

会計上の保守主義と将来業績

大橋 良生

会津大学短期大学部研究紀要 第75号抜刷

2018年3月

会計上の保守主義と将来業績*

大橋 良生**

【要旨】 会計上の保守主義には、事業投資意思決定に関するエージェンシー問題を緩和し、企業価値や株主価値の向上に寄与する効果が期待されており、先行研究では、諸外国企業を中心として、保守的な会計を行っている企業において、非効率プロジェクトの打ち切りや投資活動の改善が行われていることや、より好ましい将来業績となっていることが示されている。本稿では、日本企業を対象に、将来業績として会計指標と株式リターンを用いて、2つのタイプの保守主義と将来業績との関係を分析した。分析の結果、会計指標について、無条件保守主義が将来業績と正の関係にあるのに対し、条件付保守主義が負の関係にあることが示された。他方、先行研究と整合的に、条件付保守主義及び期末時点での無条件保守主義と将来リターンとの間に正の関係が確認された。ただし、会計期間中に無条件保守主義を高めている、すなわち極端な投資活動を行っていると考えられる企業では将来リターンが低迷していることが示唆された。これらの分析結果は、会計上の保守主義が将来業績に影響している可能性を示唆しているものの、保守主義のタイプによりその影響が異質であることを含意している。

* 本稿は、博士論文「会計上の保守主義の影響に関する研究」（東北大学、2016年1月提出）の一部に加筆・修正を行ったものである。なお、本稿で用いたデータ・ベースには、東北大学大学院在学中に利用したものを含んでいる。

** 会津大学短期大学部産業情報学科准教授

1 本稿の目的

本稿の目的は、将来業績に対する会計上の保守主義の影響を実証的に分析することである。具体的には、将来業績の指標として会計指標と株式リターンを用いて、2つのタイプの保守主義が事業投資の効率性を高め、将来業績や将来リターンの向上に寄与しているか否かを検証する。

会計上の保守主義 (accounting conservatism) は、「予想の損失は計上しなければならないが、予想の利益を計上してはならない (anticipate no profit, but anticipate all losses)」の格言で表現され (桜井 2017a)、この考え方は会計実務において古くから浸透していることが指摘されている (Basu 1997)。日本においては、企業会計原則が、「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」(一般原則、六)としており、また、同注解では、「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基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」(注 4)と規定されている。これらは、真実性の原則 (一般原則、一)に違反することから過度に保守的な会計処理を禁止しつつも、利益を控えめに計上し、純資産を帳簿金額よりも充実させ、将来リスクに備えることを要請している (桜井 2017a)。会計上の保守主義は、資産の評価や収益・費用の認識の点で、会計実務に大きな影響を与えており (Watts 1993; 薄井 2004・2015)、企業間や時系列間で会計情報に備わっている保守主義の程度にはばらつきがある。それでは、そのばらつきはいかなる影響を及ぼすのであろうか。ここに本稿の問題意識があり、本稿では将来業績に対する影響を分析する。

保守的な手続きによる会計情報について、経営者の事業投資意思決定に関するエージェンシー問題を緩和する効果が指摘されている (Ball 2001; Watts 2003)。後続の実証研究では、この指摘を支持する統計的証拠が提示されている。先行研究は、諸外国企業や日本企業を対象として、コーポレート・ガバナンスの特徴と保守的な会計との関係を調査し、両者の間に統計的に有意な関係があることを確認している (Beekes et al. 2004; 薄井 2004・2015; Ahmed and Duellman 2007; García Lara et al. 2007・2009; LaFond and Roychowdhury 2008; 中村 2008; 首藤・岩崎 2009; Shuto and Takada 2010; Goh and Li 2011; Lim 2011; Ahmed and Henry 2012; Foroghi et al. 2013; Leventis et al. 2013; Chen et al. 2014)。これらの研究成果は、企業ガバナンス構造が会計上の保守主義の要因となっていることを示唆しており、経営者の投資行動のモニタリングに保守的な会計が有用であることを含意している。

また、事業投資における保守主義の効果について、諸外国企業を対象とした研究では、より高い程度の保守主義が、非効率なプロジェクトの打ち切りや投資活動の改善に結びついていることを示唆する分析結果が提示されている (Srivastava et al. 2015; García Lara et al. 2016)。加えて、株式リターンや会計指標を用いて、保守主義と将来業績との関係を検証した先行研究では、保守的な会計が好ましい将来業績と結びついていることが報告されている (Francis and Martin 2010; Kim and Pevzner 2010; Ahmed and Duellman 2011; Francis et al. 2013; Dezfoli et al. 2014; Kim and Zhang 2016)。他方、日本企業を対象とした先行研究では、保守主義が投資水準と関連していることが示されており、また、無条件保守主義と条件付保守主義といった保守主義のタイプによりその関係が異なることが報告されている (Ishida and Ito 2014; 中野ほか 2017)。中野ほか (2017) では、投資水準に加えて、株式リターンとその変動性に関する分析も行われ、保守主義がこれらと関係していることが示されている。

本稿では、はじめに、2つのタイプの保守主義と将来期間の会計指標 (ROA, ROE, 及び FCF) との関係を、次に、株式リターン (CAR) との関係を¹を分析する。第一の分析では、会計上の保守主義が、事業投資の効率性を

¹ 会計上の保守主義と株式リターンとの関係を調査している中野ほか (2017) では、将来リターンとして、バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン (buy and hold abnormal return : BHAR) を用いている。この点に関

高め、将来期間に好ましい業績をもたらしているか否かを検証する。第二の分析では、保守主義が、株主価値（将来リターン）に好ましい影響を与えているか否かを検証する。このように、会計指標と株式リターンの2つの観点から、保守主義と将来業績との関係を分析する点が、先行研究に対する本稿の特徴である。

本稿の主たる発見事項は、次の二点である。第一に、会計指標に対して、条件付保守主義との間に負の関係が確認されたのに対して、無条件保守主義との間は正の関係であることが示された。これらのことは、経済的バッド・ニュースを適時的に会計利益に織り込んでいる企業では、経済的バッド・ニュースに基づく業績の下振れが生じることで好ましくない将来業績となっていること、そして、経済的ニュースに先立って予防的に会計利益や純資産簿価を過小評価している企業では、業績の下振れリスクが限定的になることによるリスクテイク促進効果により好ましい将来業績となっていることを示唆している。第二に、将来リターンに対して、条件付保守主義や直近期末時点での無条件保守主義との間に正の関係があることが確認され、中野ほか（2017）と整合的に、保守主義が将来リターンを高めていることが示唆された。ただし、無条件保守主義変動尺度とは負の関係にあった。事業資産への取得原価会計や無形資産投資の即時費用化が無条件保守主義に該当する会計処理であることを考えると、会計期間中に極端な投資活動を行っている企業では将来リターンが低迷していることを示唆している。

本稿の構成は、以下のとおりである。第2節では、先行研究をレビューする。第3節で分析方法を説明し、第4節で分析結果を提示する。第5節では、本稿のまとめと今後の課題を述べる。

2 先行研究

2.1 保守主義のタイプと関係性

Basu (1997)は、会計上の保守主義を「バッド・ニュースを損失として認識する場合よりも、グッド・ニュースを利益として認識する場合に、より高い程度の検証を必要とする会計専門家の傾向を捉えたもの」と解釈し、Watts (2003)は、この解釈について、会計上の利益と損失に要求される検証が非対称的であることに着目し、会計上の保守主義を異質的な検証性 (differential verification) と捉えている。

保守的な会計処理に関して、Givoly et al. (2007)は3つのカテゴリーを指摘している。第一に、プラスの正味現在価値を有する投資プロジェクトに対する取得原価会計の採用である。投資プロジェクトがプラスの現在価値を有する場合、関連する固定資産や棚卸資産について、その取得原価を貸借対照表価額とすることは、公正価値に基づく評価と比べ、より低い純資産簿価をもたらすこととなる。第二に、純資産簿価を低くする手続きの採用である。この具体例として、研究開発費などの無形資産の一括費用計上があげられる。この費用処理により、資産計上後に費用化する処理と比べ、当期利益や純資産簿価は低くなる。第三に、適時的な損失認識の採用である。固定資産に対する減損処理や棚卸資産に対する低価法の適用など、取得原価に基づく評価において、資産への投資額の回収が見込めない場合や正味売却価額が帳簿価額を下回った場合には、帳簿価額を切り下げる処理が行われる。これらは、損失の適時的な認識手続きであり、より低い当期利益や純資産簿価をもたらすこととなる。

こうした保守的な会計処理について、Beaver and Ryan (2005)は、経済的ニュースの観点から、無条件保守主義と条件付保守主義の2つのタイプがあると指摘している。無条件保守主義 (unconditional conservatism) は、経済的ニュースとは独立的に、それに先立って保守的な会計を行うことを意味しており、純資産簿価が過小に表示さ

し、Fama (1998)はCARが長期BHARよりも統計的な問題が少ないことを指摘しており、これに基づいて本稿ではCARを用いている。本稿のCARを用いた分析でも、中野ほか（2017）と同じ結果が得られれば、株式リターンに関する変数について、頑健的な結果を提示することとなる。

れる会計方法の選好と説明される。他方、条件付保守主義 (conditional conservatism) は、経済的ニュースに基づいて事後的に保守的な会計を行うことを意味しており、不利な状況下では純資産簿価の引き下げが行われるが、好ましい状況下での引き上げは行われないことと説明され、適時的な損失認識 (timely loss recognition) ともいわれる (Ball and Shivakumar 2005)。Givoly et al. (2007)が指摘する第一・第二カテゴリーの会計処理が無条件保守主義に、第三のカテゴリーの会計処理が条件付保守主義に該当する (中村 2009)。

このように、無条件保守主義と条件付保守主義は、会計上の認識に必要とされる検証性が利益と損失とは異なっていることを意味している点では共通しているが、経済的ニュースの観点から会計上の費用や損失を計上するタイミングに相違がある²。そして、そのタイミングの違いにより、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、あるいは抑制される関係、すなわち、逆の関係 (inverse relation) にある (Basu 2001 ; Beaver and Ryan 2005 ; Pae et al. 2005 ; 高田 2008 ; 金森 2009)。条件付保守主義が高いと、経済的バッド・ニュースがその生起に基づいて適時的に会計利益に織り込まれ、業績が下振れするリスクが高くなるが、先立って無条件保守主義を高い程度で適用している場合には、そのリスクは無効化あるいは軽減される。無条件保守主義のこの機能は、会計上のスラック (accounting slack) と呼ばれている (Beaver and Ryan 2005)。

2.2 コーポレート・ガバナンスと保守主義との関係³

前述のように、保守的な会計には、経営者の事業投資意思決定におけるエージェンシー問題を緩和する効果が指摘されている (Ball 2001 ; Watts 2003)。この指摘に基づき、諸外国企業を対象として、コーポレート・ガバナンスの特徴と保守主義との関係が調査され、強固な企業ガバナンス構造を有している企業において、保守的な会計が行われていることが報告されている。たとえば、García Lara et al. (2007)は、1997年から2002年のスペイン企業を193企業・年をサンプルとして、取締役会の6つの特徴を統合した企業ガバナンスの全体的水準と条件付保守主義との関連性を検証し、企業ガバナンスが強い企業が、そうではない企業に比べ、保守的な会計を行っていることを示している。この研究と同様に、アメリカ企業や銀行、テヘラン上場企業を調査した García Lara et al. (2009)、Leventis et al. (2013)、及び Foroghi et al. (2013)でも、強い企業ガバナンスの企業がより高い程度の保守主義を採用していることを示唆する分析結果が報告されている。

さらに、企業ガバナンスを構成する要因が注目され、より具体的に、保守主義との関係が分析されている。分析の結果、外部取締役の割合が高い企業 (Beekes et al. 2004 ; Ahmed and Duellman 2007)、取締役会や監査委員会の独立性が高い企業 (Lim 2011 ; Ahmed and Henry 2012 ; Leventis et al. 2013)、内部統制に重大な欠陥がない企業 (Goh and Li 2011) において、より高い程度の保守主義が採用されていることが示されている。また、経営者の持株比率との関係も調査され、株主の地位にある経営者が保守的な会計を行っていることを示唆する証拠が提示されている (LaFond and Roychowdhury 2008 ; Chen et al. 2014)。

他方、日本企業を調査した研究に、薄井 (2004・2015)、中村 (2008)、首藤・岩崎 (2009)、及び Shuto and Takada (2010)がある。中村 (2008) は外部取締役の割合が高い企業で、首藤・岩崎 (2009) は独立性や財務専門性が高

² また、無条件保守主義と条件付保守主義とは、経営者による会計的判断の裁量性にも相違がある (Chan et al. 2009)。無条件保守主義の適用例である固定資産の減価償却における耐用年数や残存価額の決定に経営者の裁量があるものの、事業用資産に対する取得原価評価や研究開発費に対する一括費用計上は現行の会計基準で要求されている会計処理であり、無条件保守主義は相対的に経営者の裁量性が小さいと考えられる。他方、条件付保守主義の適用例である固定資産に対する減損処理や棚卸資産に対する低価法の適用では、資産価値の切り下げのタイミングや金額は経営者の判断に基づいており、無条件保守主義と比べ、経営者の裁量性が大きいと考えられる。

³ 大橋 (2016) は、より広範に、コーポレート・ガバナンスと保守主義との関連性を検証している既存研究の研究成果をレビューしている。

い取締役会を有する企業で、より保守的な会計が行われていることを示している。経営者の持株比率について、薄井（2004・2015）では、経営者の持株比率と無条件保守主義とに負の関係、条件付保守主義とに正の関係があることが報告されている。また、Shuto and Takada (2010)では、経営者の持株比率が高水準と低水準である場合には保守主義と負の関係にある一方で、それが中程度である場合は保守主義と正の関係にあることが示されている。

以上のように、これらの研究では、保守主義のタイプや測定モデルにより異なる分析結果が示されているものの、コーポレート・ガバナンスが保守的な会計の要因となっていることが報告されている。これらの研究成果は、経営者の投資行動のモニタリングに保守的な会計が利用されており、保守主義がガバナンス・ツールとして有用であることを示唆している。

2.3 保守主義と事業投資・将来業績との関係

保守的な会計の事業投資の効率性を高める効果について、投資活動や将来業績との関係が分析されている。保守主義と投資活動との関係を調査した研究に、Kravet (2014)、Srivastava et al. (2015)、及びGarcía Lara et al. (2016)がある。García Lara et al. (2016)では、アメリカ企業を対象に、過小投資や過剰投資を行う傾向がある企業のうち、条件付保守主義が高い企業がその投資状況を改善していることが報告されている。Kravet (2014)は、より高い程度の条件付保守主義がリスクのある企業買収を行うインセンティブを減少させていることを示している。さらに、Srivastava et al. (2015)では、より高い条件付保守主義が非効率な投資プロジェクトの終了に結びついていることが示されている。このように、諸外国企業を分析したこれらの研究では、会計上の保守主義が、投資状況の改善、リスクのある投資の回避、及び非効率プロジェクトの打ち切りに結びついていることが示唆されている。

また、保守主義と将来業績との関係を分析している研究について、将来業績の指標に株式リターンを用いている研究として、Francis and Martin (2010)、Francis et al. (2013)、Dezfoli et al. (2014)、及びKim and Zhang (2016)があげられる。Francis and Martin (2010)は、条件付保守主義が高い買収企業が、買収公表時により高い超過リターンを経験していることを報告している。Kim and Zhang (2016)は、条件付保守主義の程度とその後の株価クラッシュの可能性とに負の関係をみだし、保守的な会計を行っている企業では株価クラッシュの可能性が低いことが示唆された。Francis et al. (2013)は、財務的危機の期間を調査し、会計上の保守主義が、株式リターンと正の関係、リターンの変動性と負の関係をみだしている。これらの研究がアメリカ企業を調査しているのに対し、Dezfoli et al. (2014)は、イラン企業を分析し、条件付保守主義と株式リターンとの間に正の関係があることを示している。さらに、将来業績の指標に会計指標を用いている研究に、Kim and Pevzner (2010)とAhmed and Duellman (2011)がある。Kim and Pevzner (2010)は、条件付保守主義の程度と減益や減配との間に負の関係を示しており、条件付保守主義が高い企業では減益や減配の可能性が低いことが示唆されている。Ahmed and Duellman (2011)は、営業キャッシュ・フローと粗利益率を代理変数として収益性と保守主義との間に正の関係があることや、特別損失の頻度や金額との間に負の関係があることを示している。このように、諸外国企業を調査した先行研究では、株式リターンや会計指標との関係が調査され、会計上の保守主義が将来業績に影響していること、特により高い条件付保守主義がより好ましい将来業績に結びついていることが示唆されている。

他方、日本企業を調査したIshida and Ito (2014)と中野ほか (2017)では、保守主義と投資水準との関係が分析されている。分析の結果、より高い条件付保守主義がより低い投資水準と関係しているのに対し、より高い無条件保守主義がより高い投資水準と関係していることが報告されている。中野ほか (2017)では、投資水準に加えて、株式リターンとその変動性についても分析が行われ、保守主義が株式リターンを高めている一方で、条件付（無条件）保守主義がその変動性と負（正）の関係であることが報告されている。これらの研究は、諸外国企業を対象とした研究と同様に、保守的な会計が将来業績に影響していることを示唆しており、さらに、保守主義のタイプ

により異質な影響である可能性を含意している。ただし、これまでに会計指標を用いた分析は行われておらず、会計上の保守主義が将来期間における会計利益やキャッシュ・フロー指標にどのような影響を与えているかは必ずしも明らかとなっていないといえよう。

3 分析方法

本節では、会計上の保守主義と将来業績との関係の分析に関して、はじめに仮説を提示し、次に仮説を検証するための重回帰モデルを設定する。続いて、会計上の保守主義の程度を測定する手順を示し、最後にサンプルの抽出方法を説明する。

3.1 仮説の設定

所有と経営が分離した状況では、プリンシパル（株主）とエージェント（経営者）との間に情報の非対称性が存在し、エージェントがプリンシパルの利益にそぐなわない行動をとるモラル・ハザードが生じる可能性がある。たとえば、正味現在価値がマイナスである投資プロジェクトであっても、経営者の在任期間中にプラスの利益や私的便益をもたらす場合、経営者は企業価値や株主価値の向上よりも、自己の利益の最大化を優先して、この投資プロジェクトを実施・継続すると考えられる。非効率なプロジェクトが実施・継続されれば、株主に対する損失は拡大することとなる。このように、経営者の投資意思決定に関して、経営者と株主との間に利害対立が存在する。

このエージェンシー問題に対し、先行研究は、会計上の保守主義に事業投資の効率性を高める効果があることを指摘している（Ball 2001 ; Watts 2003 ; Ball and Shivakumar 2005 ; Ahmed and Duellman 2011）。保守的な会計は、異質的な検証性から費用や損失の認識を早期化することで、経営者の在任期間において、その認識をもたらすこととなる。そのため、保守的な会計を採用している経営者は、在任期間中の業績を悪化させないために、事前的に正味現在価値がマイナスである投資プロジェクトを実施しないインセンティブを持つこととなり、効率的な投資意思決定が促進される。また、保守主義は、取締役会や株主に対して、好ましくない成果をもたらす投資プロジェクトの調査やそれに対する修正行動の必要性を示唆するシグナルを提供し、経営者の投資意思決定に対するモニタリングが促進される。これにより、経営者は、事後的に経済的バッド・ニュースをもたらすプロジェクトを迅速に放棄するインセンティブをもつこととなる。

このように、保守的な会計には、事業投資の効率性を高め、将来業績を好ましいものとする効果が期待される。なお、この効果は、保守主義の異質的な検証性の性質に基づいており、必ずしも経済的バッド・ニュースの生起に依存するものではないと考えられる。そこで、条件付保守主義と無条件保守主義とを区別せずに、将来業績に対する会計上の保守主義の影響について、下記の仮説を設定する。

仮説：会計上の保守主義と将来業績の間に正の関係がある。

3.2 重回帰モデル

会計上の保守主義と将来業績との関係を分析するために、以下の重回帰モデル(1)を設定する（添え字 i は企業を、 t は年を示している）。被説明変数は将来業績（F_Performance）であり、会計上の業績指標又は将来リターンを代理変数とする。会計指標には、使用総資本事業利益率（return on assets : ROA）、自己資本当期純利益率（return

表 1 変数の定義

F_Performance	将来業績 (ΔROA , ΔROE , ΔFCF , 又は CAR)
ΔROA	ROA 変化 ($ROA_{t+1}-ROA_t$, $ROA_{t+2}-ROA_t$, 又は $ROA_{t+3}-ROA_t$) ROA=事業利益/使用総資本 (期中平均) 事業利益=営業利益+受取利息・有価証券利息+受取配当金±持分法による投資損益
ΔROE	ROE 変化 ($ROE_{t+1}-ROE_t$, $ROE_{t+2}-ROE_t$, 又は $ROE_{t+3}-ROE_t$) ROE=当期純利益/自己資本 (期中平均)
ΔFCF	FCF 変化 ($FCF_{t+1}-FCF_t$, $FCF_{t+2}-FCF_t$, 又は $FCF_{t+3}-FCF_t$) FCF=CFO-TAX-CINV
CAR	累積超過リターン (決算月の 3 か月後を開始時点とする 12 か月間, 24 か月間, 36 か月間の月次超過リターンの累積値) 月次超過リターン=各企業の月次リターン-市場リターン (TOPIX の変化値)
CON	保守主義に関する変数 (CCON, $\Delta UCON$, 又は $UCON$)
CCON	Khan and Watts (2009)の測定モデルに基づく条件付保守主義の程度 C_Score を基準化した尺度
$\Delta UCON$	Beaver and Ryan (2000)の測定モデルに基づく無条件保守主義の程度 BR について, 前期末と当期末の差異を基準化した尺度
UCON	Beaver and Ryan (2000)の測定モデルに基づく当期末の無条件保守主義の程度 BR を基準化した尺度
PM	売上高事業利益率 (事業利益/売上高)
ATO	総資産回転率 (売上高/資産合計 (期中平均))
MARGIN	売上高純利益率 (当期純利益/売上高)
FLEV	財務レバレッジ (資産合計 (期中平均) / 自己資本 (期中平均))
CFO	営業キャッシュ・フロー (財務収支・税控除前営業キャッシュ・フロー)
TAX	法人税等支払額
CINV	正味設備投資額 (有形・無形固定資産の取得による支出+有形・無形固定資産の売却による収入)
BETA	ベータ値 (決算月から 3 か月後を終了時点とする 60 ヶ月の月次リターン・データと市場リターン (TOPIX の変化値) を用いて計算した銘柄 i の資本資産評価モデル CAPM によるベータ値)
LNMV	時価総額 ([期末決算月の終値×発行済株式数] の自然対数)
LNBM	簿価時価比率 ([期末決算時の自己資本簿価/株式時価総額] の自然対数)

on equity : ROE), 及びフリー・キャッシュ・フロー (free cash flow : FCF) を用いている。将来リターンには, 累積超過リターン (cumulative abnormal return : CAR) を用いている。また, 説明変数には, 保守主義に関する変数 (CON) と, それぞれの被説明変数に影響すると考えられるコントロール変数を加えている。それぞれの変数の定義は, 表 1 に示している。

$$F_Performance_{i,t+k} = \alpha + \beta_1 CON_{i,t} + \beta \cdot Control\ variables_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

将来業績に用いる会計指標は, 1 期先, 2 期先, 又は 3 期先の値から基準年の値を控除した値 (ΔROA_{t+k} , ΔROE_{t+k} , 又は ΔFCF_{t+k} , $k=1\sim 3$) である。ROA は, 事業活動で獲得される営業利益と財務活動による財務収益からなる事業利益を使用総資本で除することで算出され, 企業の総合的な収益性を測定する指標である。ROE は, 最終的に株主に帰属する利益である当期純利益を自己資本で除することで算出され, 株主の観点からの収益性を測定する指標である。FCF は, 本業で獲得した正味キャッシュ・イン・フローから法人税と事業維持に必要なキャッシュ・アウト・フローを差し引いて算出され, 経営者の判断で自由に分配できるキャッシュ・フローを測定する指標で

ある。また、将来リターンは、基準年の決算月の3か月後を月次ゼロとした12か月間、24か月間、又は36か月間にわたるCAR (CAR[0:k], k=12, 24, 36) である。CARは、一定期間ごとの各企業の株式リターンから期待リターンを差し引いて算出される超過リターン (abnormal return : AR) の累積値である。本稿では、期待リターンとして市場リターン (TOPIX の変化率) を用いて、各企業の月次リターンから市場リターンを控除することで超過リターンを計算し、12か月間、24か月間、36か月間で累積したものをCARとした。

説明変数は、保守主義に関する変数 (CON) であり、条件付保守主義尺度 (CCON), 無条件保守主義変動尺度 (Δ UCON), 又は無条件保守主義水準尺度 (UCON) が用いられる。本稿の関心は、保守主義に関する変数の係数 β_1 にある。推計の結果、係数 β_1 が有意な正の値であれば、保守的な会計が行われている企業ほど、将来期間における会計指標や株式リターンが高くなっていることを意味している。

コントロール変数は、被説明変数ごとに設定している。はじめに、 Δ ROA を被説明変数としたモデルでは、先行研究に基づいて、基準年の売上高事業利益率 (PM) と総資産回転率 (ATO), 及びそれらの対前年変化 (Δ PM, Δ ATO) を加えている (Fairfield and Yohn 2001 ; Soliman 2008)。次に、 Δ ROE と Δ FCF を被説明変数としたモデルでは、それぞれの分解要素をコントロール変数としている (乙政 2014 ; 桜井 2017b)。 Δ ROE を被説明変数としたモデルでは、基準年の売上高純利益率 (MARGIN), 総資産回転率 (ATO), 財務レバレッジ (FLEV), 及びそれらの対前年変化 (Δ MARGIN, Δ ATO, Δ FLEV) を用いている。 Δ FCF を被説明変数としたモデルでは、基準年の営業キャッシュ・フロー (CFO), 法人税等支払額 (TAX), 正味設備投資額 (CINV), 及びそれらの対前年変化 (Δ CFO, Δ TAX, Δ CINV) を用いている。最後に、CAR を被説明変数としたモデルでは、バイ・アンド・ホールド・アブノーマル・リターン (BHAR) を被説明変数とした分析を行っている先行研究でコントロール変数として用いられている基準年の売上高事業利益率 (PM) と総資産回転率 (ATO), 及びそれらの対前年変化 (Δ PM, Δ ATO) に加え (Soliman 2008), ベータ値 (BETA), 時価総額 (LNMV), 及び簿価時価比率 (LNBM) をコントロール変数としている (Fama and French 1992・1993 ; 久保田・竹原 2000 ; 山崎 2004 など)。なお、それぞれのモデルには、業種ダミー (INDUSTRY) と年ダミー (YEAR) を含めている。

3.3 条件付保守主義尺度の推計と基準化

条件付保守主義尺度の推計には、Khan and Watts (2009)のモデルを用いた (Wittenberg-Moerman 2008 ; Tan 2013 ; Ishida and Ito 2014 ; Liu and Magnan 2016 ; 中野ほか 2017 など)。このモデルによる尺度は、Basu (1997)の適時的な損失認識の考え方に基づいている。Basu (1997)は、次の(2)式を用いて、条件付保守主義の程度を測定している。

$$E_{i,t}/MV_{i,t-1} = \gamma_1 + \gamma_2 DR_{i,t} + \gamma_3 R_{i,t} + \gamma_4 R_{i,t} \times DR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ここで、Eは当期純利益、MVは株式時価総額、Rは株式リターン、DRは株式リターンがマイナス値である場合に1、それ以外は0をとるダミー変数、 ε は誤差項である。株式リターンは経済的ニュースの代理変数であり、係数 γ_3 は経済的グッド・ニュースを会計利益に織り込む適時性、係数 γ_4 は経済的バッド・ニュースが生じた場合に、経済的グッド・ニュースに比べ会計利益が経済的バッド・ニュースを織り込む増分的適時性を捉えている。係数 γ_4 の値が大きいほど、会計利益が経済的バッド・ニュースをより適時的に織り込んでいることを意味しており、会計利益が保守的に認識されていることを示唆している。ただし、このモデルでは、係数が条件付保守主義の尺度となっているため、企業・年の条件付保守主義の尺度の推計には長期間のデータが必要となる。

そこで、Khan and Watts (2009)は、企業・年の条件付保守主義の程度を捉えるために、Basu (1997)モデルを発展させ、次のモデル(3)を提示している。

$$E_{i,t}/MV_{i,t-1} = \gamma_1 + \gamma_2 DR_{i,t} + R_{i,t}(\mu_1 + \mu_2 SIZE_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}) + R_{i,t} \times DR_{i,t}(\lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}) + (\delta_1 SIZE_{i,t} + \delta_2 M/B_{i,t} + \delta_3 LEV_{i,t} + \delta_4 DR_{i,t} \times SIZE_{i,t} + \delta_5 DR_{i,t} \times M/B_{i,t} + \delta_6 DR_{i,t} \times LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ここで、SIZE は企業規模（株式時価総額の自然対数）、M/B は純資産時価簿価比率（株式時価総額／純資産簿価）、LEV はレバレッジ（負債合計／株式時価総額）である。Khan and Watts (2009)は、係数 μ_i と係数 λ_i 、 $i=1\sim 4$ は企業間で一定であり、年により変化すると仮定している。これは、それぞれの企業・年の経済的グッド・ニュースに対する会計利益の適時性と、経済的バッド・ニュースに対する会計利益の増分的適時性が、企業規模、純資産時価簿価比率、及びレバレッジにより変化することを意味している。そこで、同期間のクロス・セクション・データを用いて、係数 μ_i と係数 λ_i 、 $i=1\sim 4$ を推計し、次のモデルから、それぞれの企業・年尺度を算出する。

$$G_Score_{i,t} = \gamma_3 = \mu_1 + \mu_2 SIZE_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t} \quad (4)$$

$$C_Score_{i,t} = \gamma_4 = \lambda_1 + \lambda_2 SIZE_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t} \quad (5)$$

ここで、 $G_Score_{i,t}$ は、企業*i*社の*t*期における経済的グッド・ニュースに対する会計利益の適時性であり、Basu (1997)モデル(2)の係数 γ_3 に該当する。 $C_Score_{i,t}$ は、企業*i*社の*t*期における経済的バッド・ニュースに対する会計利益の増分的適時性であり、Basu (1997)モデル(2)の係数 γ_4 に該当する。

企業・年の条件付保守主義尺度を推計する手順は次のとおりである。はじめに、①日本の株式市場に上場している企業、②決算月数が12か月である企業、③金融業に該当しない企業、④純資産簿価がマイナスではない企業、⑤Khan and Watts (2009)モデル(3)の推計に必要な変数が入手可能な企業、⑥それぞれの決算において推計に用いる変数（ダミー変数を除く）について上下1%に含まれない企業、の6つの要件を満たす同年同月決算の企業をサンプルとして抽出し、モデル(3)を推計した。次に、推計した係数 $\hat{\lambda}_i$ 、 $i=1\sim 4$ を用いて、それぞれの企業・年について、3つの企業特性をモデル(6)に代入し、 $C_Score_{i,t}$ を算定した。 $C_Score_{i,t}$ は、当該企業・年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ことを示している。

$$C_Score_{i,t} = \hat{\lambda}_1 + \hat{\lambda}_2 SIZE_{i,t} + \hat{\lambda}_3 M/B_{i,t} + \hat{\lambda}_4 LEV_{i,t} \quad (6)$$

なお、この尺度には、ノイズが生じることが知られている。そこで、ノイズを緩和するために、先行研究に準拠して、基準化した値をそれぞれの変数として用いた（Zhang 2008；Ishida and Ito 2014；中野ほか2017）。基準化の手順は、次のとおりである。はじめに、 $C_Score_{i,t}$ を決算年月ごとに昇順で順位づけし、次に、その順位を当該決算年月の観測数で除し、 $CCON_{i,t}$ とした。 $CCON_{i,t}$ は、ゼロに近い値から1までの値をとり、値が大きいほど、条件付保守主義の程度が高いことを意味している。

3.4 無条件保守主義尺度の推計と基準化

無条件保守主義尺度の推計には、Beaver and Ryan (2000)のモデル(7)を用いた（Ahmed et al. 2002；Ishida and Ito 2014；薄井2004；中野ほか2017）。

$$BTM_{i,t} = \alpha_t + \alpha_i + \sum_{j=0}^6 \beta_j R_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

ここで、BTM は純資産簿価時価比率（純資産簿価／株式時価総額）、R は株式リターンである。このモデルによれば、純資産簿価時価比率は、時間効果（time effect）、企業効果（firm effect）、及びラグ要素（lag component）で説明される。モデル(7)の右辺のうち、 α_t が時間効果、 α_i が企業効果、第3項がラグ要素を示している。このう

ち、企業効果 α_i が純資産簿価時価比率の持続的なバイアス要素 (bias component) であり、無条件保守主義の程度を捉えているとされる。本稿でも、無条件保守主義の尺度として、企業効果 α_i を用いることとする。

なお、企業効果 α_i の推計には一定の推計期間が必要となる。そこで、Ishida and Ito (2014) に倣い、5 年間とした。すなわち、 t 期時点での無条件保守主義の程度を推計するために、 $t-4$ 期から t 期までの 5 年間のデータを用いた。そして、薄井 (2004) を参考に、①日本の株式市場に上場している企業、②決算月数が 12 か月である企業、③金融業に該当しない企業、④純資産簿価がマイナスではない企業、⑤BTM が 4 以下の企業、⑥R が 3 以下の企業、⑦モデル(7)の推計に必要な変数が入手可能な企業⁴、の 7 つの要件を満たす同年同月決算の企業をサンプルとして抽出し、モデル(7)を推計した。企業効果 α_i は、その値が大きいほど、無条件保守主義の程度が低いことを示している。そこで、企業効果 α_i の値が大きいほど、無条件保守主義の程度が高いことを示すようにするため、 α_i に -1 を乗じた値を無条件保守主義水準尺度 (BR_{it}) とした。さらに、 t 期における無条件保守主義の変動を捉えるために、 t 期末と $t-1$ 期末の無条件保守主義水準尺度の差を算出し、無条件保守主義変動尺度 (ΔBR_{it}) とした。

これらの尺度についても、条件付保守主義尺度と同様の手順で、基準化を行った。 BR_{it} と ΔBR_{it} を基準化した値を、それぞれ、 $UCON_{it}$ と $\Delta UCON_{it}$ とした。これらの変数も、 $CCON_{it}$ と同様に、ゼロに近い値から 1 までの値をとり、値が大きいほど、期末時点における無条件保守主義の程度、及び無条件保守主義の程度の当期中における変動が高いことを意味している。

3.5 サンプルとデータ

本稿では、2001 年から 2010 年までを基準年とし、この間に公表された会計情報の保守主義の程度と、基準年の後 3 年間の将来業績との関係を分析する。そこで、①日本の株式市場に上場している企業、②決算月数が 12 か月である企業、③金融業に該当しない企業、④分析に必要な変数が入手可能な企業、⑤ダミー変数を除くそれぞれの変数⁵についてサンプルの上下 1% に含まれない企業、の 5 つの要件を満たす 10,034 企業・年を本稿のサンプルとした。

分析に用いるデータについて、財務諸表データは『日経 NEEDS 企業財務データ』(日経メディアマーケティング)、株価データは『株価 CD-ROM』(東洋経済新報社) から入手している。

4 分析結果

4.1 記述統計量と相関係数

表 2 は、本稿のサンプルにかかる変数の記述統計量を示している。将来業績に関する変数は、基準年の 3 期先の値 (ΔROA_{t+3} , ΔROE_{t+3} , 及び ΔFCF_{t+3}) と 36 か月間の CAR ($CAR[0:+36]$) を記載している。被説明変数をみると、3 つの会計指標の平均値は、-0.7% から 0.9% であり、基準年とほぼ同じ水準であることがわかる。ただし、最小値と最大値との差異は 25.5% から 125.9% であり、ばらつきがあることがうかがえる。36 か月間の保有により市場リターンを超えて獲得できる月次リターンの累積値である CAR の平均値は 19.0% であった。最小値 -84.6

⁴ より具体的には、後述のように、 t 期における無条件保守主義の変動を測定するために、 $t-1$ 期と t 期でモデル(7)の推計に必要な変数がそろった企業をサンプルの条件とした。

⁵ 将来業績に関する変数 (ΔROA , ΔROE , ΔFCF , 及び CAR) については、サンプル・サイズを確保する目的から、3 期先の変数 (ΔROA_{t+3} , ΔROE_{t+3} , 及び ΔFCF_{t+3}) と 36 か月間の CAR ($CAR[0:+36]$) のみを異常値処理の対象としている。

表2 記述統計量 (N=10,034)

	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
ΔROA_{t+3}	0.001	0.035	-0.132	-0.017	0.002	0.021	0.123
ΔROE_{t+3}	0.009	0.106	-0.612	-0.029	0.005	0.044	0.647
ΔFCF_{t+3}	-0.007	0.054	-0.196	-0.037	-0.005	0.024	0.186
CAR [0:+36]	0.190	0.422	-0.846	-0.098	0.164	0.436	1.722
CCON	0.469	0.271	0.011	0.236	0.455	0.696	0.984
$\Delta UCON$	0.494	0.268	0.012	0.266	0.492	0.720	0.988
UCON	0.470	0.269	0.011	0.239	0.461	0.693	0.990
PM	0.050	0.042	-0.079	0.023	0.043	0.071	0.244
ΔPM	-0.001	0.026	-0.233	-0.011	0.000	0.011	0.392
ATO	1.010	0.402	0.130	0.742	0.937	1.212	2.446
ΔATO	0.006	0.081	-0.236	-0.038	0.005	0.047	0.916
MARGIN	0.017	0.035	-0.182	0.005	0.017	0.034	0.143
$\Delta MARGIN$	0.002	0.044	-0.207	-0.011	0.001	0.011	0.985
FLEV	2.734	1.583	1.051	1.663	2.258	3.244	11.59
$\Delta FLEV$	-0.051	0.325	-2.005	-0.121	-0.027	0.035	4.251
CFO	0.071	0.045	-0.079	0.042	0.070	0.099	0.217
ΔCFO	0.001	0.043	-0.159	-0.022	0.000	0.024	0.159
TAX	-0.016	0.014	-0.070	-0.024	-0.013	-0.005	0.006
ΔTAX	0.000	0.011	-0.041	-0.005	0.000	0.006	0.047
CINV	-0.008	0.018	-0.111	0.000	0.000	0.000	0.002
$\Delta CINV$	-0.002	0.014	-0.088	0.000	0.000	0.000	0.056
BETA	0.802	0.431	-0.071	0.484	0.769	1.086	2.092
LNMV	23.85	1.531	19.76	22.71	23.73	24.91	27.45
LNBM	0.152	0.513	-1.242	-0.206	0.166	0.523	1.381

(注) 変数の定義は表1を参照。

%から最大値172.2%と、会計指標よりもサンプルでばらつきがあることがわかる。

保守主義に関する3つの変数は、基準化の手続きによりゼロに近い値から1の間の値となっており、値が大きいかほど保守主義の程度が高いことを示している。記述統計量では、最小値0.01から最大値0.99となっていることから、保守主義の程度を測定できた企業・年がおおよそ偏りなくサンプルに含まれていることがわかる。

表3は、それぞれの変数間の相関係数を示している。将来業績に関する変数と保守主義との関係⁶をみてみると、CCONとの相関係数はプラスの値である。これは、基準年の条件付保守主義の程度が高いと、将来期間の会計指

⁶ 将来業績に関する変数について、1期先と2期先の会計指標、及び12か月間と24か月間のCARと、保守主義に関する変数との相関係数は、3期先の会計指標及び36か月間のCARとのそれらとほぼ同じであった。

表3 相関係数 (N=10,034)

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]	[14]	[15]	[16]	[17]	[18]	[19]	[20]	[21]	[22]	[23]	[24]	
[1]ΔROA _{t+3}	1.00																								
[2]ΔROE _{t+3}	0.63	1.00																							
[3]ΔFCF _{t+3}	0.34	0.29	1.00																						
[4]CAR[0→+36]	0.38	0.32	0.20	1.00																					
[5]JCCON	0.03	0.02	0.00	0.04	1.00																				
[6]ΔUCON	-0.02	0.01	-0.00	-0.14	-0.12	1.00																			
[7]UCON	0.01	0.02	-0.01	-0.04	-0.19	0.14	1.00																		
[8]PM	-0.35	-0.26	-0.16	-0.06	-0.18	0.12	0.14	1.00																	
[9]ΔPM	-0.19	-0.16	-0.16	-0.04	0.01	0.05	0.01	0.27	1.00																
[10]ΔTO	-0.07	-0.04	-0.02	-0.02	0.07	0.04	0.02	-0.35	0.04	1.00															
[11]ΔATO	-0.08	-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.08	0.01	0.08	0.33	0.17	1.00														
[12]MARGIN	-0.35	-0.50	-0.18	-0.11	-0.13	0.10	0.07	0.77	0.27	-0.13	0.07	1.00													
[13]ΔMARGIN	-0.07	-0.26	-0.10	-0.04	0.01	0.04	-0.01	0.13	0.51	-0.03	0.17	0.38	1.00												
[14]FLEV	0.10	0.14	0.06	0.10	0.04	-0.06	0.30	-0.21	0.06	0.08	0.06	-0.25	0.05	1.00											
[15]ΔFLEV	0.10	0.23	0.13	0.04	0.01	0.16	-0.08	-0.13	-0.02	-0.02	-0.05	-0.20	0.05	-0.07	1.00										
[16]CFO	-0.17	-0.15	-0.46	-0.04	-0.14	0.12	0.18	0.50	0.14	0.04	0.03	0.43	0.07	-0.17	-0.12	1.00									
[17]ΔCFO	-0.03	-0.05	-0.38	-0.01	0.01	0.04	0.00	0.06	0.28	0.02	0.12	0.07	0.16	0.03	0.00	0.46	1.00								
[18]TAX	0.24	0.14	-0.01	0.02	0.12	-0.11	-0.07	-0.51	0.15	-0.10	0.08	-0.44	0.12	0.33	0.03	-0.45	0.06	1.00							
[19]ΔTAX	0.10	0.07	-0.04	-0.02	-0.01	-0.02	0.02	-0.10	-0.07	-0.03	-0.07	-0.09	0.00	-0.05	0.06	-0.05	-0.03	0.37	1.00						
[20]CINV	-0.05	-0.06	-0.14	-0.02	0.02	-0.01	-0.04	0.03	0.16	-0.03	0.13	0.03	0.09	0.09	-0.08	-0.11	0.02	0.06	-0.08	1.00					
[21]ΔCINV	0.06	0.03	-0.16	-0.09	-0.02	-0.02	-0.01	-0.06	0.04	-0.05	-0.09	-0.06	0.05	0.04	0.00	-0.03	0.02	0.11	0.06	0.50	1.00				
[22]BETA	0.00	0.02	0.00	0.13	-0.04	-0.14	-0.04	-0.01	0.02	-0.06	0.04	-0.05	0.02	0.14	-0.04	-0.04	0.00	0.06	-0.04	0.02	0.00	1.00			
[23]LNMV	-0.07	-0.08	-0.06	-0.09	-0.51	0.21	0.34	0.33	0.02	-0.11	0.04	0.26	0.01	-0.05	-0.06	0.25	0.00	-0.20	-0.02	0.02	0.01	0.08	1.00		
[24]LNBM	0.18	0.16	0.12	0.17	0.24	-0.32	-0.65	-0.35	-0.15	-0.04	-0.14	-0.30	-0.08	-0.20	0.11	-0.28	-0.03	0.22	0.11	-0.14	-0.03	-0.08	-0.51	1.00	

(注) 各変数の定義は表1を参照。

標や株式リターンも高い値となっていることを意味しており、仮説と整合的に、条件付保守主義が将来業績の向上に寄与していることを示唆している。他方、無条件保守主義との相関係数は混合しており、ROE について、 $\Delta UCON$ と $UCON$ がプラスの値であることを除いて、いずれか又は両方の尺度でマイナスの値である。これは、基準年において無条件保守主義の程度を高めていると、又は基準年の期末時点でそれが高いと、その後の期間の会計指標や株式リターンが高い値とはなっていることを意味してはおらず、仮説とは整合しない結果である。

ただし、将来業績と保守主義との相関係数には統計的に有意ではないものも含まれており、また保守主義以外にも将来業績に影響する変数があることから、相関係数の符号のみでその関係性を判断することは早計であろう。

4.2 会計指標との関係

表 4 は、会計指標を被説明変数とした重回帰モデル(1)の最小二乗法 (OLS) による推計結果を示している。3 つの会計指標に対する $CCON$ の係数はマイナスの値であり、1%水準で有意であった。なお、表には記載していないが、1 期先と 2 期先の会計指標を被説明変数とした重回帰モデルでも、 $CCON$ の係数は統計的に有意なマイナスの値であった。これらの推計結果は仮説と整合的ではなく、コントロール変数の影響を考慮した場合、条件付保守主義の程度が高いほど、基準年以降の業績が低くなっていることを意味している。このことは、条件付保守主義の程度が高い企業では、将来期間で経済的バッド・ニュースを適時的に会計利益に織り込むことによる業績の下振れが生じ、好ましくない業績となっていることを示唆している。

次に、 $\Delta UCON$ と $UCON$ の係数をみても、3 つの会計指標に対して、1%水準で有意なプラスの値であった。1 期先と 2 期先の会計指標を被説明変数とした重回帰モデルでも、同様の推計結果であった。これらの推計結果は、コントロール変数の影響を考慮した結果、無条件保守主義の程度を高めているほど、及びそれが高いほど、将来業績が高くなっていることを意味しており、仮説と整合的であった。このことは、経済的バッド・ニュースに先立って保守的な会計を行っている企業において、投資プロジェクトの効率的な意思決定が行われ、結果として好ましい業績に結びついていることを示唆している。

最後に、コントロール変数についてみていくと、 ΔROA を被説明変数とした重回帰モデルでは、 PM 、 ΔPM 、及び ATO の係数が有意な負の値であり、売上高事業利益率が高い企業、それが高まっている企業、及び総資産回転率が高い企業では将来業績が好ましくないものとなっていることを意味している。次に、 ΔROE を被説明変数とした重回帰モデルでは、 $MARGIN$ 、 $\Delta MARGIN$ 、及び ATO の係数が有意な負の値であり、 $FLEV$ と $\Delta FLEV$ の係数は有意な正の値であった。これらは、売上高純利益率が高い企業、それが高まっている企業、及び総資産回転率が高い企業では将来業績が好ましくないものとなっていること、及び財務レバレッジが高い企業やそれが高まっている企業では好ましい将来業績となっていることを示唆している。最後に、 ΔFCF を被説明変数とした重回帰モデルでは、 CFO 、 ΔCFO 、 TAX 、 $CINV$ 、及び $\Delta CINV$ の係数は有意な負の値、 ΔTAX の係数は有意な正の値であった。これらは、営業キャッシュ・フローが高い企業、それが高まっている企業、法人税等支払額が高い企業、正味設備投資額が高い企業やそれが高まっている企業では、フリー・キャッシュ・フローが低くなっていること、及び法人税等支払額が高まっている企業ではそれが高くなっていることを示唆している。

以上のように、会計指標を将来業績の代理変数とした回帰分析では、仮説と整合的に、保守主義の程度が高いほど、将来業績が高いことが示された。ただし、このことは無条件保守主義のみにあてはまり、条件付保守主義を用いた分析では仮説と整合しない結果となった。

これらの推計結果の解釈には、中野ほか (2017) の指摘が手掛かりとなると考えられる。無条件保守主義が高い企業では投資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、経済的バッド・ニュ

表4 重回帰モデルの推計結果(会計指標)

被説明変数	説明変数	予想 符号	ΔROA_{t+3}			ΔROE_{t+3}			ΔFCF_{t+3}		
			CCON	$\Delta UCON$	UCON	CCON	$\Delta UCON$	UCON	CCON	$\Delta UCON$	UCON
Constant			0.034 (0.000)	0.031 (0.000)	0.030 (0.000)	0.052 (0.000)	0.039 (0.000)	0.042 (0.000)	0.044 (0.000)	0.037 (0.000)	0.035 (0.000)
CON	[+]		-0.003 (0.003)	0.005 (0.000)	0.008 (0.000)	-0.012 (0.001)	0.018 (0.000)	0.019 (0.000)	-0.005 (0.001)	0.009 (0.000)	0.013 (0.000)
PM			-0.324 (0.000)	-0.323 (0.000)	-0.327 (0.000)						
ΔPM			-0.093 (0.000)	-0.095 (0.000)	-0.092 (0.000)						
ATO			-0.015 (0.000)	-0.015 (0.000)	-0.016 (0.000)	-0.020 (0.000)	-0.020 (0.000)	-0.021 (0.000)			
ΔATO			0.004 (0.303)	0.003 (0.424)	0.005 (0.275)	0.020 (0.164)	0.016 (0.274)	0.021 (0.132)			
MARGIN						-1.205 (0.000)	-1.207 (0.000)	-1.213 (0.000)			
$\Delta MARGIN$						-0.307 (0.000)	-0.309 (0.000)	-0.303 (0.000)			
FLEV						0.003 (0.001)	0.003 (0.001)	0.002 (0.041)			
$\Delta FLEV$						0.049 (0.000)	0.046 (0.000)	0.049 (0.000)			
CFO									-0.700 (0.000)	-0.699 (0.000)	-0.712 (0.000)
ΔCFO									-0.100 (0.000)	-0.103 (0.000)	-0.094 (0.000)
TAX									-1.048 (0.000)	-1.042 (0.000)	-1.067 (0.000)
ΔTAX									0.077 (0.090)	0.080 (0.077)	0.082 (0.069)
CINV									-0.466 (0.000)	-0.470 (0.000)	-0.468 (0.000)
$\Delta CINV$									-0.279 (0.000)	-0.269 (0.000)	-0.272 (0.000)
INDUSTRY			YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR			YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N			10,034	10,034	10,034	10,034	10,034	10,034	10,034	10,034	10,034
Adj. R ²			0.266	0.266	0.268	0.336	0.337	0.337	0.384	0.386	0.387

(注) 各変数の定義は表1を参照。括弧内はWhite(1980)の標準誤差に基づくt値に対するp値を示している。

ースに基づく業績の下振れリスクは限定的となる。そのため、経営者はリスクテイクに回避的ではなくなり、収益性の低い投資プロジェクトや事業リスクが高い投資プロジェクトであっても、正味現在価値がプラスであれば当該投資プロジェクトを実行・継続すると考えられるとし、中野ほか(2017)では、このことを無条件保守主義

のリスクテイク促進効果としている。表4の推計結果と照らし合わせると、経済的バッド・ニュースに先立って予防的に会計利益や純資産簿価の過小評価を行っている企業では、リスクテイク促進効果により正味現在価値がプラスの投資プロジェクトが実行された結果、好ましい将来業績となっている、と解釈できよう。

また、中野ほか(2017)は、条件付保守主義と投資水準との関係について、条件付保守主義により投資実行前後でのモニタリング・プロセスが強化されることから、条件付保守主義と投資水準との間に負の関係があるとし、これを支持する実証結果を報告している。保守主義の定義により、条件付保守主義の程度が高い企業では、(期首時点での)無条件保守主義の程度は低いため、当期のリスクテイク促進効果は低く、実行される投資活動も低水準であるため、将来業績に対するプラスの効果は低いと考えられる。さらに、棚卸資産の時価や固定資産の回収可能価額の下落などの経済的バッド・ニュースが生じれば適時的に費用や損失が計上されるため、会計指標は低い値となるであろう。表4の推計結果は、これらの推論と整合的であると考えられる。

これらの解釈が適切であるか否かの判断には、Ishita and Ito(2014)や中野ほか(2017)で行われている投資水準の分析に加えて、投資プロジェクトの収益性や事業リスクなどの分析が必要である。ただし、保守主義と将来業績との間の有意な関係を示した本稿の分析結果は、保守主義が将来業績の予測に有用であることを示唆しているといえよう。なお、保守主義のタイプにより将来業績に与える影響が異なることが提示されているため、将来業績の予測に際しては保守主義のタイプを考慮する必要があることを含意している。

4.3 株式リターンとの関係

表5は、CAR[0:+36]を被説明変数とした重回帰モデル(1)のOLSによる推計結果である。はじめに、保守主義に関する変数に注目すると、CCONとUCONの係数は1%水準で有意なプラスの値であった。このことは、条件付保守主義が高い企業や期末時点での無条件保守主義が高い企業では、基準年以降の36か月間の累積超過リターンが高い値であることを意味している。表には記載していないが、これらの係数の符号と有意水準は、12か月間と24か月間の累積超過リターンを被説明変数とした分析でも、ほぼ同様であり、仮説を支持する結果であった。これらの結果は、BHARを代理変数として保守主義との関係を調査している中野ほか(2017)と整合的であり、保守的な会計を行っている企業では好ましい将来リターンとなっていることを示唆している。

他方、 $\Delta UCON$ の係数は1%水準で有意なマイナスの値であり、無条件保守主義を高めている企業では、将来期間において累積超過リターンが低くなっていることが示され、仮説とは整合的ではない結果であった。事業資産への取得原価会計や無形資産投資の即時費用計上が無条件保守主義に該当する会計処理であることを考えると、会計期間中に極端な投資活動を行っている企業では、将来リターンが低迷していることを示唆している。

続いて、コントロール変数についてみていくと、 ΔPM 、 ATO 、 $BETA$ 、及び $LNBM$ の係数が有意なプラスであった。売上高事業利益率が高まっている企業、総資産回転率が高い企業、ベータ値が高い企業、及び簿価時価比率が高い企業で、将来リターンが好ましい結果となっていることが示唆された。

最後に、表3に示されているように、CCONと $LNMV$ 、UCONと $LNBM$ 、 $LNMV$ と $LNBM$ との間に相対的に高い相関係数が確認されたため、多重共線性の影響を排除するために、 $LNMV$ 又は $LNBM$ を除いて推計を行った⁷。分析の結果、CAR[0:+36]に対するCCONと $\Delta UCON$ の係数の符号と有意水準は表5とほぼ同じであった。

⁷ 多重共線性の程度を測定する指標である分散拡大要因 (variance inflation factor : VIF) を計算したところ、 $LNMV$ と $LNBM$ のVIFの値は1.5から3.6であった。多重共線性の影響が懸念されるVIFの値は、文献により差異があるものの、村瀬ほか(2007)や三輪・林(2014)が2以上としていることから、 $LNMV$ 又は $LNBM$ を除いて推計を行った。

表5 重回帰モデルの推計結果 (株式リターン)

被説明変数	説明変数	累積超過リターン CAR[0:+36]		
		CCON	ΔUCON	UCON
Constant		0.084 (0.340)	0.309 (0.000)	0.107 (0.175)
CON	[+]	0.075 (0.000)	-0.114 (0.000)	0.267 (0.000)
PM		-0.158 (0.194)	-0.187 (0.124)	0.055 (0.656)
ΔPM		0.615 (0.002)	0.647 (0.001)	0.679 (0.001)
ATO		0.035 (0.006)	0.032 (0.011)	0.038 (0.003)
ΔATO		-0.040 (0.465)	-0.017 (0.752)	-0.009 (0.876)
BETA		0.087 (0.000)	0.073 (0.000)	0.100 (0.000)
LNMV		0.006 (0.102)	0.001 (0.871)	-0.002 (0.490)
LNBM		0.137 (0.000)	0.116 (0.000)	0.253 (0.000)
INDUSTRY		YES	YES	YES
YEAR		YES	YES	YES
N		10,034	10,034	10,034
Adj. R ²		0.209	0.212	0.220

(注) 各変数の定義は表1を参照。括弧内はWhite(1980)の標準誤差に基づくt値に対するp値を示している。

しかし、LNBMを除いた分析では、UCONの係数は有意ではなく、表5と異なる結果となった。このことは、統計的な頑健性について、さらなる分析の必要性を示唆している。

5 本稿のまとめと今後の課題

本稿は、将来業績に対する会計上の保守主義の影響を明らかにするために、将来期間における会計指標及び株式リターンと2つのタイプの保守主義との関係を分析した。

経営者の事業投資意思決定に関するエージェンシー問題について、先行研究は、会計上の保守主義が事業投資の効率性を高め、企業価値や株主価値の向上に寄与する効果を指摘している。後続の実証研究では、諸外国企業や日本企業が調査され、より強固なコーポレート・ガバナンスを有している企業において保守的な会計が行われていることが示されており、経営者の投資行動に対するモニタリングに保守的な会計が有用であることが示唆されている。また、保守主義の程度が高い企業では、非効率プロジェクトの打ち切りや投資活動の改善が行われて

いることや、会計指標や株式リターンを用いてより好ましい将来業績に結びついていることが示されている。このように、保守主義が事業投資意思決定に関するエージェンシー問題を緩和し、事業投資の効率性を高めていることが示唆されている。

本稿では、これらの先行研究に基づいて、基準年の1期先、2期先、及び3期先の会計指標（ROA、ROE、及びFCF）と、12か月間、24か月間、及び36か月間の累積超過リターンを将来業績の指標として、保守主義が将来業績の向上に寄与しているか否かについて、基準年における保守主義の程度との関係を検証した。

分析の結果、会計指標を被説明変数とした分析では、無条件保守主義に関する変数との間にプラスの関係が確認され、保守主義の程度が高いほど、将来業績が好ましいものとなっていることが示された。他方、条件付保守主義の係数はマイナスの値であり、条件付保守主義の程度が高い企業ほど、将来業績が低迷していることが示され、諸外国企業を対象とした先行研究とは整合しない分析結果であった。これらの結果は、保守主義が投資活動の効率性を高めており、好ましい将来業績に結びついていることを示唆しているものの、その効果は無条件保守主義にのみあてはまることを示している。また、それぞれのタイプの保守主義が将来業績と有意な関係にあることから、保守主義が将来業績の予測に役立つことを示唆しているものの、その予測においては保守主義のタイプを考慮する必要があることを含意している。

さらに、累積超過リターンを被説明変数とした分析では、条件付保守主義尺度及び無条件保守主義水準尺度との間に正の関係が確認され、保守主義の程度が高いほど、将来リターンが好ましいものとなっていることが示唆された。この結果は、BHARを用いた分析を行った中野ほか（2017）と整合的であった。他方、無条件保守主義変動尺度の係数は負の値であり、会計期間中に極端な投資活動が行われている場合は、株価パフォーマンスが低迷していることが示唆された。これらの結果は、保守主義が将来リターンの予測に役立つことを含意している。

今後の課題として、次の二点があげられる。本稿の分析は、基準年の保守主義の程度と、将来期間における業績との関係を調査している。ただし、両者の間には、経営者による効率的な投資プロジェクトの事前的選択、株主や取締役によるモニタリング、及び経営者による不採算プロジェクトからの撤退などの局面が含まれる。本稿の分析では、これらの局面を捉えきれていないため、事業投資の効率化に関する保守主義の効果をより深く理解するためには、これらの局面を対象とした分析が必要である。これらの分析を行うことで、条件付保守主義が好業績に結びついていることを示す諸外国企業を対象とした先行研究との違いが明らかになると考えられる。また、条件付保守主義の程度がより高いほど、将来期間の会計指標を引き下げる影響があるのに対し、将来リターンを高める影響があることが確認された。これらの整合的ではない分析結果の解釈には、さらなる考察と検証が必要であろう。これらの点は、保守主義尺度の頑健性の検証とあわせて、今後の課題である。

引用文献

- [1] Ahmed, A. S. and S. Duellman (2007) Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 43(2-3), 411-437.
- [2] Ahmed, A. S. and S. Duellman (2011) Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions, *Accounting and Finance* 51(3), 609-633.
- [3] Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton and M. Stanford-Harris (2002) The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs, *The Accounting Review*

77(4), 867-890.

- [4] Ahmed, K. and D. Henry (2012) Accounting Conservatism and Voluntary Corporate Governance Mechanisms by Australian Firms, *Accounting and Finance* 52(3), 631-662.
- [5] Ball, R. (2001) Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure, *Brookings-Wharton papers on Financial Services*, edited by Litan, R. E. and R. Herring, Washington, D. C.: Brookings Institution Press, 127-169.
- [6] Ball, R. and L. Shivakumar (2005) Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness, *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 83-128.
- [7] Basu, S. (1997) The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 24(1), 3-37.
- [8] Basu, S. (2001) 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), 1333-1349.
- [9] Beaver, W. H. and S. G. Ryan (2000) 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), 127-148.
- [10] Beaver, W. H. and S. G. Ryan (2005) Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling, *Review of Accounting Studies* 10(2), 269-309.
- [11] Beekes, W., P. Pope and S. Young (2004) The Link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK, *Corporate Governance: An International Review* 12(1), 47-59.
- [12] Chan, A. L.-C., S. W. J. Lin and N. Strong (2009) Accounting Conservatism and the Cost of Equity Capital: UK Evidence, *Managerial Finance* 35(4), 325-345.
- [13] Chen, S., X. Chen and Q. Cheng (2014) Conservatism and Equity Ownership of the Founding Family, *European Accounting Review* 23(3), 403-430.
- [14] Dezfoli, F. R. C., E. V. Elyseai and M. Tamimi (2014) Effect of Conditional and Unconditional Conservatism on Return in Tehran Stock Exchange, *Applied Mathematics in Engineering, Management and Technology* 2(2), 127-134.
- [15] Fairfield, P. M. and T. Yohn (2001) Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability, *Review of Accounting Studies* 6(4), 371-385.
- [16] Fama, E. F. (1998) Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance, *Journal of Financial Economics* 49(3), 283-306.
- [17] Fama, E. F. and K. R. French (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance* 47(2), 427-465.
- [18] Fama, E. F. and K. R. French (1993) Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics* 33(1), 3-56.
- [19] Foroghi, D., H. Amiri and Z. N. Fallah (2013) Corporate Governance and Conservatism, *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* 3(4), 61-71.
- [20] Francis, B., I. Hasan and Q. Wu (2013) The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis, *Accounting Horizons* 27(2), 319-346.
- [21] Francis, J. R. and X. Martin (2010) Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition, *Journal of Accounting and Economics* 49(1-2), 161-178.

- [22] García Lara, J. M., B. García Osma and F. Penalva (2007) Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence, *European Accounting Review* 16(4), 727-755.
- [23] García Lara, J. M., B. García Osma and F. Penalva (2009) Accounting Conservatism and Corporate Governance, *Review of Accounting Studies* 14(1), 161-201.
- [24] García Lara, J. M., B. García Osma and F. Penalva (2016) Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency, *Journal of Accounting and Economics* 61(1), 221-238.
- [25] Givoly, D., C. K. Hayn and A. Natarajan (2007) Measuring Reporting Conservatism, *The Accounting Review* 82(1), 65-106.
- [26] Goh, B. W. and D. Li (2011) Internal Controls and Conditional Conservatism, *The Accounting Review* 86(3), 975-1005.
- [27] Ishida, S. and K. Ito (2014) The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior, in Ito, K. and M. Nakano, eds. *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Springer, Chapter 3, 59-80.
- [28] Khan, M. and R. L. Watts (2009) Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism, *Journal of Accounting and Economics* 48(2-3), 132-150.
- [29] Kim, B. H. and M. Pevzner (2010) Conditional Accounting Conservatism and Future Negative Surprises: An Empirical Investigation, *Journal of Accounting and Public Policy* 29(4), 311-329.
- [30] Kim, J.-B. and L. Zhang (2016) Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence, *Contemporary Accounting Research* 33(1), 412-441.
- [31] Kravet, T. D. (2014) Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions, *Journal of Accounting and Economics* 57(2-3), 218-240.
- [32] LaFond, R. and S. Roychowdhury (2008) Managerial Ownership and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research* 46(1), 101-135.
- [33] Leventis, S., P. Dimitropoulos and S. Owusu-Ansah (2013) Corporate Governance and Accounting Conservatism: Evidence from the Banking Industry, *Corporate Governance: An International Review* 21(3), 264-286.
- [34] Lim, R. (2011) Are Corporate Governance Attributes Associated with Accounting Conservatism?, *Accounting and Finance* 51(4), 1007-1030.
- [35] Liu, M. and M. Magnan (2016) Conditional Conservatism and the Yield Spread of Corporate Bond Issues, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 46(4), 847-879.
- [36] Pae, J., D. B. Thornton and M. Welker (2005) The Link between Earnings Conservatism and the Price-to-Book Ratio, *Contemporary Accounting Research* 22(3), 693-717.
- [37] Shuto, A. and T. Takada (2010) Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect, *Journal of Business Finance & Accounting* 37(7-8), 815-840.
- [38] Soliman, M. T. (2008) The Use of DuPont Analysis by Market Participants, *The Accounting Review* 83(3), 823-853.
- [39] Srivastava, A., S. Sunder and S. Tse (2015) Timely Loss Recognition and Termination of Unprofitable Projects, *China Journal of Accounting Research* 8(3), 147-167.
- [40] Tan, L. (2013) Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism, *Journal of Accounting and Economics* 55(1), 1-22.
- [41] Watts, R. L. (1993) A Proposal for Research on Conservatism, *Working Paper*, 1-24.
- [42] Watts, R. L. (2003) Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons* 17(3),

207-221.

- [43] White, H. (1980) A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica* 48(4), 817-838.
- [44] Wittenberg-Moerman, R. (2008) 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), 240-260.
- [45] Zhang, J. (2008) The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers, *Journal of Accounting and Economics* 45(1), 27-54.
- [46] 薄井彰 (2004) 「株式評価における保守的な会計測定 of 経済的機能について」『金融研究』23(1), 127-159.
- [47] 薄井彰 (2015) 『会計制度の経済分析』中央経済社.
- [48] 大橋良生 (2016) 「コーポレート・ガバナンスと会計上の保守主義との関連性：既存研究のレビュー」『青森公立大学論纂』(青森公立大学) 2(1), 19-25.
- [49] 乙政正太 (2014) 『財務諸表分析 (第2版)』同文館出版.
- [50] 金森絵里 (2009) 「会計保守主義の二分化と排除不可能性」『立命館経営学』(立命館大学) 47(5), 177-192.
- [51] 久保田敬一・竹原均 (2000) 「リスクファクターモデルと財務特性モデルの判別：Fama-French Model の検証をめぐる問題」『現代ファイナンス』(8), 3-15.
- [52] 桜井久勝 (2017a) 『財務会計講義<第18版>』中央経済社.
- [53] 桜井久勝 (2017b) 『財務諸表分析 [第7版]』中央経済社.
- [54] 首藤昭信・岩崎拓也 (2009) 「監査役会および取締役会の独立性と保守主義の適用」『産業経理』69(1), 89-99.
- [55] 高田知実 (2008) 「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』8, 65-74.
- [56] 中野誠・大坪史尚・高須悠介 (2017) 「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」中野誠編著『マクロとミクロの実証会計』中央経済社, 第8章, 129-178.
- [57] 中村亮介 (2008) 「株主と経営者の間において保守主義が果たす役割—報酬契約の観点から」『一橋商学論叢』(一橋商学会) 3(2), 69-81.
- [58] 中村亮介 (2009) 「保守主義の定量化モデルと基準上の保守主義の関係性」『帝京経済学研究』(帝京大学経済学会) 43(1), 119-128.
- [59] 三輪哲・林雄亮編著 (2014) 『SPSS による応用多変量解析』オーム社.
- [60] 村瀬洋一・高田洋・廣瀬毅士編 (2007) 『SPSS による多変量解析』オーム社.
- [61] 山崎尚志 (2004) 「わが国における3ファクターモデルの検証と株主資本コストの推計」『企業会計』56(7), 134-139.

(謝辞) 本稿は博士論文に基づくものであり、博士論文の作成にあたっては、東北大学の先生方をはじめ、多くの方々からご指導やご助言をいただきました。紙幅の関係上、先生方のお名前をあげることはできませんが、ここに記して深く感謝申し上げます。なお、本稿は、JSPS 科研費 JP15K17177 (研究課題：保守的会計慣行に影響を与える要因に関する研究) の助成を受けて行った研究成果を含んでいます。