

平成 22 年 3 月 31 日現在

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2007～2009

課題番号：19530404

研究課題名(和文) 行動ファイナンスの会計学への応用

研究課題名(英文) Application of behavioral finance to accounting

研究代表者 山本 達司

(Yamamoto, Tatsushi)

名古屋大学・経済学研究科・教授

研究者番号：80191419

研究成果の概要(和文)：

これまでの経済学では合理的な行動を行う個人が仮定されてきたが、実際、個人は必ずしも合理的な行動を行うとはかぎらない。近年、このことに注目して経済理論を再構築しようとする動きが活発になっている。それが、行動経済学、行動ファイナンスである。本研究では、行動経済学、行動ファイナンスの理論を用いて、日本における会計関連の現象がなぜ生じるかを説明する理論を構築し、かつそれをケース・スタディにより実証的に検証した。

研究成果の概要(英文)：

In most prior literature of neo-classical economics, the rationality of individuals is assumed. However the individual does not always take a rational action. Academic fields that focus on this point are behavioral economics and behavioral finance. In this research, we constructed a theory to explain some accounting related phenomena using the knowledge of behavioral economics and behavioral finance and to take an empirical test by case study.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,300,000	390,000	1,690,000
2008年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2009年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,000,000	900,000	3,900,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：財務会計 行動ファイナンス

1. 研究開始当初の背景

共同研究者である加藤英明は、1990年に『株価変動とアノマリー』（日本経済新聞社）で、株価の動きに規則性が存在することについて、日本ならびに海外市場における実証研究の結

果を報告した。アノマリーとは、既存の理論で説明できない現象であるが、それ以降、現在に至るまでアノマリーを説明する研究は続き、新しい理論の展開が見られるようになった。その1つが本研究でとりあげる行動ファ

ファイナンスという領域であり、行動科学という研究手法を用いて、投資家の市場における投資行動を分析している。

1990年代初めは、異端視されていた行動ファイナンスであるが、今やファイナンスの一分野として確固たる地位を占めつつあることは、学会において行動ファイナンスのセッションが必ず設けられたり、行動ファイナンスのワークショップ、シンポジウムが頻繁に開催されていることから明らかである。

それに加えて、2002年度のノーベル経済学賞に、この分野で先駆的な研究を行ってきたプリンストン大学の心理学者であるDaniel Kahneman教授が選ばれ、行動ファイナンスが一般的にも認知された研究領域となったことを示した。

これまでの経済学は感情を抜きにした合理的人間が、自己の効用を最大化することを前提として、議論が展開されてきた。それに対して行動ファイナンスは、これまでの経済学ではほとんど無視されてきた人間の心理的側面に注目し、「経済社会において様々な金融現象が、なぜ起こるのか」について、理論的説明を与えるとともに、それに対する実証的検証を試みてきた。ファイナンスにおいて、このように人間の心理的側面、人間の非合理的な行動に注目する動きが始まったことは、必然的に、隣接分野である会計学の分野にも影響を与えた。会計学において実証的研究(positive research)を主として取り扱ってきた主要な学術雑誌としては、Journal of Accounting Research、Journal of Accounting and Economics等があるが、2004年に発行されたJournal of Accounting and Economicsのvol.38は、行動ファイナンスについての特集号である。

このように、行動ファイナンスの会計学への応用は、アメリカを中心として近年、非常に注目されている。人間の心理的側面、非合理的な行動に注目し、合理性を仮定したこれまでの研究を改善し、より説明力の高い理論を構築しようとする試みは、アメリカのみならず日本でも重要であることは、明らかである。しかし、日本においては、行動ファイナンスの理論を会計学に応用しようとした研究が進んでいるとは、決して言えない。そこで本研究プロジェクトは、このような日本の現状を打破する1つの契機を与えることを意図して開始した。

2. 研究の目的

(1) 行動ファイナンスの手法を用いて、日本における様々な会計現象がなぜ起きるのか

を説明し、かつそれを実証的に検証する。とりわけ、①株式所有構造が利益操作に与える影響、②市場の非効率性が日本企業の公開市場買付(TOB)戦略に与える影響、③新規株式公開(IPO)が経営者の利益操作に与える影響について、理論モデルを構築し、それを検証することを目的とした。

(2) 本研究の分析結果をアメリカの研究成果と比較し、日本の会計現象の特徴を明らかにする。

(3) 以上の研究成果を踏まえた上で、日本の基準設定ならびにコーポレート・ガバナンスについて提言を行う。

3. 研究の方法

(1) 先行研究のサーベイ

行動ファイナンスの研究成果を会計学へ応用ないし適用する可能性について、徹底した文献研究を行った。2004年に発行されたJournal of Accounting and Economicsのvol.38は、行動ファイナンスについての特集号であり、まず、これに掲載された論文すべてについて検討を行った。

そして、ファイナンス関係の学術雑誌としては、Journal of Finance, Journal of Political Economy, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Pacific Basin Finance Journal, Review of Financial Studies, Journal of Portfolio Management, International Review of Finance, Management Science, Journal of Financial Economics, Journal of Financial Studies, 現代ファイナンス、証券アナリストジャーナル等に注目し、これらに掲載された行動ファイナンスに関する論文のサーベイを行った。

会計学関係の学術雑誌としては、The Accounting Review, Journal of Accounting and Economics, Journal of Business Finance and Accounting, Review of Accounting Studies, 会計、会計プロGRESS等に注目し、これらに掲載された行動ファイナンスに関する論文のサーベイを行った。

(2) アナリティカルな理論モデルの構築

一般性を有する理論を構築するには、逸話的な理論(anecdotal theory)ではなく、アナリティカルな理論(analytical theory)を構築することが不可欠である。従って、新古典派経済学をベースにしたゲームの理論、契約理論を用いて、①株式所有構造が利益操作に与える影響、②市場の非効率性が日本企業のTOB戦略に与える影響、③新規株式公開(IPO)が経営者の利益操作に与える影響について、理論モデルの構築を試みた。

(3) 理論を検証するための実証研究

株式所有構造が利益操作に与える影響について構築した理論を、サンプル企業の利益分布を用いて、検証を試みた。また、新規株式公開 (IPO) が経営者の利益操作に与える影響について、検証を試みた。

(4) 理論を検証するためのケース・スタディ

市場の非効率性が日本企業の公開市場買付 (TOB) 戦略に与える影響について、2006年に起きた敵対的 TOB を事例にとり、ケース・スタディを行った。具体的には、王子製紙の北越製紙に対する敵対的 TOB について一連の出来事を日本経済新聞等の綿密な調査により、ケース・スタディを行った。

4. 研究成果

(1) 市場の効率性と公開市場買付 (TOB) について

企業の買収・合併 (M&A) は、経営資源の効率的利用を促進し、不効率な経営を行ってきた企業経営者を排除する1つの有力な手段である。しかし、日本の株式市場においては、投資家の心理的要因と株式相互持合の慣行により、市場が非効率であるため、TOB の実行に関して様々な障害がある。しかしこの状態を放置しておけば、日本における資源配分の効率性が低まるので、効率的ではない株式市場において、できるだけ円滑に TOB を実行する実現可能な手段を検討する必要がある。

理論分析の結果、次のことが判明した。日本において TOB を成功させるための現実的な戦略は、M&A のターゲットとなっている企業経営者に、経営者地位を保証するとともに、経営者に友好的 TOB に応じる最低限の経営者報酬を約束することである。

そしてこの分析結果は、ケース・スタディ (王子製紙の北越製紙に対する敵対的 TOB) によって、支持されている。つまり、王子製紙の敵対的 TOB 失敗の原因は、次の2つである。

①日本企業の経営者は株式相互持合によって手厚く保護されているため、経営者が TOB 前に経営者地位に感じていたベネフィットは非常に大きく、TOB 成功後の企業の経営者地位に感じるベネフィットは比較的小さい。王子製紙はこの2つの推定を誤ったために、M&A の交渉において北越製紙経営者が満足する経営者報酬を提示できずに、TOB が失敗した。

②日本の株式市場の非効率性により、敵対的 TOB の成功確率は、友好的 TOB の成功確率に比べて、非常に小さいと考えられる。それにもかかわらず、王子製紙が敵対的 TOB の成功確率を過大推定したことが、TOB 失敗の原因である。

(2) 新規株式公開 (IPO) と利益操作について

企業が IPO を行った直後の株価は高騰することが、一般に観察されている。ファンダメンタル分析によれば、これは投資家が IPO 後の企業の収益性 (具体的には、将来キャッシュフローの発生) を投資家が期待していると説明される。しかし、IPO 後の株価の高騰は明らかに異常であることが多く、それは IPO 企業のファンダメンタル価値を大きく上回っていると考えられる。すなわち、それは行動ファイナンスの概念である投資家の群衆行動 (herding behavior) によると考えられる。

このことを前提とすると、未公開株式を保有し、かつ IPO を予定している企業の経営者は、IPO 前に利益増加的会計操作を行うことによって、株式をさらに高騰させて、保有株式を売却しようとするインセンティブを有することになる。パイロット的な実証分析の結果、IPO 直前の決算期には利益増加的な会計操作が行われ、その反動として IPO 後の決算期に利益が大きく減少することが判明した。

この現象を説明する理論モデルの構築を試みているが、まだ確固たる理論モデルが完成しておらず、現在も作業中である。

(3) 株式所有構造が利益操作に与える影響について

日本企業の株式所有構造の特徴は、メインバンク制と系列企業による株式の相互持合である。この2つが経営者の利益操作行動にどのような影響を与えるかを検討した。

経営者は企業業績によって評価されるが、企業業績は株価と連動していることが一般に知られている。従って、株価は投資家が企業業績に与えた評価であると考えられることができる。

しかし、株価は必ずしも合理的とは言えない投資家の心理的要因によって大きく変動するため、日本の株式所有構造と経営者の利益操作との関係を考察することは、行動ファイナンスという観点から有意義と考えて分析を行った。

理論モデルを構築し、会計データにより実証分析を行ったが、投資家の心理的要因 (行動ファイナンス的要因) が株価に及ぼす影響を示す証拠は得られなかった。

(4) アメリカの分析結果との比較

①市場の効率性と公開市場買付 (TOB) について

「アメリカの株式市場は日本の株式市場に比べて効率的である」とよく主張されるが、基本的にこの主張を支持する結果が得られた。

アメリカ市場と日本市場とで、市場の非効

率性を形成する要因を比較すると、投資家の心理的要因が株価に影響し、株価が一時的にファンダメンタル価値から乖離するという点については同じであった。しかし日本には、株式相互持合というアメリカにはない慣習が存在する。これが、日本の株式市場をいっそう非効率的にすることが判明した。

②新規株式公開 (IPO) と利益操作について
必ずしも十分な研究成果が上げられたとは言えないが、現在までの研究結果とアメリカでの分析結果を比較すると、投資家の群衆行動 (herding behavior) という観点からは、アメリカと同様の分析結果が得られた。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 5 件)

1. 山本達司, 市場の非効率性と T O B - 日本における理論とケース, 『管理会計学』第 17 巻第 2 号, pp.49-64, 2009, 査読無 (招待論文)

2. Hideaki Kato, Takehide Hirose and Marc Bremer, Can Margin Traders Predict Future Stock Returns in Japan?, *Pacific Basin Finance Journal*, vol.17, pp.41-57, 2009, 査読有.

3. 胡丹, 中国における証券市場の発展と会計基準のグローバル化, 『経済科学』第 56 巻, pp.1-12, 2009, 査読無.

4. Hideaki Kato, Kotaro Inoue and Marc Bremer, Corporate Restructuring in Japan: Who monitors the monitor?, *Journal of Banking and Finance*, vol.32, pp.2628-2635, 2008, 査読有.

5. 胡丹, リース会計基準の変更による企業業績に及ぼす影響, 『会計』第 171 巻, pp.749-763, 2007, 査読無.

[学会発表] (計 3 件)

1. 胡丹, ドイツの IFRS 導入とその実証的証拠, 日本会計研究学会中部部会第 122 回大会, 2009 年 12 月 5 日, 名古屋商科大学.

2. Asano, N., Y.Kusu, A.Shiba and T.Yamamoto, Earnings Management at Initial Public Offerings in Japan, 9th Annual Conference Asian Academic Accounting Association, Nov/30/2008, Dubai.

3. 山本達司, M&A における企業評価—行動ファイナンスの視点から—, 日本管理会計学会, 2008 年 8 月 30 日, 甲南大学.

[図書] (計 1 件)

1. 加藤英明・山崎尚志, 東洋経済新報社, 『野球人の錯覚』, 2008, 165 ページ.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

山本 達司 (Yamamoto, Tatsushi)
研究者番号: 80191419

(2) 研究分担者

加藤 英明 (Kato, Hideaki)
研究者番号: 80177435
太田 亘 (Ohta, Wataru)
研究者番号: 20293681
胡 丹 (Ko, Tan)
研究者番号: 10386667