

一般社団法人 大阪銀行協会

大銀協フォーラム 研究助成論文集

第18号

平成26年2月

平成24年度研究助成

優秀賞

「金融サービスへのアクセスに関する地域間格差の研究
ー京阪神大都市圏中心部と周辺部の比較分析ー」

和歌山大学経済学部
築田 優
和歌山大学経済学部
藤田和史

特別賞

「「移行経済型市場」の株式所有構造と企業効率
ー中国上場企業381社のプールド・データによる検証ー」

大阪市立大学大学院
創造都市研究科
王 東明

特別賞

「負債認識における蓋然性要件が金融機関に及ぼす影響
ー発生可能性の低いリスクにかかる引当金の認識および
測定をめぐる諸問題を中心にー」

甲南大学会計大学院
社会科学部
山田善紀

特別賞

「ポスト・フォードイズム時代における
銀行業の戦略的CSRの概念フレームに関する考察」

神戸山手大学現代社会学部
久富健治

奨励賞

「株式市場の構造変化と外国人投資家」

神戸大学大学院経済学研究科
岩壺健太郎

一般社団法人 大阪銀行協会 調査部

「移行経済型市場」の株式所有構造と企業効率
ー中国上場企業 381 社のプールド・データによる検証ー

大阪市立大学大学院 創造都市研究科
王 東明

目次

一、はじめに

二、社会全体の所有構造の変化

三、上場企業の株式所有構造と企業効率

四、上場企業 381 社の実証分析

五、むすびにかえて

一、はじめに

2013 年 11 月に開催された中国共産党の 18 期「三中全会」は、「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」を採択した¹。この「決定」では、企業の所有制度が公有制を主体とし、様々な所有形態の共同発展を求めるという中国の基本的な経済制度を提唱し、この基本制度は社会主義市場経済体制の根幹でもあると強調した。さらに、今回の三中全会は、混合所有制の経済を発展させ、国有企業による現代企業制度の整備、つまり株式会社化を促進し、非公有制経済の健全な発展を支持するとした。このように、習近平の新指導体制は、今までの経済政策を継承しながら、公有制経済と私有制経済の両方の発展を促進し、さらに、国有企業の制度改革と関わる混合所有の株式会社制度の確立にも力を入れると読み取れる。

周知のように、90 年代に形成された中国の株式市場は、2012 年末現在の上場企業数が 2494 社を数え、その時価総額は 23 兆元に達し、日本を超えて世界第 2 位の市場規模となった²。しかし、中国上場企業の多数は、国有企業から組織を再編して上場を果たした企業であり、そのため、発行済株式の半数前後は国有株であり、株式市場も国有企業のための資金調達の間になっていると謂われ、独特な「移行経済型市場」の特徴を呈している。その一方、市場競争環境の中で、国有企業は民間企業と比べ、その経営効率が低いと一般的に認識されている。そこで、中国の特殊な市場構造や企業環境の下で、上場企業の経営効率はどうかになっているか、また、上場企業の株式所有構造は企業業績にどのような影響を与えているかを考察する必要があると考える。

上場企業の株式所有構造と企業効率の関係に焦点を当てる研究は、主に以下のものがある³。まず代表的なものは、Xu & Wang (1997) の研究である。この研究は 1995 年以前の 3 年間の上場企業 154 社を選んで、株式所有と企業効率 (ROE、ROA、Tobin's Q) との関係を分析し、国家株比率が高いほど企業の収益性が低い、法人株比率が高いほど企業の収益性が高い、流通 A 株比率は企業の収益性と殆ど関係がない、という分析結果が検出された。この分析結果を支持する研究は、主に王忠毅 (2001)、Sun & Tong (2003)、Chen, Jian (2001) および陳・徐 (2001) などである。これに対して、Chen (1998) および Chen & Gong (2001) の研究は、深圳上場企業 (92 年～95 年) を対象に分析が行われ、以上の分析結果と正反対の結論を得ている。つまり、国家株が企業業績にプラスの影響を与えているという分析結果である。また、株式所有構造が企業業績にほとんど影響を与えないという研究がある。それは主に袁・鄭・胡 (1999)、川井 (2000, 2003)、呉・席 (2000)、向・謝 (2003) の研究である。その他に、個別業種の株式所有と企業効率の関係を分析する研究もある。例えば、陳・江 (2000) の研究では、市場競争の強い電子・家電産業において、国有株比率 (国家株と国有法人株) は企業業績に負の影響を与えているが、法人株比率 (国有法人株を除く) と流

¹ 中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議 (三中全会) で採択された「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」(2013 年 11 月 12 日) による。

² http://www.world401.com/data_yougo/jikasougaku_world.html による。

³ 中国上場企業の株式所有構造と企業効率に関する研究は、王東明 (2004) を参照されたい。

通株比率は企業業績に正の影響を与えている。しかし、市場競争の比較的弱い商業（地域性が強い、寡占的）と公共事業（寡占的）においては、以上の関係は成立しないという分析結果を得た。今井（2002）は、家電上場企業28社を取り上げて分析し、国有株比率と企業効率の関係に限って見れば、陳・江の分析結果を支持している。しかし、朱・宋（2001）の家電上場企業20社の研究では、94年～2001年のデータを分析し、以上の分析結果と正反対の結果を検出した。つまり、競争の激しい家電産業においては、国家株および法人株などの株式所有構造が企業価値に殆ど影響せず、電産業界の業績に影響を与えているのは、ハイアール（張瑞敏氏）および長虹（倪潤峰氏）などの強力な経営者の存在があったからだと指摘されている。

以上のように、中国の株式所有構造と企業業績の関係に関する研究には、様々な分析結果があり、必ずしも統一した結論はないように思われる。その理由は、主に二つがある。その一つは、以上の各研究は、取り上げられている上場企業のサンプル数、時期および範囲が異なり、企業効率指標の選び方も若干違い、また長期データに基づいた分析が少ないため、分析結果が異なるのも不思議ではない。

もう一つは、株式所有の分類には問題があり、それが以上の様々な分析結果を招いた可能性もある。というのは、非流通株（国家株と法人株など）と流通株（個人株）という分類は「同株同権利」の意味を混乱させる一方、法人株の大部分は国有法人株であり、国家株と国有法人株を合わせれば、国有株と見なされ、国有関連の概念も曖昧である。そして、国家株と国有法人株について、その定義があるにもかかわらず⁴、企業改革の実態は、一部上場企業の国家株が国有法人株に変更され、または、国有法人株が国家株に変更される場合もある。いわゆる国家株と国有法人株の間に「遊動」しているケースが現われている。そのため、株式所有構造に関するデータは、まちまちであり、以上の混乱を招いた原因の一つであると考えられる。

さらに、国家株と国有法人株の間には、その本質的な区別はできず、究極的に全人民所有に帰属するものであるから、国家株と法人株という二分法にして、企業業績との関係を検証するには一定の限界があると言わざるを得ない。今井（2002）の研究によると、Xu & Wang（1997）に代表される研究の最大の問題点は、国家株と法人株を代表する主体の属性が殆ど考慮されていない点である。特に、法人株について、それがあたかもすべて非国有法人であるかのような印象を与えてしまっていると指摘されている。

以上の研究を踏まえて、王東明（2004）は、中国の上場企業424社を対象に、96年から2003年の8年間の株式所有構造と企業業績のデータを検証し、次のような分析結果を得た⁵。すなわち、上場企業の全体を見ると、「企業業績に、国家株が負の影響、法人株が正の影響、流通株は影響しない」という分析結果を検出した。しかし、各年度の推移の状況から見ると、2000年から2003年までは、株式所有構造と企業業績との有意な相関関係が検出されなかった。さらに、主な業種を取り上げて考察すると、市場競争の激しい業種（紡績・アパ

⁴ 国家国有资产管理局企業司編（1998）を参照。

⁵ 王東明（2004）を参照。

レル、電子、製薬・バイオ、情報・通信、卸売・小売、不動産、サービスおよび総合）と寡占的な業種（石油・化学、電気・ガス、交通・運送など）では、上場企業全体の分析結果を見出さないが、伝統的な旧国有企業の多い業種（金属・非金属、機械・計器）においては、上場企業全体の分析結果と同じである。

しかしその後、2005 年 4 月から非流通株改革がスタートし、それによって、株式市場の構造は大きく変化した⁶。そもそも中国の株式市場は、国有株の流出を防ぐため、制度的に市場で売買できる流通株と売買できない非流通株を設定し、独特な市場構造が形成された。非流通株は主に国家株と法人株（国有法人株を含む）から構成され、発行済株式の 6 割前後を占めている。しかし、これらの非流通株は、流通市場で売買できないため、株式市場の構造的な問題として見られている。一方、流通株は個人投資家を中心に売買され、発行済株式の 3 割前後に過ぎない。今回の非流通株改革は、非流通株主が流通株主に一定の現金や株式という対価を払って、非流通株の流通権利を獲得する形で実施された。それによって、株式ブームを引き起こし、2007 年 10 月に、上海市場の株価は史上最高値（6124 ポイント）を更新した。しかし、非流通株改革が概ね完了する 2007 年の年末から、つまりリーマン・ショックの前に、株価は暴落した。その後、非流通株が段階的に流通株になり、株式所有の分類は、2008 年から「流通解禁待ち株式」という項目を設けている。現在、発行済株式のほとんどが流通株となり、以前の国家株、法人株という非流通株の分類は、統計上で数字を取れなくなった。そのため、非流通株改革以前の株式所有と企業効率の分析は、より重要な意味を持つと考えられる。

さらに、2001 年 12 月に、中国は WTO に加盟した。WTO 加盟後、中国は国際社会の一員になると同時に、様々な規制緩和により、国内の市場環境が大きく変化し、競争も一層激しくなっている。その意味では、WTO 加盟は、企業業績にどのような影響を与えるかを検証する必要があると思われる。ところが、王東明（2004）の調査では、各年度の株式所有と企業効率の関係を考察したが、WTO 加盟による影響については、検証されていない。

本研究では、以上の先行研究を踏まえて、「社会主義市場経済」を試験する中国の所有構造の変化を把握しながら、「移行経済型市場」の下での上場企業の株式所有構造と企業効率の関係を考察する。そこで、今回は上場企業 381 社を取り上げて、主に業種の特徴や WTO 加盟といった要素を考慮したうえで、非流通株改革以前の 10 年間のプールド・データに基づいて、株式所有構造と企業効率との関係を検証してみたいと考える。

二、社会全体の所有構造の変化

社会主義中国の所有構造の変化を振り返ってみると、1949 年新中国成立後、人民政府は旧国民党政府が残した推計 100 億ドルないし 200 億ドルにのぼる官僚資本を没収し、これを国有企業（全人民所有制企業）に再編成した⁷。そして 50 年代に入り、中国は旧ソ連の中

⁶ 非流通株改革については、黄孝春（2006）、王東明（2008）を参照されたい。

⁷ 凌耀倫、熊甫、斐倜（1982）、563 頁を参照。

中央集権的な計画経済体制を取り入れ、農業、商工業の「社会主義的改造」が行なわれ、生産手段は急速に私的所有から社会主義的公有制（全人民所有と集団所有）へと変わった。1956年には、全国工業生産総額に占める公有制は98.8%（全人民所有制：54.5%、集団所有制：17.1%、公私合営：27.2%）に達し、商業、交通、運輸などの業種においても、社会主義的公有制は絶対的優位を占めた⁸。このような公有化運動によって、50年代の後半から国有企業の基盤は固まり、社会主義経済体制もその時点で基本的に確立された。また「大躍進」、「人民公社化」、「文化大革命運動」の時代（50年代の後半から70年代の後半まで）を経て、「一大二公」（大規模と公有制を求める）という考えの下、生産手段の公有化が推進された⁹。「改革・開放」政策が実施される前には、国民経済の主要な部分である工業、建築業、交通業、運輸業では、公的所有形態（全人民所有制と集団所有制）の一色となり、商業、飲食業、サービス業では、わずかに個人経営が残るのみとなった。78年には、全国都市部の小売総額に占める個人経営の比率は0.1%、農村の個人経営比率は2%で、両者を合わせても2.1%に過ぎない。それ以外は、すべての業種にわたって私的所有の企業形態はほぼゼロの状況になった¹⁰。ここから改革・開放政策が始まった。

図1が新中国成立後の48年間、全国鉱工業生産高に占める各所有制企業形態のシェアを示したものである。それは、50年代の急速な公有化と私的所有企業の消失、60年代、70年代の公的所有の拡大、そして改革開放以降の国有企業の後退および私的所有企業の台頭が一目瞭然である。この所有構造の変化は、中国革命成功以降の約50年間の計画経済の確立と市場経済の導入という時代の変貌そのものを映していると思われる。改革・開放以降の状況を見ると、78年では鉱工業生産高の殆どが公的所有企業（国有企業：78%、集団所有：22%）であったが、98年末現在、国有及び国有支配企業のシェアは50%までに低下し、逆に、集団所有企業のシェアは22%から38%までに上昇した。一方、公的所有以外の部分は、この20年間ほぼゼロから拡大し、98年末現在のシェアは鉱工業生産高の4割まで（個人経営：17%、その他経済類型：23%）に上昇した¹¹。特に、その他経済類型の中には、股份制企业が含まれ、その中に、国有株が大きなウェートを占めていることは注視すべきである。

また、小売総額に占める各所有制の構成をみると、78年末現在、公的企業のシェア（国有企業：55%、集団所有：43%）は98%に達したが、私的所有企業のシェアはわずか2%であった。一方、20年後の98年末現在、私的所有の企業は公的企業を大きく逆転し、小売総額に占める私的企業のシェアは6割（63%）を超えた。逆に、公的企業のシェアは、38%前後（国有企業：21%、集団所有：17%）までに縮小した¹²。

⁸ 柳随年・呉群敢編（1987）、174～175頁を参照。

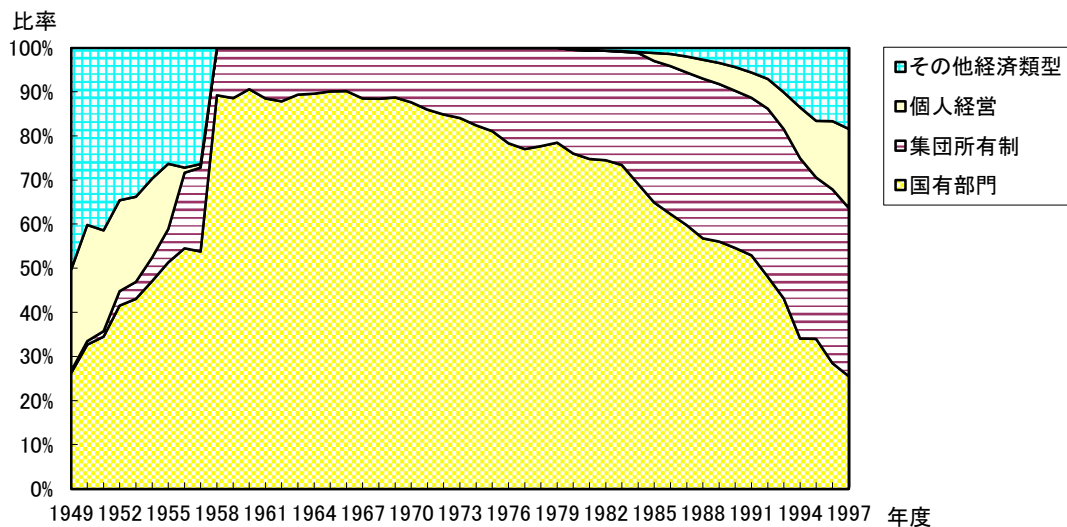
⁹ 宗寒（1996）、陸百甫編（1998）を参照。

¹⁰ 『北京週報』1987年10月6日、第40号、28～30頁を参照。

¹¹ 『中国統計年鑑』1999年版、423頁、2012年版を参照。

¹² 『中国統計年鑑』1999年版、546～547頁による計算。

図1 中国鉱工業生産額の所有制別構成比



(注1) その他経済類型は、私営企業、株式制企業、中外合弁企業、外資企業などの企業形態を指す。

(出所)『中国統計年鑑』中国統計出版社、各年版より作成。

90年代後半からの企業改革は、「現代企業制度」を導入することにより、株式会社化が進展し、所有構造を大きく変化させた。特に、98年以降の鉱工業生産額に占める各企業形態の状況は、統計範囲と項目の変更により大きく変わった。この10数年間の各企業形態の変化は、表1に示されている。すなわち、純粋な国有企業と集団所有制企業が大きく後退したが、有限責任会社と株式会社が拡大し、鉱工業生産額に占める割合は30%を超えた。また、私営企業は鉱工業生産額の3割前後に達し、外資企業も四分の一を占め、両者を合わせた私的所有の部分は、すでに全体の半数を超えた。

以上のように、新中国成立後の60数年間の所有構造の変化は、大きく分けると、前半の計画経済の30年間と後半の改革・開放以降の市場経済導入の30年間という二つの時期区分ができる。前半の30年間では、計画経済の確立という時代背景の下で、社会全体の所有構造は、私的所有の部分がほとんど姿を消し、逆に、国有企業と集団所有制企業が拡大し、ほぼ公的所有一色の状況となった。後半の改革・開放以降の30年間では、所有構造は、公的所有一色の状況から公的所有、私的所有および株式会社などの混合的所有という多元化・多様化の方向へと変化してきた。なかでも、大きく伸びたのは、私営企業や外資企業という私的所有の部分で、この部分は現在鉱工業生産額の半分以上を占めている。逆に、純粋な国有企業や集団所有制企業は、大きく後退し、鉱工業生産額に占める比率は、1割を切った状況である。とはいえ、90年代後半以降、企業改革が株式会社化へと進み、国有企業の大部分は、株式会社や有限責任会社という「現代企業制度」に改組した。この状況の中で、現在、鉱工業生産額に占める株式会社や有限責任会社の部分は、全体の3割を超

(表 1) 中国鉱工業生産額に占める各企業形態の状況

(単位：%)

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. 国内企業		73.93	72.61	71.48	70.70	68.82		69.80	68.39	68.50	70.48	72.15	72.81	74.13
a. 国有企業		30.56	23.53	18.05	15.59	12.99		10.58	9.71	8.98	9.23	8.33	8.16	7.90
b. 集団所有制企業	38.41	17.07	13.90	10.53	8.68	6.65	5.65	4.42	2.90	2.51	1.76	1.75	1.49	1.31
c. 株式合作制企業		3.57	3.38	3.14	2.89	2.29	2.11	1.53	0.97	0.88	0.65	0.66	0.54	0.47
d. パートナースhip企業		1.24	1.05	0.89	0.85	0.67		0.46	0.41	0.39	0.33	0.24	0.18	0.20
うち国有パートナーシップ企業		0.31	0.27	0.27	0.30	0.28		0.24	0.23	0.23	0.22	0.15	0.10	0.09
集団所有パートナーシップ企業		0.34	0.29	0.20	0.16	0.12		0.08	0.06	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03
国有と集団所有パートナーシップ企業		0.44	0.34	0.31	0.29	0.16		0.08	0.05	0.05	0.03	0.02	0.02	0.04
その他パートナーシップ企業								0.07	0.07	0.07	0.05	0.03	0.02	0.04
e. 有限責任会社		9.67	12.75	16.28	18.12	18.69		19.81	22.37	22.30	21.40	22.08	22.36	23.24
うち国有独資会社		4.36	5.27	5.39	5.61	4.97		4.48	4.93	4.53	3.62	4.02	3.91	3.56
その他有限責任会社								15.33	17.44	17.77	17.77	18.06	18.46	19.68
f. 株式会社		7.22	11.78	13.30	12.75	12.66		10.40	10.61	9.91	9.89	9.16	9.13	9.89
g. 私営企業	17.11	4.46	6.09	9.18	11.69	14.75	16.50	22.36	21.24	23.21	26.87	29.55	30.54	29.89
うち私営独資企業								6.03	3.58	3.90	4.92	5.45	5.56	5.24
私営パートナーシップ企業								1.29	0.77	0.79	0.80	0.89	0.90	0.82
私営有限責任会社								14.00	15.71	17.21	19.59	21.31	22.15	21.88
私営株式会社								1.03	1.18	1.30	1.56	1.90	1.94	1.95
h. その他企業	22.91	0.15	0.13	0.11	0.13	0.14		0.24	0.18	0.33	0.35	0.40	0.41	1.24
2. 外資企業	14.91	26.07	27.39	28.52	29.30	31.18	31.43	30.20	31.61	31.50	29.52	27.85	27.19	25.87
a. 香港、マカオ、台湾企業		12.37	12.34	12.41	12.34	12.25		10.97	10.66	10.47	10.11	9.52	9.36	9.18
b. 外国企業		13.70	15.05	16.11	16.96	18.93		19.23	20.95	21.03	19.41	18.32	17.83	16.69
合計 (1+2)		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
* 国有及び国有支配企業	49.63	48.92	47.34	44.43	40.78	37.54	34.81	33.28	31.24	29.54	28.38	26.74	26.61	26.18
* 株式制企業	7.78	16.88	27.63	35.25	38.55	41.64	43.15							

(注 1) 1998 年以降は、一部の統計範囲と項目の変更により、重複計算する項目が生じ、一部年度の合計は 100%にならない。

(注 2) 2006 年以前は、全ての国有鉱工業企業および本業売上 500 万元以上の非国有鉱工業企業の数字である。2007 年以降の数字は、本業売上 500 万元以上の企業であり、2011 年の数字は、本業売上 2000 万元以上の企業である。

(注 3) 国有及び国有支配企業は、『中国統計年鑑』2012 年版による計算。

(出所) 『中国統計年鑑』各年版により作成。

え、また、基幹産業の大部分も依然として国有企業や国有支配企業によって支配されている。これは、所有構造からみた中国の現状である。

この状況の中で、国有企業は株式会社へと転換し、そして株式市場に上場を果たす企業が多く存在する。中国の株式市場は、国有企業のための資金調達の間と企業改革の間という二つの「間」の役割を果たしていると謂われている。現在、国有企業から上場を果たした企業は、全体の約7割前後を占めているが、これらの上場企業の株式所有構造と経営状況は、どうなっているかを考察する必要があると考えられる。次に、節を改めて、上場企業の株式所有構造と企業効率の状況を概観することにしよう。

三、上場企業の株式所有構造と企業効率

1、株式所有構造

中国の株式市場は90年代に形成され、現在の上場企業数は2400社を超えた。これらの上場企業が発行した株式は、2005年の非流通株改革以前に、株式市場で売買できる流通株と売買できない非流通株に分類された。流通株は国内投資家向けのA株、海外投資家向けのB株および海外上場のH株から構成され、非流通株は国家株、法人株（発起人法人、外資法人、応募法人）、従業員持株などから構成される。表2は、上場企業の株式所有分布を示している。すなわち、非流通株改革の前に、株式市場で売買できる流通株は、発行済株式の3割前後を占めていたが、流通株は発行済株式の6割前後に達し、多い時は7割を超える年度もあった。非流通株のうち、最も多いのは国家株であるが、WTO加盟の2001年から、各年度で4割を超えている。これはWTO加盟と関連して、国有大企業の上場が増えていと考えられる。法人株は発起人法人、外資法人および応募法人が含まれるが、WTO加盟の前は、発行済株式の2割以上に達したが、WTO加盟後は、2割を切った状況で減っている。しかも上場企業の大多数は、旧国有企業であり、法人株も国有法人が多く含まれることが周知の通りである。さらに、上場企業の国有株は、国家株と国有法人株から構成され、その代表主体は、統一の基準がなく、政府部門になるケースと、国有法人の親会社である集团公司・総公司などになるケースがあり、また代表主体が変更するケースもある。現在、その代表主体は、主に集团公司・総公司、国有資産管理局、国有資産経営公司、企業主管部門および公司・工場などとなっている¹³。また、国家株が増えると、法人株が減り、法人株が増えると、国家株が減るという相関関係が株式分布状況から見られる。

非流通株改革後は、一部の問題企業を除けば、現在、ほとんどの非流通株は流通株となった。しかしながら、非流通株が制度上で流通株になっても、必ずしもすべての株式を売却するとは限らない。特に、国の基幹産業においては、政府は国有経済の支配的な地位を維持するために、暫くの間に国有株を大量に売却しない方針を表明した¹⁴。このように、国有株は恐らく長期的に支配的な地位を保っていくだろう。今後、国有株に対する政策は、

¹³ 川井伸一（2000）、6頁を参照。

¹⁴ 国有資産管理委員会の前主任である李融榮氏の談話による。「李融榮：国有股在相当長時間内不会大量减持」『中国証券報』2008年8月11日を参照。

(表 2) 中国上場企業の株式分布状況

(単位：%)

年末	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
1. 非流通株	69.25	72.18	66.98	64.47	64.75	65.44	65.89	65.02	64.28	65.25	65.33	64.72	63.95	61.95	62.28	54.02	0.55	0.52	0.36	0.30
国家株	41.38	49.06	43.31	38.74	35.42	31.52	34.25	36.16	38.90	46.20	47.20	47.39	46.78	44.82	30.70	26.85	0.04	0.01	0.01	0.00
法人株(a+b+c)	26.63	20.66	22.53	24.63	27.18	30.70	28.34	26.60	23.81	18.29	17.32	16.63	16.40	13.33	5.03	3.83	0.51	0.51	0.35	0.30
a. 発起人法人株	13.14	9.02	10.79	15.93	18.42	22.64	20.90	19.13	16.95	12.71	11.31	10.89	10.59	7.21	3.79	3.22	0.27	0.29	0.22	0.19
b. 外資法人株	4.07	1.05	1.10	1.40	1.23	1.34	1.42	1.31	1.22	0.88	0.91	0.92	0.98	2.95	0.46	0.39	0.20	0.05	0.04	0.04
c. 応募法人株	9.42	10.59	10.64	7.30	7.53	6.72	6.03	6.16	5.65	4.70	5.10	4.82	4.83	3.17	0.77	0.22	0.04	0.17	0.09	0.07
従業員持株	1.23	2.40	0.98	0.36	1.20	2.04	2.05	1.19	0.64	0.46	0.27	0.17	0.13	0.05	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
その他	0.00	0.05	0.16	0.74	0.95	1.18	1.25	1.08	0.92	0.31	0.54	0.53	0.65	3.74	26.54	23.33	0.00	0.00	0.00	0.00
2. 流通株	30.75	27.82	33.02	35.53	35.25	34.56	34.11	34.98	35.72	34.75	34.67	35.28	36.05	38.05	37.72	45.98	99.45	99.48	99.64	99.70
A 株	15.87	15.82	21.00	21.21	21.92	22.79	24.06	26.34	28.43	25.26	25.69	26.67	27.87	29.78	22.08	21.53	27.69	67.62	71.59	75.14
B 株	14.88	6.37	6.06	6.66	6.45	6.04	5.30	4.60	4.00	3.13	2.85	2.73	2.76	2.85	1.53	1.12	1.10	1.32	1.04	0.99
H 株	0.00	5.63	5.96	7.66	6.88	5.74	4.75	4.03	3.28	6.36	6.13	5.87	5.42	5.42	14.10	23.33	22.22			
流通解禁待ち株式																	48.44	30.54	27.01	23.57
3. 合計(1+2)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(注1)その他は、非流通株が応じない増資に対して、非流通株主以外の個人、法人、証券投資ファンドおよび戦略的投資家が購入した部分を指す。2005年～2007年の数字は、流通解禁待ち株式を含む。

(注2)A株は国内投資家向けの株式で、人民元で売買されている。B株は海外投資家向けの株式で、上海市場では米ドルで売買され、深圳市場では香港ドルで売買されている。B株市場は、2001年6月から外貨を持つ国内投資家にも開放された。

(注3)H株は中国国内で会社登記し、香港などの海外市場に上場している企業の株式を指す。

(注4)2009年以降の数字は、H株を除いた。

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』各年版より作成。

株式市場の構造を決める重大な問題だけではなく、「社会主義市場経済」の方向性とも関わっている問題であることは、間違いないであろう。

2、企業業績

以上で述べたように、中国の株式市場においては、国有企業の上場が多いため、その株式所有構造は国有株を中心に構成され、独特な「移行経済型市場」が形成された。このような市場構造の下で、上場企業の効率は、どうなっているかを把握する必要があると考えられる。

上場企業の財務概要は、表3に示している。この20年間の上場企業の資産規模をみると、全体の傾向としては増え続けている。特に、98年以降、国有企業の株式会社化という組織再編が進められ、中国石化、華能電力および宝山鉄鋼などの基幹産業の大企業の上場が増えた。そのうえ、2006年以降、4大国有銀行と中国人寿保険、中国太平洋保険などの大規模の金融機関の上場が始まり、その影響で、1社当たりの資産規模は極端に増えている。金融・保険を除いた1社当たり総資産と1社当たり純資産をみると、この20年間、両方とも10倍以上拡大し、2011年現在はそれぞれ97億元、35億元に達した。また、1社当たり売上も増えており、2001年は10億元を超え、2008年は50億元を超えた。しかし、2009年は、恐らくアメリカの金融危機の影響により大きく減り、その後は増加に転じた。1社当たり利益総額（経常利益に相当）、1社当たり純利益、株主資本利益率（ROE）は、それぞれ97年のアジア金融危機と2008年のアメリカ金融危機の影響を受けている。しかし、上場企業の営利規模が拡大する傾向にあり、2011年現在の1社当たり利益総額、1社当たり純利益はそれぞれ11億元、8億元を超え、金融・保険を除いた1社当たり純利益も4億元を超えた。一方、90年代の後半から2000年代の前半までの時期には、国有企業の株式会社化およびアジア金融危機、WTO加盟という幾つかの要素が重なって、収益性指標である株主資本利益率（ROE）と1株当たり純利益（EPS）は低下する傾向にあるが、その後は、回復している。その他、上場企業の負債比率は、WTO加盟後に上昇したが、金融・保険を除いた負債比率は、近年のリーマン・ショックの影響を受けて、60%以上というやや高い水準にある。

以上のように、90年代に形成された株式市場の上場企業をみると、その規模は拡大しているが、肝心の収益性指標は2000年代前半までに低下する傾向にある。この現象は、上場企業が「規模の拡大と収益性の低下」というジレンマに陥っているとも指摘されている¹⁵。中国経済は高成長のなか、なぜこのような現象が起こったのか。もちろん、改革・開放以降の中国は、市場経済を導入したため、国内の競争が次第に激しくなっているが、WTO加盟後は、市場開放が要求され、中国企業が国際的競争にも晒され、上場企業でさえも利益を上げるのは簡単なことではない。このような市場競争環境の中で、上場企業の大部分が旧国有企業であり、これらの企業は株式会社に改組して上場を果たし、企業改革の「先頭部隊」とみられているが、上場企業の発行済株式も国有株を中心に構成され、株式市場は独

¹⁵ 翟林瑜（2004）の上場企業に関する財務分析は、同じような結果が見出された。

(表3) 中国上場企業の財務概要

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
上場企業数 (社)	53	183	291	323	530	745	851	949	1088	1160	1224	1287	1377	1381	1434	1550	1625	1718	2063	2342
金融・保険の上場企業数 (社)										8	9	10	10	10	12	26	27	31	37	41
1社当たり総資産 (億元)	9.08	9.95	11.37	13.30	11.98	12.97	14.58	16.97	19.92	25.22	33.93	32.28	41.37	46.09	52.65	152.36	267.19	299.63	417.95	439.30
1社当たり総資産 (億元、金融・保険を除く)										24.85	23.52	31.48	31.30	34.70	41.21	60.91	70.69	85.09	89.66	97.49
1社当たり純資産 (億元)	3.17	5.10	5.59	6.06	5.55	6.48	7.36	8.05	9.26	11.19	11.96	13.24	13.99	14.82	23.30	43.72	44.45	45.03	55.33	57.97
1社当たり純資産 (億元、金融・保険を除く)										10.97	11.58	12.89	13.48	14.25	16.40	28.81	29.21	27.60	33.95	35.60
1社当たり売上高 (億元)	4.26	5.21	5.77	6.82	6.10	6.81	7.37	8.40	9.91	13.34	15.52	19.46	24.74	29.72	35.41	47.19	54.30	49.65	70.10	79.17
1社当たり利益総額 (億元)	0.60	0.86	0.88	0.79	0.65	0.77	0.72	0.85	0.93	0.88	1.06	1.47	1.94	1.90	3.56	8.67	6.61	7.96	10.77	11.14
1社当たり純利益 (億元)	0.45	0.75	0.74	0.65	0.53	0.63	0.55	0.66	0.71	0.60	0.68	0.98	1.28	1.21	2.37	6.43	5.05	5.84	7.98	8.16
1社当たり純利益 (億元、金融・保険を除く)										0.58	0.63	0.94	1.22	1.14	1.60	4.10	2.60	2.84	4.24	4.10
ROE (%)	14.28	14.68	13.15	10.78	9.59	9.69	7.45	8.23	7.63	5.35	5.65	7.37	9.12	8.19	10.18	14.70	11.35	12.97	14.43	14.08
EPS (元)	0.35	0.36	0.31	0.25	0.23	0.24	0.19	0.20	0.20	0.13	0.14	0.19	0.25	0.22	0.23	0.37	0.37	0.38	0.49	0.53
BPS (元)	2.44	2.44	2.39	2.31	2.41	2.47	2.48	2.48	2.66	2.49	2.49	2.39	2.71	2.74	2.25	3.31	2.85	2.96	3.44	3.78
負債比率 (%)	65.02	48.76	50.80	54.41	53.72	50.06	49.49	52.57	53.49	55.65	64.75	67.99	69.65	71.86	84.70	83.64	85.17	85.93	86.76	84.24
負債比率 (%、金融・保険を除く)										55.85	50.75	59.06	56.94	58.95	60.20	52.70	58.67	67.57	62.14	63.48

(注1) ROEは株主資本利益率、EPSは1株当たり純利益、BPSは1株当たり純資産である。売上高は主要業務の売上高を指す。利益総額は経常利益に相当する。

(注2) 1社当たりの数字は統計数字÷上場企業数である。

(出所) 中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』各年版より作成。

特な「移行経済型市場」が形成されている。さらに、国有株を中心とする株式所有構造は、上場企業の企業ガバナンスに重大な影響を与えると同時に、「社会主義市場経済」の方向性をも左右することになるだろう。このような「移行経済型市場」の下で、中国の代表的な企業である上場企業は、その株式所有構造と企業効率との関係がどうなっているか、さらに、WTO 加盟という市場環境の変化は、上場企業の業績にどのような影響を与えたかを把握しなければならない。

以下では、上場企業 381 社の実証分析を通して、株式所有構造と企業効率との関係を考察する。

四、上場企業 381 社の実証分析

1、分析方法

本節は、王東明（2004）の上場企業 424 社の実証分析の追跡調査であるが、上場企業 381 社の 96 年から 2005 年までの 10 年間のプールド・データを用いて、株式所有構造と企業効率の関係を分析する。分析方法は、以上の先行研究を踏まえて、代表的な研究である Xu & Wang (1997) の実証研究（93 年～95 年の上場企業調査）と比較するため、Xu & Wang とほぼ同じ方法を採用した。すなわち、中国上場企業の株式所有と企業効率の関係について、現在、国家株主は企業業績に対して比較的インセンティブが低く、法人株主は比較的インセンティブが高く、個人株主は企業業績に対する関心が比較的薄いと一般的に認識されている。ここでは、この認識に基づいて、「企業業績に、国家株が負の影響、法人株が正の影響、流通株は影響しない」という仮説を想定する。

そのうえ、中国は 2001 年 12 月に WTO に加盟した。WTO 加盟という市場環境の変化は上場企業の業績にどのような影響を与えるかを検証する必要がある。また、各業種の特徴や景気変動（GDP）といった要素は、株式所有構造と企業効率にどう影響するかを検証する必要があると考えられる。

今回は、前回の 424 社の調査と比較するため、企業の効率指標を ROE とした。株式所有の変数は Xu & Wang と同じく国家株比率、法人株比率、流通 A 株比率を導入した。また、中国の株価は、長い間、政府の政策に影響されやすく、経済成長や企業の収益と乖離していることがあるため、Xu & Wang が使用している Tobin's Q という企業の効率指標は考慮しないことにした。

具体的な分析は、以上の仮定に基づいて、重回帰分析を行なう。全体の分析は、国家株と法人株の間に、強い相関関係があり（表 4）、多重共線性を避けるため、モデル 1 とモデル 2 を設定して検証する。この二つのモデルの被説明変数は、いずれも ROE 比率とする。モデル 1 の説明変数は、国家株比率と A 株比率を株式所有変数とし、コントロール変数は実質 GDP の対前年比を導入する。また、業種別の状況は、22 業種の業種別ダミー変数を導入し、その場合は、「総合」を参照グループとして検証する。さらに今回、WTO 加盟前後の変化は、WTO 加盟ダミー変数を導入して考察する。中国の WTO 加盟は、2001 年 12 月 11 に加盟協定が正式に発効した。WTO 加盟の時期は、2001 年の年末であるため、WTO 加盟ダミー

変数は、96年から2001年までを0とし、2002年から2005年までを1とする。また、モデル2は、法人株比率を国家株比率に入れ替え、他の条件はモデル1と同様である。

(表4) 上場企業381社の各変数間の相関係数

	ROE (%)	国家株比率 (%)	法人株比率 (%)	A株比率 (%)
ROE (%)	1.000			
国家株比率 (%)	-0.019	1.000		
法人株比率 (%)	0.048**	-0.817**	1.000	
A株比率 (%)	-0.046**	-0.261**	-0.123**	1.000

** P<0.01、有効サンプル数(N)=3810。

2、上場企業381社のデータ

今回の上場企業381社の調査は、上海と深圳に上場している国内投資家向けA株企業を対象に、96年以前に上場を果たした381社を選出し、96年から2005年までの10年間のROE、国家株比率、法人株比率、A株比率のプールド・データに基づいて分析する。調査データについては、ROE、国家株およびA株の数字は『中国上場企業基本分析』の資料、法人株の数字は『上市公司資料速査手冊』の資料を使用した。また、『1999年股票年報（深圳証券市場・上海証券市場）』、『金融界』、『証券之星』、『新浪財經』、『和讯』のウェブサイトの資料なども参考した。

90年代に形成された中国の株式市場は、僅か20数年という短い歴史しかない。今回の調査は、10年間という長時データを使用し、また、王東明（2004）の調査と比較できるように、96年以前に上場した企業を選んだ。しかし、周知のように、中国上場企業の会計操作や粉飾決算は大きな問題となっており、株式市場が形成されてから、様々な会計不祥事が発生し、開示情報の信憑性が疑問視されている¹⁶。そのため、選んだ企業は、以上の資料の中に含まれている記載ミスや計算ミスの企業および上場停止の企業を除き、また、10年間のデータに、ROEの数字は±100%の範囲を超える異常値が出た企業も排除した。最終的に、上場企業381社を抽出し、その業種別の基本状況は、表5に示している。以下では、今回選出された381社のプールド・データに基づいて重回帰分析を行った。

3、分析結果

次に、SPSSという統計ソフトを使って、以上の分析方法を用い、上場企業381社のプールド・データに基づいて重回帰分析を行った。その結果は、以下の通りである。

表6は、上場企業381社の記述統計量を示している。381社の全体状況をみると、ROE指標は5.7%であり、表3の上場企業の96年から2005年までの10年間のROE平均値(7.8%)より低い。その理由を考えると、恐らく96年以前に上場している381社は、地方の企業が

¹⁶ 会計問題については、王東明（2000）を参照されたい。

(表 5) 上場企業 381 社の業種別基本データ

業種	項目	ROE (%)	国家株比率 (%)	法人株比率 (%)	A株比率 (%)
1、農・林・畜・漁業 (2 社)	平均比率	8.93	24.05	43.60	28.64
	標準偏差	7.47	14.60	12.74	4.35
2、採掘業 (1 社)	平均比率	8.15	24.61	40.71	34.68
	標準偏差	4.92	8.03	8.03	0.00
3、食品・飲料 (14 社)	平均比率	6.33	43.66	15.79	30.97
	標準偏差	10.81	22.79	17.79	15.60
4、紡績・服装・毛皮 (13 社)	平均比率	5.26	28.72	26.56	33.35
	標準偏差	11.85	23.96	22.87	16.38
5、木材、家具 (1 社)	平均比率	-6.47	4.25	52.81	42.79
	標準偏差	27.82	12.75	11.22	3.17
6、製紙・印刷 (4 社)	平均比率	2.01	34.53	24.50	40.36
	標準偏差	22.96	24.93	24.36	11.37
7、石油・化学・プラスチック (44 社)	平均比率	6.66	35.13	22.42	36.91
	標準偏差	11.06	23.58	24.08	14.37
8、電子 (8 社)	平均比率	3.75	19.93	38.62	26.85
	標準偏差	14.42	21.34	28.10	11.40
9、金属・非金属 (36 社)	平均比率	5.44	35.64	27.04	29.70
	標準偏差	11.37	27.85	25.49	13.44
10、機械・装置・計器 (55 社)	平均比率	5.08	31.20	25.96	32.09
	標準偏差	13.26	25.82	25.17	14.78
11、製薬・バイオ (23 社)	平均比率	5.34	34.25	20.58	36.61
	標準偏差	14.94	22.97	22.59	15.82
12、その他製造業 (2 社)	平均比率	2.79	36.59	9.50	26.34
	標準偏差	19.15	3.74	4.48	16.09
13、電力・ガス・水道 (20 社)	平均比率	9.16	35.21	29.75	28.79
	標準偏差	8.03	23.60	21.74	12.87
14、建築 (3 社)	平均比率	5.18	45.10	16.46	35.27
	標準偏差	11.71	15.86	15.29	7.25
15、交通・運送・倉庫 (10 社)	平均比率	9.48	36.81	25.10	31.14
	標準偏差	8.49	26.70	25.46	10.78
16、情報・通信技術 (13 社)	平均比率	7.64	23.24	30.79	41.26
	標準偏差	11.80	23.80	26.92	23.86
17、卸売・小売・貿易 (48 社)	平均比率	5.76	33.16	22.44	39.67

	標準偏差	10.93	17.49	17.37	13.51
18、金融・保険(2社)	平均比率	2.07	27.51	36.21	36.27
	標準偏差	20.78	24.95	29.23	5.06
19、不動産(20社)	平均比率	5.70	37.13	21.54	34.07
	標準偏差	13.55	25.94	22.15	16.29
20、サービス(16社)	平均比率	4.63	31.00	28.82	31.21
	標準偏差	12.21	22.75	23.31	14.45
21、マスコミ・文化産業(5社)	平均比率	1.03	21.94	49.07	21.31
	標準偏差	19.77	25.09	26.29	9.75
22、総合(41社)	平均比率	4.91	15.69	37.80	44.67
	標準偏差	13.56	21.22	25.34	21.87
上場企業 381 社	平均比率	5.72	31.27	26.68	35.06
	標準偏差	12.66	24.44	24.20	16.39

(表 6) 記述統計量

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
ROE(%)	5.72	12.66	-99.68	77.67
国家株比率(%)	31.27	24.44	0.00	88.58
法人株比率(%)	26.68	24.20	0.00	90.47
A株比率(%)	35.06	16.39	2.39	100.00
実質 GDP 対前年比(%)	8.63	0.99	7.10	10.20
農・林・畜・漁業	0.01	0.07	0.00	1.00
採掘業	0.00	0.05	0.00	1.00
食品・飲料	0.04	0.19	0.00	1.00
紡績・服装・毛皮	0.03	0.18	0.00	1.00
木材・家具	0.00	0.05	0.00	1.00
製紙・印刷	0.01	0.10	0.00	1.00
石油・化学・プラスチック	0.12	0.32	0.00	1.00
電子	0.02	0.14	0.00	1.00
金属・非金属	0.09	0.29	0.00	1.00
機械・装置・計器	0.14	0.35	0.00	1.00
製薬・バイオ	0.06	0.24	0.00	1.00
その他製造業	0.01	0.07	0.00	1.00
電力・ガス・水道	0.05	0.22	0.00	1.00
建築業	0.01	0.09	0.00	1.00

交通、運送、倉庫	0.03	0.16	0.00	1.00
情報・通信技術	0.03	0.18	0.00	1.00
卸売・小売・貿易	0.13	0.33	0.00	1.00
金融・保険	0.01	0.07	0.00	1.00
不動産	0.05	0.22	0.00	1.00
サービス	0.04	0.20	0.00	1.00
マスコミ・文化産業	0.01	0.11	0.00	1.00
総合	0.11	0.31	0.00	1.00
WTO 加盟	0.40	0.49	0.00	1.00

N=3810

多く、その規模も比較的小さいからであろう。90 年代後半から、企業改革が進み、中央レベルの基幹産業の大企業の上場が増え、上場企業全体の営利能力をアップしている可能性があると考えられる。また、381 社の株式所有構造をみると、国家株の比率（31.27%）は、表 2 の同じ時期の上場企業全体の 10 年間の国家株比率平均値（40.87%）より低い。その一方、法人株（26.68%）と流通 A 株（35.06%）の比率は、同じ上場企業全体の 10 年間の法人株比率平均値（21.86%）と A 株比率平均値（25.88%）より高い。

ここで、今回選出した 381 社の多くは、上場企業全体と比べると、国の支配が比較的弱く、法人支配が比較的強い企業である。しかし、法人支配が強い企業は、必ずしも国の影響力が弱いとは言い切れない。なぜなら、法人株の中に、国有法人株が多く含まれているからである。以上でみてきたように、国有法人株の場合、その代表主体は、国有の親会社である集团公司・総公司のケースが多く、政府部門の直接干渉が比較的に弱い、国有法人株は、本質的に国有株であることに変わりはない。但し、国有法人株に対応する企業ガバナンスのあり方は、政府部門と国有集团公司・総公司との間に、二重構造になっているようにみえる。また、上述のように、株式分類は問題があり、国家株と国有法人株の間に、「遊動」しているケースがあり、実際にその区別がつかない。表 4 をみると、国家株と法人株の間に、負の相関関係が強く、これは以上の問題を別の側面から示唆している。しかし、今回選んだ 381 社は、その流通 A 株の比率（35%）が上場企業全体の平均値（25%）より 10%高く、株式の大衆化が進んだ企業であると言えるだろう。

（1）株式所有構造の検証

381 社の重回帰分析の結果は、表 7 に示している。381 社の分析は、Xu & Wang (1997)、王東明 (2004) とほぼ同じ結果が得られた。すなわち、今回の分析は「企業業績 (ROE) に、国家株が負の影響、法人株が正の影響、流通 A 株は影響しない」という仮説と一致し、10 年間の長期データの分析からも以上の仮説を支持している。その意味では、以上の仮説は、一定の説得力がある。しかし、法人株の大部分は、国有法人株であるから、法人株が ROE

に貢献している部分は、必ずしも民間法人株によるものかどうかは確認できない。この点については、さらに調査研究が必要になると考えられる。

(表 7) 上場企業 381 社の ROE を被説明変数とする重回帰分析の結果 (標準化係数)

説明変数		モデル 1	モデル 2
	定数項	-2.915	-4.400*
株式所有変数	国家株比率	-0.033*	
	法人株比率		0.038**
	A 株比率	-0.013	0.000
コントロール変数	実質 GDP 対前年比	0.101***	0.101***
業種別ダミー変数 (総合 = 0)	農・林・畜・漁業	0.023	0.022
	採掘業	0.013	0.013
	食品・飲料	0.026	0.028
	紡績・アパレル・毛皮	0.007	0.008
	木材・家具	-0.047***	-0.047***
	製紙・印刷	-0.021	-0.021
	石油・化学・プラスチック	0.051**	0.052**
	電子	-0.014	-0.013
	金属・非金属	0.017	0.017
	機械・装置・計器	0.009	0.011
	製薬・バイオ	0.013	0.015
	その他製造業	-0.011	-0.009
	電力・ガス・水道	0.078***	0.078***
	建築業	0.005	0.005
	交通・運送・倉庫	0.061***	0.061***
	情報・通信技術	0.041**	0.041**
	卸売・小売・貿易	0.029	0.030
	金融・保険	-0.016	-0.016
	不動産	0.019	0.020
	サービス	-0.002	-0.001
	マスコミ・文化産業	-0.036**	-0.037**
WT0 加盟ダミー変数 (1996～2001 年 = 0, 2002～2005 年 = 1)	WT0 加盟	-0.254***	-0.253***
調整済み R2 乗		0.055	0.055
F 値		9.872***	9.941***

(注 1) 定数項は標準化されていない係数である。

(注 2) * $p < 0.10$ 、** $p < 0.05$ 、*** $p < 0.01$ 、 $N=3810$ 。

(2) 経済成長の影響

景気変動の指標である GDP 成長率をコントロール変数として検証すると、ROE 指標は、実質 GDP 対前年比と有意な正の関係が検出された。改革・開放以後の中国は、この 30 数年間、9 %前後の高成長が続いている。しかし、89 年の天安門事件、90 年代後半からの企業制度改革や不良債権処理およびアジアの金融危機、2008 年のアメリカの金融危機などがあったが、これらの出来事は、経済成長や企業の収益にマイナス影響を与えたと考えられる。しかし、様々な危機後の投資拡大や、さらに好景気による投資の拡大は、経済成長を支え、企業の収益性にも貢献している。以上の実質 GDP 対前年比の検証で、ROE 指標は、経済成長率によって支えられている部分が多いことを示唆している。今回の結果は、先行研究¹⁷とほぼ同じ結果を得ており、ROE 指標が GDP 成長と有意な正の関係を再確認した。

(3) 業種別の分析

381 社の業種別の状況は、表 5 に示している。ここでは、サンプル数が 5 社以下の業種を除いてみると、基本的に、国家株比率の高い業種は、その収益性も高い。例えば、国家株比率が 35%を超える業種は、基幹産業（石油・化学・プラスチック、金属・非金属など）や寡占的な業種（交通・運送・倉庫、電力・ガス・水道など）、および不動産、一部の特殊な業種（食品・飲料など）¹⁸である。これらの業種の ROE 指標は、全体の平均値より高い、あるいは平均値に近い企業である。その一方、一部の業種（情報・通信など）を除けば、法人株比率と A 株比率の高い業種は、ROE 指標が比較的低く、市場競争の激しい業種に属する。例えば、電子、紡績、機械、製薬、小売、サービスおよび文化などの業種は、国の産業政策の保護が少なく、より早い時期から市場競争に晒され、その収益性が比較的低い。

今回の業種別の重回帰分析の結果は、表 7 の通りである。すなわち、ROE 指標は、石油・化学、電力・ガス、交通・運送および情報・通信の業種と有意な正の関係、木材・家具、マスコミ・文化産業と有意な負の関係が検出された。ここで、ROE 指標に有意なプラスの影響を与えている業種は、国の産業政策の保護や独占的な利益を得ている基幹産業および寡占的な産業である。これらの産業は、国有株比率が高く、国の支配力も強い業種に属する。また、先端技術を持っている情報・通信・IT 産業は、研究開発などの努力によって、ROE 指標にプラスの影響を与えているのではないかと考えられる。逆に、ROE 指標に有意なマイナスの影響を与えている業種は、文化などの市場競争の激しい業種である。

(4) WTO 加盟の影響

¹⁷ 王東明 (2004) を参照。

¹⁸ 食品・飲料は、醸造企業が多く、国家株比率が高く、利益も比較的高い業種である。

中国の WTO 加盟は、「第 2 次の開放」といわれている¹⁹。WTO 加盟は、関税の引き下げや内国民待遇などの WTO の基本原則を守らなければならない。それと同時に、今後の中国は国際社会の一員として各国と正常な通商関係を維持しながら、13 億人口の市場も世界に開放しなければならない。その意味では、中国の WTO 加盟は、大競争の時代が始まる。そのため、WTO 加盟は、中国の上場企業にどのような影響を与えているかを考察する必要がある。

今回の重回帰分析は、新しく WTO 加盟のダミー変数を導入して ROE 指標に対する影響を検証した。その結果は、表 7 に示している。すなわち、ROE 指標は、WTO 加盟の変数と有意な負の関係が検出された。しかも、その標準化係数は、 -0.25 を超えた比較的高い数値である。つまり、WTO 加盟は、ROE 指標に有意なマイナスの影響を与えていることが明らかになった。

WTO 加盟後の中国は、直接投資が増え続ける中、外国企業も増えている。中国市場は、国内企業の競争のみならず、すでに世界企業の競争の場になっている。この状況の中で、特に、電子、繊維、小売、サービスなどの競争的な産業においては、国の産業政策の保護が少なく、その収益性が低下する傾向にある。特に、WTO 加盟後は、市場競争が激化し、さらに、近年では、中国の「労働法」が施行され、労働コストも上昇している。この状況の中で、労働集約型の産業は、その収益性をアップさせることが、至難の業である。以上の上場企業の業種別のデータからも、このような競争的な産業において、その収益性が比較的低く、競争の激しさを物語っている。

五、むすびにかえて

今回の調査は、新中国成立後の 60 年間の社会全体の所有構造の変化を総括しながら、非流通株改革以前の 381 社上場企業を取り上げ、96 年から 2005 年までの 10 年間のプール・データに基づいて、株式所有構造と企業効率との関係を検証した。ここから得られた暫定的な結論は、以下の通りである。

まず第一に、上場企業 381 社の分析からみると、「企業業績に、国家株が負の影響、法人株が正の影響、流通 A 株は影響しない」という仮説が成立する。

第二に、経済成長率（GDP）は、企業業績に有意なプラスの影響を与えていることが見出された。

第三に、業種別の状況をみると、基本的には、一部の基幹産業や寡占的な業種は、企業業績に有意なプラスの影響を与えているが、一部の市場競争の激しい業種においては、企業業績に有意なマイナスの影響を与えている。また、基幹産業や寡占的な業種の国家株比率が比較的高く、競争的な業種の法人株比率と流通 A 株比率が比較的高いことを判明した。

¹⁹ 1978 年の「改革・開放」政策を「第 1 次の開放」と見れば、WTO の加盟は中国にとって「第 2 次の開放」に喩えられる。銭小安（2000）を参照。

第四に、WTO 加盟は、企業業績に有意なマイナスの影響を与え、市場競争が激しくなっていることが確認された。

上述のように、この 60 年間の中国の所有構造は、計画経済の国有化と集団所有化の時期があったが、改革開放以降、社会全体の所有構造は、多様化と多元化の方向へと変化し、公的所有を中心としながら、私的所有の部分も拡大している。さらに、国有企業は株式会社制度を導入し、株式会社化という企業制度改革の方針が決められている。その意味では、今後、株式会社による混合的所有も増えていくだろう。中国の漸進的な改革の中で、上場企業の株式所有は国有株を中心に構成され、株式市場も「移行経済型市場」の特徴が表れている。このように、公的所有を中心とする多様な所有構造は、「社会主義市場経済」の枠組みと深く関わっており、その行方は、今後の中国市場経済の方向性に左右する指針になることは間違いない。

しかしながら、現在の中国は、大きな転換点に立っている。WTO 加盟は中国の市場経済化に大きなインパクトを与えると同時に、市場競争環境も大きく変化し、大競争の時代に突入した。今回の調査は、WTO 加盟の変数が ROE 指標にマイナスの影響を与えていることが明らかになった。今後、この大競争の時代においては、企業業績を重視する経営をしなければならない。その場合は、中国を代表する上場企業の株式所有構造は、どのように変化するのか、それに対応する企業ガバナンスは、どう変わるのか。今回の実証分析は、以上の問い掛けに対して、一定のインプリケーションを与えるものと考えられる。

参考文献

<日本語文献>

今井健一（2002）「上場企業の所有構造と企業統治」丸川知雄編『中国企業の所有と経営』アジア経済研究所。

今井健一（2003）「中国国有企業の所有制度再編—大企業民営化への途」『社会科学研究』第 54 巻第 3 号。

王東明（2000）「中国株式市場の形成過程—A 株（国内投資家向け株式）市場を中心に—」慶応義塾大学地域研究センター編『アジアの金融・資本市場—危機の内層—』慶応義塾大学出版会。

王東明（2002）「中国の株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」井村進哉・福光寛・王東明編『コーポレート・ガバナンスの社会的視座』日本経済評論社。

王東明（2004）「中国上場企業の株式所有構造と企業効率—424 社上場企業の分析—」『証券アナリストジャーナル』第 42 巻第 12 号、社団法人日本証券アナリスト協会、2004 年 12 月 20 日。

王東明（2008）「要覧：証券」中国研究所編『中国年鑑 2008』毎日新聞社、2008 年 5 月 30 日。

王忠毅（2001）「中国東北上場企業の株主構造と企業パフォーマンス」、証券経済学会第 5

6 回全国大会の報告。

川井伸一（2000）「中国上場企業の所有構造」『愛知経営論集』第 142 号、7 月。

川井伸一（2003）『中国上場企業—内部者支配のガバナンス』創土社。

黄孝春（2006）「中国の株式市場における『非流通株』問題の形成」『アジア経済』2006 年 2 月。

翟林瑜（2004）「中国上場企業のジレンマ：規模の拡大と収益の低下」『証券経済研究』第 49 号、2005 年 3 月、日本証券経済研究所。

< 中国語文献 >

賓国強・舒元（2003）「我国上市公司績效治理結構關係の実証分析」『管理世界』第 5 期。

常健（2003）「我国上市公司業績決定機制実証分析」『管理世界』第 5 期。

陳曉・江東（2000）「股權多元化、公司業績与行業競争性」『經濟研究』第 8 期。

陳小悦・徐曉東（2001）「股權結構、企業績效与投資者利益保護」『經濟研究』第 11 期。

国家国有资产管理局企業司編（1998）『国有股股東手冊』東北財經大学出版社。

梁能編（2000）『公司治理結構：中国的实践与美国的經驗』中国人民大学出版社。

林義相編（1998）『行業与上市公司分析（行業報告分析）』北京大学出版社。

凌耀倫、熊甫、斐倜（1982）『中国近代經濟史』重慶出版社、563 頁。

柳随年、吳群敢編（1987）『中国社会主義經濟略史』北京週報社、174～175 頁。

劉芍佳・孫霽・劉乃全（2003）「終極產權論、股權結構及公司績效」『經濟研究』第 4 期。

陸百甫編（1998）『大重組—中国所有制結構重組的六大問題』中国發展出版社。

聂長海・姜優華・杜煊君（2003）「“一股独大”悖論：中国証券市場的經驗証摺」『中国工業經濟』第 7 期。

錢小安（2000）「加入 WTO 对中国銀行業和金融調控的影響及对策」『金融研究』、第 2 期。

徐曉東・陳小悦（2003）「第一大股東对公司治理、企業業績的影響分析」『經濟研究』第 2 期。

（施東輝（2003）「軌軌經濟中的所有權与競争：来自中国上市公司的經驗証摺」『經濟研究』第 8 期。

上海証券取引所研究中心（2003）『中国公司治理報告』復旦大学出版社。

上海証券取引所研究中心（2004）『中国公司治理報告』復旦大学出版社。

申銀万国証券研究發展中心主編『1999 年股票年報（深圳証券市場、上海証券市場）』上海科學技術文獻出版社。

吳淑琨・席西民（2000）『公司治理与中国企業改革』機械工業出版社。

向朝進・謝明（2003）「我国上市公司績效治理結構關係の実証分析」『管理世界』第 5 期。

徐二明・王智慧（2000）「我国上市公司治理結構与戰略績效的相關性研究」『南開管理評論』第 4 期。

袁国良・鄭江淮・胡同乾（1999）「我国上市公司融資偏好和融資能力的實証研究」『管理世界』、第 3 期。

中国証券監督管理委員会編『中国証券期貨統計年鑑』学林出版社、各年版。
 中国誠信証券評估有限公司・中誠信国際信用評級有限責任公司編『中国上場企業基本分析』
 中国財政經濟出版社、各年版。
 中国証券報社編『上市公司資料速查手冊』新華出版社、各年版。
 宗寒（1996）『中国所有制結構探析』紅旗出版社。
 朱武詳・宋勇（2001）「股權結構与企業価値—対家電行業上市公司実証分析」『經濟研究』第
 12期。
 朱国泓・方荣岳（2003）「管理層持股：沪市公司管理層的觀點」『管理世界』第5期。

<英文文献>

Chen, Jian (2001), Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence from Chinese Listed Companies, *Economics of Planning*, Vol. 34, No. 1/2.
 Chen, Y. (1998), Ownership Structure and Corporate Performance: Some Chinese Evidence, Unpublished Working Paper, San Francisco State University.
 Chen, Y. and S. Gong. (2000), Ownership Structure and Corporate Performance: Some Chinese Evidence, *Advances in Pacific Basin Financial Markets*, 6.
 liu Guy & Sun Pei (2002), The Class of Shareholdings and its Impacts on Corporate Performance- A Case of State Shareholding Composition in Chinese Publicly Listed Companies.
 Sun, Qian, Wilson Tong & Jing Tong (2002), How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, No. 1&2, January/March.
 Sun, Q. and W. Tong (2003), China Share Issue Privatization: The Extent of its Success, *Journal of Financial Economics*, 70, 183-222.
 Tian, Lihui (2001), Government Shareholding and the Value of China's Modern Firms, William Davidson Institute Working Paper 395, University of Michigan Business School.
 Xiaonian Xu and Yan Wang (1997), Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies, World Bank Policy Research Working Papers, No. 1794. World Bank, Washington DC.

*追記

本稿の作成にあたっては、金子勝規先生（大阪市立大学）から貴重な助言を頂いた。また、大学院研究生の杜佳昕氏から資料の整理などで協力して頂いた。記して感謝を表したい。しかし、すべての文責は私に属するものである。

負債認識における蓋然性要件が金融機関に及ぼす影響

ー発生可能性の低いリスクにかかる引当金の認識および測定をめぐる諸問題を中心にー

甲南大学会計大学院 社会科学部研究科
山田善紀

【目次】

I	はじめに	2
II	引当金の認識・測定にかかる諸問題をめぐる国際的動向	3
III	引当金の認識および測定にかかる課題	4
1	財務会計の歴史における引当金の位置づけ	4
2	国際的会計基準における引当金の位置づけ	6
IV	発生可能性の低いリスクにかかる会計処理の事例検討	9
1	発生可能性の低いリスクにかかる会計処理に関する事例検討(1)	9
2	発生可能性の低いリスクにかかる会計処理に関する事例検討(2)	11
V	引当金の認識測定における新たなアプローチ導入の可能性-市場の効率性の観点から-	14
VI	むすび-蓋然性要件が金融機関に及ぼす影響と残された課題-	17

【要旨】

本研究の目的は、負債会計の重要論点であり、金融機関に大きな影響を及ぼす可能性がある負債の認識(発生可能性の低いリスクを認識すべきかどうか)と測定(期待値方式か最頻値方式か)について、いくつかの事例の検討を通じて課題を明確にしたうえで、経済理論やファイナンス理論を基礎とした会計上の測定技法における技術的課題についての解決策を提示することにある。

周知のように、引当金および非金融負債に関しては、先行研究によりすでにいくつかの重要な課題が明確にされているが、経済理論やファイナンス理論を基礎とした負債の測定技法と市場の効率性に関する議論は、それらの課題に対する理論的検討を行ううえでとくに重要である。そこで、本研究では、まず引当金の認識・測定を取り巻く国際的な動向と、いわゆる蓋然性要件の意義および役割を念頭におきながら、財務情報の有用性、財務情報の信頼性確保および情報作成者のコスト軽減といった視点から上述の諸問題についていくつかの事例を通じて分析を行う。

そのうえで、発生可能性の低い潜在的なリスクの認識・測定に関し、(i)経済理論・ファイナンス理論を基礎とした測定技法を会計上利用する場合の技術的な課題につき、個別の会計基準においてその計上時期と範囲を明確にする必要があること、(ii)認識・測定および内部統制の整備運用にかかる評価について、経営者および第三者の判断基準となる市場の効率性を加味した実務指針の整備を行う必要があること、および(iii)経験豊富な第三者が指導的役割を果たし、財務情報の信頼性を確保する必要があることを明らかにする。

I はじめに

リーマンショック後の長引く不況からわが国経済が本格的に回復していくためには、市場の効率性を高め、資金需要の高い有望な投資に対して、適切かつ効率的に資金供給を行う必要があることはいうまでもない。伝統的に間接金融の比率が高いわが国経済社会において、金融機関に対しては融資先企業の実態を正確に把握し、適切な資金供給と経営改善を支援することを通じて、市場の効率性を高め、国民経済の健全な発展に寄与することが強く求められる。とくに、中小企業金融円滑化法の最終延長期限である平成25年3月31日以降の出口戦略としての中小企業の事業再生・経営革新等に対する支援において、これまで以上に金融機関が積極的にコンサルティング機能等を発揮することが期待されている。

かかる状況のもとで、金融機関が、融資先企業の実態把握を行うために、また事業再生や経営革新等の支援を行い、実現可能性の高い抜本的な経営再建計画の立案支援に役立てるために利用するもっとも重要な情報のひとつが決算書等により開示される財務情報であることから、金融機関に対しては、融資先企業が会計基準に準拠し、財務諸表を適切に作成しているかを自ら積極的にモニタリングすることが求められる。企業を取り巻く環境における不確実性が高まる中、決算書等の財務情報については、それがいかに企業の経営実態を正確に反映しているかがとりわけ重要であるが、とくに、企業が直面する数々の不確実性について、これをいかに財務諸表上に開示していくか、とりわけ発生可能性の低いリスクに関する潜在的な債務や無形資産について、これをどのように開示し、財務情報に企業の経営実態を反映させていくかは、会計上非常に重要な課題である。

この点に関して、国際会計基準(International Accounting Standards ; IAS)第37号「引当金、偶発債務及び偶発資産」(Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets ; 以下、IAS37 と略記する)の改訂のための公開草案(Exposure Draft)において、負債の認識要件のひとつである蓋然性要件(すなわち、発生可能性が高い(probable)、50%超(more likely than not)の発生確率)の廃止が提案された後、財務情報を用いて企業の実態を把握するにあたり、とくに注目されている重要な項目のひとつが引当金の認識要件のひとつである蓋然性要件である。

周知のように、わが国の現行の会計基準においては、このような発生確率が低い債務の大半については、原則としてこれを認識することは求められていない。しかし、今後の制度改正等によって、発生確率が低いリスクに対する債務についてもこれをすべて負債として認識することが必要となった場合には、新たな会計基準への対応準備、資産査定、決算手続および会計・業務プロセス等に対して大きな影響が生じることから、実務的には非常に困難な課題が生じることが確実である。すなわち、これまで計上してこなかった債務の計上の可否を検討することに加え、負債の網羅性の確保やその見積りにおける信頼性の確保等々、実務上克服すべき課題が多く存在するからである。また、仮に蓋然性要件が存続したとしても、発生可能性の低い潜在的なリスクをどのように把握し、意思決定に反映させるかが、重要な会計上の課題のひとつであることに変わりがない。

本研究では、負債の蓋然性要件をとりまく国際的な動向を踏まえながら、負債の蓋然性要件・意義および役割について、事例による分析を行い、経済理論上および実務上の課題を明確化し、その解決策を明示することにした。

II 引当金の認識・測定にかかる諸問題をめぐる国際的動向

国際会計基準審議会(International Accounting Standards Board ; IASB)は、2005年6月に公表したIAS37「引当金、偶発債務及び偶発資産」の改訂のための公開草案、および2010年1月に公表した「IAS第37号における負債の測定」(Measurement of Liabilities in IAS 37)の公開草案において、負債の認識要件のひとつである蓋然性要件(すなわち、発生可能性が高い(probable)、50%超(more likely than not)の発生確率)を廃止することを提案した。これは、非金融負債(non-financial liabilities)の認識に関する大きな変更点であり、会計実務に大きな影響を与えると予想されたことから、公開草案公表後にこれに関する多くの研究業績が提出され、実務界においても活発な議論が行われた。こうした中、わが国においては、2009年9月8日に企業会計基準委員会(Accounting Standards Board of Japan ; ASBJ)が、「引当金に関する論点の整理」を公表し、負債の認識要件のひとつである蓋然性要件と期待値方式による測定への一本化について論点の整理が行われた。

その後、2011 年にアメリカおよびわが国において、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standard ; IFRS）へのアドプション（Adoption ; 強制適用）が見直されて以降、IFRS への対応をめぐる環境が急変したため、IAS37 の改訂は棚上げの状況となったことから、現在においても引当金に関する新たな会計基準の整備は進んでいない。しかし、その間にも経済社会環境は大きく変化し、債務認識の要否の判断に関する多様な見解が公表されるという状況が生じてきたため、2013 年 6 月に日本公認会計士協会が「我が国の引当金に関する研究資料」を公表し、IFRS に照らした考察を行っているのである。

ところで、現行の会計基準は、発生可能性の低いリスクにかかる債務を認識・計上することによりかえって財務諸表の有用性を損なう場合があることや、その実務上の困難性の故に、一部の会計基準を除き、これを認識・計上することを求めている。しかし、近年における企業経済活動の急速なグローバル化に伴う経営環境の激変によって、発生確率は高くないが、発生した場合には企業経営に多大な影響を与えるリスクが発生していることや、東日本大震災、タイ・フィリピンにおける大洪水等をはじめとして、気候変動、地球温暖化、台風、地震、津波等の自然災害が年々増加していることなど、発生可能性の低い様々なリスクが企業の財政状態や経営成績およびキャッシュ・フローの状況に大きな影響を与える事例が数多く発生してきている。

かかる状況のもとで、発生可能性の低い潜在的なリスクに対する債務については、これをいつ認識すべきであるかという認識要件（蓋然性要件の要否）と、どのように測定すべきであるかという測定方法（期待値方式か最頻値方式か）が、企業の実態を把握するうえで非常に重要になってきているのである。

そこで、本論文ではこれらの問題に関して理論的・実務的観点から検討を加えるが、それに先立ち、まず次節において、引当金にかかる論点を明確にするために、引当金の変遷について簡単に整理しておくことにしたい。

Ⅲ 引当金の認識および測定にかかる課題

1 財務会計の歴史における引当金の位置づけ

1860 年代から 1910 年頃までのドイツで展開された貸借対照表論争において、貸借対照表上の資産評価は、債権者に対する解散価値による弁済能力を示す売却価額主義（静態

論)から、継続企業を前提とし、経営者の経営能力の判断材料となる期間損益計算を重視する取得原価主義(動態論)へと移行していったことは周知のとおりである。また、1929年10月のニューヨーク証券取引所における株価大暴落を契機とした大恐慌以降、アメリカにおいては、投資者保護指向の会計理論が展開され、1株当たりの利益を算出する損益計算書が重視されるようになった。¹ このように会計理論が変化する中、「企業会計原則」設定以前におけるわが国の引当金に関する議論は、費用と利益処分相違や負債と資本の区分など、それを準備金・積立金といかに区別するか、また引当金を税法上損金算入するかどうか等に主たる関心が集まっていた。

1949年に設定された「企業会計原則」は、その制定後いく度となく改定されているが、² 現在では、「企業会計原則」注解18において、引当金の認識要件として、(i)将来の特定の費用または損失であること、(ii)その発生が当期以前の事象に起因していること、(iii)発生の可能性が高いこと、および(iv)その金額を合理的に見積ることができることが、その計上要件として明確に定義されている。このような「企業会計原則」設定以後の損益計算重視の会計理論における引当金の計上根拠が、期間損益計算を適正化するための費用収益対応の原則に求められることはいうまでもない。そこでは、財貨・役務の実際の費消事実の発生により費用を認識するという発生主義では説明が困難なため、発生主義の考え方を拡張し、財貨・役務の費消原因の事実発生により、費用認識を行うという原因発生主義が採用されている。

ところで、わが国の制度会計は、これまで商法(会社法)会計・(旧)証券取引法会計および税法会計の3つからなるトライアングル体制であるといわれてきた。かつての商法(会社法)会計においては、債権者保護・株主と債権者の利害調整機能・経営者の受託責任の解明等が重視されたことから、会計情報に検証可能性と客観性が求められたため、引当金に関してはその認識要件、債務性の有無、蓋然性要件、偶発債務と引当金の区別等が主要な検討事項となった。このことは、商法会計(会社法会計)においては、条件付債務(法律上の債務)ではない負債性引当金(役員退職慰労引当金、修繕引当金等)につい

*本稿の作成にあたり、筆者の指導教授である大塚晴之先生(甲南大学)より数多くの有益なコメントと助言を得た。記して謝意を表したい。なお本稿に残る誤りについては、すべて著者の責任である。

¹ 飯野利夫[1993]『財務会計論(三訂版)』、同文館出版株式会社。

² 大蔵省企業会計審議会[1982]「負債性引当金等に係る企業会計原則注解の修正に関する解釈指針」。

ては、法律上の債務でない旧商法 287 条ノ 2 の引当金(会計上の負債)として、これを貸借対照表で区分表示や注記することを求められていたことからわかる。

2 国際的会計基準における引当金の位置づけ

財務会計の目的・機能として、一般に利害調整機能と情報提供(意思決定)機能があげられるが、近年、会計の情報提供機能が重視され、ディスクロージャーの意思決定有用性(信頼性・検証可能性および表現の忠実性)が重視されるようになってきた。³ とくに、アメリカ財務会計基準審議会(Financial Accounting Standards Board ; FASB)の概念フレームワークにおいて意思決定有用性重視の考え方が明確化されたことから、ASBJ 討議資料の概念フレームワークにおいても、会計基準の設定にあたりもっとも重視されるべき財務報告の目的は意思決定有用性(投資のポジションとその成果を測定して開示すること)であり、配当制限(会社法)、税務申告制度(税法)および金融規制等における会計情報の副次的な利用や利害調整に及ぼす影響については、あくまでも会計基準を設定・改廃する際の制約とされるにすぎないと記載されている。こうした会計理論の考え方の変化とともに、会計理論は、実務的・帰納的に発展してきた「取得原価主義」「原価－実現アプローチ」を基礎にしながら損益計算の中心手段である損益計算書を重視する一方、貸借対照表は損益計算書の連結環と位置付ける「収益・費用アプローチ」から、「公正価値」を基礎に貸借対照表を重視し、損益計算書は貸借対照表の連結環と位置付ける「資産・負債アプローチ」へと変化してきたのである。すなわち、公正価値で測定した期首の純資産額と期末の純資産額との差額が期間純利益であるという考え方が重視されるようになったのである。⁴

ここで公正価値評価が目的適合性を有する測定基準であるとの理由について、IASC は、「効率的」資本市場理論に依拠し、合理的な投資家が将来期待キャッシュ・フローの割引現在価値により投資を行うこと、すなわち裁定取引が完全に行われ、金融商品の市場価値は市場におけるすべての情報を反映しているという点を指摘している。⁵ このこと

³ この点に関する詳細については、内藤文雄 [2005]「投資意思決定有用性と実質的会計・監査判断の客観性」『会計』第 167 巻第 2 号、内藤文雄 [2010]「財務報告の機能」『甲南経営研究』第 50 巻第 4 号(通巻 180 号)、内藤文雄 [2008]「わが国における財務報告の発展と財務諸表監査の役割」『甲南経営研究』第 49 巻第 2 号(通巻 174 号)、および平松一夫・広瀬義州[2002]『FASB 財務会計の諸概念増補版』中央経済社、を参照されたい。

⁴ 堀江優子[2010]「FASB 概念フレームワーク・プロジェクトにおける資産負債アプローチの概念の変遷」『会計』第 177 巻第 2 号。

⁵ 企業会計基準委員会[2006]『財務会計の概念フレームワーク』、澤邊紀生[2005]『会計改革とリスク社会』岩波書店において、ディスカッション・ペーパー(IASC/CICA(1997) “Accounting for Financial Assets and

からも、近年、国際的な会計基準が、市場価格は利用可能なすべての情報を反映すると考える効率的市場仮説（Efficient Markets Hypothesis；EMH）⁶を前提に、多様な各国の会計基準を公正価値評価重視の会計基準に統一していこうとしていることが伺えるのである。つまり、期間損益計算の適正化というこれまでの収益・費用アプローチによる引当金の計上については、経営者による引当金の拡張認識によって将来に対する自由裁量のクッションとして意図的な利益操作に利用されているという批判が多く、国際的には、企業が過去の事象の結果として現在の債務を有しているかどうかを重視する資産・負債アプローチが引当金の計上論拠となってきたのである。⁷

なお、経済理論・ファイナンス理論を基礎とした測定技法の向上により、生起確率を反映した会計処理を行うことが理論的に可能とする期待キャッシュ・フローアプローチ（Expected Cash Flow Approach）⁸が浸透し、蓋然性を問わない資産除去債務や保証債務に関する会計基準がすでに導入されている。このように貸借対照表を重視した考え方を追求していく中、非金融負債については、最終的な決済額ではなく現時点の決済額である期末日現在の公正価値で測定すべきという結論が浸透してきた結果、IAS 第 37 号の

Financial Liabilities”, Steering Committee on Financial Instruments が「効率的な」資本市場の前提を受け入れていることを指摘している。

⁶ 効率的市場仮説とは、「資産の市場価格は、利用可能な情報がすべて反映されているという仮説である。効率性とは、利用可能な情報がすべて反映されていることを意味している。利用可能な情報が資産の市場価格に反映していると考えられる効率的市場仮説における市場効率性の定義は、パレート最適や財市場の均衡、資源配分の効率性などの概念とは異なっているものの、合理的経済人の仮定、裁定取引の完全性の仮定など主流派経済学（新古典派経済学）の考え方を基礎としていることは明らかである。ここで、効率性は、反映している情報により 3 つのレベルで定義される。「ウィーク・フォーム」の効率性とは、過去の情報が価格に反映しているとするものであり、「セミストロング・フォーム」の効率性はすべての公開情報が価格に反映しているとするものであり、「ストロング・フォーム」の効率性とは、入手困難な情報を含むすべての情報が価格に反映されているというものである。これについては、Fama, D.F. [1965] “The Behavior of Stock-Market Prices”, *The Journal of Business*, Vol. 38, No. 1, Fama, D.F. [1970] “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Fama, D.F. [1991] “Efficient Capital Markets: II”, *Journal of Finance*, Vol. 82, を参照されたい。

⁷ 企業会計基準委員会[2006]『討議資料 財務会計の概念フレームワーク』においては、「負債とは、過去の取引または事象の結果として、報告主体が支配している経済的資源を放棄もしくは引き渡す義務、またはその同等物」と定義している。また、IASB は「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」の中で、「負債とは、企業が過去の事象の結果として経済的資源を移転する現在の義務である。」と定義している。さらに、IAS 第 37 号では、引当金は「時期又は金額が不確実な負債」と定義しており、（1）企業が過去の事象の結果として現在の債務（法的又は推定的）を有していること、（2）債務決済のために経済的便益を有する資源の流出が必要となる可能性が高いこと、および（3）当該債務の金額を信頼性のある見積りができる場合に認識されることとされている。ここで、法的債務とは、契約、法律等から生じた債務であり、推定的債務とは、確立されている過去の実務慣行、公表されている方針等で、かつ、その結果、企業はこれらの責務をはたすであろうという妥当な期待を他社の側に惹起しているような企業の行動から発生した債務をいう。最後に、IAS 第 37 号改定案では、非金融負債は、（1）負債の定義を満たしており、かつ、（2）当該非金融負債について信頼性のある見積りができる場合と定義している。

⁸ 赤塚尚之[2003]「負債の定義における蓋然性要件の意義と必要性」『早稲田商学研究科紀要』第 57 巻。

改定のための公開草案においては、蓋然性の要件は認識要件としてではなく、測定に反映させることが提案されることになったのである。以上、引当金の認識について整理すれば、図表1のようにまとめられる。

図表1 引当金の認識要件の比較

	注解18	IAS第37号	IAS第37号改定案
(1)	その発生が当期以前の事象に起因	企業が過去の事象の結果として	負債の定義を満たしている。 (1)(2)の要件についてはIAS第37号と実質的に差はないと考えられるが、(3)の要件は削除が提案されている。)
(2)	将来の特定の費用又は損失	現在の債務(法的又は推定的)を有している	
(3)	発生の可能性が高い	当該債務の決済のために、経済的便益を持つ資源の流出が必要となる可能性が高い。	
(4)	金額を合理的に見積もることができる。	信頼性のある見積りができる(信頼性のある見積りができないのは、極めてまれな場合であるとされている。)	
偶発事象	発生可能性が低ければ引当金計上不可 偶発債務等は注記	偶発負債は引当金計上不可 発生可能性がほとんどない場合を除き、開示される(注解18の考え方と基本的に差はないと考えられる。)	偶発債務の用語を削除 上記の要件を満たしていれば非金融負債として計上し、発生可能性は測定に反映する。

(出所) 企業会計基準委員会 引当金に関する論点の整理 平成21年9月8日 第28項 を一部 加筆修正

例えば、今後、新たな環境規制等が導入された場合には、環境修復引当金の計上の要否についての判断や、これをいつ認識し、測定するかといった点が新たな課題としてクローズアップされることとなろう。現行の実務では、環境へのダメージが発生した時点においてその結果を修復するための費用を債務として認識・計上することは求められていないのに対して、IAS 第37号の改訂のための公開草案は、新しい法律がダメージ修復を求めるようになった場合には、当該修復にかかる現在の債務が発生することになっている。

このように、これまで認識してこなかった新たな債務を認識することが必要になった場合には、例えば、資産除去債務のように発生可能性の低いリスクについても認識すべきかどうか、また認識すべきリスクについて発生パターン毎にこれをどのように測定すべきであるかという新たな課題が出てくることになろう。

そこで、以下、次節においては、設例を用いながら、これらについて具体的に検討し、問題点を明確にすることにしたい。

IV 発生可能性の低いリスクにかかる会計処理の事例検討

1 発生可能性の低いリスクにかかる会計処理に関する事例検討（1）

発生可能性の低いリスクには様々な態様があることから、一概にそのすべてを認識・測定すべきということにはならないであろう。認識することが適切な場合もあれば、そうでない場合もありうる。当然のことながら、財務情報の価値が高まる場合にはこれを認識・測定すべきであるが、財務情報の価値が高まらない場合には、必ずしもそうではない。以下では、どのような場合に発生可能性の低いリスクを引当金として認識・測定すべきか、財務情報の価値に着目しながら、いくつかの事例を用いて考察する。そこで、まず、発生可能性の低いリスクに対する引当金を認識・計上することを求められた場合に、これを認識・計上する場合としない場合とにおける財務情報の価値の異同について検討する。

さて、現代の経済社会において、企業は様々な発生パターンのリスクに曝されているが、ここでは一定の確率で1回限り発生するリスクにかかる会計処理について検討することにした。

ここでは、すべての取引は現金で行われ、每期100百万円の売上と40百万円の売上原価が10年間継続する企業があると仮定する。この企業には10年に1度だけ700百万円の損失が生じる可能性があるとした場合、当該損失は現行基準のもとでは引当金等の計上対象とならないリスクであるが、蓋然性要件が排除されることにより、引当金の計上が新たに求められると仮定する。議論を簡略化するために、リスクに関する負債を認識するにあたり時間価値を考慮せず、税金費用はかからないものとし、その会計処理を検討してみよう（なお、当該前提条件を100年に1回限り7,000百万円の損失が発生すると修正した場合、また1,000年に1回限り70,000百万円の損失が発生すると修正した場合、さらに10,000年に1回限り700,000百万円の損失が発生すると修正した場合においても会計上検討すべき課題は同じである）。

さて、発生可能性の低い新たなリスクに係る引当金を認識しない場合、発生可能性の低いリスクに対する債務は偶発事象として注記されることになるが、引当金として認識されないため、財務情報は、下表(1)①のように每期60百万円の利益が計上されることになる。しかし、10年間の損益を合計すると100百万円の損失となる。

(1)①リスクを認識しない場合

(単位:百万円)

損益計算書	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目	合計
売上	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1,000
売上原価	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	400
売上総利益	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	600
販売費及び一般管理費											0
営業利益	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	600
特別損失							700				700
当期純利益	60	60	60	60	60	60	-640	60	60	60	-100
貸借対照表	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目	
現金預金	60	120	180	240	300	360					
債務及び引当金											
借入金							280	220	160	100	
株主資本	60	120	180	240	300	360	-280	-220	-160	-100	

これに対して、上述のリスクを認識し、期待値方式に依拠して当該リスクを測定した場合、10年に1回だけ700百万円の損失が発生するリスクについて時間価値等を考慮せずに単純な確率10%で計ると、毎期70百万円の債務(引当金)が計上されるとともに、下表(1)②⁹のように、毎期10百万円の損失が計上されることになる。したがって、10年間の損益を合計すると100百万円の損失となる。

(1)②リスクを認識し、期待値方式でリスクを測定した場合

(単位:百万円)

損益計算書	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目	合計
売上	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	1,000
売上原価	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	400
売上総利益	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	600
販売費及び一般管理費	70	70	70	70	70	70	70				490
営業利益	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-10	60	60	60	110
特別損失							210				210
当期純利益	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-220	60	60	60	-100
貸借対照表	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目	7年目	8年目	9年目	10年目	
現金預金	60	120	180	240	300	360					
債務及び引当金	70	140	210	280	350	420					
借入金							280	220	160	100	
株主資本	-10	-20	-30	-40	-50	-60	-280	-220	-160	-100	

このように、当該リスクを認識しない場合には10年に1回だけ発生する大きな損失に伴う赤字が計上される一方、9年間は利益が計上されるというように、収益性に関する財務情報の有用性に問題が生じるのに対して、当該リスクを認識し、期待値方式に依拠して測定するという会計処理を行う場合には、当該ビジネスは毎期赤字を示すことから、収益性に関する財務情報の有用性を高めることができるのである。

このことから、発生の可能性の低いリスクであっても、期待値で測定した債務認識を行う方が情報の有用性が改善される可能性のあることが理解できよう。したがって、発

⁹ 当該事例において、リスクを期待値方式で認識・測定した場合の引当額は、単純化のため時間価値を考慮せず、毎年700百万円に単純な確率10%を乗じて70百万円ずつ引当金を計上している。そのため時間価値を考慮して正確に計算した場合の計算結果とは若干異なってくるが、情報の有用性を直感的に説明するにあたり、大きな影響はないと考える。

生可能性の低いリスクの認識・測定にかかる様々な諸問題さえ解決することができれば、その認識・測定を通じて財務情報の有用性を高めることが可能になるといえる。

2 発生可能性の低いリスクにかかる会計処理に関する事例検討（2）

「事例検討(1)」では、発生可能性の低いリスクについて、期待値方式で認識・測定することで財務情報の有用性がどのように高まるのかを検討したが、債務の測定については「事例検討(1)」で使用した期待値方式による方法以外に、最頻値方式¹⁰による方法があるため、認識すべきリスクをどのように測定すべきかについても検討する必要がある。そこで、次に、それぞれの方法で測定した場合における財務情報の価値の異同について、2つの事例を用いて考察することとする。

まず高い確率で少ない資源流出が発生し、低い確率で大きな資源流出が発生する場合には、認識すべきリスクを期待値で測定した場合と最頻値で測定した場合とでは、財務情報の有用性がどのように変わるのかについて、以下の事例を用いて検討することにした。

①高い確率で小さな資源流出が発生し、低い確率で大きな資源流出が発生する場合

起こり得る結果とその生起確率について、非常に高い確率(95%)で一定の資源流出(100 百万円)が発生する一方、非常に低い確率(5%)で多額の資源流出(10,000 百万円)が発生することが事前に判明していると仮定する。

この場合、下表のように、最頻値で測定すれば 100 百万円の負債が計上されるのに対し、期待値で測定する場合には、現実的なシナリオ 100 百万円とはかけ離れた 590 百万円が負債計上されることになる。¹¹

¹⁰ 期待値方式とは、生起し得る複数のキャッシュ・フローをそれぞれの確率で加重平均した金額により測定する方法であり、最頻値方式とは、もっとも生起する可能性が高い単一の金額により測定する方法である。

¹¹ ここで期待値方式による場合には、500 百万円(10,000 百万円×5%)と 95 百万円(100 百万円×95%)の合計額である 595 百万円で測定されるのに対して、最頻値方式による場合には、もっとも生起する確率が高い 100 百万円で測定されることになる。

(事例検討2)①非常に高い確率(95%)で、一定の資源流出(100)が発生し、(単位:百万円)
非常に低い確率(5%)で、大きな資源流出(10,000)が、発生すると予想する場合

発生確率	資源流出	最頻値	期待値
95%	100	100	95
5%	10,000	0	500
100%		100	595

期待値による測定は最終的な資源流出額を表さないため、財務諸表の情報提供能力を低下させるという見方がある一方、最頻値による測定によれば 5%の資源流出リスクを注記するだけで会計処理上は簿外処理となることから、負債の過少計上と利益の過大計上を招来し、結果的に財務諸表利用者の意思決定を誤導する可能性が生じる。

このように、「事例検討(2)①」では、多額の資源流出が発生する発生可能性の低い場合に最頻値で測定した場合、リスクが財務諸表に適切に反映されないという問題が発生するが、期待値(加重平均された資源の流出額)で測定することにより財務諸表に発生可能性の低いリスクを反映させることが可能になり、結果的には財務情報の有用性を高める可能性があることが分かる。

②高い確率で大きな資源流出が発生し、低い確率で資源流出がない場合

続いて、期待値による測定の方が常に財務情報の有用性を高めることになるのかどうかを明らかにするため、リスクの発生パターンを変化させ、上述の例とは反対に、高い確率で大きな資源流出が発生し、低い確率で資源流出がない場合に、認識すべきリスクを期待値で測定した場合と最頻値で測定した場合とでは、情報の有用性がどのように変わるのか、以下の事例を用いて検討する。

起こり得る結果とその生起確率について、非常に高い確率(90%)で多額の資源流出(10,000 百万円)が発生し、非常に低い確率(10%)で資源流出がないことが事前に判明していると仮定する。

この場合、下表のように、最頻値によれば、資源流出額は 1,000 百万円で測定されるのに対し、期待値によれば、それが 900 百万円で測定されることになる。¹²

¹² 期待値方式の場合、900 百万円(1,000 百万円×90%)と 0 円(0 円×10%)との合計額である 900 百万円で測定され、最頻値の場合は、1,000 百万円で測定されることになる。

(事例検討2)②非常に高い確率(90%)で、一定の資源流出(1,000)が発生し、(単位:百万円)
非常に低い確率(10%)で、資源流出が発生しない(0)と予想する場合

発生確率	資源流出	最頻値	期待値
90%	1,000	1,000	900
10%	0		0
100%		1,000	900

実務上、不確実性の状況下での見積りや判断における経営者の予測能力の限界に対応して慎重な会計処理の選択を認めるという保守主義の観点から、この場合、資源の最終的な流出額を表わす最頻値で測定する方が財務情報の有用性が高いとされる。このことから明らかなように、すべてのリスクを期待値で測定すべきとする考え方に対しては多くの批判がある。つまり、「事例検討(2)②」のように、多額の資源流出が発生する可能性の高い場合には、「事例検討(2)①」の場合における結論とは異なり、不確実性下での見積りや判断に慎重な判断を求める保守主義の観点から、期待値で測定した値より最頻値で測定した値の方が情報の有用性が高いとされるのである。このことから、リスクの測定にあたっては、リスクの発生パターンによって、最適な評価方法を検討する必要があるといえるのである。

以上、3つの事例を用いながら、発生可能性の低いリスクに関する債務を認識・測定した方が財務情報の有用性が改善される場合があること、最頻値と期待値はリスクの発生パターンにより優位性が異なることを確かめたが、実務上、発生可能性の低い新たな負債を期待値で計上するためには、企業は、計上すべき負債が存在するかどうか、また、その計上時期、計上金額について慎重に検討する必要が生じることになる。すなわち、経営者が期待値による負債測定を行う場合には、資源の予想流出額の現在価値の見積りと資源の実際流出額が異なるリスクの調整を行う必要があり、また、資源の予想流出額の現在価値を見積もるためには、将来予想される複数の結果、資源流出の金額と時期、その現在価値、および発生の可能性等の要素を見積もる必要がある。

しかし、単一の債務が生じる結果とその確立分布の見積りは非常に困難な場合が多いのみならず、発生の可能性の低い非金融負債についてはその見積りが非常に困難な場合が多い。とくに、資源流出の可能性が低いほど、起こり得る結果(資源流出の時期や金額)や生起確率について、信頼性をもって見積もることが困難な場合が多いことはいうまでもない。そのため、将来の資源流出の金額、時期および確率を見積もる場合の基礎となる仮定は、経営者の主観的な判断に左右されることになり、監査人が検証することは

困難である。たとえ、仮想的な分布を予測して期待値を算定したとしても、測定結果が恣意的になる結果、信頼性が確保されず、財務情報の質の改善に貢献しないといった批判的な意見も多く出されているのである。

そこで、次節においては、負債の網羅性を確保し、十分な信頼性のある負債を見積るための実務的な課題についてその解決手法を検討することにした。

V 引当金の認識測定における新たなアプローチ導入の可能性-市場の効率性の観点から-

近年、会計における意思決定有用性が重視されるようになったことから、投資者に対し、より多くの情報の開示が求められるようになってきている。情報開示の拡充によって、会計情報にはこれまで以上に、経営者の見積りや判断要素が多く含まれるようになってきた。利益計算プロセスにおける経営者の裁量(予測・見積)範囲が拡大したことに伴い、利益情報を中心とする会計情報がソフト化してきているといわれていることから、会計情報に含まれる会計上の見積り要素の妥当性を確保することが重要になってきている。¹³

かかる状況のもとで、国際的な会計基準は、企業が将来キャッシュ・フローの金額、時期および発生可能性等を合理的に見積もるということを仮定している。したがって、経営者が投資を行う際には、つまり投資の実行や複数の投資案の選択の可否を判断する際には、投資案の将来キャッシュ・フローがプラスになるか否か、将来キャッシュ・フローの大きさの順序および投資リスク等について判断することが求められるのである。

しかし、当然のことながら、経営者が将来収益予測に必要とする将来の経営環境、技術水準および嗜好の変化等についての情報や知識は不確実であるため、その予測には常に困難が伴う。将来に関わる情報が限られていることから、将来キャッシュ・フローの期待値を算定することが投資の意思決定において常に必要になるというわけではない。すなわち、経営者の予測能力には限界があるため、経営者の意思決定は、ケインズが指摘したように、最終的には少なからずアニマル・スピリットに依存することになり、必ずしも合理的な経済計算のみに依拠する場合だけではないのである。同様に、負債を認

¹³ この点については、伊豫田隆俊[2012]「監査目的の変遷に関する一考察-保証概念の展開と制度化の中で-」『会計』第183巻第3号、伊豫田隆俊[2009]「監査環境の変化に伴う財務情報の質的変容と実質的判断」『近畿大学経営学部 商経学叢』第56巻第1号、黒川行治、柴健次、内藤文雄、林隆敏、浅野敬志[2011]『利益情報の変容と監査』中央経済社、内藤文雄[2012]『財務情報等の監査・保証業務』中央経済社、を参照されたい。

識・測定する際にも、経営者の主観や見積りに恣意性が介在してしまい、十分な信頼性を確保できず、情報の有用性を改善することができない可能性がある。とくに、不確実性が相対的に高い会計上の見積りにおいて使用されるブラック＝ショールズ・モデル等の一般的な評価モデルは、市場の効率性などの多くの重要な仮定を前提として評価を行うことが多い。しかし、周知のように、これらのモデルの前提になる効率的市場仮説に対しては今も数多くの批判が行われており、40年間にわたる論争も未だに決着していないのである。¹⁴ 裁定取引の限界 (Limits of Arbitrage)などに起因するアノマリー¹⁵のため、現実の市場が完全には効率的でないことについては、行動ファイナンス領域においてこれまでに数多くの研究業績が報告されている。¹⁶ そのため会計上の見積りに経営者の偏向(経営者の中立性の欠如)がなかったとしても、盲目的に市場の効率性を前提とした期待値方式により負債を測定してしまうと、大幅に見積りを誤った負債を開示してしまう結果、逆に市場の効率性を低下させてしまう可能性もありえるのである。

また、検証可能性を高めるために、ブラック＝ショールズ・モデルを使用して公正価値を算定する場合に、過去の事象から導き出されたデータ、例えば、ヒストリカル・ボラティリティを使用して算定したオプション価格を用いる場合には、算定プロセスにトレンドが混入してしまうため「会計情報の市場バイアス効果」¹⁷が発生してしまうといっ

¹⁴ この点については、Samuelson, P. A. [1965] “Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”, *Industrial Management Review*, Vol. 6. Lucas, R. E. [1978] “Asset Prices in an Exchange Economy” *Econometrica*, Vol. 46, 伊藤幹夫[2007. 10]「効率的市場仮説をめぐる論争はなぜ決着しないのか」『三田学会雑誌』第100巻第3号、を参照されたい。

¹⁵ アノマリーとして、1月効果(1月の収益率が他の月より高い効果をいう。)、曜日効果(曜日により収益率が変わる効果をいう。)、モメンタム (momentum)、リターンリバーサル(return reversal)、規模効果(時価総額の小さい小型株の投資収益率が、時価総額の大きい大型株より高いという効果である。)、バリューストック効果(PBRが低い株(バリューストック)の収益率が、PBRの高い株(グロースストック)より高いという効果である。) ローズドエンドファンド・パズル(closed end fund puzzle)、などが挙げられる。なお、規模効果とバリューストック効果は、流動性リスクと倒産リスクを考慮し、小型株ファクターとバリューストックファクターを加えた3ファクターモデルにより、収益率の格差が説明可能であり、効率的市場仮説の前提が成立しているとの見解もある。この詳細に関しては、Richard H. Thaler. [1987] “The January Effect” *Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 1, pp. 197-201, Richard Thaler. [1987] “Seasonal Movements in Security Prices II: Weekend, Holiday, Turn of the Month, and Intraday Effects”, *Economic Perspectives*, Vol. 1, No. 1, pp. 169-177, Werner F.M. Debondt and Richard H. Thaler. [1987] “A Mean-Reverting Walk Down Wall Street”, *Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 1, pp. 189-202, Charles M. C. Lee, Andrei Shleifer, and Richard H. Thaler. [1990] “Closed-End Mutual Funds” *Economic Perspectives* Vol. 4, No. 4, p. 189-203, Richard H. Thaler; William T. Ziemba. [1988] “Anomalies Parimutuel Betting Markets: Racetracks and Lotteries”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 2, pp. 161-174, Richard H. Thaler; William T. Ziemba. [1988] “Anomalies Parimutuel Betting Markets: Racetracks and Lotteries”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 2, pp. 161-174 を参照されたい。

¹⁶ Andrei Shleifer. [2000] “Inefficient Markets—An Introduction to Behavioral Finance”, 邦訳「金融バブルの経済学」A・シュレイファー著「金融バブルの経済学」(兼広崇明訳)[2001]東洋経済新報。

¹⁷ 大塚晴之、山田善紀[2011. 2]「負債の公正価値評価の意義と金融機関における実務上の課題—行動ファイナンス

た問題点がある。そのため、モデルの仮定上、検証可能な過去データを過度に使用した評価には問題が生じる場合がある。したがって、経営者の負債の認識測定の妥当性を確保し、財務情報の信頼性を確保するためには、経営者の恣意的な判断の影響をできる限り排除し、測定手法の適用時に市場の効率性の程度について検討することが必要不可欠なのである。¹⁸ こうした観点から、経営者の見積りの妥当性を高めるべく、評価の判断基準となる市場の効率性を考慮した実務指針(ガイダンス)を作成するとともに、経営者の会計上の見積り過程において公認会計士や金融機関等の独立の第三者が積極的に関与し、経営者の会計上の見積りの妥当性を確保し、情報の非対称性から生じる逆選択問題を解消し、市場の効率性を高めていくことが従来以上に重要になってきているのである。

さらに、会計上の見積りにおいて金額がどのように見積もられたかに関する情報についての利用者の理解可能性を高めるために、経営者により実施された評価を再実施することができるよう、重要な基礎数値や評価金額の意味(最終的な資源の流出額なのか、加重平均された資源の流出額なのか等)等を開示することも、不可欠であろう。

さらに、実際に資源が企業から流出する前に信頼性の高い債務の見積りを行うためには、リスク評価に関する内部統制を整備し、運用することも非常に重要になってくる。つまり、経営者が、新たなリスクを適切に評価するためには、より多くの情報を収集し、それらの情報を評価する新たな内部統制プロセスを構築することが必要となるのであって、結果として、情報システムの変更が必要になる可能性があるし、また作成者のコストが大幅に増加する可能性もある。そこで、会計基準において、経営者が負債の時価評価等に関する最善の見積りを行うことができるように、認識すべき時期と評価範囲を限定するとともに、充実すべき内部統制の範囲を明確に絞り込み、新たな負債の評価に関する作成者のコストの増加を軽減させることが実務上必要となろう。

スを中心とする経済理論の視点からの分析-」『大銀協フォーラム-研究助成論文集』第15号、社団法人大阪銀行協会、27ページ。

¹⁸ 例えば、ケインズによると、新古典派経済理論は市場が常に望ましい状態を実現することを前提とした仮説であるため、現実の市場で起きている問題点を無視しており、その問題点を解決する方法を考えることから放棄してしまっていると説明されている。John Maynard Keynes. [1936] "The General Theory of Employment, Interest and Money", Macmillan, 間宮陽介訳[2008]「雇用、利子および貨幣の一般理論(上)」岩波書店。

VI むすび-蓋然性要件が金融機関に及ぼす影響と残された課題-

中小企業金融円滑化法の出口戦略として、またアベノミクスにおける日本銀行の積極的な金融緩和政策により増加したマネーサプライの投資先として、わが国の金融機関に対しては、従来のように有担保による融資から、企業の収益性、発展可能性、経営者の資質および企業が直面しているリスク等を正しく評価し、将来有望な投資に対して無担保による融資を積極的に行っていくことが求められよう。とくに、経営環境の激変に伴い、発生可能性の低いリスクが企業の経営成績や財政状態およびキャッシュ・フローの状況に次第に大きな影響を与えるようになってきていることを考えれば、金融機関が無担保で融資を実施するに際しては、かかるリスクを適切に見極めることが今後の重要な課題となる。

周知のように、現状においては、経営に重要な影響を及ぼす可能性のある発生可能性の低いリスクについては、これをすべて債務として認識・測定するわけではなく、例えば、気候変動に伴う将来の被害額や環境修復費用等の大半はこれを債務として認識・測定することを企業に求めている。しかし、発生可能性の低い潜在的なリスクをどのように把握し、これを金融機関の貸出にかかる意思決定にどのように反映させるかは、今後検討すべき重要な課題のひとつである。今後、新たな規制の導入に伴い、これまで債務として認識・測定する必要がなかった事象について、多額の債務の計上が求められることも起こり得るのである。

2006 年 12 月に発表されたスターン・レビュー「気候変動の経済学」において、温室効果ガスの排出状況が現状のまま継続する場合、今後 50 年以内に全地球の平均気温は今より 2～3℃上昇し、排出量が現在のペースで増加し続ければ、数度に及ぶ温暖化は避けられず、その被害額は世界の 1 人当たり消費額を約 20%削減させる額に相当すると警告している。他方で、同報告書は、GDP の約 1%のコストを負担することで温暖化を回避し、経済成長を維持することができるとも指摘している。¹⁹ こうした見解に基づき、今

¹⁹ 気候変動に関する政府間パネル(Intergovernmental Panel on Climate Change; IPCC)第 5 次評価報告書(2013 年 9 月 27 日)において、「二酸化炭素の累積排出量と世界平均地上気温の上昇量は、ほぼ比例関係にあり、気候システムの温暖化については疑う余地がない。人間活動が 20 世紀半ば以降に観測された温暖化の主な要因であった可能性が極めて高い。1880～2012 年において、世界平均地上気温は 0.85[0.65～1.06]℃上昇し、世界平均海面水位は 1901～2010 年の期間に 0.19[0.17～0.21] m 上昇した。1986～2005 年を基準とした、2081～2100 年における世界平均地上気温の変化は、0.3～4.8℃の範囲に入る可能性が高く、1986～2005 年を基準とした、2081～2100 年の期間の世界平均海面水位の上昇は、0.26～0.82m の範囲に入る可能性が高い。世界平均地上気温の上昇に伴って、ほとんどの陸上で極端な高温の頻度が増加することはほぼ確実である。中緯度の大陸のほとんどと湿潤な熱帯域において、今世紀末までに極端な降水がより強く、頻繁となる可能性が非常に高い」と

後は、開発と保全をバランスよく調和させ、地球環境の維持をはかり、持続可能な経済システムを構築するために、世界レベルで環境規制を行うことが不可欠であるという研究成果が数多く公表されているのである。世界レベルでの新たな環境規制の導入に伴い、これまでの会計実務においては認識する必要がなかった事象を認識・測定および開示すべき事象へと変化させる可能性が生じる。例えば、環境規制が強化され、それに伴って発生の可能性の低い債務について計上が求められた場合、リスクに適切に対処していない企業は多額の負債計上をすることが求められる一方、リスクを適切に対処している企業は負債計上額を低く抑えることができることになる。すなわち、財務会計において、経営者に発生可能性の低い負債を適切に計上することを求めることによって、企業にリスクへの対処を促すことができ、損失の発生確率や損失の発生額を減少させることを通じて、企業の事業存続にも大きく貢献できる可能性がある。

このように、新たな経済政策や規制は財務諸表に反映され、企業行動に大きな影響を与えるため、持続可能な経済社会システムの構築という観点から、会計制度は非常に重要なツールとしての役割を果たすことが見込まれる。そのため、まず環境規制が企業会計にどのようなインパクトを与えるのか検討し、企業活動にどのような影響を及ぼすかについてフィードフォワード・コントロール²⁰を実施することにより、成長と環境を調和させ得るような将来志向の規制の導入に役立てていく必要がある。このような新たな規制と関連する会計基準と現行の会計基準との相違により生じる財務情報の相違点とそれが企業行動に及ぼす影響については今後の研究課題としたい。

また、経済システムにおいて経済主体間の情報の非対称性に起因する逆選択の問題を解消して市場の効率性を高めるためには、会計情報を中心とする企業内容に関する情報開示が重要な役割を果たすことはいまでもない。現在、本論文で考察した発生可能性の低いリスクに関する潜在的な債務以外にも企業の無形資産等オフバランスになっている項目も数多い。経済環境の変化や測定技術・情報技術等の革新に伴い、これまでは認識や測定ができないためにオフバランスとなっていた事象を、認識および測定に関する信頼性のある新たな手法を開発することによって認識・測定可能な事象へと変化させ、

いった報告が行われている。

²⁰ 丸田起大[2005]『フィードフォワード・コントロールと管理会計』、同文館出版。

オンバランス化させることによりディスクロージャー制度を常に改善し続ける必要があるが、かかる改善のための実務上の課題の解決手法についても今後の研究課題としたい。

【参考文献】

- 企業会計基準委員会[2009]「引当金に関する論点の整理」
日本公認会計士協会[2013]会計制度委員会研究資料第3号, 我が国の引当金に関する研究資料。
伊豫田隆俊[2009]「監査環境の変化に伴う財務情報の質的変容と実質的判断」『商経学叢』第56巻第1号。
伊豫田隆俊[2012]「監査目的の変遷に関する一考察-保証概念の展開と制度化の中で-」『會計』第183巻第3号。
徳賀芳弘[2003]「引当金の認識と評価に関する一考察」日本銀行金融研究所、Discussion Paper, No. 2003-J-17。
若杉明[2011]「引当金会計の現代的意義(収益費用法と資産負債法に係わらせて)」『LEC 会計大学院紀要』第8号。
黒川行治[2009]「非金融負債の公正価値測定の含意」『會計』第176巻第5号。
松本敏史[2010]「IAS 第37号を巡る動きと計算構造の変化」『企業会計』第62巻第9号。
松本徹[2012]「非金融負債会計の国際的な動向と我が国の対応」『會計』第182巻第4号。
山下壽文[2001]「『企業会計原則』注解注18の引当金規定の再検討」『佐賀大学経済論集』第34巻第3号。
山下壽文[2011]「IFRSにおける非金融負債会計の動向-公開草案IAS 第37号における負債の測定を中心として」『佐賀大学経済論集』第43巻第5号。
山下壽文[2011]「最近のIASBにおける引当金会計基準化の動向」『會計』第180巻第1号。
赤塚尚之[2003]「負債の定義における蓋然性要件の意義と必要性」『早稲田商学研究科紀要』第57巻。
赤塚尚之[2011]「非金融負債会計の再構築序説(改訂版)」滋賀大学経済学部附属リスク研究センター, CRR Discussion Papers, J-13。
川村義則[2003]「負債の定義と認識要件-近接諸概念との比較検討-」『會計』第163巻第1号。
川村義則[2007]「非金融負債を巡る会計問題」『金融研究』日本銀行金融研究所。
竹下昌三[1988]「商法計算規定の解釈指針としての引当金に関する注解」『岡山大学経済学会雑誌』第19巻3-4号。
小林孝雄[2006]「市場の効率性:ファーマから35年」『証券アナリストジャーナル』第44巻第10号。
黒川行治[2009]『実態分析 日本の会計社会-市場の質と利益の質』中央経済社。
山田哲也[2010]「行動ファイナンスの新展開-不確実性下における投資理論を中心として-」日本銀行金融研究所, IMES DISCUSSION PAPER SERIES, No. 2010-J-19。
大塚晴之、山田善紀[2011]「負債の公正価値評価の意義と金融機関における実務上の課題-行動ファイナンスを中心とする経済理論の視点からの分析-」『大銀協フォーラム 研究助成論文集 第15号』社団法人 大阪銀行協会。