高いほど業績の下振れリスクが限定的になるため、リスク回避的な経営者を前提とすれば、経営者のリスクテイク余力が高まり、リスクの高いプロジェクトへの投資

が可能となることを示唆している。

このように、本稿の分析からは、条件付保守主義と無条件保守主義のそれぞれが、投資の水準・リスクという観点から企業の投資案件の選択（投資行動）に影響を及ぼしうることを示された。しかしながら、企業の投資行動を通じた株主価値（株式リターン）への影響に関する分析については、主分析から2つの保守主義が投資効率を改善する可能性が示されたものの、頑健性分析において主分析の結果は頑健性に欠けることが確認された。保守主義が企業の投資行動に影響を及ぼしうる一方で、株主価値への影響には一貫した結果が得られないのはなぜだろうか。この点については今後さらなる検討が必要であろう。

欧米を中心とした多くの先行研究は、主に債権者（債務契約）のベネフィットの観点から保守主義の決定要因および経済的影響を分析している。また、3節(1)でみたように、近年は投資家（株式市場）のベネフィットの観点から、保守主義が情報の非対称性を緩和し、モラル・ハザードや逆選択の問題を改善することを示唆する決定要因についての研究のほか、投資水準に影響を及ぼすことを示唆する研究等もみられ始めている。他方、保守主義が企業のリスクテイクや株主価値（株式リターン）に及ぼす影響を分析した研究はほとんどみられていない。このほか、無条件保守主義の経済的影響に焦点を当てた先行研究はほとんどみられていない。

本稿の貢献は、投資家（株式市場）の視点から、保守主義が日本企業の投資水準やリスクテイク、株主価値（株式リターン）に及ぼす影響を分析した点にある。特に、リスクテイクについて分析をした点は、既存研究にはない本稿の特徴である。また、条件付保守主義と無条件保守主義の異質な影響を明らかにした点も本稿の貢献といえよう。本稿の分析結果を踏まえれば、保守主義の経済的影響を論じる際には、2つの保守主義の経済的影響が異質である点を明示的に意識する必要があるだろう。

さらに、こうした本稿の分析結果は、会計基準設定主体が財務情報の質的特性を検討するうえで、中立性と保守主義の望ましいバランスを探る有益な判断材料となるであろう。

1節でみたように、現在、主要な会計基準設定主体は、概念フレームワークにおいて、財務報告の主要な目的を意思決定支援機能と捉えており、財務情報が備えるべき質的特性の1つに中立性を求めるなか、中立性と抵触する保守主義ないし慎重性を排除している。

他方、財務情報は各種契約にも利用されるため、契約支援機能への配慮もあり、個別基準では一定の保守主義を許容している<sup>36</sup>。もともと、個別基準においては、金森〔2009〕が米国基準において明らかにしたように、中立性との関係

<sup>36</sup> 日本銀行金融研究所〔2014a〕27～28頁における鶯地発言を参照。

から、無条件保守主義が排除ないし条件付保守主義に代替されつつある。

多くの先行研究の結果から示唆されるように、いずれの保守主義も契約を効率化すると考えられるが、本稿の分析結果やいくつかの先行研究を踏まえれば、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）に対しては、2つの保守主義が異質な経済的影響を及ぼす可能性がある。そのため、会計基準を設定する場合には、保守主義を排除ないしそのタイプを変更することによって、企業や投資家（株式市場）に思わぬ経済的影響が及ぶ可能性がある点について、十分に考慮する必要がある。

本稿が克服すべき検討課題としては、少なくとも以下の4点が残されている。第1に、保守主義とガバナンス・システムとの関係については、十分な分析を行っていない<sup>37</sup>。例えば、株式リスクの分析における2つのガバナンス変数に関しては、対照的な結果が観察されている。外国人持株比率（ $FOREIGN_{i,t}$ ）はリスクテイクを促進している一方で、金融機関持株比率（ $BANK_{i,t}$ ）はリスクテイクを抑制する方向に機能している。条件付保守主義が有する自己規律効果や事後モニタリング効果、無条件保守主義が有するリスクテイク促進効果と、他のガバナンス・システムの相互関係は興味深い研究テーマである。

また、保守主義と法体系・法制度等の広義のガバナンス・システムとの関係についても、注意深い検討が必要である。Ball, Kothari, and Robin [2000]の国際比較研究によれば、成文法（code law）国家においては、会計利益が経済的損失を取り込むのが相対的に遅い点が確認されている。本稿では、日本企業のみを分析の対象としたが、国際的な比較を通じた広義のガバナンス・システムの研究も必要かもしれない。

第2に、異なる経済環境下・投資環境下における保守主義の逆機能についても、検討ができていない。条件付保守主義が自己規律効果や事後モニタリング効果を有するならば、過度の保守主義が企業の過少投資を招く状況が考えられる。また、無条件保守主義のリスクテイク促進効果は、過剰投資を招く可能性もあり、注意が必要であろう。

第3に、財務報告上の中立性、費用・収益対応原則を害する結果として生じる機会損失については分析できていない。保守主義が債権者（債務契約）および投資家（株式市場）にポジティブな影響をもたらす場合があるとしても、中立性や費用・収益対応原則が害されることによるネガティブな影響が大きい場合には保守主義を強調すべきでない。確かに、本稿の分析からは、保守主義が投資やリスクテイクを促進する場面、株主価値にポジティブな影響を与える状

---

<sup>37</sup> 保守主義や利益平準化などの会計基準の枠内で行われる経営者の会計戦略（利益調整）と企業価値（株主価値）およびコーポレート・ガバナンスの関係については、例えば、浅野・古市 [2014] を参照。

況が存在する点が確認された。しかしながら、保守主義は財務報告上の中立性には反する。必ずしも経済活動、経済価値を中立に表示してはいない。

Solomons[1978]は、自動車のスピード・メーターをアナロジーに用いて、会計基準の中立性、経済的影響について論じている。高速道路での事故削減という政策目的達成のためには、車のスピード・メーターを過大表示するのが有効かもしれない。スピード・メーターは運転者の行動を安全運転に変えるからである。しかし、その一方で、過大表示という事実が周知された場合、スピード・メーターに対する信頼性は失われてしまうだろう。また、そもそも本当は何キロで走っているのか、ドライバーも警察官も分からなくなってしまう危険性さえある。保守主義に関しても同様の事態が危惧される。

Solomons[1978]は別のアナロジーとして地図も取り上げている。信頼できる地図とはいかなる地図だろうか。人々の行動を誘発・抑制するタイプの地図は信頼されるだろうか。重要な対象が除外されているような地図を信頼できるだろうか。距離が実態よりも近く（遠く）表示されている地図、標高が過小（過大）表示されている地図を信頼できるだろうか。Solomons[1978]は、R&D 支出が即時費用処理され、オフバランス化されている会計情報を人々は信頼するだろうかとの問題を提起している。無条件保守主義に直結する論点である。

会計基準の是非を判定する規準は、人々の行動への影響力の大小なのか、それとも経済状態の表現忠実性なのか。保守主義の弊害、中立性が侵害されることの代償（コスト）についても、検討が必要であり、今後の研究課題であるといえよう。

最後に、本稿で用いた2つの保守主義の尺度 (Beaver and Ryan [2000]、Khan and Watts[2009]) の妥当性についても検討する必要がある。これらの尺度は多くの先行研究で用いられているものの、批判的になることも少なくない。例えば、その算定には市場データ（株価）を用いているが、そもそも経済的利益の代理変数として株価が妥当であるかは明白でない<sup>38</sup>。本稿の分析結果の頑健性を確保するうえでも、減損や加速償却といった個々の会計処理から保守主義の程度を追加的に計測し、そうした尺度と従来の尺度との関係性を確認するなど、多角的に保守主義の尺度の妥当性を検討していく必要があるだろう。

---

<sup>38</sup> 日本銀行金融研究所 [2014b] における田中発言を参照。

## 参考文献

- 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」、日本銀行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
- 薄井 彰、「株式評価における保守的な会計測定の経済的機能について」、『金融研究』第23巻第1号、日本銀行金融研究所、2004年、127～160頁
- 金森絵里、「会計保守主義の二分化と排除不可能性（千代田邦夫教授退任記念号・渡辺峻教授退任記念号）」、『立命館経営学』47(5)、2009年、177～192頁  
企業会計基準委員会、「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」、企業会計基準委員会、2006年
- 草野真樹、「公正価値評価の拡大と会計の契約支援機能」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年
- 桜井久勝、「終章 実証的会計研究と会計制度設計」、伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『体系現代会計学 第3巻 会計情報の有用性』、中央経済社、2013年、459～480頁
- 首藤昭信、「ビッグ・バスの目的と効果」、『企業会計』第65巻第2号、2013年、49～57頁
- 須田一幸、『財務会計の機能 一理論と実証一』、白桃書房、2000年
- 高田知実、「保守主義の指標相互における関連性分析」、『現代ディスクロージャー研究』第8号、2008年
- 、「保守主義の定量化とその機能（2）」、『企業会計』第61巻第2号、2009年
- 徳賀芳弘・太田陽子、「会計の契約支援機能を踏まえた情報提供のあり方について—公正価値評価の拡大の影響を中心に—」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年
- 中野 誠・高須悠介、「第5章 日本企業の現金保有決定要因分析—所有構造と取締役会特性の視点から—」、一橋大学日本企業研究センター編、『日本企業研究のフロンティア』、第9号、有斐閣、2013年、55～67頁
- 中村亮介、「保守主義に関する実証研究 —保守的な会計手続きがエージェンシーコストに与える影響—」、一橋大学博士学位論文、2009年
- 日本銀行金融研究所、「ワークショップ『公正価値評価の拡大が会計の契約支援機能に与える影響について』の模様」、『金融研究』第33巻第1号、日本銀行金融研究所、2014年 a
- 、「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」、日本銀行金融研究所ディスカ

- ッション・ペーパー、日本銀行金融研究所、2014年b（近日公表予定）
- 八重倉 孝、「第5章 概念フレームワークと実証研究」、斎藤静樹編著『討議資料 財務会計の概念フレームワーク [第2版]』中央経済社、2007年、120～134頁
- 米澤康博・佐々木隆文、「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」、『フィナンシャル・レビュー』、第60号、2001年
- Ahmed, Anwer S., Bruce K. Billings, Richard M. Morton, and Mary Stanford-Harris, “The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs,” *The Accounting Review*, 77(4), 2002, pp.867-890.
- , and Scott Duellman, “Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers’ Investment Decisions,” *Accounting & Finance*, 51(3), 2011, pp.609-633.
- Ball, Ray, S.P. Kothari, and, Ashok Robin, “The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 2000, pp.1-51
- , and Lakshmanan Shivakumar, “Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 2005, pp.83-128.
- , Ashok Robin, and Gil Sadka, “Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism,” *Review of Accounting Studies*, 13, 2008, pp.168-205.
- Basu, Sudipta, “The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 1997, pp.3-37.
- , “Discussion of On the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and the United Kingdom,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(9-10), 2001, pp.1333-1349.
- Beaver, William H., and Stephen G. Ryan, “Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity,” *Journal of Accounting Research*, 38(1), 2000, pp.127-148.
- , and ———, “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling,” *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 2005, pp.269-309.
- Campello, Murillo, John R. Graham, and Campbell R. Harvey, “The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, 97(3), 2010, pp.470-487.
- Chen, Hanwen, Jeff Zeyun Chen, Gerald J. Lobo, and Yanyan Wang, “Association

- Between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting Research*, 48(5), 2010, pp.973-1014.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics*, 33(1), 1993, pp.3-56.
- , and —————, “Size and Book-to-market Factors in Earnings and Returns,” *The Journal of Finance*, 50(1), 1995, pp.131-155.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Statement of Financial Accounting Concepts No.8: Conceptual Framework for Financial Reporting, Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information*, FASB, 2010.
- Francis, Bill, Iftekhar Hasan, and Qiang Wu, “The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis,” *Accounting Horizons*, 27(2), 2013, pp.319-346.
- Francis, Jere R., and Xiumin Martin “Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition” *Journal of Accounting and Economics*, 49, 2010, pp.161-178.
- Garcia Lara, Juan Manuel, Beatriz Garcia Osma, and Fernando Penalva, “Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency,” working paper, 2010.
- , —————, and —————, “Conditional Conservatism and Cost of Capital,” *Review of Accounting Studies*, 16(2), 2011, pp.247-271.
- Gassen, Joachim, Rolf Uwe Fülber, and Thorsten Sellhorn “International Differences in Conditional Conservatism - The Role of Unconditional Conservatism and Income Smoothing” *European Accounting Review*, 15(4), 2006, pp.527-564.
- Givoly, Dan, and Carla Hayn, “The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting become more Conservative?” *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 2000, pp.287-320.
- International Accounting Standards Board (IASB), *Conceptual Framework for Financial Reporting 2010*, IASB, 2010.
- Ishida, Souhei, and Kunio Ito, “The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior,” in Kunio Ito and Makoto Nakano, eds. *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Chapter 3, Springer, 2014.
- Jackson, Scott B., “The Effect of Firms’ Depreciation Method Choice on Managers’ Capital Investment Decisions,” *The Accounting Review*, 83(2), 2008, pp.351-376.
- , Xiaotao(Kelvin) Liu, and Mark Cecchini, “Economic Consequences of Firm’s Depreciation Method Choice: Evidence from Capital Investments,” *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 2009, pp.54-68.
- Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and

- Takeovers,” *The American Economic Review*, 76(2), 1986, pp.323-329.
- Khan, Mozaffar, and Ross L. Watts, “Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting and Economics*, 48, 2009, pp.132-150.
- Kravet, Todd D., “Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions,” working paper, 2012.
- LaFond, Ryan, and Sugata Roychowdhury, “Managerial Ownership and Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting Research*, 46(1), 2008, pp.101-135.
- , and Ross L. Watts, “The Information Role of Conservatism,” *The Accounting Review*, 83(2), 2008, pp.447-478.
- Lawrence, Alastair, Richard Sloan, and Yuan Sun, “Non-discretionary Conservatism: Evidence and Implications,” *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 2013, pp.112-133.
- Li, Xi., “Accounting Conservatism and Cost of Capital: International Analysis,” working paper, *London Business School*, 2010.
- Lobo, Gerald J., and Jian Zhou, “Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence,” *Accounting Horizons*, 20(1), 2006, pp.57-73.
- Louis, Henock, Amy X. Sun, and Oktay Urcan, “Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism,” *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 2012, pp.1249-1271.
- Nikolaev, Valeri V., “Debt Covenants and Accounting Conservatism,” *Journal of Accounting Research*, 48(1), 2010, pp.137-176.
- Ohta, Yasuhiro, “Accounting Conservatism and Firm Characteristics,” working paper, 2013
- Pinnuck, Matt, and Anne M. Lillis, “Profits Versus Losses: Does Reporting an Accounting Loss Act as a Heuristic Trigger to Exercise the Abandonment Option and Divest Employees?” *The Accounting Review*, 82(4), 2007, pp.1031-1053.
- Roychowdhury, Sugata, “Discussion of: “Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition” by J. Francis and X. Martin,” *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 2010, pp.179-183.
- Ryan, Stephen G., “Identifying Conditional Conservatism,” *European Accounting Review*, 15(4), 2006, pp.511-525.
- Shuto, Akinobu, and Tomomi Takada, “Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), 2010, pp.815-840.

- Solomons, David, "The politicization of accounting," *Journal of Accountancy*, November 1978, pp.65-72.
- Sunder Jayanthi, Shyam V. Sunder, and Jingjing Zhang, "Balance Sheet Conservatism and Debt Contracting," working paper, 2011
- Tan, Liang, "Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism," *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 2013, pp. 1-22.
- Watts, Ross L., "Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications," *Accounting Horizons*, 17(3), 2003a, pp.207-221.
- , "Conservatism in Accounting Part II : Evidence and Research Opportunities," *Accounting Horizons*, 17(4), 2003b, pp.287-301.
- , and Luo Zuo, "Accounting Conservatism and Firm Value: Evidence from the Global Financial Crisis," working paper, 2012.
- Wittenberg-Moerman, Regina, "The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market," *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 2008, pp.240-260.
- Zhang, Jieying, "The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers," *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 2008, pp.27-54.