



HOKKAIDO UNIVERSITY

Title	投資家の期待が示す観光立国への展望
Author(s)	鯉口, 庄吾; 櫻田, 譲
Citation	公会計研究, 14(2), 79-96
Issue Date	2013
Doc URL	https://hdl.handle.net/2115/55293
Type	journal article
File Information	koukaikei14(2).pdf



投資家の期待が示す観光立国への展望

北海道大学会計専門職大学院 専門職学位課程 鯉 口 庄 吾
北海道大学大学院経済学研究科 櫻 田 譲

1. はじめに

本稿は、わが国におけるカジノの導入と資本市場の反応に焦点を置く。これまでわが国においても、カジノに関する意識調査や経済効果、地域経済への有用性等さまざまな議論が展開されてきた。しかし近時、より現実的な議論が国のみならず地方公共団体や地域経済団体において独自に行われ、さらに地域間で連携して行われるようになった。こうした活動を生み出すわが国の環境を踏まえカジノ導入に対する投資家の期待を検討する。

観光立国の環境整備として平成 18 年に観光立国基本法が成立し、翌年に観光立国推進基本計画が閣議決定した後、同 20 年に観光庁が発足している。さらに民間資金等の活用による公共施設等の整備等の促進に関する法律（PFI: Private Finance Initiative 法）の平成 23 年 6 月の改正もわが国へのカジノ導入を後押しすると考えられる。その他、地域経済活性化を目指す動きの一つとしてカジノ導入を模索する試みも活発化している。例えば平成 24 年 3 月に北海道釧路市阿寒湖町で開催した「第 7 回日本カジノ創設サミット IN くしろ阿寒湖温泉(以下、阿寒湖サミットと略称する)」が記憶に新しい。

そもそも当該サミットは全国カジノ誘致団体協議会に参加する石川県や徳島県等の民間団体が中心となって持ち回りで開催しており、道内からは小樽市や釧路市が参加し、カジノ誘致による地域振興の可能性を検討している。阿寒湖サミットで高橋はるみ北海道知事は、「カジノを核とした複合観光の議論が深まっていくことを期待します」とのビデオメッセージを送り開催を歓迎、虻名大也釧路市長は、世界的な観光地形成のためにカジノの必要性を訴えた⁽¹⁾。

そこで本稿ではカジノ議論を取り巻く環境を概観し、資本市場参加者の行動を分析する。そのためにまず 2. では研究の背景として、わが国産業の背景やカジノ法制化の動きについてふれ、3. においてカジノ運営が託される民間事業者(特定事業者)を中心に考察する。次いで 4. において本研究におけるリサーチ・

(8) 平成 24 年 3 月 18 日 北海道新聞 朝刊

デザインを設計した上で分析モデルとその結果を示す。そして最後に 5. において前節の分析結果から解釈を試みる。このように本論文はカジノ解禁に対する投資家の期待に注目し、カジノ導入には経済的に一定程度の意義があることを証明する。したがってわれわれは自治体によるカジノ誘致活動に際し、判断材料の一つとして本研究結果の活用を期待するほか、本論文で展開したカジノ導入の期待に対する検証方法の新奇性から、カジノ推進派には新たな実証的資料の提供を試みた点に意義があると考えている。

2. 研究の背景

2-1. わが国の産業構造の転換と観光産業活性化

わが国では高齢化が深刻な問題となっており、かつてピラミッド型であった男女別・年齢別の人口グラフは現在釣鐘型となり、今後は人口減少とともに逆ピラミッド型へ推移する。こうした中で、産業構造の転換や新たな優位産業の創出が求められる。そこで持続可能な経済発展モデルの一つとして観光産業への注力が考えられる。観光庁が中心となって進めている観光立国政策や、また各自治体の観光事業に対する積極的な働きかけもその一つの表れと見ることができる。

観光産業を発展させることで三つのメリットを享受することが可能となる。第一に集客型産業であるため流通経費の負担が軽い点が挙げられる。消費者である旅行者等は自前で観光地を訪れるので、受入地はホスピタリティの向上やマーケティングが中心となり、輸出や現地生産等を展開する重厚長大型の産業に比べると、設備投資や継続的な研究開発に関わるコストの負担は相対的に小さくなると思われる。例えばホテル事業の特性として初期投資に多額の資金が必要といわれ⁽²⁾、設立後は運営に関わって処理される費用(OPEX:Operating Expenses)と経年劣化による資本的支出(CAPEX:Capital Expenditure)を中心とする維持管理体制が基本となる (Grant・Braham,2008,p.1)。

そして第二のメリットとして国内雇用の増加が挙げられる。雇用機会は海外に移転せず国内に生まれ、また産業の発展による拡大が期待できる。例えば(観光庁, 2011,p.177)によれば平成 21 年度において二次的な経済波及効果を含む

(2) (岡本,1996,p.221)では、ホテル経営では、総資産に占める固定資産の割合が約 8 割に及び、特に建物、設備、土地等の有形固定資産が約 7 割を占めるとされる。また(作古,2002,p.50)では、経営体の特徴として、投資額の 8 割以上が建物、設備(装置)として固定化する、したがって初期投資に多額の先行投資を要するとされる。

生産効果は、国内生産額 874.3 兆円の 6.1%に相当する 53.1 兆円、雇用効果は総雇用 6,328 万人の 7.3%に相当する 462 万人と推計される。観光産業は旅行業、宿泊業、輸送業、飲食業、土産品業等広い産業分類にまたがる。その経済効果は大きく、世界全体の観光産業の直接および間接の経済効果は全世界 GDP の 9.1%を占めており、また雇用も全世界雇用の 8.7%を生み出している⁽³⁾。

第三にノウハウの伝承を可能にする点にある。観光産業は主にホスピタリティに関わるサービスとなるため、若年者のみならず中高年を含めた広い世代が参画可能な産業となり、世代間の知の伝承を可能とする。わが国は、低廉な労働コストと生産技術の向上を背景にしたアジア諸国等の追い上げを受けており、さらにグローバル社会によって情報化が進展している。そのため過去の成功を支えた経済モデルからの脱却が求められ、新たな成長モデルを模索する必要性が生じている。このため本稿ではわが国観光産業の活性化を投資家は期待するとの主張を検証する。

2-2. 観光産業の特徴とわが国ゲーミング産業の展開

カジノ法制化で想定される特定複合観光施設はホテルを中核とし、そこへカジノを併設すると予想され、さらにその施設には会議施設、展示会、ショー、結婚式、レストラン、フィットネス、スパ、プール、グッズの売店等のさまざまな事業が複合化される。複合化された一例としては会議・イベントの開催等を挙げることができる。例えば米国でも自動車・電子機器等のトレードショーや多国籍企業による大規模会議、学会等が開催されるが、2011 年における大規模イベント開催都市の全米第 1 位はラスベガスであった⁽⁴⁾。当該事例ではカジノが大型の会議ホールおよび宿泊施設を有し、食事提供を可能にし、さらにオプションとしてカジノを有することで会議・イベント等に付加価値を与えた仕組みが評価された結果である。

このように上述した諸事業はレベニューセンターであるが、コストセンターとしても施設本体やシステムの維持管理、警備等々さまざまな業務が付加され

(3) World Travel & Tourism Council (WTTC) によれば、世界のツーリズム関連企業の主要 100 社の経営者をメンバーとし、国連の世界観光機関 (UNWTO) と連携しながらツーリズム関連業界の発展を支える活動を行っているイギリスに本部を置く民間団体である (WTTC, 2012, *Travel and Tourism Economic Impact 2011* . p.3)。

(4) TSNN.2012. *Trade Show News Network Unveils 2011 TSNN Top 250 Trade Shows in the U.S.* <http://www.tsnn.com/news-blogs/trade-show-news-network-unveils-2011-tsnn-top-250-trade-shows-us>

(最終確認日 2012-09-04).

るので、波及的な雇用増加が期待される。さらに施設の稼働に応じて清掃や消耗品の交換、リース品の取り換え需要も発生し、これに影響を受けて周辺企業の経済活動量の増加も見込める。そこで次節にて現在わが国で進められているカジノ法制化の背景と法案の概要についてふれておく。

2-3. カジノ法制化の動き

観光に活路を求めて法整備が進展した例はこれまでもあった。1980年代中頃から注目されたリゾート開発がその一つである。1987年に成立した総合保養地域整備法(リゾート法)は地域振興としてリゾート開発に活路を求めた。しかしそのほとんどは破綻し地域社会に大きな傷跡を残した(岡田,2010,p.135)。では従来のリゾート法による開発に比し、現在議論されているカジノ法制化にはいかなる特徴が認められるのか。

カジノ導入議論の一例としては、カジノ合法化を目指した超党派の国會議員が平成22年4月に発足させた国際観光産業振興議員連盟(IR: Integrated Resort 議連)の活動を見逃すわけにいかない。当該IR議連によって平成23年8月に「特定複合観光施設区域の整備の推進に関する法律案(以下、カジノ法案と略称する)が国会提出された。また平成22年9月10日に閣議決定した「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策」において観光振興に関する施策を打ち出し、民間事業者によるカジノ解禁を検討事項とした(美原,2011,p.2)。カジノ法案では複合観光施設の運営自体はノウハウを有する民間に委ね、その管理を国が行う半官半民の第三セクター方式⁽⁵⁾によることも予想される。その場合、運営は国および地方公共団体と民間との開発・運営委託契約等が基本になると考えられ、また国、地方公共団体、民間への収益の分配も同契約によって決められると予想される。

但し、複合観光施設は同一の組織体にカジノや宿泊、レストラン等さまざまな事業を抱えることになり、レベニュー・マネジメント⁽⁶⁾といわれる収益管理手法の導入やそれぞれの事業の収益・費用の管理等でその成績の把握は複雑となる。複雑化した複合観光施設では、専門経営者が契約によって派遣されて経

(5) たとえば「第三セクター方式」は、公共と民間の共同出資による企業が公共的事業を実行する手法であり、「PFI方式」は、民間セクターが公共セクターに代わって公共的事業を実行する手法である(宮木,2000,p.3)。

(6) 収益最善化の手法の一つ。運輸や宿泊などのサービス業では、サービスの非保存性という特質から日々提供可能な限定量のサービスに対して適切な価格設定や販売計画を策定することで、その価値がなくなる前に効率的に販売し売上を最大化する(宮下,2010,p.1)。また、高い固定費構造をもつ業界等で利用される手法でもある(Kimes and Wirtz,2003,p.126)。

営する事例も見られる。そこで次節において今後予想され得る特定事業者のカジノ運営スキームを概観することにしてみよう。

3. 特定事業者の運営スキーム

3-1. 経営形態による分類

複合観光施設の運営は複雑で専門性やブランド力を必要とするため、施設の所有会社と運営会社が異なるケースが見られる。複合観光施設の運営形態としては、(鈴木・大庭,2002,pp.51-54)から次の4分類を挙げることができる。第一に所有直営方式では自社が施設等の資産を所有し、直接経営する手法である。当該手法は資金力や運営ノウハウ等を有する企業で活用される。第二にリース方式では施設等を所有会社から賃貸し、賃借会社が直接運営する手法であり、所有会社には賃料収入が発生する。第三の経営委託方式は経営委託契約によって施設の所有会社が施設の運営会社に経営を委託する手法である。この場合、所有会社には経営委託料の支払が発生する。第四のフランチャイズ方式はフランチャイズ契約による運営であり、所有会社には加盟料の支払が発生する。また上記それぞれの方式が組み合わされ、スキームが複雑化する場合もある。

第一の所有直営方式と第三の経営委託方式を複合化した施設運営の例として、平成23年5月にマカオにオープンしたカジノを含む複合観光施設「ギャラクシー・マカオ」が挙げられる。これは施設運営会社であるギャラクシー・エンターテインメント・グループ(中国)が所有し、その一部を直営しているが、経営委託契約によってホテルオークラ(日本)に同施設の一部の運営を委託している。

これとは別に、ある会社がその施設を利用した運営を望めば、たとえ賃料を支払うことになろうとも施設を賃借して運営を開始するかもしれない。この場合が第二の運営形態であるリース方式である。また逆に経営委託契約によって経営を委託する場合は、委託会社から受託会社への経営委託料の支払いが発生するが、リース方式とするか経営委託方式とするかは、求める組織体の立場や状況等で変化する⁽⁷⁾。第四の運営形態であるフランチャイズ方式としては昭和

(7) たとえば北海道を拠点に事業展開するカラカミ観光㈱は、子会社から施設の受託を受け、同時に当該施設を別の子会社へ委託する形態を一つの運営方法として採用した。神奈川県に所在した川崎グランドホテルはカラカミ観光㈱の子会社が所有していたが、カラカミ観光㈱が当該子会社から施設の経営を受託した。そしてその後経営効率向上を目的としてカラカミ観光㈱が川崎グランドホテルを別の子会社へ経営委託している。なお、カラカミ観光㈱は平成23年9月27日「固定資産の譲渡に関するお知らせ」として、「川崎グランドホテル」を住友不動産㈱に売却する方針を発表し、その後実行した。

58年開業の「東京ディズニーランド」が典型例として挙げられる。

ここで挙げたように複合観光施設の運営の仕組みは複雑化しやすく、その経営活動の把握は容易ではない。そこで次節において説明する会計システムによって施設運営者の業務パフォーマンスの測定と評価が行われることになるので、次に当該会計システムを概観してみよう。

3-2. 複合観光施設において採用される会計システム

宿泊施設を中心とする複合観光施設の経営管理に利用される会計基準としては、一般に、Uniform System of Accounts for the Lodging Industry（以下、ユニフォーム・システム⁽⁸⁾と略称する）が挙げられる。これは米国で発達したホテルを中核とする施設の会計基準であるが、今日では全世界的にホテル複合観光施設で用いられている。欧米型のホテル経営は、所有会社、経営会社、運営会社が分離されており、ノウハウを有する専門運営会社がその有するブランド名を用いて経営を行い、ユニフォーム・システムによって管理するのが一般的である。他方、(別府,2005,p13)によると日本型ホテルでは所有・経営・運営が一体となった直営方式が多いとされ、また会計基準も(清水・廣谷,2010)の調査によると日本基準が多く用いられている⁽⁹⁾。そのため特定事業者が運営会社と経営契約を行うか否かで、用いる会計基準として日本基準を採用しないことも考えられる。

ユニフォーム・システムの特徴としては、部門別の収益・利益管理を可能とする各取引の定義付けと、業績測定のためのユニフォーム・システムに基づく営業総利益（GOP:Gross Operating Profit）および支払金利、税金、減価償却費等控除前の利益（EBITDA:Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization）の算出にある。GOP算出の際の費用には支払金利、税金、減価償却費等の他賃借料や保険料等の固定費は含まれない。(海老池,2002,p.33)によるとユニフォーム・システムによって算出したGOPによって施設運営者はパフォーマンスが評価され、このGOPから賃借料、保険料および経営委託料等一定の費用を控除してEBITDAまたはその修正値を算出する。なおここで

(8) ユニフォーム・システムは、宿泊産業の統一的な責任会計システムを確立するためにニューヨーク市ホテル協会が組織した所有者委員会、会計専門家委員会、会計諸団体によって1926年に公開されたものを起点としており、その後国際ホスピタリティ会計協会等の協力を得て改訂が進められ今日に至っている(Hotel Association of New York City,1996,pp.1-4)。

(9) (清水・廣谷,2010)によって社団法人日本ホテル協会の会員227ホテルに対して行われた調査では、ホテルの経営方式で「所有・直営方式」が66.2%を占めた。また日本の会計基準を全面的に採用しているホテルは、全体の74.3%を占めた。

いう **GOP** は、収益から営業費用を控除した残額を指し、この利益概念が **GOP** と通称されている(仲谷, 2003, p.3525)。

また **EBITDA** の利用については賛否両論あるが、利点として次の三つを挙げることができる。第一に投資情報としての有用性が挙げられる。(浦野, 2002, p.13)によると投資対象事業の利益を適切に示す利益概念となり、当該利益が投資家にとって目的適合性を有する投資情報として定着している。第二の利点としてはフリー・キャッシュフローとの類似性がある。わが国の寡占的電気通信企業を分析対象として企業価値を推計した研究の一例として(増尾ほか, 2008, pp.39-41)が挙げられるが、それによると企業価値の変動が激しい比較的新規の寡占的電気通信企業においては、市場価値はその構成要素である有利子負債総額を除いた株主価値としての株式時価総額を重視すべきとする。そしてまた「本質的な価値」はその構成要素である非事業資産を除いた部分、すなわち実現した売上によってもたらされるフリー・キャッシュフローの源泉に注目することから **EBITDA** の有用性を主張した。そして第三の利点として、利益の国際間比較の有用性が挙げられる。(古市, 2003, p.6)によると、海外に多くの子会社を擁するグローバル企業を分析する際や海外の同業他社と収益力を比較する際に有用な指標になる。**EBITDA** は国によって異なる税制や会計制度の影響を受けにくい利益指標といわれ、多国籍展開している企業の業績評価に有用との考えもある。例えば全世界的に展開するホテル複合観光施設の運営会社である **Marriott International, Inc.**(米国)は、ユニフォーム・システムに基づく **GOP**、**EBITDA** およびその修正値を運営評価の指標として利用しており、レギュレーション **G**⁽¹⁰⁾の下、**GAAP** とは異なる利益測定値であることを注記してこれを開示している⁽¹¹⁾。

他方 **EBITDA** の欠点として次の二点を挙げることができる。第一に利益の過大性であり、第二に誤導性である。**EBITDA** はしばしばキャッシュフローと同等に利用されるが、実際にはキャッシュフローとは異なる⁽¹²⁾。(星野, 2005, p.315)によると「プロフォーマ利益といった場合には、それは **EBITDA**

(10) 米国で施行されたサーベンス・オクスレー法(Section 401(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002)の下での開示に関する要求事項で、会計測定値が **GAAP** と異なる基準によって公表される場合には、当該会計測定値と同時に **GAAP** による測定値を発表することを企業に義務付けた(Yi, 2007, pp.31-32)。

(11) **Marriott International, Inc. 2012. 2011 ANNUAL REPORT.**

(12) Wayman(The good, the bad and the Ugly)

http://besappraisals.com/index.php?Itemid=52&id=35&option=com_content&task=view
(最終確認日 2012-09-13)

によるものと考えられていることが多い」とされる。そしてプロフォーマ会計を積極的に採用している企業として前出したわが国における寡占的電気通信企業等の IT 関連企業を挙げている。IT 関連企業は技術進歩がとりわけ急激に行われ、開発コストや設備投資が巨額になる。そのため金融機関等から資金の借り入れを行った場合その支払金利が巨額になり、これを「異常性あり」と判断してしまいがちである。そこで支払金利に限定して非控除費用として利益算定を行う EBITDA を用いることとなり、一面において妥当性も認められるが、合理的な期間損益計算という観点からは懸念が残る。

この様な問題点が指摘されながらも、それでもなお GOP および EBITDA の利益概念がユニフォーム・システムにおいて採用されるのはなぜであろうか。それは開発・運営委託契約等で特に重要となるのは、施設運営の結果であるパフォーマンスの測定であり、ユニフォーム・システムの適用によってその評価が可能となるからである。したがってこのような利点を有する会計システムを実際にカジノを運営する特定事業者、つまり民間事業者等が採用すると考えられる。

特定事業者として民間企業が参画する場合、私企業が優先する合理性や効率性の観点活用がこの国家プロジェクトの成否に重要な影響を与えると考えられる。したがって現実に計画が進展する場合、波及する効果等には十分な検討が加えられる必要がある。そこで次節では必要な議論が多々ある中でカジノに関わりを持つ企業に注目し、カジノ導入により成長が見込める企業（以下、カジノ関連企業と略称する）を明らかにする。このようにカジノ関連企業の発掘はカジノ導入を企てる地方都市において、いかなる企業が地域経済浮揚のドライバーとなるのかを見極める作業に通じると考える。

3-3. カジノ導入により成長が見込める企業

わが国資本市場においてカジノ関連企業とはいかなる業態であろうか。そこで本節では新聞報道等を基に成長が見込める企業を明らかにするが、IR 議連発足後の主なカジノ関連の新聞報道（以下、カジノ報道と略称する）を参考とすれば（図表1）の通りとなる。

図表 1 IR 議連発足後の主なカジノ報道

日付	内容・タイトル	ソース
H22.4.15	カジノ解禁へ超党派議連(IR議連発足)	日経
H22.12.17	成田空港:周辺施設を誘致へ カジノ構想で県/千葉	毎日
H23.1.30	沖縄カジノ解禁「要請あれば真摯に対応」前原外相	日経
H23.6.17	復興財源として仙台にカジノ整備 カジノ法案国会提出へ(IR議連)	産経
H23.6.28	東日本大震災:名取りで復興シンボ カジノ誘致提言 仙台空港を軸に構想/宮城	毎日
H23.8.26	カジノ基本法案 議連が正式決定	産経
H23.9.25	関西広域連合(近畿7府県) カジノを含む統合型リゾート誘致の検討会設置	読売
H23.11.12	HTB:カジノ誘致へ官民一体、オール九州宣言 西九州統合型リゾート研究会総会/長崎	毎日
H23.11.20	カジノ検討チーム設置 民主党	日経
H23.12.15	市議によるカジノ誘致研究会、釧路で設立/北海道	北海道
H24.1.26	府市統合本部:観光、文化施策を強化 「戦略部会」設立 統合型リゾートなども協議/大阪	毎日
H24.1.31	カジノ誘致へ 千葉市議員連盟結成/千葉	読売
H24.2.24	セガサミーホールディングスが「シーガイア」運営会社買収/宮崎	日経
H24.2.28	全国カジノ誘致団体協議会(熱海市) 第7回日本カジノ創設サミットINくしろ阿寒湖温泉開催	北海道
H24.3.3	関西経済同友会 統合型リゾート建設 舞洲カジノ提案	毎日
H24.3.16	幕張へのカジノ誘致 市議会議連が要望書 千葉市長に/千葉	読売
H24.4.4	セガサミーホールディングス 国内でカジノ事業計画	日経
H24.5.12	セガサミーホールディングス 韓国カジノ会社と合弁会社設立	日経
H24.5.31	成田商工会議所、成田市観光協会などで統合型リゾート誘致推進協議会設立 /千葉	日経
H24.6.12	ハウステンボスへのカジノ誘致構想案 官民研究会の西九州統合型リゾート研究会が発表	日経
H24.7.27	ハウステンボス子会社 長崎-上海間で船上カジノ(パナマ船籍)営業開始	産経
H24.8.2	苫小牧、千歳、恵庭の商工会議所と胆振管内の4商工会が統合型リゾート構想推進の期成会設立	北海道

(新聞報道を基に筆者が作成)

分析を進めるにあたりカジノ関連銘柄の特定を行うが、銘柄選定は SBI Finance、nifty ファイナンス、NSJ 日本証券新聞を参照する。カジノ関連銘柄として挙げられた合計 40 社の中から TOPIX 対象企業である東証一部上場企業の 24 社をテストサンプルとして(図表 2)のとおり抽出した。分析対象のカジノ関連銘柄として抽出した企業は建設、鉄道旅客、電子機器、警備、カジノ機開発、アミューズメント・パチンコ・パチスロ系、紙幣識別機メーカー等である。なお(図表 2)の中には東証一部以外の資本市場に上場しているカジノ銘柄を参考までに 16 社、網掛けにより掲げている。また株価データについては、MASSTUNE, Inc.運営の SNS「みんなの株式」から収集した。

図表2 カジノ関連銘柄

	会社名	上場市場	資本金 (単位:百万円)	従業員数(単位:人)		直近年間売上高(単位:百万円)		業種	備考
				単体	連結	単体	連結		
1	日本金銭機械	東証一部	2,217	329	625	10,195	22,129	金銭関連機器の製造・販売	
2	バンダイナムコホールディングス	東証一部	10,000	254	7,552	12,417	454,210	キャラクター事業(玩具・模型、ゲームソフト)、アミューズメント施設運営	
3	新光商事	東証一部	9,501	404	556	96,203	133,489	電子部品、電子機器の販売・輸出入	
4	グローリー	東証一部	12,892	3,472	5,871	119,616	146,937	貨幣処理機等の製造・販売・保守サービス	
5	平和	東証一部	16,755	587	936	81,248	95,120	パチンコ機メーカー、アミューズメント産業、ゴルフ事業	
6	SANKYO	東証一部	14,840	906	1,110	140,082	173,682	パチンコ・パチスロ機製造メーカー	
7	セガサミーホールディングス	東証一部	29,953	90	6,376	8,192	395,502	総合アミューズメント会社	
8	マースエンジニアリング	東証一部	7,934	474	618	21,166	29,808	アミューズメント施設向け製品の開発・製造・販売	
9	オーイズミ	東証一部	1,007	204	242	9,891	11,531	パチンコホール向け機器、システム機器等の製造・販売、不動産事業	連結:平成24年3月期 単体:平成23年3月期
10	ダイコク電機	東証一部	674	435	679	44,037	47,096	パチンコホール向けコンピュータシステムの開発・製造・販売等	
11	アクセル	東証一部	1,018	68	-	8,199	8,362	グラフィックスLSI等の開発、販売を行う研究開発型半導体メーカー	連結:平成24年3月期 単体:平成23年3月期
12	ナナオ	東証一部	4,425	738	1,478	49,292	59,559	コンピュータ用モニター、アミューズメント用モニターなどの映像機器メーカー	
13	カプコン	東証一部	33,239	1,620	1,924	64,159	82,065	家庭用ゲーム、アミューズメント施設事業、アミューズメント機器事業等	
14	コナミ	東証一部	47,399	79	5,761	18,348	265,758	ゲームソフト、玩具とホビー、アミューズメント等の娯楽事業、健康サービス事業	
15	セコム	東証一部	66,377	14,092	33,952	345,476	679,173	セキュリティ、メディカルサービス、防災、保険事業、ソフトウェア開発等	
16	セントラル警備保障	東証一部	2,924	3,622	4,624	35,357	39,943	セキュリティ事業、ビル管理・不動産事業	
17	全日本空輸	東証一部	231,381	12,900	32,578	1,233,839	1,411,504	航空、ホテル、旅行事業	
18	JALUX	東証一部	2,559	497	1,093	74,561	89,082	航空機部品や機内客室品などの販売および調達業務受託、保険・不動産事業	
19	空港施設	東証一部	6,826	134	133	18,088	20,806	空港関連諸施設の運営管理事業	連結・単体ともに 2012年3月期
20	日本空港ビルデング	東証一部	17,489	262	1,869	106,764	129,391	羽田空港での国内線旅客ターミナルビルの施設管理運営業、物品販売業および飲食業	
21	東日本旅客鉄道	東証一部	200,000	52,484	72,828	1,817,496	2,532,173	運輸業、駅周辺の開発事業	
22	東海旅客鉄道	東証一部	112,000	16,595	27,612	1,184,577	1,508,328	運輸業、流通業や不動産業、レジャー・サービス業	
23	西日本旅客鉄道	東証一部	100,000	25,824	46,312	862,180	1,287,679	運輸業、流通業や不動産事業	
24	イチケン	東証一部	4,301	511	-	58,157	-	建設事業および不動産事業	
25	ハミヤ・オービー	東証二部	3,959	115	853	16,668	23,461	電子機器及びスポーツ用品の製造販売	
26	星和電機	大阪二部	3,380	409	504	21,716	19,813	情報機器、照明機器、コンポネント、その他製品の製造販売及び情報サービス業	連結:平成23年3月期 単体:平成22年3月期
27	リアルビジョン	マザーズ	3,023	24	105	163	163	グラフィックスLSI及びグラフィックスボード並びに産業用液晶モニターの開発・製造・販売	
28	スカイマーク	マザーズ	4,780	1,070	-	80,255	-	定期航空運送事業	
29	フィールズ	ジャスダック	7,948	628	873	61,357	92,195	パチンコ・パチスロ遊技機の販売事業、デジタルコンテンツを企画・開発	連結:平成24年3月期 単体:平成22年3月期
30	藤商事	ジャスダック	3,281	376	-	43,027	-	パチンコ遊技機、パチスロ遊技機の開発、製造、販売	
31	ユニバーサルエンターテインメント	ジャスダック	3,446	744	866	73,597	74,858	パチスロ・パチンコ機メーカー、ほかメディア事業や放送事業等	
32	アドアーズ	ジャスダック	4,000	399	-	21,847	-	アミューズメント施設の運営、パチスロ機・周辺機器のレンタル事業、不動産の売買・賃貸事業	
33	ゲームカード・ジョイコホールディングス	ジャスダック	5,500	-	-	43,575	-	パチンコプリペイドシステム関連事業	
34	コモンウェルス・エンターテインメント	ジャスダック	2,911	22	-	1,748	-	パチンコ・パチスロ遊技機のキャラクターグッズ等の企画・製造・販売、アミューズメント事業、コンサルティング事業	
35	サン電子	ジャスダック	891	259	439	10,136	16,131	遊技台部品、ホールシステム、モバイルデータソリューションの開発・製造・販売	
36	ケル	ジャスダック	1,617	259	274	9,375	9,472	プリント基板等の関わるコネクタ、ICソケットの製造・販売	
37	ゲンダイエージェンシー	ジャスダック	751	316	407	16,261	16,819	パチンコホールに特化した広告事業	
38	インターライフホールディングス	ジャスダック	2,500	2	170	-	9,425	内装工事事業および情報通信事業、清掃・メンテナンス事業、人材派遣事業	
39	イマジニア	ジャスダック	2,669	54	69	3,274	3,675	モバイルインターネット事業、家庭用ゲームソフトの開発・販売	
40	SHINPO	ジャスダック	639	70	-	2,692	2,681	無煙ロースターの製造・販売およびその附帯工事	

(SNSみんなの株式、NSJ日本証券新聞を参照し筆者が作成。(平成24年11月4日現在))

4. リサーチ・デザイン

4-1. イベント日とイベント・ウィンドウの決定、そして仮説の定立

マーケットの動向を観察し分析する手法の一つに、イベント・スタディが挙げられる。この方法は個別銘柄に影響を与えるようなイベントが生じた際に、マーケットがその情報をいかに受けとめ、また株価形成にいかなる影響を与えたのかを観察する。具体的には株価の超過収益率(以下、AR: Abnormal Returnと略称する)がイベント情報発生直後にいかなる程度まで変化したのかを分析する。そして慣例として情報の蓄積を示す指標を求めるためにARの累積値(以下、CAR: Cumulative ARと略称する)を利用する。

さて、図表 1 が示すとおり、カジノ報道はこれまで幾度となく行われてきた。IR 議連の発足や千葉県、大阪府、宮崎県、長崎県等各地域での誘致活動、知事や市議、各地の商工会議所での検討会や研究会の設立等さまざまな報道が行われている。このような報道の中で東日本大震災後の平成 23 年 6 月 17 日に産経新聞によって行われた報道が、特に影響があったものの一つと考えられる。当該報道は復興計画の一つとしてカジノの導入を位置付け、収益金も復興財源とする方針を明らかにしたもので、「仙台空港近くの工業団地計画地」を候補地とする具体的な内容であった。特にカジノ法案提出を議員立法によって急ぐ旨の報道であったことから、法案の可決やその後のプロジェクトの推進を期待させた。したがって当該報道日である平成 23 年 6 月 17 日をイベント日に設定した上で、カジノ関連とされるゲーミング産業やその他関連産業のマーケット動向を観察する。

なお、カジノ関連銘柄 24 社の中には、分析の際の推計期間であるエスティメーション・ウィンドウ (Estimation Window) 内に、出来高のない日が存在するものがある。そのため出来高のない銘柄は、前日の株価が引き継がれたものとみなして株価収益率の計算を行うものとした。

4-2. イベント・スタディの分析モデル

イベント・スタディによる分析では、各銘柄の AR の算出に必要な期待収益率を推計する。そのためにマーケット・モデルの推計を行うが、マーケット・モデルの構成要素となる各銘柄の対前日比収益率 R_{it} を次のように算出する。なお R_{it} は t 日における銘柄(i)の収益率(R)を表し、 P_{it} は t 日における銘柄(i)の終値の価格(P)を表す。

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

同様にマーケット・インデックス R_{mt} の対前日比収益率を次のように算出する。なお R_{mt} は、 t 日におけるマーケット(m)の収益率(R)を表し、 P_{mt} は t 日におけるマーケット(m)の終値(P)を表す。また本研究におけるインデックスは TOPIX を用いている。

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}}$$

上述した各銘柄の R_{it} と R_{mt} から最小二乗法により回帰式を求める。マーケット・モデルはマーケット・インデックスによって推計されたとすれば、 R_{it} と R_{mt} は次の関係にあると仮定する。なおイベント日を $t=0$ としており、 u_{it} は誤差項である。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + u_{it}$$

この回帰式のパラメーター α と β は、エスティメーション・ウィンドウにおける R_{it} と R_{mt} を用いて最小二乗法によって求められる。ここでは報道日を挟んだ前後 10 日間の合計 21 日間 ($-10 \leq t \leq 10$) をイベント・ウィンドウとし、イベント・ウィンドウ開始日前 10 日間 ($-20 \leq t \leq -11$) をバッファー期間として設け、265 営業日前からバッファー期間開始日の前日までの 245 営業日間 ($-265 \leq t \leq -21$) を推計期間として設定⁽¹³⁾した。以上の前提から各銘柄毎に算定されるマーケット・モデルの推定値として $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$ を算出すると銘柄 (i) の t 日における AR は次のように定義される。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{mt}$$

AR が有意に「異常な」収益率であるか否かを判定するために、AR を標準化して SAR (Standardized AR) を求める。なお、標準化に用いる $\hat{\sigma}_i$ は推計期間における誤差項の標準偏差として次のように定義される⁽¹⁴⁾。また下記式のうち、L はエスティメーション・ウィンドウの期間であり、本研究ではバッファー期間 10 営業日を設定した上で $L=245$ 日としたことから、この場合は $t1=-265$ 、 $t2=-21$ となる。

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i} \quad \hat{\sigma}_i = \sqrt{\frac{\sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}^2}{L-2}}$$

イベント・スタディにおいてはイベントの株価への影響を 1 日ごとに観察するのみならず、数日の累積値によって観察することが慣例となっているので

(13) 本研究においては推計期間を 245 日に設定している。これは季節変動を排除するためイベント日から前 1 年間の推計期間にとり、そのうち証券取引所の営業日のみをカウントしたものである。たとえば先行研究とした(櫻田・大沼,2010)では、推計期間を 247 日としてエスティメーション・ウィンドウを設定している。

(14) 本研究では推計期間の AR を利用し、表計算ソフトウェア EXCEL2010 の関数 STDEV によって簡便的に算出し、 $\hat{\sigma}_i$ とした。同様に本稿において算出する $SCAR_i$ についても STDEV による簡便値を用いている。

$CAR_i(t1, t2)$ を求める。なお、この場合は $t1=-10$ 、 $t2=10$ となる。

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR_{it}$$

その上で CAR_i を推計期間の $\hat{\sigma}_i$ で標準化した値として $SCAR$ (Standardized CAR) $i(t1, t2)$ を求め、これを標準化した CAR_i として $SCAR_i$ とする。

$$\frac{CAR_{i(t1,t2)}}{\hat{\sigma}_i} = SCAR_{i(t1,t2)} = SCAR_i$$

このようにして各銘柄毎に算出した $SCAR_i$ を単純平均すると次の式となる。
なお、次式において N はサンプルとなった法人数であり 24 となる。

$$\overline{SCAR}_{i(t1,t2)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{i(t1,t2)}$$

上記により求めた SAR 、 $SCAR$ から下記式によって検定統計量 $\theta 1$ 、 $\theta 2$ を定義する。これらの検定統計量は標準正規分布に従う (Campbel et al., 1997, p.37 ; 山崎・井上, 2005, p.13)。

$$\theta 1 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it} \right) \sim N(0,1)$$

$$\theta 2 = \sqrt{\frac{N(L-4)}{L-2}} \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SCAR_{i(t1,t2)} \right) \sim N(0,1)$$

また先行研究である (広瀬ほか, 2005, p.7) では同様の検定統計量を用いて分析を試みているが、そこでは帰無仮説として「イベント(報道)の株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロである」とした。そこで当該先行研究に準じ、本研究においては次の帰無仮説を定立する。

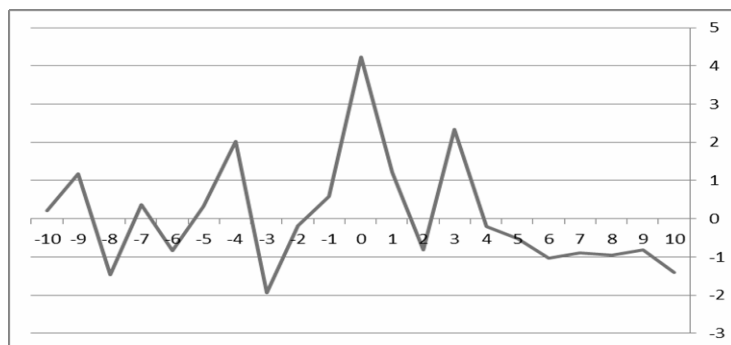
H_0 : カジノ報道の株価への影響は無く、平均 AR はゼロである。

4-3. 分析結果

(図表 3) で注目すべきはイベント日である 0 日の反応であるが、同日におい

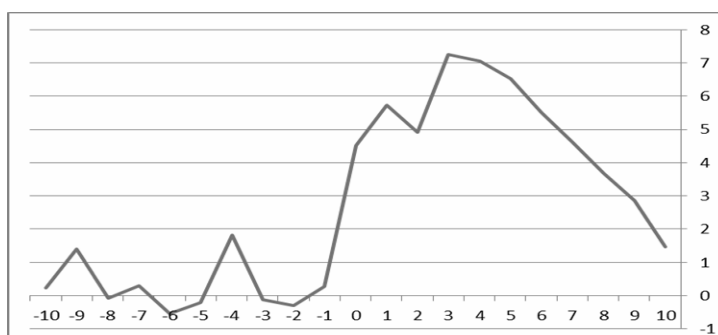
て顕著なポジティブ反応を観察した。なお各図表の横軸は営業日を、また縦軸は検定統計量をそれぞれ示すこととするが、以下（図表4）においても同様とする。

図表3 「カジノ関連銘柄24社」の $\theta 1$ の推移



またカジノ報道の影響がイベント日後もいかなる程度維持されたのかを確認するため(図表4)を示す。同表によると、イベント日から+3日まで $\theta 2$ が高位に推移したことが確認された。したがって市場参加者はカジノ情報を好意的に受け取ることが読み取れる。

図表4 「カジノ関連銘柄24社」の $\theta 2$ の推移



そこでイベント・ウィンドウ内における検定統計量 $\theta 1$ および $\theta 2$ と当該期間に対応する主なカジノ報道を示せば(図表5)の通りである。有意水準を覗てみると、イベント日に検出した $\theta 1$ の検定統計量の実現値(4.23952)は有意水準1%をはるかに凌駕したことが確認できる。したがって前節に掲げた帰無仮説は棄却され、イベント情報が株価に与えた有意な影響が確認された。

図表 5 検定統計量 $\theta 1$ 、 $\theta 2$ および主なカジノ報道

日付	t	$\theta 1$ (by SAR)	有意 水準	$\theta 2$ (by SCAR)	有意 水準	イベント・ウィンドウ内における主なカジノ報道
H23.6.3	-10	0.20550		0.22751		震災復興策の一つとして、復興特区としてカジノを合法化し、複合エンターテインメント施設の建設などを提案。(評論家)
H23.6.4						
H23.6.5						
H23.6.6	-9	1.17087		1.39838		
H23.6.7	-8	-1.46586		-0.06748		
H23.6.8	-7	0.37420		0.30672		
H23.6.9	-6	-0.83527		-0.52855		熱海の街づくりとして、各種世界大会や国際会議を開くには息抜きできる健全なカジノは不可欠。(熱海市観光協会会長)
H23.6.10	-5	0.32788		-0.20067		
H23.6.11						
H23.6.12						
H23.6.13	-4	2.03123	*	1.83056	*	
H23.6.14	-3	-1.94670	*	-0.11615		
H23.6.15	-2	-0.19103		-0.30718		
H23.6.16	-1	0.59354		0.28636		
H23.6.17	0	4.23952	***	4.52588	***	震災復興計画の一つとしてカジノ施行を位置づけ、収益金も復興財源に。カジノ議連は21日に震災後初の総会を開き、議員立法での法案提出を急ぐ。(カジノ議連)
H23.6.18						
H23.6.19						
H23.6.20	1	1.21064		5.73653	***	
H23.6.21	2	-0.82008		4.91645	***	
H23.6.22	3	2.33297	**	7.24942	***	カジノを復興対策として政府へ提案すべきという、カジノ議連総会での内容報告。(カジノ議連)
H23.6.23	4	-0.20372		7.04570	***	
H23.6.24	5	-0.51069		6.53500	***	
H23.6.25						
H23.6.26						
H23.6.27	6	-1.02744		5.50756	***	
H23.6.28	7	-0.88890		4.61866	***	名取市東部震災復興の会による、空港を軸とした「復興・仙台エアポートリゾート構想」として、仙台へカジノ招致。
H23.6.29	8	-0.94638		3.67228	***	
H23.6.30	9	-0.80651		2.86576	***	
H23.7.1	10	-1.40591		1.45985		

(有意水準は*10%、**5%、***1%を表している。)

(新聞報道を基に筆者が作成)

5. 結論

5-1. 本研究の解釈と貢献

前節における $\theta 1$ の分析結果から、カジノ報道によってカジノ関連銘柄がポジティブに影響を受けることが確認できた。また $\theta 2$ の分析結果から、イベント情報が織り込まれた株価が、イベント日後さらに高位に推移したことが確認できた。これらの結果から、カジノ報道によってカジノ関連企業は、投資家から好意的に受け止められると解釈することができる。したがって統計的に、カジノ報道は資本市場へ影響力を有すると結論した。

今後カジノ法案が国会を通過し特定複合観光施設の整備が進展することになった場合、投資家のカジノ関連産業への再評価が期待できる。具体的には土地開発、施設の建設、機械装置の設置、特にゲーミングという領域から IT 産業、精密機器や遊戯機器関連企業、ソフト開発関連企業の活性化も期待できる。カジノは装置の設置つまり土地の確保と施設の建設から始まるが、先述したとおり多領域にまたがるので国土開発の一環と捉えることができる。したがって国土開発となるカジノの創設は、開発する地域によっても先例のない発展の歴史

を歩むことになると思われる。

5-2. 残された課題と限界

本研究はカジノ関連銘柄を 24 社抽出し、そこから投資家の反応によって企業活性化への期待を検討したものである。しかし最後に TOPIX 銘柄全体の中には、本分析結果のようにポジティブな反応を示す企業群だけではなく逆にネガティブな反応を示す、いわゆるコントロール・グループが存在するか否かについてふれておく。ネガティブな反応を示す企業群が捕捉されるならば、これまでに行ったカジノ導入に関する議論について再検討を要するかもしれない。つまりカジノ誘致に反対する理由に環境や治安の悪化、青少年への悪影響、教育環境の悪化、ギャンブル依存症患者の増加等がしばしば挙げられる。これらの悪影響について検討が必要と考えるが、このようなカジノ導入に関するネガティブな反応が果して資本市場に投影されるのであろうか。

実際のところ上述したネガティブな反応を資本市場で確認することは難しいと考えられる。このように指摘されるのは本研究の残された課題というよりもむしろリサーチ・デザインによる限界といえようが、カジノ導入に反対する組織体が資本市場に存在しないことに由来する。これは当たり前のことであるが、青少年の健全育成等を目的とする PTA や、地域自治や親睦のために組織される町内会が上場企業とはなりえず、カジノ導入を阻止する投資家の存在を資本市場において捕捉するのが事実上不可能となることに起因している。したがってこの点については本研究で用いられたイベン・トスタディによる分析手法から離れて、異なる視座で再検討が試みられる必要があろう。

【参考文献】

- 浦野晴夫(2002)「新会計基準と期間損益計算」『中京経営研究』12(1),pp.1-28.
- 海老池雅司(2002)「ホテル統一会計における GOP 概念とその若干の経営的視点について」『社会システム研究 第4号(立命館大学)』,pp.33-52.
- 岡田一郎(2010)「リゾート法と地域社会」『研究紀要』17,pp. 135-143.
- 岡本伸之(1996)『現代ホテル経営の基礎理論』柴田書店.
- 観光庁(2011)『旅行・観光産業の経済効果に関する調査研究(2009 年旅行)』国土交通省観光庁.
- 国土交通省(2010)『平成 21 年度 二地域居住推進施策のための基礎的調査報告書』国土計

- 画局広域地方整備政策課編.
- 作古貞義(2002)『新版ホテル事業論 事業化計画・固定投資戦略論』柴田書店.
- 櫻田譲・大沼宏(2010)「ストック・オプション判決に対する市場の反応」『第6回 税に関する論文入選論文集』.財団法人 納税協会連合会,pp.53-94.
- <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/44424>., 2013年3月16日参照.
- 櫻田譲・中西良之(2011)「外国子会社利益の国内環流に関する税制改正と市場の反応」『租税資料館賞受賞論文集 第二十回』公益財団法人 租税資料館,pp.233-258.
- <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/47740>., 2013年3月16日参照.
- 櫻田譲(2012)「みなし配当・みなし譲渡課税が資本剰余金配当に与える影響について」『第35回日税研究賞入選論文集』公益財団法人 日本税務研究センター,pp.13-50.
- <http://eprints.lib.hokudai.ac.jp/dspace/handle/2115/50102>., 2013年3月16日参照.
- 清水孝・廣谷治男(2010)「わが国宿泊業における管理会計の実態」『早稲田商学』第424号,pp.1-30.
- 鈴木博・大庭祺一郎(2002)『基本ホテル経営教本』柴田書店.
- 仲谷秀一(2003)「"Uniform System of Accounts for Lodging Industry" の日本への導入に関する一考察」『大阪学院大学流通・経営科学論集』第29巻第2号,pp.3521-3541.
- 繁栄のフロンティア部会(2012)『繁栄のフロンティア部会報告書～未来を搾取する社会から、未来に投資する社会へ～』国家戦略室.
- 広瀬純夫・柳川範之・齋藤誠(2005)「企業内キャッシュフローと企業価値」特定領域研究『制度の実証分析』ディスカッションペーパーNo.56.
- <http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/dp/2003/2003cj88.pdf>., 2013年3月16日参照.
- 古市峰子(2003)「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」『金融研究』22(1), pp.41-76.
- 別府祐弘(2005)「ホテル経営の近代化と資産価値」『帝京経済学研究』38(2),pp.1-23.
- 星野一郎(2005)『金融機関の会計政策』中央経済社.
- 増尾賢一・磯伸彦・日隈信夫・関岡保二(2008)「現代日本の企業経営に関する基礎的研究 構造とその変化」『中央学院大学社会システム研究所紀要』9(1),pp.19-50.
- 美原融(2011)『戦略研レポート観光戦略としてのカジノ』三井物産戦略研究所プロジェクト・エンジニアリング室.
- 宮下和雄(2010)「観光サービスへの融通予約の適用」『観光と情報6』第1号,pp.37-48.
- 宮木康夫(2000)『第三セクターとPFI』ぎょうせい.
- 山崎福寿・井上綾子(2005)「特許法35条と職務発明制度についての理論と実証－報奨をめぐる判決・和解と制度改定のイベント・スタディー」Discussion Paper.
- <http://pweb.sophia.ac.jp/fyamaza/2005cj0129.pdf>., 2013年3月16日参照.
- Campbel,J.,Lo,A. and A.C.MacKinlay(1997),*The Econometrics of Financial Markets*, Princeton

- University Press. 祝迫得夫ほか訳(2007)『ファイナンスのための計量分析』共立出版.
- Grant-Braham,B.(2008),*MIDDLE EASTERN HOTELIERS SPEND THE MOST ON INFORMATION TECHNOLOGY*Hospitality in Focus.
- Hotel Association of New York City, Inc(1996),*UNIFORM SYSTEM OF ACCOUNTS FOR THE LODGING INDUSTRY* Ninth Revised Edition American Hotel & Lodging Education Institute.大塚宗春監修・山口祐司訳(2002)『米国ホテル会計基準』税務経理協会.
- Kimes,S. and Wirtz,J.(2003),*Has Revenue Management Become Acceptable* Journal of Service Research Volume 6 (2), pp.125-135.
- Moeller,R.(2004),*Sarbanes-Oxley and the New Internal Auditing Rules* John Wiley & Sons,inc.古川純子・戸塚圭介訳(2007)『サーベンス・オクスレー法と内部監査』雄松堂出版.
- Yi,H.(2007),*Has Regulation G Improved the Information Quality of Non-GAAP Earnings Disclosures?* Working Papers Series.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=817984, 2013 年 3 月 16 日参照.
- 【後記】本論文は平成 24 年度 科学研究費基盤研究(C) (課題番号 23530562) と同年度証券研究学生団体助成金(公益財団法人石井記念証券研究振興財団)による支援を受けている。また本論文は直接的な公会計研究に該当しないにも関わらず公会計研究領域の拡張、学際化という大所高所に立ち、本論文に掲載の機会を与えて頂いた点に対し、深甚の謝意を表します。
- (2013 年 3 月 5 日受理)