

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 5月 27日現在

機関番号：15501

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2009～2011

課題番号：21530466

研究課題名（和文） 財務報告における認識対開示問題に関する実証的研究

研究課題名（英文） Empirical analysis on recognition versus disclosure issues in financial reporting

研究代表者

松浦 良行 (MATSUURA YOSHIYUKI)

山口大学・大学院技術経営研究科・教授

研究者番号：70274149

研究成果の概要（和文）：本研究では、財務数値に関するフォーマット効果の存在を、外国人投資家と個人投資家の投資行動との関係で調査した。外国人投資家に関しては、グローバルに標準化された数値と報告数値の差が、外国人の株式所有割合に影響をするか調査したが、両者の間に有意な関係は見いだせなかった。個人投資家に関しては、会計処理や脚注情報に関する知識と投資行動の関係についてアンケート調査により調査した。結果として、保有期間の長さや株主優待の存在がフォーマット効果が無効化させていることが分かった。

研究成果の概要（英文）：This research investigates “format effect” of financial reporting with respect to both individual and foreign institutional investors’ behaviors. Regarding foreign investors, it examines whether the differences between the reported numbers and the numbers obtained from globally standardized database would affect foreign investors’ ownership and consequently finds no statistically significant impact. The research on format effect to individual investors is undertaken by questionnaire survey to see the relationship between their knowledge about accounting treatment and attention to footnote disclosure and their investment behaviors. By holding considerable length and prioritizing stockholder perks they reduce the potential impact of format effect.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	700,000	210,000	910,000
2010年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2011年度	1,300,000	390,000	1,690,000
年度			
年度			
総計	3,100,000	930,000	4,030,000

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：資本市場、コンバージェンス、フォーマット効果、株主優待

1. 研究開始当初の背景

EU各国におけるIFRSの強制適用指向などに代表されるように、会計基準のコンバージェンスが進展している。こうした中、世界では財務報告の比較可能性と株価関連性の研

究が数多くなされてきた。現代では、比較可能性とは同一の経済主体が同一の経済事象を同じように報告することと考えられるのが通説であり、それに基づいて会計制度のクオリティーが分析されてきている。しかし、

そもそも会計基準の違いによる財務報告の差異の証券価格に対する影響には未だ論争がある上、仮に完全な比較可能性が担保されたとしても、投資家特性によって証券価格に対するインプリケーションは異なることが予想される。

本研究では、こうした比較可能性研究の前進につなげるため、投資家をいくつかのタイプに分け、投資家毎の直面するフォーマット効果と証券価格との関係を分析することは、コンバージェンスの必要性に関する分析に新たな視点を提供出来ると考えた。

2. 研究の目的

上記の背景を踏まえて、本研究は、財務報告制度における認識と開示の問題、すなわちある経済事象が左記いずれで処理されるかが意思決定者に影響を及ぼすという意味でのフォーマット効果の存在について実証的なアプローチに基づいて多面的に分析し、最終的にはある経済事象に関する本体計上か脚注処理かの制度的意思決定において、証券価格形成との関わりにおける基準策定に向けての学術的検討の端緒となることを目的とする。

このため、まず国内機関投資家の投資行動をベンチマークと設定するため、国内基準に基づき作成された財務報告数値を利用してバリユエーションを行っている想定する。その上で、外国人投資家と個人投資家が異なる財務数値の活用をするとの仮説をおき、それを検証する。これに関連して、本研究ではフォーマット効果を投資家属性との関連で定義し、多義的なものとする。外国人投資家に関しては、他国基準に対するファミリーアリのなさをフォーマット効果とする。これに関しては、フォーマット効果に当たらないとの見方もあるが、本研究においてこのように位置づけた理由は4において述べる。

もう一方の研究対象である個人投資家については、行動会計学で検討されている一般的なフォーマット効果、すなわち彼らの合理性の限界が投資意思決定における財務数値の利用にどのような影響を及ぼすかについて検討する。

以上の検討に基づいて、投資家属性に注目し証券市場におけるフォーマット効果をより詳細に分析することを目指した。

3. 研究の方法

関連する先行研究のレビューに基づき、基本的な研究枠組みを構築した後、個人投資家に関する調査では、インタビューによる投資家の投資行動と財務数値利用の関係性について中規模な個人投資家向けアンケート調査を二回実施した。外国人投資家の投資行動に関しては、包括的なデータベースを作成し計

量経済学的な分析を行った。

4. 研究成果

(1)外国人投資家とフォーマット効果

①データベース間差異の分析

会計基準に対するファミリーアリの影響を分析した先行研究の多くが、FASやIFRSなどにローカル基準から移行した場合のインパクトに注目している。

しかし、投資活動のグローバル化が進展し、機関投資家が商用投資データベースを活用している現状を考えれば、彼らは会計基準の相違に起因する問題への対処策を見出していると考えるのが妥当であろう。そうでなければ、アナリストたちは限られた時間の中で、グローバル化した企業競争の分析を常にバイアスをもって分析することになってしまう。むしろすでに標準化されている商用データベースでの財務数値と報告ベースの財務数値の間にこそフォーマット効果が存在している可能性があると考えた。なぜなら、データベンダーや機関投資家へのデータベース利用に関するヒアリングから、競争力分析はグローバル基準で行い、利益予想は国内基準を念頭に置いて行うというある種のねじれが存在し、それが競争力の翻訳エラーにつながる可能性があることを確認できたからである。

そこで、本研究では多くの機関投資家が採用しているトムソンロイター社提供のワールドスコープ(WS)データベース上のファンダメンタル数値と、国内基準ベース(RP)のそれとの乖離が、外国人投資家の投資行動に影響を与えるかを検証した。WSはデータの組み替えにあたり、フォーマットの組み替えを行っているだけなので、財務数値のファミリーアリの影響に限定される。そして、我が国のマーケットを対象にした研究からスタートした。その理由は、我が国企業サンプルについてのみ、近年報告数値がデータベース上に加えられていること、また国際標準であるUSGAAPやIFRSと異なる基準を持つ最大の経済国であること、かつ我が国を対象としたファミリーアリ研究の蓄積がないことである。また、限定的ではあるが決算時点における外国人投資家の所有状況が把握できるからである。

観測期間としては、WSデータベース上で多くの上場企業のRPが入手可能な2003年から2011年までを対象にした。サンプル企業は2012年3月末時点での生存企業に限定している。関心の中心は、WS上での数値とRPの差であり、以下の式で表される比率をフォーマット効果と定義した：

$$(WS \text{ 数値} - RP \text{ 数値}) / RP \text{ 数値}$$

表1は、この算式に基づいて計算されたROE

について、±1%を基準としてフォーマット効果を示している。表から明らかなように、毎年10%から20%のサンプル企業について、一定程度のフォーマット効果が存在していることが分かる。

年度	2003	2004	2005	2006	2007
企業数	2739	3099	3251	3353	3440
>1%	195	192	183	205	175
<-1%	185	295	350	499	505
割合	14%	16%	16%	21%	20%

年度	2008	2009	2010	2011
企業数	3485	3515	3518	3556
>1%	183	212	206	270
<-1%	285	319	235	205
割合	13%	15%	13%	13%

表1 ROEのフォーマット効果

図1は、観測期間中におけるROEのフォーマット効果に関する一次の自己相関を示したものである。これから明らかなように、観測期間中の殆どの期間で有意な正の相関があった。期間中のより高次の系列相関についても、同様の結果が得られる。したがって、会計発生高のようなリバーサビリティは存在せず、継続的にWS上の方が好(低)業績に見え続けるという傾向があることになる。したがって、ファンダメンタル投資を行う外国人投資家が、投資判断に当たってローカル数値を意識しなければ、投資対象として選択される企業が異なる可能性がある。

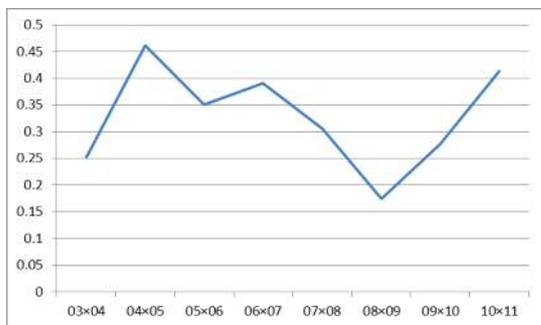


図1 フォーマット効果の持続性

これらを前提として、ROEを基準としてフォーマット効果が大きな企業についてファンダメンタル数値をWSベースで再計算し、全サンプルについてそれらとリターンとの関連性、そしてフォーマット効果大の企業サンプルだけに焦点を当てた分析を行ったが、数値的に見た異常値の処理如何で大きく結果が変化するとはいえ、統計的に有意なレベルでの説明力の変化を確認することは出来なかった。

より直接的にプラスのフォーマット効果が外国人投資家を誘引するかどうかを調査するため、所有株主状況が入手可能な企業群について外国人所有割合を計算し、フォーマット効果との関係性を検討した。結果として、少数の特異なケースを除けば、フォーマット

効果は外国人株主保有割合に影響を与えないことが明らかになった。

②データベース分析の含意

IFRS導入を契機としてヨーロッパで数多く行われたファミリーリティーに注目したフォーマット効果研究では、会計基準の統一が外国人投資家を中心として株式所有構造に変化をもたらすことが示されているが、本研究ではそうした証拠を得ることが出来なかった。本研究の結果を所与とすれば、ヨーロッパにおいても、機関投資家はIFRS適用以前からWSのような標準化されたデータベースが利用されており、統一的尺度の不在のみが阻害要因とはなり得ない。したがって、IFRSの導入がクロスボーダーの資本取引を活性化させたのであれば、会計基準の質の向上(変化)が追加的な誘因を外国人投資家に与えていることになるが、その誘因は現時点においては明らかになっていない。我が国でもIFRS導入が間近に迫っており、こうした点を明らかにすることが求められる。

(2)個人投資家とフォーマット効果

①ヒアリング調査の結果

既往の個人投資家向けアンケート調査では、個人投資家も投資意思決定に財務数値を中心としたファンダメンタル尺度を一定程度活用していることが示されている。また、行動会計学の研究成果でも、投資家の財務数値に関する一定の知識量が想定されていた。これを前提として、個人投資家が様々な情報の中で財務情報を特に重視する状況と、財務報告の枠組みが大きく変化するIFRS導入に関する認識について、その後実施するアンケートの適切な設問項目を設定することを目的としていた。しかし、ヒアリングを重ねていくうち、既往の調査では十分配慮されていなかった個人投資家の会計数値に関する知識レベルと利用状況の関係や、財務数値を活用するグループの投資スタイルの独自性の存否等について、既往のアンケート調査によっては明確になっていないことが分かり、これをアンケート調査に反映させた。

②アンケート調査の結果

上記のヒアリングを受けて、アンケート調査を二回実施した。個人投資家にも様々なクラスが存在するが、本研究において関心の対象となるのは、いわゆるデイトレーダー以外の個人投資家である。こうした投資家は、投資活動自体もアクティブではなく、証券価格に対する影響力も相対的に小さいと考えられるが、デイトレーダーたちは財務情報のインターバルよりはるかに短いスパンで取引を繰り返しており、ポストアナウンスメントド

リフトのようなイベントスタディを指向していない本研究では除外することを意図した。

アンケートは日経リサーチに委託し、インターネット調査の形式をとった。同社の保有しているアンケートプールに、モメンタム投資を主としている人ではなく、一般投資家を優先することを意図したリードと共に周知し、約 500 人から回答を得た。第二回アンケートは、第一回アンケート回答者に対して回答を求め、400 人弱から回答を得た。回答者の 8 割近くが男性、30 代から 60 代まで平均的に分布し、大都市圏在住者が大半であった。回答者の約 8 割は 3 銘柄以上保有し、かつ平均保有期間は 1 年以上と回答しているので、意図したサンプル群といえる。

投資意思決定は複雑な情報探索および処理の結果であり、またサンプル群にも投資スタイルに多様性が存在している。さらに、フォーマット効果を狭義に捉えた場合、会計発生高の処理の相違を意味し、長期的には会計数値に反映されることになるので、仮に投資家はその存在を認識していたとしても、長期投資においては重要な要因ではないかもしれないため、財務情報の影響を過大評価する設計を防止しなければならない。そこで、第一回目のアンケートでは、回答者の基礎的な財務情報の利用実態を探るとともに、彼らが意思決定局面で財務情報に大きなウェイトを置き、フォーマット効果にさらされるシナリオを探索することを目的とした。想定したシナリオとは、投資家は購入意思決定をする際に、複数の銘柄を投資候補として想定し、それらの魅力度を序列化する尺度として（ファンダメンタル数値を含む）財務数値を利用する、というものであった。

多くの回答者は、既往の調査と同様、財務情報 (45.7%：複数回答) は事業内容 (56.2%) について投資判断において重要であると見なされている。また、特に重視するファンダメンタル数値として、利益および配当があげられている。

フォーマット効果を分析する前提条件となる、有価証券報告書を直接分析した機会のある回答者は 404 名 (74.4%) と、多くの回答者が有報の重要性を認識している。上記重視する情報と比例して、有報の中でもよく読む区分は、一位が「事業の状況」(333 名)で、二位が「経理の状況」(253 名)であった (複数回答)。経理の状況に注目する回答者は図表 2 に示すとおり、財務諸表本体に計上されている情報と同じ程度の注意を脚注情報にも払っていることが分かった。したがって、サンプルの半数程度は脚注情報に一定の情報価値が存在していることを認識していると考えられる。

	常に確認している	やや確認している	あまり確認しない	まったく確認しない	計
本体情報	46	166	37	4	253
注記情報	40	133	71	9	253

表 2 脚注情報への注目度

しかし、当初の想定と異なり、237 名 (43.7%) が銘柄間比較を行わないとの回答を得た。また、購入時に銘柄間比較を行うかどうかと、直接本体情報および脚注情報を確認する行動の間に有意な関係性は発見できなかった。このことから、アンケート実施以前に想定した、情報探索→財務数値による候補群の絞り込みと序列化→銘柄の特定→売買意思決定というシナリオは一般的でなく、かつある特定の投資家層で確実に採用されているプロセスであるとの証拠も得られなかった。むしろ、投資家それぞれのバックグラウンド何らかの誘因により特定の銘柄に対して関心を持ち、その確認のため (暗黙的な枠組みに従い) 一般的な財務情報を分析するというプロセスが一般的であると思われる。そこで重要になってくるのは、特定銘柄に興味を持つ最初の誘因である。自由記述回答から、この要因として有力なのは、我が国特有の慣行である株主優待である可能性が得られた。

アンケートより、利益と配当が株主にとって鍵となる定量的ファクターであることが分かっている。これを受けて、利益と株主優待を含めたペイアウトをどのように評価しているのかが、一般的な個人投資家行動を分析する際の鍵となると判断した。フォーマット効果との観点で言えば、優待が意思決定において重要であることを所与として、投資家はその会計的な位置づけを理解した上で評価しているのかが関心の対象となる。なぜなら、株主優待が慣習的に営業費用として処理されている現状を前提とすれば、利益と株主優待の間には、負の相関があるためである。さらに、意思決定において重要であるにもかかわらず、明確な会計基準がないまま営業費用区分に集約して処理されている現状が意思決定有用性の観点から妥当であるといえるのかなどが制度的に重要になる。

そこで、第二回アンケートでは、株主優待と利益との関係にフォーカスした調査を行った。すでに述べたとおり、第二回の回答者は第一回の回答者の部分集合である (回答者数は 358 人)。また、当該部分集合の第一回アンケートの回答は、全体的な傾向を維持し

ていると判断できる。

まず、利益をベースとした投資判断の状況を明らかにするために、「割安さ」が投資尺度になり得るかを質問した。その結果、割安さを少なくとも一定以上のケースで意識している投資家は約 85%以上であり、割安の基準として PER や PBR を基準として利用している投資家がそれぞれ 50%強存在している（複数回答）。次に、今回の主たる関心である株主優待が、投資決定においてどの程度重要かを調査した。その結果、「最重要」および「常に考慮」と回答した人が 131 人(36.6%)おり、「状況によって考慮」としたサンプルも加えると、77.4%が優待を投資判断材料と位置付けていることが分かった。したがって、投資判断時の財務数値活用との関係に注目する価値があると判断できる。さらに、投資スタイル（複数回答）と優待内容への関心に関するクロス分析から、ファンダメンタル分析に基づく投資を中心としている投資家でも、優待の有無のみならずその内容についても少なくとも一定程度関心を払っていることが分かる（表 3）。このことは、株主優待の撤廃は株式投資への関心を失わせるドライビングフォースになると 130 人(36.3%)が回答していることと符合している。

	大いに考慮する	ある程度考慮する	場合によって考慮する	ほとんど考慮しない	計
複数銘柄比較	22	37	39	4	102
企業ごと株主に魅力を感じた銘柄	30	61	88	4	201
その銘柄の長持ちが欲しい	48	53	20	0	121
よく知っている企業	18	27	19	3	65
その他	2	0	3	1	6
計	118	198	167	12	

表 3 投資スタイルと株主優待内容への関心

しかし、株主優待の会計処理を理解していると回答したのはわずか 55 人(15.4%)にとどまっており、財務数値を投資判断で最重視すると回答したサンプルに限った場合、あるいはでも比率に有意な差はなかった。このことから、IR ツールとしての株主優待制度はもちろんその内容の選択は、投資判断に有意な影響を与えるが、投資家の殆どがその処理方法を理解していない以上、とりわけ利益減少局面においてファンダメンタル分析ベースの個人投資家にとって負のバイアスを与える可能性がある点に注意しなければならない。

株主優待を現物配当と捉えれば、通常配当と比較したときの税制面での優位性を所与とし、国内外を問わず大量保有の機関投資家にとって許容できる不公平さである限りにおいて、財務数値に寛容な個人投資家を誘引する可能性があるが、財務数値と証券価格との関係性に関する各欄要因たり得ることは明らかである。

③個人投資家調査の含意

一般的な個人投資家の多くは、財務数値の重要性を評価し、かつそれを重要な投資尺度と位置付けている一方、情報探索の制約および会計的な知識の不足故、彼らがファンダメンタル分析に基づく短期的な売買を目指すならば、フォーマット効果により誤った判断を下すリスクはある。しかし、長期保有という時間的な冗長さと、分散保有によりそのリスクを回避していると考えられるので、他の条件が一定とするならば、会計発生高ベースでのフォーマット効果は吸収できると考えられる。本研究は、これをベースとして利益と株主優待を中心としたペイアウトの関係に注目し、株主優待に関する情報の欠如は、彼らの投資意思決定にバイアスをかける要因たり得るとの結論を得た。また、株主優待の存在が個人投資家の損益数値の変動に対する許容度を高めるのかをさらに検討する必要がある。

長期保有の個人株主を分析視座に入れる場合、我が国においては事業内容とファンダメンタルベースの定量的な分析を活用している優良銘柄投資中心の投資家集合と、株主優待を中心としたペイアウトに優先的に反応する集合が大きいことが明らかになった。この点を折り込んだ分析をすることで、我が国の財務情報の証券価格形成に与える影響分析はより精緻化すると期待される。

(3)今後の課題

現在これらを統合した論文を執筆中であるが、本研究をさらに精緻化するにあたり、二つの方向性が考えられる。外国人投資家関連研究に関しては、本研究が市場毎の相違と、国に関係なくグローバルな業種内ポジションとを重ね、グローバルに見たときに魅力ある企業の各市場毎の評価の有り様を分析することである。個人投資家に関しては、我が国の株主優待のような各国特有の影響を折り込むことが重要になる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 1 件)

- ① 米谷健司・松浦良行(2010)「税額控除が研究開発投資に与える影響」『会計』第 178 巻第 4 号, pp. 124-139、査読なし

6. 研究組織

(1)研究代表者

松浦良行(MATSUURA YOSHIYUKI)
山口大学・大学院技術経営研究科・教授
研究者番号：70274149