

会計上の保守主義と株主資本コスト

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株主資本コスト*

大橋 良生**

【要旨】本稿では、会計上の保守主義と株主資本コストとの関係を分析した。諸外国企業を調査した先行研究では、保守主義のタイプ別に株主資本コストに対する影響が分析され、混在した分析結果が報告されている。他方、日本企業を対象とした研究では、保守的な会計が株主資本コストを低下させていることを示唆する統計的証拠が示されているものの、保守主義のタイプは特定されていない。そこで、本稿では、保守主義のタイプ別に株主資本コストとの関係を分析した。分析の結果、条件付保守主義と株主資本コストとの間に正の関係、無条件保守主義との間に負の関係があることが示された。これらの分析結果は、Chan et al. (2009)の分析結果と整合的であり、条件付保守主義が高いと株主資本コストが高くなっている一方で、無条件保守主義がそれを低減していることを示唆している。このことは、投資者が保守主義のタイプとそれらの利益情報や会計情報への影響等を識別しており、資本の拠出に要求する利益率に反映してい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、株主資本コスト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、修正 PEG レシオ (price-to-earnings-growth ratio) 及び PEG レシオを用いて推計したインプライド株主資本コストと 2 つのタイプの保守主義との関係を検証する。

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 2017)、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 2017)。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、本稿では株主資本コストに対する影響を分析する。

株主資本コストとは、企業からみれば資本を自社に引き止めておくために必要なコストであり、投資者からみれば自らが拠出した資本に対して要求する利益率を意味する (後藤・北川 2010)。諸外国企業を調査した先行研究では、株主資本コストに対して会計上の保守主義の程度が影響していることが示されている。たとえば、条件付保守主義による経済的バッド・ニュースの適時的な認識が企業価値評価の正確性を高める情報の質の向上に寄与し、条件付保守主義の程度が高いと株主資本コストは低下するとの仮説を支持する実証結果が示されている (García Lara et al. 2011 ; Artiach and Clarkson 2014 ; Khalifa et al. 2014 ; Khalifa and Othman 2015)。ただし、条件付保守主義の程度が高いと、利益の持続性が低下し、投資者が将来予想を行うことが難しくなるため、条件付保守主義が株主資本コストを高めていることを示唆する統計的証拠も報告されている (Chan et al. 2009 ; Biddle et al. 2016)。さらに、条件付保守主義を抑制する無条件保守主義の機能に着目し、Chan et al. (2009)では無条件保守主義が株主資本コストを低下させることを、対照的に、Khalifa et al. (2014)ではそれを高めていることを示唆する分析結果が提示されている。このように、諸外国企業を調査した研究では、保守主義のタイプ別に株主資本コストに対する影響が分析され、混在した検証結果が報告されている。

これらの先行研究に対し、日本企業を対象に、株主資本コストに対する保守的な会計の影響を分析している研究に中村 (2008) と眞鍋・西海 (2010) がある。これらの研究では、会計発生高に基づいて測定した保守主義尺度を用いた分析が行われ、保守的な会計が株主資本コストを低下させていることが示されている。ただし、両研究とも、保守主義のタイプを特定せずに分析が行われている。後述するように、会計上の保守主義には無条件保守主義と条件付保守主義の 2 つのタイプがあり、両タイプの間には会計上の費用や損失を計上するタイミングや、それらに係る経営者の裁量性に差異がある。そのため、株主資本コストに対する保守主義の影響を理解するためには、保守主義のタイプ別に分析することが必要であるといえよう。

そこで、本稿では、2001 年から 2011 年までの 13,269 企業・年をサンプルとして、2 つのタイプの保守主義と株主資本コストとの関係を分析した。また、株主資本コストの推計について、中村 (2008) は実現リターンに基

づくベータ値を用いており、眞鍋・西海（2010）は直接的には推計していない。これらの先行研究に対し、本稿では、修正 PEG レシオと PEG レシオに基づくインプライド株主資本コストと、それからリスク・フリー・レートを引き引いたリスク・プレミアムを用いている。これらの点が、日本企業を分析対象とした先行研究に対する本稿の特徴である。

本稿の発見事項は次のとおりである。会計上の保守主義以外の変数（ベータ値、資産規模、負債比率、利益変動性、及び成長性）の影響をコントロールした分析の結果、条件付保守主義と株主資本コストとの間に正の関係、無条件保守主義との間に負の関係があることが示された。これらの分析結果は、Chan et al. (2009)の分析結果と整合的であり、条件付保守主義が高いと株主資本コストが高くなっている一方で、無条件保守主義がそれを低減していることを示唆している。このことは、投資者が保守主義のタイプとそれらの利益情報や会計情報への影響等を識別しており、資本の拠出に要求する利益率に反映していることを含意している。

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。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)。

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。

2.2 保守主義と株主資本コストとの関係

前述のように、株主資本コストは、投資者が自ら拠出する資本に対して要求する利益率を意味しており、株式投資にかかる不確実性により高まるとされる。株主資本コストは企業情報の開示活動と関連しており、より積極的なディスクロージャーを行っている企業は株主資本コストが低いことを示唆する分析結果が先行研究で報告されている (Botosan 1997 ; Botosan and Plumlee 2002 ; 音川 2000 ; 須田ほか 2004)。これらの研究は、経営者がより積極的に情報開示を行うことで、投資者は株式投資にかかる不確実性や企業価値を適切に評価できるようになり、その見返りとして経営者は低い資本コストを享受していることを示唆している。

Francis et al. (2004)は、利益情報が主たる企業情報の一つであることを示す実証研究の成果を受けて、利益情報の7つの特性 (会計発生高の質、持続性、予測可能性、平準化、価値関連性、適時性、及び保守主義) に着目し、それらと株主資本コストとの関係を調査している。この研究では、情報リスクがペイオフの不確実性、すなわち経済的グッド・ニュースと経済的バッド・ニュースの両方の正確性と関連しているのに対し、条件付保守主義が経済的バッド・ニュースの正確性とのみ関連しているため、保守主義と株主資本コストとの関係は希薄であると予想されている。アメリカ企業をサンプルとした分析の結果、予想と整合的に、保守主義尺度の係数は統計的に有意ではなく、条件付保守主義と株主資本コストとの間の関係性を示唆する証拠は得られなかったことが報告されている。

これに対し、会計上の保守主義が株主資本コストと統計的に有意な関係にあることを示している研究に、Chan et al. (2009), García Lara et al. (2011), Artiach and Clarkson (2014), Khalifa et al. (2014), Khalifa and Othman (2015), Li (2015), 及び Biddle et al. (2016)がある。ただし、保守的な会計の影響に関する見解は分かれており、実証結果もまた混在している (浅野・古市 2015)。

はじめに、条件付保守主義の影響に関する研究をみていくと、García Lara et al. (2011), Artiach and Clarkson (2014), Khalifa et al. (2014), Khalifa and Othman (2015), 及び Li (2015)は、条件付保守主義が株主資本コストを低下させていることを報告している。これらの研究は、(1)会計情報の質の向上が、市場参加者による企業価値推定の正確性を高め、株主資本コストを下げること (Lambert et al. 2007・2011), また、(2)保守主義が会計情報の質の向上に寄

与すること (Gietzmann and Trombetta 2003 ; Bagnoli and Watts 2005 ; Guay and Verrecchia 2007) を説明している分析的先行研究に基づいて、条件付保守主義と株主資本コストとの間の負の関係を仮説立てている。加えて、Li (2015)は、バッド・ニュースを適時的に認識する条件付保守主義が経営者の機会主義的行動の抑制に役立つことや、条件付保守主義の程度が高い企業ではバッド・ニュースのシグナルを受けとることでモニタリングの強化や利己的な経営者の交代などの対処ができ、潜在的な損失を最小にできることを指摘している。そして、条件付保守主義がエージェンシー・リスクを緩和することで、条件付保守主義が高い企業に対する株主資本コストは低くなる、と予想している。これらの条件付保守主義に期待される効果と整合的に、アメリカ企業を分析している García Lara et al. (2011)と Artiach and Clarkson (2014)、中東・北アフリカ 13 か国の企業を調査している Khalifa et al. (2014)と Khalifa and Othman (2015)、アメリカ・ヨーロッパ・アジアなど 35 か国の企業を対象とした Li (2015)で、条件付保守主義と株主資本コストとの間に負の関係があることが示されている。

対照的に、Chan et al. (2009)と Biddle et al. (2016)は、条件付保守主義と株主資本コストとの間に正の関係があることを報告している。Chan et al. (2009)は、条件付保守主義が利益特性の一つである持続性に与える影響に注目している。すなわち、会計利益に経済的バッド・ニュースを織り込む条件付保守主義について、会計上の費用や損失として計上するタイミングや金額は経営者の裁量と関係しており、また条件付保守主義が高いと、利益は持続的ではなくなり、投資者にとって将来予想は難しくなるため、要求するリターン（資本コスト）は高くなると予想している。イギリス企業をサンプルとした分析の結果、この予想と整合的に、より高い条件付保守主義がより高い株主資本コストと関係していることを示唆する統計的証拠が提示されている。Biddle et al. (2016)もまた、アメリカ企業を対象として、同様の関係性をみいだしている。

次に、無条件保守主義の影響に関する研究をとりあげると、Chan et al. (2009)と Khalifa et al. (2014)が対照的な分析結果を提示している。Khalifa et al. (2014)は、無条件保守主義と条件付保守主義との間の逆の関係に基づいて、株主資本コストに対して保守主義のタイプにより影響が異なるとの仮説を立て、より高い無条件保守主義がより高い株主資本コストと関係していることをみいだしている。他方、Chan et al. (2009)では、経済的バッド・ニュースに先立って会計上の費用や損失を計上する無条件保守主義は会計上のスラックを形成し条件付保守主義を抑制する機能を有しており、また、無条件保守主義が高いと、利益は持続的であり、投資者は将来予想をしやすくなるため、無条件保守主義がより低い株主資本コストと関係していることを仮説立てている。そして、この仮説と整合的に、無条件保守主義と株主資本コストとの間に負の関係をみいだしている。

以上のように、諸外国企業を調査した先行研究では、保守主義のタイプ別に株主資本コストに対する影響が検証され、混在する分析結果が報告されている。他方、日本企業を調査した研究に、中村 (2008) と眞鍋・西海 (2010)がある。これらの研究は、保守的な会計を行っている企業に対する株主資本コストが低いことを報告している。ただし、これらの研究では、保守主義のタイプを特定せずに分析が行われており、諸外国企業と比べ、日本企業に関する知見は限定的であるといえよう。そこで、本稿では、保守主義のタイプ別に株主資本コストとの関係を分析することとする。

3 分析方法

本節では、会計上の保守主義と株主資本コスト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と株主資本コストを推計する手順を

示し、最後にサンプルとその記述統計量を説明する。

3.1 仮説の設定

株主資本コストに対する会計上の保守主義の影響に関して、分析的研究は保守的な会計の情動的役割に注目している。たとえば、Bagnoli and Watts (2005)は、シグナリング・モデルとして、経営者と投資者との間に情報の非対称性が存在する中で、投資者が経営者の私的情報を推論するのに保守的な会計が有用であることを説明している。また、Gietzmann and Trombetta (2003)は、より直接的に、企業価値に関する経営者の私的情報を伝達する手段として、保守主義が自発的なディスクロージャーの代替となることを説明している。これらの分析的研究は、保守的な会計が情報の非対称性の緩和に寄与することを示唆している。

後続の実証研究は、この示唆と整合的な分析結果を示している。LaFond and Watts (2008)は、情報の非対称性が高いと条件付保守主義の程度が高いことを示しており、保守主義が情報の非対称性の緩和に寄与していることを示唆している。加えて、Hui et al. (2009)は、経営者の利益予想に対する保守主義の影響を調査し、保守主義が利益予想の頻度やタイミングと負の関係にあることをみいだしている。この分析結果は、保守的な会計が経済的バッド・ニュースを自発的に開示する必要性を減少させており、情報の非対称性を緩和していることを示唆している。

以上のように、分析的研究や実証的研究は、会計上の保守主義が情報の非対称性を緩和し、情報の質を高めていることを示している。そして、これらの先行研究に基づいて、保守的な会計を行うことで、投資者が資本の拠出に要求する利益率である株主資本コストは低くなるとの仮説を支持する分析結果が諸外国企業を対象とした研究で報告されている (García Lara et al. 2011 ; Artiach and Clarkson 2014 ; Khalifa et al. 2014 ; Khalifa and Othman 2015 ; Li 2015)。そこで、会計上の保守主義と株主資本コストとの関係について、下記の仮説を設定する。

仮説 A : 会計上の保守主義の程度が高まるにつれ、株主資本コストは低下する。

また、株主資本コストに対する保守主義のタイプ別の影響について、Chan et al. (2009)は、保守主義のタイプにより将来業績に関して異質な情報が投資者に伝達されるとしている。経済的バッド・ニュースを適時的に会計利益に織り込む条件付保守主義について、対象となる資産価値の切り下げのタイミングや金額は、少なくとも部分的には経営者の機会主義的な判断に依存している。そのため、利益流列に対する条件付保守主義の影響は持続的ではなく、投資者にとって条件付保守主義の程度が高い企業の利益予想は難しいものとなる。すなわち、条件付保守主義の程度が高いと、経営者の裁量の対象となっている部分が大きいいため、利益情報や会計情報の信頼性や質は低くなり、株主資本コストは高くなると予想される。

他方、無条件保守主義は、経済的ニュースに依存せず、それに先立って費用や損失を会計利益に織り込むため、利益流列に対する無条件保守主義の影響は持続的であり、投資者は利益を予想しやすくなる。すなわち、無条件保守主義の程度が高いと、将来利益に対する無条件保守主義の影響を投資者は認識しやすく、また、条件付保守主義を抑制する効果から経営者の裁量の対象となる部分は小さいため、利益情報や会計情報の質は高く、株主資本コストは低くなると予想される。そこで、保守主義のタイプ別に下記の仮説を設定する¹。

¹ 仮説 A と仮説 A-1 が整合していないことに注意が必要である。仮説 A が保守的な会計の異質な検証性 (すなわち、費用や損失よりも収益や利得を会計上認識するのに必要となる検証性が厳格であること) に基づいているのに対し、仮説 A-1 は経済的ニュースに基づいて費用や損失を認識することの影響に注目している。投資者が異質な検証性の効果を重視しているのであれば、保守主義のタイプにかかわらず、保守主義と株主資本コストと

仮説 A-1：条件付保守主義の程度が高まるにつれ、株主資本コストは上昇する。

仮説 A-2：無条件保守主義の程度が高まるにつれ、株主資本コストは低下する。

3.2 重回帰モデル

会計上の保守主義と株主資本コスト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、後述する方法で推計した株主資本コスト、又はそれに基づくリスク・プレミアムである。説明変数には、保守主義に関する変数（CON）と、被説明変数に影響を与えられと考えられるコントロール変数を加えている。

$$\text{COE}_{i,t} \text{ or } \text{RP}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CON}_{i,t} + \beta_2 \text{BETA}_{i,t} + \beta_3 \text{LNASSET}_{i,t} + \beta_4 \text{DER}_{i,t} + \beta_5 \text{SDROE}_{i,t} + \beta_6 \text{G_SALES}_{i,t} + \beta \text{INDUSTRY}_{i,t} + \beta \text{YEAR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ここで、

COE = 修正 PEG レシオに基づいて推計された株主資本コスト

RP = リスク・プレミアム（COE-RF）

RF = リスク・フリー・レート（10年物の国債利回り）

CON = 保守主義尺度（CCON, ΔUCON, 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

ΔUCON = 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

BETA = ベータ値（ t 期決算発表後会社四季報が最初に発刊された月を終了時点とする 60 か月の月次リターン・データと市場リターン（TOPIX の変化値）を用いて計算した CAPM によるベータ値）

LNASSET = 資産規模（資産合計の自然対数）

DER = 負債比率（負債合計／純資産合計）

SDROE = 利益変動性（過去 5 年間の ROE の標準偏差）
ROE = 当期純利益／自己資本（期中平均）

G_SALES = 成長性（過去 5 年間の売上高成長率の平均値）

INDUSTRY = 業種ダミー

YEAR = 年ダミー

被説明変数には、修正 PEG レシオに基づいて推計された株主資本コスト（COE）、又は COE からリスク・フリー・レート（RF）を差し引いて計算したリスク・プレミアム（RP）を利用する。後述するように、株主資本コストの推計には決算発表後最初に公表される『会社四季報』（東洋経済新報社）の予想利益を用いており、当該『会社四季報』が発刊された月に発行された 10 年物の国債利回りを RF としている。本稿の関心は、保守主義に関す

は負の関係になると予想される（仮説 A）。他方で、条件付保守主義が経営者の裁量性と関連していることに投資者が注目しているのであれば、条件付保守主義と株主資本コストとは正の関係になると予想される（仮説 A-1）。

る変数 (CON) の係数 β_1 にある。推計の結果、係数 β_1 が統計的に有意な負 (正) の値であれば、保守主義の程度が高いほど株主資本コストが低い (高い) ことを意味している。

なお、コントロール変数には、基礎的なリスク要因として、ベータ値 (BETA)、資産規模 (LNASSET)、負債比率 (DER)、利益変動性 (SDROE)、及び成長性 (G_SALES) を含めている。株主資本コストやリスク・プレミアムとの関係は、ベータ値、負債比率、及び利益変動性とは正の関係、対照的に、資産規模と成長性とは負の関係にあると予想される (後藤・北川 2010)。また、業種やマクロ経済の影響をコントロールするために、業種ダミー (INDUSTRY) と年ダミー (YEAR) を追加している。

本稿で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)、予想 1 株当たり利益・配当データは『会社四季報』、国債データは『公社債便覧』(日本証券業協会) から入手している。

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 $\hat{\lambda}_i$, $i=1-4$ 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²、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

² 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。

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 株主資本コストの推計

株主資本コストは、投資者が拠出する資本に対して要求する利益率であり、リスク・フリー・レートにリスク・プレミアムを加算して算出される。しかし、リスク・プレミアムは直接観察できないため、株主資本コストの推計には、事後的に実現リターンを用いて推計する方法、又は利益、株主資本簿価、及び配当の期待値を利用して推計する方法が用いられている。前者の実現リターンを用いる方法では、資本資産価格形成モデル (capital asset pricing model : CAPM) や Fama and French (1993) の 3 ファクター・モデルなどが利用される。これらの実現リターンを用いる方法に関し、Fama and French (1997) は、実際に推計値を検証した後に、正しい資産評価モデルを認識することが困難であることなどを理由として、これらのモデルに基づく株主資本コストの推計値が不可避免的に不正確である、と結論づけている。そこで、後者の実現リターンに依存しない方法が用いられており、残余利益モデル (residual income model) や超過利益成長評価モデル (abnormal earnings growth valuation model) などから逆算して株主資本コストが推計されている。これらの実現リターンに依存しない方法で推計された株主資本コストは、証券投資の際に市場参加者が想定する暗黙裡の株主資本コストを表しているため、インプライド株主資本コストと称されている。

後藤・北川 (2010) は、インプライド株主資本コストの推計に用いられる代表的な 5 つのモデルに基づく株主資本コストを算出し、モデルの優劣比較を行った結果、Easton (2004) が提唱した修正 PEG レシオと PEG レシオが相対的に有効である、と結論づけている。本稿では、この研究成果に基づいて、修正 PEG レシオを用いた株主資本コストを算出した。修正 PEG レシオは、次のモデル(8)で表される。修正 PEG レシオでは、株主資本コストは、 $t+1$ 期と $t+2$ 期の予想 1 株当たり利益、 $t+1$ 期の予想 1 株当たり配当、及びそれらが開示される t 期決算発表後『会社四季報』が最初に発刊された月の株価 (終値) を代入することで推計される³。

$$COE = \sqrt{\frac{FEPS_{t+2} + COE \times DPS_{t+1} - FEPS_{t+1}}{P_t}} \quad (8)$$

ここで、

COE	=	株主資本コスト
$FEPS_{t+2(t+1)}$	=	2 期 (1 期) 先の予想 1 株当たり利益
DPS_{t+1}	=	1 期先の予想 1 株当たり配当
P_t	=	t 期決算発表後『会社四季報』が最初に発刊された月の株価 (終値)

³ 理論上、株主資本コストは負の値にはならないため、修正 PEG レシオ、及び後述する PEG レシオで推計された値が負の値である企業・年はサンプルから除いている。

3.6 サンプルとデータ

本稿は、2001年から2011年までを対象期間として、この間に公表された会計情報の保守主義の程度と、公表直後の株主資本コストとの関係を分析対象とする。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13,269企業・年を本稿のサンプルとした。

表1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。被説明変数であるCOEの平均値は10.3%であり、また、10年物の国債利回りを代理変数としたリスク・フリー・レートを差し引いたRPの平均値は8.9%であった。保守主義に関する変数について、CCON、 Δ UCON、及びUCON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。これらは、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を意味している。

表1 記述統計量 (N=13,269)

	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
COE	0.103	0.060	0.018	0.064	0.087	0.123	0.440
RP	0.089	0.060	0.004	0.049	0.073	0.109	0.427
CCON	0.466	0.271	0.010	0.232	0.451	0.691	0.985
Δ UCON	0.500	0.274	0.012	0.265	0.500	0.734	0.990
UCON	0.490	0.272	0.012	0.256	0.487	0.721	0.990
BETA	0.820	0.438	-0.067	0.492	0.784	1.119	2.062
LNASEET	24.84	1.359	21.95	23.84	24.72	25.72	28.59
DER	1.710	1.711	0.124	0.612	1.172	2.162	13.17
SDROE	0.062	0.076	0.004	0.019	0.036	0.074	0.681
G_SALES	0.020	0.054	-0.117	-0.014	0.014	0.048	0.245

(注) 変数の定義は下記のとおり。

COE	=	修正 PEG レシオに基づいて推計された株主資本コスト
RP	=	リスク・プレミアム (COE-RF) RF=リスク・フリー・レート (10年物の国債利回り)
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
Δ 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
BETA	=	ベータ値 (t 期決算発表後会社四季報が最初に発刊された月を終了時点とする 60 か月の月次リターン・データと市場リターン (TOPIX の変化値) を用いて計算した CAPM によるベータ値)
LNASSET	=	資産規模 (資産合計の自然対数)
DER	=	負債比率 (負債合計/純資産合計)
SDROE	=	利益変動性 (過去5年間の ROE の標準偏差) ROE=当期純利益/自己資本 (期中平均)
G_SALES	=	成長性 (過去5年間の売上高成長率の平均値)

4 分析結果

4.1 相関係数

表2は、本稿の分析で用いる変数間の相関係数を示している。被説明変数と保守主義に関する変数との関係をみてみると、COE及びRPとCCONとの間には正の相関があり、条件付保守主義の程度が高い企業に対して、株主資本コストやリスク・プレミアムが高いことを意味している。他方、 Δ UCON及びUCONとの相関係数の符号は、CCONの場合と反転しており、無条件保守主義が直近会計期間中に高まっている企業や期末時点で高い企業に対して、株主資本コストやリスク・プレミアムが低いことを意味している。

被説明変数とコントロール変数との相関係数について、ベータ値、負債比率、及び利益変動性の正の相関係数が、資産規模と成長性に負の相関係数が確認された。これらは、ベータ値、負債比率、及び利益変動性が高い企業に対して株主資本コストやリスク・プレミアムが高いことを、また、大規模企業や高成長企業に対してそれらが低いことを意味している。これらの相関係数の符号は予想と整合的であった。

4.2 推計結果

表3は、モデル(1)の最小二乗法(OLS)による推計結果を示している。COEを被説明変数としたモデルについて、保守主義に関する変数CONの係数は、CCONが有意な正の値であるのに対して、 Δ UCON及びUCONは有意な負の値であった。これらはRPを被説明変数としたモデルでも同様であった。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後で、条件付保守主義が高いほど、株主資本コストやリスク・プレミアムが高いことを示唆している。他方、無条件保守主義が直近会計期間中に高くなっているほど、及び期末時点で高いほど、それらが低くなっていることを示唆している。このことは、仮説Aを部分的に支持しており、また仮説A-1及びA-2と整合的であった。

コントロール変数の係数をみてみると、予想と整合する符号で、統計的に有意であった。すなわち、ベータ値、負債比率、及び利益変動性が高い企業に対して株主資本コストやリスク・プレミアムが高く、大規模企業や高成

表2 相関係数 (N=13,269)

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]
[1]COE	1.000									
[2]RP	0.998	1.000								
[3]CCON	0.136	0.135	1.000							
[4] Δ UCON	-0.109	-0.109	-0.135	1.000						
[5]UCON	-0.098	-0.097	-0.220	0.176	1.000					
[6]BETA	0.109	0.106	-0.068	-0.104	-0.046	1.000				
[7]LNASEET	-0.137	-0.137	-0.468	0.105	0.255	0.145	1.000			
[8]DER	0.142	0.143	0.045	-0.009	0.287	0.121	0.141	1.000		
[9]SDROE	0.179	0.178	0.079	0.006	0.197	0.248	-0.082	0.498	1.000	
[10]G_SALES	-0.080	-0.090	-0.148	0.107	0.050	0.075	0.168	-0.074	-0.150	1.000

(注) 変数の定義は、表1の注を参照。

表3 重回帰モデルの推計結果

被説明変数 説明変数	予想 符号	COE			RP		
		CCON	ΔUCON	UCON	CCON	ΔUCON	UCON
Constant		0.170 (14.57)**	0.210 (20.51)**	0.189 (18.11)**	0.157 (13.46)**	0.197 (19.26)**	0.177 (16.89)**
CON	[-/+]	0.015 (7.334)**	-0.017 (-9.163)**	-0.027 (-12.54)**	0.016 (7.349)**	-0.017 (-9.162)**	-0.027 (-12.54)**
BETA	[+]	0.010 (7.147)**	0.008 (5.826)**	0.007 (7.187)**	0.010 (7.112)**	0.008 (5.790)**	0.007 (5.493)**
LNASEET	[-]	-0.005 (-10.08)**	-0.006 (-13.53)**	-0.005 (-10.56)**	-0.005 (-10.11)**	-0.006 (-13.57)**	-0.005 (-10.60)**
DER	[+]	0.005 (10.45)**	0.005 (11.05)**	0.006 (13.54)**	0.005 (10.46)**	0.005 (11.05)**	0.006 (13.55)**
SDROE	[+]	0.052 (5.436)**	0.056 (5.772)**	0.064 (6.633)**	0.052 (5.423)**	0.055 (5.758)**	0.064 (6.620)**
G_SALES	[-]	-0.040 (-3.972)**	-0.035 (-3.494)**	-0.040 (-3.968)**	-0.040 (-3.986)**	-0.036 (-3.510)**	-0.040 (-3.983)**
INDUSTRY		YES	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR		YES	YES	YES	YES	YES	YES
N		13,269	13,269	13,269	13,269	13,269	13,269
Adj. R ²		0.163	0.165	0.170	0.178	0.181	0.188

(注) 変数の定義は、表1の注を参照。括弧内はWhite (1980)の標準誤差に基づくt値を示している。

**は1%水準で有意であることを示している。

長企業に対してそれらが低いことが示唆された。

以上の推計結果は、株主資本コストに影響を与える基礎的なリスク要因をコントロールしてもなお、保守的な会計が行われることで株主資本コストが低減していることを示唆している。ただし、この効果は、無条件保守主義にのみ確認され、対照的に、条件付保守主義には株主資本コストを高める影響があることが示唆された。これらのことは、投資者が保守主義のタイプとそれらの利益情報や会計情報への影響等を識別しており、資本の拠出に要求する利益率に反映していることを含意している。

4.3 頑健性テスト

以上の分析では、修正PEGレシオに基づいて推計した株主資本コストを用いた。前述のように、後藤・北川(2010)は、インプライド資本コストの推計モデルの優劣比較を行った結果、修正PEGレシオとPEGレシオが相対的に有効である、と結論づけている。そこで、修正PEGレシオの仮定に、DPS = 0の仮定を追加し、次のモデル(9)で表されるPEGレシオを用いて、株主資本コストの推計を行った。このモデルでは、t+1期とt+2期の予想1株当たり利益、及びそれらが開示されるt期決算発表後『会社四季報』が最初に発刊された月の株価(終値)を代入することで、株主資本コストが推計される。

$$COE = \sqrt{\frac{FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}}{P_t}} \quad (9)$$

PEG レシオを用いて推計した株主資本コスト、及びそれからリスク・フリー・レートを差し引いたリスク・プレミアムを用いて、モデル(1)を推計した。表にはしていないが、推計結果は表3 とほぼ同じであった。すなわち、COE 及び RP に対して、CCON の係数は有意な正の値であり、 Δ UCON と UCON の係数は有意な負の値であった。そして、コントロール変数についてもまた、予想と整合的な係数であった。したがって、表3 で示された推計結果は、株主資本コストの推計に用いるモデルの違いに対して頑健的である、と考えられる。

5 本稿のまとめと今後の課題

本稿は、株主資本コスト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、株主資本コストと2つのタイプの保守主義との関係を分析した。

株主資本コストは、投資者が自ら拠出する資本に対して要求する利益率を意味しており、株式投資にかかる不確実性により高まるとされる。分析的先行研究は、投資者が株式投資にかかる不確実性や企業価値を評価するのに保守的な会計が有用であることを示している (Bagnoli and Watts 2005 ; Gietzmann and Trombetta 2003)。また、実証研究は、これらの分析的研究のインプリケーションと整合的に、会計上の保守主義が情報の非対称性の緩和に寄与していることを示している (LaFond and Watts 2008 ; Hui et al. 2009)。

さらに、より直接的に、諸外国企業を対象として、会計上の保守主義と株主資本コストとの関係が調査されている。ただし、先行研究は対立する予想を立てており、保守主義が株主資本コストに与える影響について、混在した分析結果が提示されている。他方、日本企業を対象とした研究に中村 (2008) と眞鍋・西海 (2010) がある。これらの研究は、保守的な会計が株主資本コストを低下させることを報告している。ただし、会計発生高を用いて保守主義の程度を測定しており、保守主義のタイプに焦点をあわせていない点で、さらなる検証が必要である。そこで、本稿では、13,269 企業・年をサンプルとして、2つのタイプの保守主義が株主資本コストに与える影響を検証した。

分析の結果、条件付保守主義と株主資本コストとの間に正の関係が確認され、条件付保守主義の程度が高い企業に対して株主資本コストが高いことが示唆された。他方、無条件保守主義との間には負の関係があることが確認され、無条件保守主義の程度が高まっている企業やそれが高い企業に対しては株主資本コストが低いことが示唆された。これらの分析結果は、投資者が保守主義のタイプとそれらの利益情報や会計情報への影響等を識別しており、資本の拠出に要求する利益率に反映していることを示唆している、といえよう。

今後の課題として、次の三点があげられる。第一に、保守主義の役割の考察と検証である。本稿では、先行研究に基づいて保守主義の情動的役割に注目した仮説を設定した。この情動的役割のほか、Li (2015)では、会計上の保守主義が、株主価値を損なう経営者の行動を抑制したり、利己的な経営者を監視することで損失を限定的にしたりするのに役立つとし、保守主義にエージェンシー・リスク低減効果があることが指摘されている。本稿の分析では、こうした保守主義の機能を捉えきれてはいないため、株主資本コストに対する保守的な会計の影響をより深く理解するためには、より詳細なリサーチ・デザインの設定が必要である。これにより、諸外国企業を対象とした先行研究の知見との相違の理由が明らかになると期待される。

第二に、投資者のリスク選好のタイプを識別した分析である。保守的な会計が行われることで、経営者の判断や見積りが入ることから会計情報の硬度が低下すると考える投資者であれば、保守主義が高い企業に対してより高い株主資本コストを要求すると考えられる。他方、保守的な会計が報告利益の硬度を高くすると受けとめる投

資者であれば、保守主義が高い企業に対する株主資本コストは低くなると考えられる。株主資本コストに対する保守的な会計の影響をより深く理解するためには、硬度などの情報リスクに対する投資者の選好を識別する必要がある。

第三に、株主資本コストの測定尺度に関する頑健性の検証である。Ruch and Taylor (2011・2015)は、株主資本コストに対する影響について、先行研究で混在する分析結果が提示されている要因の一つに、株主資本コストの推計に様々な測定モデルが適用されていることをあげている。本稿では、後藤・北川 (2010) の研究成果に基づいて、修正 PEG レシオと PEG レシオを用いて推計したインプライド資本コストを用いた。ただし、実際に投資者が利用できるデータや適用する測定モデルは多岐にわたるため、より広範な頑健性テストが必要となる。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., 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.
- [2] Artiach, T. C. and P. M. Clarkson (2014) Conservatism, Disclosure and the Cost of Equity Capital, *Australian Journal of Management* 39(2), 293-314.
- [3] Bagnoli, M. and S. G. Watts (2005) Conservative Accounting Choices, *Management Science* 51(5), 786-801.
- [4] 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.
- [5] Basu, S. (1997) The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 24(1), 3-37.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] Beaver, W. H. and S. G. Ryan (2005) Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling, *Review of Accounting Studies* 10(2), 269-309.
- [9] Biddle, G. C., M. L. Z. Ma and F. Wu (2016) Conditional Conservatism and the Cost of Equity Capital: Information Precision and Information Asymmetry Effects, *Applied Finance and Accounting* 2(1), 69-88.
- [10] Botosan, C. A. (1997) Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review* 72(3), 323-349.
- [11] Botosan, C. A. and M. A. Plumlee (2002) A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research* 40(1), 21-40.
- [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] Easton, P. D. (2004) PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital, *The Accounting Review* 79(1), 73-95.

- [14] 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.
- [15] Fama, E. F. and K. R. French (1997) Industry Costs of Equity, *Journal of Financial Economics* 43(2), 153-193.
- [16] Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson and K. Schipper (2004) Costs of Equity and Earnings Attributes, *The Accounting Review* 79(4), 967-1010.
- [17] García Lara, J. M., B. García Osma and F. Penalva (2011) Conditional Conservatism and Cost of Capital, *Review of Accounting Studies* 16(2), 247-271.
- [18] Gietzmann, M. B. and M. Trombetta (2003) Disclosure Interactions: Accounting Policy Choice and Voluntary Disclosure Effects on the Cost of Raising Outside Capital, *Accounting and Business Research* 33(3), 187-205.
- [19] Givoly, D., C. K. Hayn and A. Natarajan (2007) Measuring Reporting Conservatism, *The Accounting Review* 82(1), 65-106.
- [20] Guay, W. and R. E. Verrecchia (2007) Conservative Disclosure, *Working Paper*, 1-43.
- [21] Hui, K. W., S. Matsunaga and D. Morse (2009) The Impact of Conservatism on Management Earnings Forecasts, *Journal of Accounting and Economics* 47(3), 192-207.
- [22] 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.
- [23] Khalifa, M. and H. B. Othman (2015) The Effect of Conservatism on Cost of Capital: MENA Evidence, *Applied Economics* 47(1), 71-87.
- [24] Khalifa, M., H. B. Othman and K. Hussainey (2014) The Effect of Unconditional and Conditional Conservatism on Cost of Capital: A Quantile Regression Approach for MENA Countries, *Working Paper*, 1-38.
- [25] 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.
- [26] LaFond, R. and R. L. Watts (2008) The Information Role of Conservatism, *The Accounting Review* 83(2), 447-478.
- [27] Lambert, R., C. Leuz and R. E. Verrecchia (2007) Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital, *Journal of Accounting Research* 45(2), 385-420.
- [28] Lambert, R. A., C. Leuz and R. E. Verrecchia (2011) Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital, *Review of Finance* 16(1), 1-29.
- [29] Li, X. (2015) Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting* 42(5-6), 555-582.
- [30] 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.
- [31] 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.
- [32] Ruch, G. W. and G. Taylor (2011) Accounting Conservatism and its Effects on Financial Reporting Quality: A Review of the Literature, *Working Paper*, 1-85.
- [33] Ruch, G. W. and G. Taylor (2015) Accounting Conservatism: A Review of the Literature, *Journal of Accounting Literature* 34, 17-38.
- [34] Tan, L. (2013) Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism, *Journal of*

Accounting and Economics 55(1), 1-22.

- [35] Watts, R. L. (1993) A Proposal for Research on Conservatism, *Working Paper*, 1-24.
- [36] Watts, R. L. (2003) Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons* 17(3), 207-221.
- [37] White, H. (1980) A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity, *Econometrica* 48(4), 817-838.
- [38] 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.
- [39] Zhang, J. (2008) The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers, *Journal of Accounting and Economics* 45(1), 27-54.
- [40] 浅野敬志・古市峰子 (2015) 「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」『金融研究』34(1), 35-97.
- [41] 薄井彰 (2004) 「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』23(1), 127-159.
- [42] 薄井彰 (2015) 『会計制度の経済分析』中央経済社.
- [43] 音川和久 (2000) 「IR 活動の資本コスト低減効果」『会計』158(4), 543-555.
- [44] 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.
- [45] 後藤雅敏・北川教央 (2010) 「資本コストの推計」桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社, 第14章, 407-442.
- [46] 桜井久勝 (2017) 『財務会計講義<第18版>』中央経済社.
- [47] 須田一幸・首藤昭信・太田浩司 (2004) 「ディスクロージャーが株主資本コストに及ぼす影響」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 第1章, 9-43.
- [48] 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.
- [49] 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.
- [50] 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.
- [51] 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.
- [52] 眞鍋和弘・西海学 (2010) 「会計上の保守主義が企業財務(資本コスト)に与える影響」『愛知学院大学論叢経営学研究』(愛知学院大学経営学会) 19(2), 69-86.

(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。

