

BIS Working Papers No.302: Accounting Alchemy へのコメント

米山 正樹 (早稲田大学)

1. 「利益の重視」はヒューリスティックで非合理的な行動と言い切れるのか

Verrecchia のみならず、コメンテーターである Barth もまた、暗黙裡に、投資家が求めているのは公正価値(やその変動)に関する情報だけだという前提を置いている。注記情報などを参照すれば容易に公正価値情報に「戻す」ことができるのに、わざわざ公正価値の変動差額とは異なる額として利益を報告しようとする行為を *alchemy* と称しているのは、公正価値情報こそがほんらい提供されるべきもの、というかれらのスタンスを反映したものといえるであろう。

かれらのスタンスが事実の裏付けを伴っているのであれば、さしあたりかれらの仮説を受け入れることもできる。しかし投資家が公正価値やその変動に関する情報だけを求めている、という主張は、実際には十分な経験的事実の裏付けを欠いている。一部の金融商品などに関する公正価値情報が株価などに対する説明力を有しているという意味で価値関連性を有している、という研究成果がみられるのは確かだが、同様の結果がすべての資産・負債項目について得られているわけではない。

また企業が行う投資を(a)のれんの獲得を期待しうる実物投資と、(b)それを期待できない金融投資とに区分したとき、後者についての公正価値情報が、利益情報を用いて企業が生み出す将来のキャッシュフローを予測し、そのことをつうじて企業の価値を評価しようとする投資家にとって有用でありうる。しかし実物投資に用いられている資産の公正価値と、その投資に期待されるのれんの大きさとの間に明確な関係が認められない以上、前者に関する公正価値情報が投資家にとって有用であることを積極的に示すのは難しい。このとおり、実証的な研究の成果を離れてやや思弁的な議論を行う場合であっても、公正価値情報が「万能」であることをサポートするのは困難といえる。

Verrecchia が取り上げている具体的なケースのうち、本源的価値にもとづくストック・オプションの費用認識(事実上の費用逃れ)と企業結合における持分プーリング法の適用については、敢えて公正価値によらずに費用や資産の評価額を決めること(すなわちかつての会計実務)に合理的な解釈を与えるのは、後述する「会計数値を尺度とした利害調整プロセスへの影響」を考慮しないかぎり困難である。その意味で、これらのケースに限れば、Verrecchia の主張にも一定の合理性を見出すことができる。

しかし日本でいうその他有価証券(米国でいう売却可能有価証券)については、公正価値変動差額を利益に反映させないことに合理的な解釈を与えることができる。その他有価証券については純粋な金融投資の対象と考えられず、むしろ事業投資としての性質も有していると考えられるからである。公正価値によらない利益の計算と開示を一律にヒューリスティックな行動の現れとみる Verrecchia らの議論は、その意味で問題を抱えていると考えられる。

2. 利害調整の指標として利益情報が用いられている事実への配慮は不要か

Verrecchia は、利益情報がとりわけ重視される理由(注記情報などから公正価値の変動差額に「戻す」ことが容易であっても、なお公正価値の変動差額に直結しない金額で利益を計算・開示しようとする誘因が働く理由)を利益情報が果たしている「利害調整機能」に求めることには否定的である。

すなわち経営者による形式的な水増し・圧縮などにさらされる指標を用いて利害調整が行われる、というためにはナイーブな主体(必ずしも合理的とはいえない主体)を想定しなければならない。そのような指標を用いていることが明らかになった場合、利益情報に関わる主体が合理的であれば、利害調整のために用いる指標のほう修正されるはずである。したがって当事者が合理的である限り、利益の数値がひとり歩きする状況(注記によって公正価値の変動差額へと利益の数値を「戻せる」状況)であっても、財務諸表の本体に記載されている「公正価値との関連が薄い」利益の数値で利害の調整が図られてしまう状況)は想定できない、というのが Verrecchia の議論である。その例として、Verrecchia は、利益連動型の経営者報酬制度を指摘している。

利益の数値を用いた利害調整が当事者間の私的な契約をつうじて行われているのは事実であり、その典型例が利益連動型経営者報酬制度をつうじた経営者と株主との利害調整であることもまた事実である。しかし利益の数値を用いた利害調整は、不特定多数の当事者を念頭に置いた法規制をつうじて行われることもある。会社法における配当規制や税務申告制度がその典型例である¹。このような利害調整局面においては、私的な契約にもとづく利害調整のケースと違って、利害調整のための指標を弾力的に修正・調整することが困難である。とすれば、配当規制や税務申告制度との関係において、利益の数値がひとり歩きする状況は想定しうるのであ

¹ ただし米国では、会社法や税法と企業会計との関係が日本とは異なることから、本文で記したような利害調整のあり方に Verrecchia らが十分な関心を寄せていないとしても仕方がないことではないか、という議論もありえよう。

って、利害調整の局面で利益情報が用いられている事実をすべて考慮外に置いている Verrecchiaらの議論は厳密さを欠くもの、と位置づけられることになる。

3. 機能的固定化: 経営者のヒューリスティックな行動か、それとも投資家か

1.および2.では、(公正価値やその変動差額に直結しない形で計算・開示される)利益の数値がことさら重視される事実を「ヒューリスティックな行動の現れ」とみる Verrecchia らのスタンスそれ自体に疑義を向けてきた。この3.では、さしあたり上記した Verrecchia らのスタンスを受け入れたうえで、かれらのロジックが抱えている(内生的な)問題点を指摘する。

Verrecchia は利益重視というヒューリスティックな行動が、主として投資家ではなく、経営者によって引き起こされている旨を強調している。「機能的固定化」にとらわれている一部のナイーブ(で零細)な投資家がヒューリスティックな行動を起こしたとしても、機関投資家らがナイーブな投資家にあわせて自らの投資行動を変えてくるとは思えない。これに対し経営者については、Fischer and Verrecchia(2004)をつうじて、ヒューリスティックな行動(報告利益の形式的な水増し)がより高額の報酬に結びつくことが確かめられている。こうしたことから、Verrecchia はヒューリスティックな行動をもっぱら経営者によって引き起こされているもの、と結論づけている。

かりに情報の受け手が利益の形式的な操作の影響を受けないとすれば(すなわち「ほんらいの」公正価値にもとづく情報へと報告利益を適宜修正するのであれば)、にもかかわらず情報の送り手側がヒューリスティックな行動を続けるという想定は、評者には理解し難い。送り手側とともに受け手(投資家らの利用者)側もヒューリスティックな行動をとっている、という状況を想定しなければならぬかどうか、検討が必要であろう。