

I.R.B.A. ACADEMIC FORUM

No.11

第11回 産研アカデミック・フォーラム

会計基準の形成過程と規制が資本市場に及ぼす影響

I. 基 調 報 告

25周年を迎えた日本の実証的会計研究

石塚 博司… 3

II. 報 告

1. 保守的な会計測定の経済的機能

薄井 彰… 9

2. 企業の財務報告と株式市場の流動性

音川 和久…19

3. 非会計情報にかかる開示規制のあり方

宮田 慶一…35

4. 開示制度の整備と適時開示

久保 幸年…47

5. 会計情報の機能と業績報告

辻山 栄子…61

III. パネルディスカッション・質疑応答

…77

2003

早稲田大学産業経営研究所

The Institute for Research in Business Administration, Waseda University

第11回 産研アカデミック・フォーラム

会計基準の形成過程と規制が資本市場に及ぼす影響

2003年6月14日

於：早稲田大学国際会議場 井深大 記念ホール

◇ 目 次 ◇

ご 挨 拶	宮下 史明… 1
-------	----------

I. 基 調 報 告

25周年を迎えた日本の実証的会計研究	石塚 博司… 3
--------------------	----------

II. 報 告

1. 保守的な会計測定の経済的機能	薄井 彰… 9
-------------------	---------

2. 企業の財務報告と株式市場の流動性	音川 和久… 19
---------------------	-----------

3. 非会計情報にかかる開示規制のあり方	宮田 慶一… 35
----------------------	-----------

4. 開示制度の整備と適時開示	久保 幸年… 47
-----------------	-----------

5. 会計情報の機能と業績報告	辻山 栄子… 61
-----------------	-----------

III. パネルディスカッション・質疑応答	… 77
-----------------------	------

プログラム

ご 挨 拶

早稲田大学産業経営研究所長
早稲田大学商学部教授

宮 下 史 明

皆さん、ようこそ早稲田大学産業経営研究所主催のアカデミック・フォーラムへお越しくださいまして、ありがとうございます。おかげさまで、このフォーラムも11回目ということになりました。本年度は、私どもの中にあります会計研究所というプロジェクト研究所の全面的なご協力を頂きました。現在、企業の不祥事などがあった場合、会計情報が正しく外に知らされているのか、あるいは会計情報の信頼性とか、いろいろなことが世間で取りざたされています。会計の実証的な研究が始められてから、ちょうど25年目という節目に当たりますので、本日は國村先生の総合司会で、現在第一線の研究者の方々に、非常にレベルの高い形で、お話して頂こうと思っております。では、どうぞ宜しくお願いいたします。

國村先生をご紹介します。お手元の資料にございますように、名城大学の教授であられ、名古屋市立大学の名誉教授でいらっしゃいます。よろしくお願いいたします。

I. 基調報告

25周年を迎えた日本の実証的会計研究

早稲田大学 石塚 博司

1. 意思決定有用性アプローチ

本日のアカデミック・フォーラムで取り扱う統一テーマ「会計基準の形成過程と規制が資本市場に及ぼす影響」の論点について、総論的な話をしたい。

今から35年前に、Journal of Accounting Research 誌に Ball and Brown [1968] と Beaver [1968] による論文が相次いで発表され、世界中の会計研究者に衝撃を与えた。

近代会計学がスタートした当初から、会計の基本的な目的の1つとして利害関係者への意思決定支援機能が挙げられていた⁽¹⁾。やがて、アメリカ会計学会の『基礎的会計理論委員会』の報告書 (ASOBAT [1966]) によって、「会計は当該主体に関心をもつ人々の合理的な意思決定に役立つ経済的情報を提供する活動である」とする考え方が定着することとなった。このような考え方のもとに会計理論を形成しようとする立場を意思決定有用性アプローチという。しかし、極論すれば、このような主張は推論や願望の表明に過ぎず、「どのような会計情報が関係者の意思決定を合理的なものにするか」、さらには「現に提供されている会計情報を関係者は自らの意思決定に利用しているか」という問題は、依然として推測の範囲にとどまっていた。

Ball and Brown と Beaver の論文は、この問題を解明するための科学的な方法を提示するものであった。そこで採用された研究方法と提示された証拠から、その当時の会計基準のもとで作成されて公表された会計情報は、投資意思決定に利用され、資本市場における資産価格の形成に関連していることが実証された。

この種の研究は、ファイナンス論の分野における効率的市場仮説の提示と検証および市場均衡価格理論の研究の進展が基礎となり、これに実証研究のためのデータベースの整備が加わって可能となったのである。そのような背景の下に、その後アメリカを中心に同じ問題意識や類似の方法論を適用した研究が次々と展開されるようになった。

日本では10年遅れて、われわれ早稲田大学の研究グループがこの問題に取り組んだ。その成果は、パイロット・テストの形をとって1978年に発表された (会計情報研究会 [1978])。それから遅れること数ヶ月にして、國村教授が同じ研究テーマのもとに論文を発表された (國村 [1979])。

日本でのこの種の研究のスタートがこれほど遅れたのは、どんな理由によるのだろうか。一つには、経済社会の発展に伴って生じた新たな企業間取引や企業経営上の問題を、いかに会計処理し、伝達するかについての規範的研究がますます重要化し、会計研究者や会計実務家の関心を引きつけ続けたことが挙げられるであろう。もう一つは、当時の日本には、電子媒体の形をとったデータベースがまったく存在しなかったことが挙げられる。ちなみにアメリカの場合、シカゴ大学の証券価格研究センター（CRSP）は市場で取引されるすべての証券価格データを日々収録した磁気テープを作成し、利用に供した。また企業の財務データはスタンダード・アンド・プアーズ社のコンピュスタット・テープに収録され、利用者は長期大量のデータを容易に入手することができた。

日本の場合、当時は紙媒体のデータベースしか存在せず、アメリカで行われていたような実証研究を実施しようとすれば、自家製の電子媒体データベース作りから始めなければならなかった。今となれば懐かしい思い出になるのだが、われわれも國村教授も、新聞の縮刷版を数年分集めて、これからサンプル企業の株価を所定の用紙に書き写し、当該企業の数年分の有価証券報告書から純利益額などの会計変数の値を書き写すことから始め、次にこれをパンチカードに打ち込み、データ処理のプログラムを書いて、大型コンピュータによる演算と統計処理を施すという手順を踏んで、やっと一定の結果にたどり着いたのである。したがってこの種の研究には多大の時間と費用がかかり、それ相応の覚悟と準備をしなければ取り掛かることすら困難だったという事情がある。

その後、日本経済新聞社の NEEDS その他いくつかの機関による各種のデータベースが作製され提供されるようになった。またコンピュータもハード・ソフトの両面で格段の発達を遂げ、大量のデータをパソコンで手軽に高速処理できるようになった。このような研究環境の整備によって、日本でもようやく実証的会計研究が盛んに行われるようになり、今日の盛況を見るに至ったことに、感慨を覚えるものである。

2. 実証的会計研究の対象

この種の研究の対象も徐々に拡がりを見せている。当初の研究は、それぞれの企業によって作成され開示された企業財務情報が、偏りなく速やかに証券価格の変動を引き起こすか否かを検証することで、会計情報が投資家の投資意思決定に利用されたかどうかを判定しようとするものであった。会計情報の公表とともに、証券価格変化が起きたり市場取引量が増大すれば、企業が開示する会計情報に基づいて新たな均衡価格が形成されたり、ポートフォリオの組替えが行われたことを意味することになり、さらには各企業が遵守する会計基準もまた、利害関係者の意思決定のための有効な会計規制として機能している、と解釈されることになるのである。この種の研究はやがて、各企業の個別本決算情報だけでなく、中間決算情報や四半期決算情報に対する反応調査、そして連結決算の情報効果の検証へと拡大していった。さらに各企業の発表する業績予測情報や、従前の業績予測を修正する情報の開示、さらにはアナリストの行う業績予想などが、市場における企業評価と

有意な関連性をもつかどうかについての調査も行われるようになった⁽²⁾。

第2の研究課題は、会計処理方法の選択および変更の情報効果の検証である。会計測定は決して完全ではないことが、1つの企業活動に対して複数の代替的な会計処理方法を生み出した。たとえば、固定資産の減価償却法、棚卸資産などの評価法、外貨建て取引の換算基準、企業合併の会計処理法、費用収益の認識時点の特定法などについて、複数の方法があり、各企業はそこからいずれかを選択したり、ときに変更したりする。その結果、実体は同じでも異なる会計情報が提供されたり、実体は変化したのに、経営成績や財政状態は変化しないかのような会計情報が伝達されたりする可能性がある。このような会計方針の選択や変更が、市場による企業評価に影響を及ぼしているかどうかの実証結果は、会計規制の必然性もしくは不必要性、したがって会計基準の設定や改正が必要か否かという問題について、1つの論拠を与えることになる。ある方法のもとで計算されて財務諸表本体に表示された純利益額や純資本額その他の会計数字が、それだけで独立の意味を持つものとして市場で解釈されるのか、それとも、市場参加者は会計測定の対象となる企業実態を脚注、付属明細書、監査報告書、その他会計以外の諸源泉から入手した各種の情報にもとづいて把握しなおし、そのうえで企業評価をするのか。これらは、実証研究の積み重ねが、会計規制のあり方に影響力を及ぼす1つの分野の存在を示すものであると思われる⁽³⁾。

第3に、会計規制の情報効果を、直接に研究対象とする実証研究分野も現れるようになった。新たな会計基準の設定または改正が、どのような経済効果をもたらすかについての研究である。近年、会計ビッグ・バンという言葉に象徴されるように、セグメント情報の開示、先物・オプション取引会計、リース取引会計、連結キャッシュフロー計算書、研究開発費会計、退職給付会計、税効果会計、金融商品会計、時価会計、減損会計など、次々と新しい会計基準が設定されている。これらの会計基準の導入によって、従来とは異なる会計処理の下で表示されることになった企業の経営成績や財政状態は、市場における企業評価とどう関連するか。これらの基準の適用の前後の株式収益率の動きや、基準適用の影響を受ける企業と受けない企業の株式収益率の比較などによって、会計規制が市場を通して社会的な資源配分に経済的な効果を発揮したかどうかを実証的に判定することができる⁽⁴⁾。

3. 新たな研究領域

以上は、会計情報が投資家による投資意思決定に利用されているかどうかの確認を行う実証研究の1側面を概観した。これ以外にも、近年、実証的会計研究が適用される場面がいくつか登場してきた。この際これらの研究の意義についても簡単に触れておきたい。

さきに、会計処理方法の選択と変更の問題について、それが市場参加者の投資意思決定に影響を及ぼすか否かの実証研究が行われてきたと述べた。多くの研究結果は、会計方法の選択や変更によって、投資家はミスリードされることなく、会計数字の基礎にある企業実態を正しく識別して企

業評価することを明らかにしている。それにもかかわらず、依然として、会計処理方法を機会主義的に選択したり、いったん採用した会計方法を変更したりする企業が多数見受けられるし、また、法の制定や改正に向けてロビー活動を展開する企業や経済団体が多々見受けられる。それはどのような理由や動機によるものだろうか。この問題に接近するために、Watts と Zimmerman [1978] をはじめとする Rochester 学派は、エイジェンシー理論などの情報経済学の成果を取り入れて、会計方針選択に関する経営者行動の説明を試みている。わが国でも近年、この種の問題意識に基づく実証研究が盛んに行われるようになってきた⁽⁵⁾。

このような研究の進展は、会計規制のあり方に一石を投じることになる。しかも個別企業の会計方針選択を規制するという問題にとどまらず、広く国の経済政策や産業政策や税制にも影響を及ぼすことになると思われる。この種の研究は、意思決定支援機能と並ぶ会計の基本的な目的である契約支援機能を補完する働きを果たすものであるといえよう。

実証的会計研究で近年盛んに行われるようになったものに、会計数字と株価との直接的な関連性を明らかにしようとする研究がある。株価を説明する理論として、古くは配当割引モデルやキャッシュフロー割引モデルなどが唱えられ、また株式収益率を説明するために資本資産価格形成モデルやその発展型が開発されてきた。これに対して、Ohlson [1995] は企業利益の生成を説明する線形情報ダイナミックスを定式化し、クリーンサープラス会計を前提にしたうえで、各企業の現在株価は、その企業の純資産簿価と将来利益系列の現在価値の和からなると論じた。このような証券の均衡価格形成の理論が市場における現実の株価形成を説明することができるか否かについての実証研究が、アメリカだけでなく日本でも盛んに行われてきている⁽⁶⁾。これも、実証の更なる積み上げが期待される分野のひとつである。

4. おわりに

日本で実証的会計研究が始まって四半世紀が経過した。他の研究アプローチに比べて論文本数はかなり少ないが、それでも研究成果は着実に上がっており、会計学における1つの研究領域としての地歩を獲得したと思う。その社会的な意義を問うためにも、今後、規範的会計理論研究と実証的会計研究との間の相互交流が進展することを強く期待するものである。

注

- (1) 近代会計学の祖といわれている Paton and Littleton [1940] も、各企業が遵守すべき会計処理と報告の諸基準を初めて体系的に示した Sanders, Hatfield and Moore [1938] も、会計が果たすべき基本的な機能として、関係者の意思決定への支援を挙げている。
- (2) 主な研究に次のものがある。佐藤 (1979)、大塚 (1981)、桜井・後藤 (1985)、香村 (1987)、後藤 (1991)、石塚・河 (1987)、伊藤 (1992)、石塚・佐藤・竹本 (1980)、後藤・桜井 (1993)、河 (1994)。
- (3) 主な研究に次のものがある。國村 (1983)、石塚・河 (1986)、桜井 (1988)、井上・須田 (1993)、岩淵・須

- 田 (1993)、音川 (1998)、吉田 (1997)、吉田 (1999)。
- (4) 主な研究に次のものがある。藤井・山本 (1999)、河 (2001)、百合草 (2001)、河 (2000)、桜井・呉 (1995)、桜井・桜井 (1999)、桜井 (1998)。
- (5) 主な研究に次のものがある。奥村 (1997)、國村・加藤・吉田 (1998)、乙政 (1994)、須田・野口 (1995)、須田 (2000)、乙政 (2000)。
- (6) 主な研究に次のものがある。井上 (1999)、薄井 (1999)、薄井 (2000)、奥村・吉田 (2000)、井上 (2002)。

参考文献

- American Accounting Association. 1958. Committee to Prepare a Statement of Basic Accounting Theory, *A Statement of Basic Accounting Theory* (飯野利夫訳. 1966. 『基礎的会計理論』森山書店).
- Ball, R. J. and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 6 (Autumn): 158-178.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968, Supplement to Vol.6 of Journal of Accounting Research*: 67-92.
- 藤井秀樹・山本利章. 1999. 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究—Ohlson モデルの適用と改善の試み—」『会計』156(2): 170-185.
- 後藤雅敏. 1991. 「中間決算情報の有用性に関する実証研究」『経営学・会計学・商学研究年報』37: 147-162.
- 後藤雅敏・桜井久勝. 1993. 「利益予測情報と株価形成」『会計』143(6): 875-885.
- 河榮徳. 1994. 「ファイリング制度の実証分析—業績予測修正の情報効果—」『企業会計』46(6): 803-812.
- 河榮徳. 2000. 「時価情報の実証分析—銀行有価証券の時価情報を中心に—」『会計』157(1): 75-88.
- 河榮徳. 2001. 「キャッシュ・フローの予測能力と価値関連性」『早稲田商学』390: 235-253.
- 井上達男・須田一幸. 1993. 「実証研究 (一) —外貨建金銭債権債務の換算— 会計フロンティア研究会編『財務会計のフロンティア』中央経済社: 143-151.
- 井上達男. 1999. 「予測利益を用いた Ohlson モデルによる日本企業に実証分析」『会計』156(2): 199-210.
- 井上達男. 2002. 「予測利益・純資産簿価の構成要素と企業価値評価—2000年3月決算企業の実証分析」『会計』161(1): 56-67.
- 石塚博司・佐藤絃光・竹本達広. 1980. 「利益予測情報と株式市場」日本経営財務研究学会『企業評価と経営財務』中央経済社: 142-164.
- 石塚博司・河榮徳. 1986. 「会計方法の変更に対する資本市場の反応」『会計』130(3): 357-376; 130(4): 516-534.
- 石塚博司・河榮徳. 1987. 「連結財務諸表の情報効果」『早稲田商学』323: 1-19.
- 伊藤邦雄. 1992. 「連結決算制度に対するわが国証券市場の学習効果」『会計』142(1): 75-87; 142(2): 274-286.
- 岩淵吉秀・須田一幸. 1993. 「実証研究 (二) —建設業による工事収益の認識— 会計フロンティア研究会編『財務会計のフロンティア』中央経済社: 152-176.
- 会計情報研究会 (代表: 石塚博司). 1978. 「資本市場における会計情報の有効性 (パイロット・テスト): 決算情報は投資家行動に対して影響力をもつか」『企業会計』30(13): 1917-1924.
- 香村光雄. 1987. 「わが国証券市場における会計利益の情報内容—昭和40年代・50年代における分析—」『会計』132(4): 490-511.
- 國村道雄. 1979. 「会計情報と株価—実証研究」『会計』115(3): 491-503.
- 國村道雄. 1983. 「わが国企業の減価償却政策—実証—」『産業経理』43(2): 79-89.
- 國村道雄・加藤千雄・吉田和生. 1998. 「邦銀の配当制限基準と決算政策—発生項目を用いた分析」『会計』154(3): 456-469; 154(4): 613-623.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. 11 (2): 661-687.
- 奥村雅史. 1997. 「電力企業における報告利益管理—Jones モデルによる分析と検討」『会計』152(2): 177-187.
- 奥村雅史・吉田和生. 2000. 「連結会計情報と長期株式リターン—EBO モデルを通して—」『会計』158(3): 352-366.

- 大塚宗春. 1981. 「資本市場における会計情報の有効性—決算報告の情報効果について」『企業会計』33(1): 164-178.
- 音川和久. 1998. 「減価償却方法の変更に対する株式市場の評価」『大阪府立大学経済研究』43(2): 57-76.
- 乙政正太. 1994. 「経営者の会計手続選択に関する実証研究」『阪南論集 社会科学編』29(4): 129-142.
- 乙政正太. 2000. 「役員賞与のカットと会計的裁量行動」『會計』158(1): 43-54.
- Paton, W. A. and A. C. Littleton. 1940. *An Introduction to Corporate Accounting Standards*. American Accounting Association (中島省吾訳. 1958. 『会社会計基準序説』森山書店).
- 桜井久勝. 1988. 「減価償却方法の変更に対する株式市場の賢明度」『企業会計』40(4): 554-560.
- 桜井久勝・後藤雅敏. 1985. 「決算発表に対する株式市場の反応」『企業会計』37(11): 1574-1579; 37(12): 1700-1707.
- 桜井久勝・呉徳林. 1995. 「有価証券の時価評価額と株価形成」『會計』148(1): 107-117.
- 桜井久勝. 1998. 「資産・負債の時価評価額と株価形成」『會計』153(2): 197-211.
- 桜井久勝・桜井貴憲. 1999. 「金融商品の時価情報と企業評価—東証上場銀行の実証分析」『国民経済雑誌』179(5): 29-42.
- Sanders, T. H., H. R. Hatfield and U. Moore. 1938. *A Statement of Accounting Principles*. American Institute of Accounting.
- 佐藤絃光. 1979. 「会計情報と株式市場—決算内容の情報効果をめぐって」『企業会計』31(10): 1492-1511.
- 須田一幸・野口晃弘. 1995. 「会計手続選択の決定要因—社債発行プレミアムの会計」『JICPA ジャーナル』7(4): 23-29.
- 須田一幸. 2000. 『財務会計の機能—理論と実証』白桃書房.
- 薄井彰. 1999. 「クリーンサープラス会計と企業の市場評価モデル」『會計』155(3): 394-409.
- 薄井彰. 2000. 「株式リターンと利益の長期的な関連性—日本の実証的根拠から」『青山学院大学経済学部 Working Paper』: 1-33.
- 吉田和生. 1997. 「企業年金制度の債務情報はグッドニュースか—過去勤務債務の増減と株価の分析」『産業経理』57(3): 108-117.
- 吉田和生. 1999. 「企業グループと退職給付の会計政策に関する分析」『産業経理』59(2): 99-107.
- 百合草裕康. 2001. 『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standard. *The Accounting Review*. 53(1): 112-134.

Ⅱ．報 告

1．保守的な会計測定の経済的機能

早稲田大学 薄井 彰

本報告の目的は、株主資本の市場価値（時価）と会計上の評価（簿価）の乖離がどのような要因によってもたらされるのかを実証的に分析することを通じて、保守的な会計測定の経済的な機能を明らかにすることである。本報告では、1968-2001年の東京証券取引所上場企業（1,042-1,616社）のパネルデータを用い、Beaver and Ryan [2000] のモデルに従って、会計の保守性をもたらす要因を、企業要因（評価バイアス）と会計利益の認識ラグ要因の2つに分けたうえで、それぞれの要因と、財務面における企業特性、ステークホルダー間の利害調整、企業のガバナンス形態との関係を分析している。

分析の結果、企業特性に関しては、ROE や売上高成長率でみた収益の成長性の高い企業は、企業要因より会計上の認識ラグ要因の方が会計の保守性に与える影響が大きいとの結果が得られた。また、ステークホルダー間のコンフリクトについては、株主と債権者が利益分配に関してコンフリクトが大きいほど、また、株主と従業員が利益分配に関してコンフリクトが大きいほど、保守的な会計を選択する傾向にあることが示された。さらに、企業のガバナンス形態との関係では、企業要因については、経営者の持株比率が高い場合には、経営者は短期的な利益分配を選好するので、より保守的でない会計を採用する傾向にあるとの結果が得られた。その一方で、会計上の認識ラグ要因については、経営者の短期的な利益指向を緩和するために、評価ラグを大きくするという保守的な会計が制度上組み込まれているとの結果も得られている。

これらの点は、会計数値が単に過去の事実を記述するだけでなく、保守的な会計測定を通じて、株主とその他のステークホルダー間の利害調整に重要な役割を果たしていることを示唆している。また、企業のガバナンス形態に関する分析結果は、ステークホルダー間のコンフリクトや株主構成が保守的な会計制度設計にも重要な影響を及ぼしている可能性を示している。

参考文献

- Ahmed, A. S., B. Billings, R. M. Morton, and M. S. Harris, "The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs," *Accounting Review*, 2002, pp. 867-890.
- Basu, S., "The Conservative Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and*

Economics 24, 1997, pp. 3-37.

Beaver, W. and S. Ryan, "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, 2000, pp. 127-148.

Feltham, G.D., and J. A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research* 11, 1995, pp. 689-731.

Ohlson, J. A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research* 11, 1995, pp. 661-687.

Ryan, S.G., "A Model of Accrual Measurement with Implications for the Evaluation of the Book-to-Market Ratio," *Journal of Accounting Research* 33, 1995, pp. 95-112.

薄井彰, 「保守的な会計測定の経済的機能について」日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズ 2003-J-1, 2003. http://www.boj.or.jp/ronbun/ronbun_f.htm

保守的な会計測定の経済的機能

薄井 彰

早稲田大学大学院ファイナンス研究科
開設準備室教授

2003年6月14日
早稲田大学国際会議場井深記念ホール

1

研究目的

- ❖ 株主資本の市場価値(時価)と会計情報による評価(簿価)の乖離がどのような要因によってもたらされるのか
- ❖ 実証分析を通じて、保守的な会計測定の経済的な機能を明らかにする

2

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

2

研究デザインの概略

- ❖ 1968-2001年の東京証券取引所上場企業(1,042-1,616社)のパネルデータ
- ❖ Beaver and Ryan[2000]のモデル
 - ❖ 会計の保守性をもたらす要因
 - ❖ 企業要因(評価バイアス)
 - ❖ 会計利益の認識ラグ要因
- ❖ 要因:財務面における企業特性
- ❖ 要因:ステークホルダー間の利害調整
- ❖ 要因:企業のガバナンス形態との関係

3

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

3

分析結果1:企業特性

- ❖ 収益の成長性(ROEや売上高成長率)の高い企業
- ❖ 企業要因より会計上の認識ラグ要因の方が会計の保守性に与える影響が大きい

4

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

4

分析結果2: ステークホルダー間の利害調整

- ❖ 株主と債権者が利益分配に関してコンフリクトが大きい
 - ❖ 保守的な会計を選択する傾向
- ❖ 株主と従業員が利益分配に関してコンフリクトが大きい
 - ❖ 保守的な会計を選択する傾向

5

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

5

分析結果3:ガバナンス形態

- ❖ 企業要因
- ❖ 経営者の持株比率が高い場合
- ❖ 保守的でない会計を採用する傾向
 - ❖ 経営者は短期的な利益分配を選好
- ❖ 会計上の認識ラグ要因
 - ❖ 評価ラグを大きくするという保守的な会計が制度上組み込まれている
 - ❖ 経営者の短期的な利益指向を緩和する

6

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

6

本研究の要約

- ❖ 会計数値が単に過去の事実を記述するだけでない
- ❖ 保守的な会計測定を通じて、株主とその他のステークホルダー間の利害調整に重要な役割を果たしている
- ❖ ステークホルダー間のコンフリクトや株主構成が保守的な会計制度設計にも重要な影響を及ぼしている可能性

7

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

7

Ohlson[CAR,1995]

Feltham and Ohlson [CAR,1995]

- ❖ 長期的には株主資本の簿価が時価に一致すると期待される会計測定を不偏的 (unbiased)
- ❖ 簿価が時価を下回ると期待される会計測定を保守的 (conservative) と定義

8

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

8

Beaver and Ryan[JAR,2000]

- ❖ 株主資本の簿価と時価の乖離をもたらす要因を企業要因(簿価の評価バイアス)と会計上の認識ラグに分ける形で、実証分析を行っている。
- ❖ Ryan[JAR,1995]モデル
 - ❖ 取得原価主義や発生主義の考え方を企業価値評価モデルに組み込んでいる

9

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

9

Ahmed, A. S., B. Billings, R. M. Morton, and M. S. Harris[2002,AR]

- ❖ Beaver and Ryan[2000]のモデルで会計の保守的度合いを示すパラメータを推計して要因分析
- ❖ 株主と債権者の配当政策に関するコンフリクトが大きい企業ほど、より保守的な会計を選択する
- ❖ 保守的な会計を選択する企業ほど、負債コストが低い

10

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

10

Ryan [1995]モデル

- ❖ 発生主義会計測定モデル
- ❖ 保有資産の耐用年数がすべて K 年とすれば、企業価値の市場価値は $t-K+1$ 年から t 年までに取得した稼働資産の市場価値の合計
- ❖ 未記帳の暖簾URG (MV-BV)

$$MV_t = \sum_{j=0}^{K-1} MV_t^{t-j} \quad BV_t = \sum_{j=0}^{K-1} BV_t^{t-j}$$

$$URG_t = \sum_{j=0}^{K-1} URG_t^{t-j}$$

11

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

11

Ryan [1995]モデル

- ❖ 未記帳の暖簾URGが時価変動の移動平均過程の従うと仮定して、実証モデルを導出

$$URG_t = F(0)o_t + F(1)o_{t-1} + \dots + F(K-2)o_{t-K+2}$$

$$o_t = b\Delta MV_t + e_t$$

$$URG_t = b(F(0)\Delta MV_t + F(1)\Delta MV_{t-1} + \dots + F(K-2)\Delta MV_{t-K+2}) + e_t$$

$$BTM_{i,t} = \alpha_{i,t} + \sum_{j=0}^9 \beta_j \frac{\Delta MV_{i,t-j}}{MV_{i,t}} + \gamma \frac{\Delta MV_{i,t-10}}{MV_{i,t}} + e_{i,t}$$

12

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

12

Beaver and Ryan [2000]による簿価-時価比率の推計モデル

- ❖ 会計の保守性のパネル推計
- ❖ 時間効果 (time effect)
- ❖ 固有な企業効果 (firm effect) : 企業固有の保守性のメジャー
- ❖ 右辺第3項は利益認識のラグ要因

$$BTM_{i,t} = \alpha_t + \alpha_i + \sum_{j=0}^6 \beta_j R_{t-j,i} + e_{t,i}$$

13

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

13

保守的な会計測定をもたらす要因: 仮説

- ❖ 収益性、成長性、研究開発力の高い企業は、イノベーションが大きい企業の会計上の利益変動を制御
- ❖ ステークホルダーの利害調整
 - ❖ 株主と債権者が配当政策に関してコンフリクト
 - ❖ 株主と従業員の利益分配に関する短期的なコンフリクト
- ❖ 企業のガバナンス形態

14

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

14

データとサンプル

- ❖ サンプルは、2001年8月に東京証券取引所に上場している企業
 - ❖ 銀行、証券、保険業に属する企業は除く
- ❖ 株価は東洋経済新報社の「株価CD-ROM2002」
- ❖ 財務諸表データは日本経済新聞社の「NEEDS-CD ROM 日経財務データ」
- ❖ 分析期間は1964年から2001年3月決算期 (38年間)
- ❖ 株式リターンのラグを利用するため、1968年以降のサンプルでパネル推計

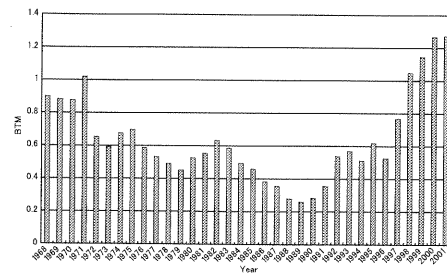
15

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定 of 経済的機能

15

東証上場企業の簿価-時価比率



16

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定 of 経済的機能

16

保守性の要因推計モデル

- ❖ 企業効果を企業要因による会計の保守性のメジャー $CONSV$ として定義
- ❖ 企業特性 (モデル1)
- ❖ 会計方針 (モデル2)
- ❖ 株主-債権者関係 (モデル3)
- ❖ 株主-従業員・経営者関係 (モデル4)
- ❖ ガバナンス形態 (モデル5)

17

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定 of 経済的機能

17

モデル1: 企業特性モデル

$$\overline{CONSV}_i = c + \beta_1 \overline{ROE}_i + \beta_2 \overline{SIZE}_i + \beta_3 \overline{GROWSALE}_i + \beta_4 \overline{RNDADV}_i + e_{i,j}$$

ROE=株主資本利益率

SIZE=総資産の自然対数

GROWSALE=売上高前年比

$RNDADV_i = \frac{\text{販売管理費に計上された} i \text{ 期の研究開発費と広告宣伝費・販売費}}{i \text{ 期の総資産}}$

18

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定 of 経済的機能

18

モデル2:会計方針

$$\overline{CONSV}_i = c + \beta_1 \overline{ROE}_i + \beta_2 \overline{SIZE}_i + \beta_3 \overline{GROWSALE}_i + \beta_4 \overline{RNDADV}_i \\ + \beta_5 \overline{ACCELDEP}_i + \beta_6 \overline{LOWERINV}_i + e_{2,i}$$

ACCELDEP=有形固定資産の減価償却方法が定率法ならば1, そうでないならば0

LOWERINV_i = 棚卸資産の評価基準が低価法ならば1, 原価法ならば0

19

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

19

モデル3:株主-債権者関係

$$\overline{CONSV}_i = c + \beta_1 \overline{ROE}_i + \beta_2 \overline{SIZE}_i + \beta_3 \overline{GROWSALE}_i + \beta_4 \overline{RNDADV}_i \\ + \beta_5 \overline{ACCELDEP}_i + \beta_6 \overline{LOWERINV}_i + \beta_7 \overline{DIVASS}_i \\ + \beta_8 \overline{INTENS}_i + \beta_9 \overline{LEV}_i + e_{3,i}$$

DIVASS_i = 普通株式の*t*期の中間配当と期末配当/*t*期の総資産

INTENS_i = *t*期の有形固定資産/*t*期の総資産

LEV_i = *t*期の長期借入金と社債・転換社債/*t*期の総資産

20

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

20

モデル4:株主-従業員・経営者関係

$$\overline{CONSV}_i = c + \beta_1 \overline{ROE}_i + \beta_2 \overline{SIZE}_i + \beta_3 \overline{GROWSALE}_i + \beta_4 \overline{RNDADV}_i \\ + \beta_5 \overline{ACCELDEP}_i + \beta_6 \overline{LOWERINV}_i + \beta_7 \overline{DIVASS}_i \\ + \beta_8 \overline{INTENS}_i + \beta_9 \overline{LEV}_i + \beta_{10} \overline{LABOR-ST}_i + \beta_{11} \overline{LABOR-LT}_i \\ + \beta_{12} \overline{BONUS}_i + e_{4,i}$$

LABOR-ST_i = *t*期の労務費+販売管理費に計上された*t*期の人件費・福利厚生費
/*t*期の総資産

LABOR-LT_i = *t*期の退職給付引当金/*t*期の固定負債合計

BONUS_i = *t*期の役員賞与/*t*期の総資産

21

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

21

モデル5:ガバナンス関係

$$\overline{CONSV}_i = c + \beta_1 \overline{ROE}_i + \beta_2 \overline{SIZE}_i + \beta_3 \overline{GROWSALE}_i + \beta_4 \overline{RNDADV}_i \\ + \beta_5 \overline{ACCELDEP}_i + \beta_6 \overline{LOWERINV}_i + \beta_7 \overline{DIVASS}_i \\ + \beta_8 \overline{INTENS}_i + \beta_9 \overline{LEV}_i + \beta_{10} \overline{LABOR-ST}_i + \beta_{11} \overline{LABOR-LT}_i \\ + \beta_{12} \overline{BONUS}_i + \beta_{13} \overline{GOVNBK}_i + \beta_{14} \overline{GOVNMANG}_i \\ + \beta_{15} \overline{GOVNBANK}_i + \beta_{16} \overline{GOVNNINST}_i + e_{5,i}$$

22

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

22

モデル5:ガバナンス関係

GOVNBK_i = *t*期の上位10大株主持株数/*t*期末の発行済株式数

GOVNBANK_i = *t*期の銀行持株数/*t*期末の発行済株式数

GOVNMANG_i = *t*期の役員持株数/*t*期末の発行済株式数

GOVNNINST_i = *t*期の政府公共団体・法人持株数/*t*期末の発行済株式数

23

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

23

記述統計量

	1968-2001		1968-1975		1976-1990		1991-2001	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差	平均	標準偏差
CONSV	1.237	0.330	0.903	0.312	0.509	0.138	1.210	0.395
ROE	0.019	0.021	0.028	0.026	0.023	0.019	0.909	0.028
SIZE	10.786	1.293	9.863	1.387	10.741	1.374	11.259	1.369
GROWSALE	0.073	0.059	0.173	0.093	0.097	0.082	0.015	0.059
RNDADV	0.024	0.041	0.015	0.032	0.027	0.049	0.025	0.042
ACCELDEP	0.949	0.182	0.936	0.222	0.938	0.219	0.948	0.203
LOWERINV	0.133	0.315	0.136	0.333	0.137	0.330	0.137	0.336
DIVASS	0.007	0.004	0.007	0.005	0.008	0.005	0.006	0.004
INTENS	0.267	0.147	0.281	0.153	0.240	0.143	0.281	0.159
LEV	0.168	0.125	0.207	0.146	0.165	0.128	0.168	0.132
LABOR-ST	0.143	0.090	0.106	0.070	0.171	0.104	0.139	0.090
LABOR-LT	0.277	0.241	0.227	0.227	0.305	0.259	0.270	0.263
BONUS	0.004	0.003	0.003	0.003	0.004	0.003	0.004	0.004
GOVNBK	0.398	0.140	0.025	0.048	0.473	0.131	0.471	0.130
GOVNMANG	0.044	0.066	0.028	0.048	0.044	0.060	0.035	0.065
GOVNBANK	0.262	0.118	0.100	0.076	0.307	0.146	0.324	0.147
GOVNNINST	0.584	0.135	0.229	0.144	0.658	0.137	0.694	0.130
社数	1,617		1,042		1,289		1,616	

24

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

24

推計結果: 1968-2001

1968-2001年 企業特性	model1		model2		model3		model4		model5	
	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value
ROE	-1.628	-2.760	-1.801	-2.973	-1.705	-1.774	-1.877	-1.909	-2.034	-2.068
SIZE	-0.012	-2.205	-0.028	-0.014	-0.017	-0.002	-0.027	-0.003	-0.008	-0.797
GROWSALE	-1.562	-6.879	-1.522	-6.818	-1.268	-5.868	-1.248	-5.764	-1.112	-5.175
RNDADV	-0.345	-1.585	0.113	0.380	-1.711	-0.687	-0.474	-2.262	-0.450	-2.184
ACCELDEP					0.177	2.319	0.089	0.239	0.042	0.000
LOWERINV					0.003	0.150	0.981	-0.020	-0.906	-0.365
DIVASS					-12.186	-3.679	0.000	-12.174	-3.645	0.000
INTENS					0.245	2.877	0.004	0.702	3.420	0.001
LEV					-0.732	-6.027	0.000	-0.756	-5.477	0.000
LABOR-ST									-0.723	-5.262
LABOR-LT									-0.459	-4.191
BONUS								2.557	0.656	0.512
GOVNBK									-0.851	-0.210
GOVNMANG									0.307	2.002
GOVNBANK									0.159	0.701
GOVNNINST									0.312	2.732
									-0.229	-1.522
決定係数	0.113		0.121		0.164		0.173		0.182	
観測数(社)	1617		1617		1617		1617		1617	

25

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

25

推計結果の解釈モデル1: 1968-2001

- ❖ *ROE*と*GROWSALE*の係数は、それぞれ、-1.62, -1.56, 符号は予想どおりマイナスで、結果も有意
- ❖ *RNDADV*の係数は、-0.34(p -value = 0.11)で、係数は予想どおりマイナスであるが、有意な結果とはなっていない。
- ❖ その他のモデルでは、ほぼ有意な結果。

26

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

26

推計結果の解釈モデル2: 1968-2001

- ❖ *ACCELDEP*の係数は0.17(p -value = 0.00)と、係数の符号は予想と異なりプラスである。この点は、その他のモデルでも同様である
- ❖ *LOWERINV*の係数はすべてのモデルにおいて有意ではない

27

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

27

推計結果の解釈モデル3: 1968-2001

- ❖ *LEV*と*INTENS*、*DIVASS*の推計係数は、それぞれ-0.73(p -value = 0.00)、0.24(p -value = 0.00)、-12.18(p -value = 0.00)と、予想どおりの符号でかつ有意な推計結果となっている
- ❖ レバレッジが高い企業や配当支払の大きな企業ほど、株主と債権者のコンフリクトが大きい。
- ❖ *INTENS*の大きい資本集約型企業は、配当として資金が株主に流出される可能性が低いいため、保守性が相対的に低い傾向にあると考えられる。

28

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

28

推計結果の解釈モデル4: 1968-2001

- ❖ *LABOR-ST*と*LABOR-LT*の推計係数は、-0.45(p -value = 0.00)と0.06(p -value = 0.15)
- ❖ *LABOR-ST*の係数は有意な負の値となっており、株主と従業員の短期的なコンフリクトが大きいほど、保守的な会計を選択するという仮説を支持する結果が得られた。
- ❖ *LABOR-LT*の符号は予想されたとおりプラスであるが、有意ではない
- ❖ 経営者の報酬(*BONUS*)と会計の保守性の関連は確認できない

29

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

29

推計結果の解釈モデル5: 1968-2001

- ❖ *GOVNMANG*と*GOVNNINST*の係数の符号は予想されたとおりであるが、有意な推計結果が得られていない。
- ❖ *GOVNBK*と*GOVNBANK*の係数は、0.30(p -value = 0.04)と0.31(p -value = 0.00)である。どちらの推計結果も有意であるが、符合は予想に反してプラスである。

30

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

30

業種要因の影響

- ❖ 研究開発費・広告宣伝費 ($RNDADV$) の係数は、業種効果を調整した結果、有意な推計値となっていない
- ❖ この理由の1つとして、研究開発費や広告宣伝費の支出額が業種平均をターゲットとしている可能性
- ❖ この点を除けば、これまでの推計結果とほぼ同じである

31

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

31

業種要因の影響

1968-2001年 企業特性	model1		model2		model3		model4		model5	
	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value
定額	-0.015	-2.110	0.005	-0.016	-2.171	-0.019	-2.044	0.008	-0.017	-2.459
ROE	-1.656	-2.801	0.005	-1.802	-2.997	0.003	-1.871	-1.996	-2.044	-2.154
SIZE	-0.016	-2.821	0.005	-0.016	-2.804	0.005	-0.006	-0.865	0.387	-0.005
GROWSALE	-1.235	-5.341	0.000	-1.243	-5.276	0.000	-1.052	-4.204	0.000	-1.019
RNDADV	0.053	0.345	0.886	0.027	0.122	0.903	-0.041	-0.190	0.449	-0.026
ACCELEP										
LOWERNV										
DIVASS										
INTENS										
LEV										
LABOR-ST										
LABOR-IT										
BONUS										
GOVNBK										
GOVNMANG										
GOVNBANK										
GOVNST										
決定係数	0.094		0.100		0.123		0.133		0.140	
観測数(社)	1617		1617		1617		1617		1617	

32

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

32

会計上の認識ラグの要因分析

- ❖ 会計上の認識ラグ要因 LC は、ベータ係数が GAAP (一般に認められた会計原則) などによって外生的に与えられる側面が強いいため、GAAP の影響を強く受ける

$$LC_{t,i} = \sum_{j=0}^6 \beta_j (R_{t-j,i} - R_{t-j,,} - R_{.,i} + R_{.,,})$$

33

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

33

会計上の認識ラグの推計

- ❖ プールしたサンプルで LC を推計したうえで、これを被説明変数として企業効果におけるモデル1~5と同様の手法で分析

34

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

34

LCの推計結果

1968-2001年 企業特性	model1		model2		model3		model4		model5	
	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value	推計値	t-value
定額	0.025	3.970	0.009	0.035	4.712	0.000	0.020	4.502	0.000	0.122
ROE	-0.186	-25.887	0.000	-0.187	-25.879	0.000	-0.169	-22.971	0.000	-0.172
SIZE	-0.081	-1.225	0.221	-0.081	-1.752	0.080	-0.069	-1.676	0.090	-0.667
GROWSALE	-0.054	-12.235	0.000	-0.054	-12.215	0.000	-0.059	-13.277	0.000	-0.058
RNDADV	-0.042	-2.001	0.045	-0.047	-2.219	0.027	0.025	2.545	0.011	0.032
ACCELEP										
LOWERNV										
DIVASS										
INTENS										
LEV										
LABOR-ST										
LABOR-IT										
BONUS										
GOVNBK										
GOVNMANG										
GOVNBANK										
GOVNST										
決定係数	0.035		0.036		0.047		0.052		0.060	
観測数(社)	4364		4364		4364		4364		4364	

35

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

35

LCの推計結果の解釈: モデル1

- ❖ ROE と $GROWSALE$ の係数はすべての期間、すべてのモデルにおいて有意なマイナスの推計値が得られた
- ❖ 収益成長性の高い企業ほど、会計上の認識ラグが大きい

36

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定: 経済的機能

36

LCの推計結果の解釈:モデル2

- ❖ *ACCELDEP*と*LOWERINV*の係数は、有意でなかったり、符号条件が予想と異なりプラスであるケースが多くみられた

37

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

37

LCの推計結果の解釈:モデル3

- ❖ *INTENS*の係数
 - ❖ 1968-1975年と1991-2001年の期間で、ほとんどすべてのモデルにおいて有意なプラス
 - ❖ 1968-2001年では有意な結果が得られておらず、1991-2001年ではマイナスと
- ❖ *DIVASS*と*LEV*の係数
 - ❖ 1991-2001年の期間を除いて、すべてのモデルで有意なマイナスの推計値が得られた

38

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

38

LCの推計結果の解釈:モデル4

- ❖ *LABOR-ST*の係数はほぼすべてのモデルで有意なプラスの推計値
- ❖ *LABOR-LT*と*BONUS*の係数については有意ではないケースが多い

39

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

39

LCの推計結果の解釈:モデル5

- ❖ *GOVNBK*と*GOVNBANK*の推計係数はすべての期間で有意なプラスの値
- ❖ 大株主や銀行の持株比率が高いほど、認識ラグ要因は大きい
 - ❖ 簿価は株式リターンに含まれる情報を早期に織り込む

40

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

40

LCの推計結果の解釈:モデル5

- ❖ *GOVNMANG*と*GOVNINST*の推計係数は、すべての期間で有意なマイナスの値
- ❖ 経営者や法人株主の持株比率が高いほど、認識ラグ要因は小さい

41

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

41

LCの推計結果の解釈:モデル5

- ❖ ステークホルダー間のコンフリクトや株主構成が保守的な会計制度設計に重要な影響
- ❖ 企業効果から測定された会計の保守性(*CONSV*)の推計結果
 - ❖ 経営者は短期的な利益分配を 선호するので、より保守的でない会計を採用する傾向
- ❖ 認識ラグ要因(LC)に関する推計結果
 - ❖ 経営者の短期的な利益指向を緩和するために、むしろ保守的な会計制度が設けられている可能性

42

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

42

将来の研究課題

- ❖ 投資家への有用な情報提供機能という観点
- ❖ 取得原価主義と保守的な会計によって企業のリスクやイノベーションを財務諸表情報に織り込むべきか、あるいは、時価主義とリスク情報の開示によるかは、制度的な検討課題

43

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

43

将来の研究課題

- ❖ ステークホルダー間の利害調整手段としての会計機能の観点
- ❖ 会計政策変更、配当制限や利益維持等の債務契約条項、経営者報酬、従業員の雇用契約と会計の保守性の関連を検討すべきである

44

2003 薄井彰 (C)

保守的な会計測定の経済的機能

44

2. 企業の財務報告と株式市場の流動性*

神戸大学 音川 和久

1. はじめに

本研究では、会計基準の変更が東京証券取引所のマーケット・マイクロストラクチャーに及ぼした影響を検討するために、指値売り注文の最低価格と指値買い注文の最高価格の差額として定義されるビッド・アスク・スプレッド (bid-ask spread) に注目する⁽¹⁾。このビッド・アスク・スプレッドは、情報劣位にあるトレーダー (uninformed trader) が情報優位にあるトレーダー (informed trader) との取引から自己を防衛しようとするために生ずるものであり、証券市場における情報の非対称性の程度を表す尺度の1つである⁽²⁾。さらに、たとえばビッド・アスク・スプレッドが小さい状況では、大量の売買注文であっても相対的に小さな価格変化で取引が執行される。反対に、スプレッドが拡大していれば、たとえ少数の株式売買であっても大きな価格変動が生じうる。すなわち、ビッド・アスク・スプレッドは、投資家が株式を売買する際に負担しなければならない取引費用の一部を構成しており、株式市場の流動性を示す尺度でもある。

Lev (1988) や Levitt (1998) は、こうした情報の非対称性、それに起因する証券市場の機能不全を解消することが財務報告規制の重要な役割であると主張している。そして、1997年以降に公表された『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』をはじめとする一連の新会計基準もまた、幅広い投資家層の市場参加、活力や秩序のある証券市場の確立を企図しているものと考えられる。そこで、本研究は、①1990年代後半から実施された一連の会計基準変更が証券市場参加者間の情報の非対称性や証券市場の流動性を改善させたか否か、②その改善効果はどのような特徴を有する企業において最も顕著であるかを、ビッド・アスク・スプレッドの時系列動向に焦点を当てながら実証的に分析する⁽³⁾。

2. 先行研究のレビュー

ビッド・アスク・スプレッドに対する財務報告の影響について実証的に分析している欧米の先行研究は、分析対象期間の長短に基づいて大別することができる (包括的なサーベイは Callahan, Lee and Yohn, 1997 を参照)⁽⁴⁾。たとえば、Morse and Ushman (1983) は、店頭上場企業25社が1973-76年にかけて発表した延べ378個の四半期利益発表をサンプルとして、その前後21日間のビッド・アスク・スプレッドを調査した。しかし、四半期利益発表日周辺において、有意な変化を発見

することはできなかった。Venkatesh and Chiang (1986) は、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 上場企業75社の1973年のデータを用いて、利益と配当が発表される直前期間のビッド・アスク・スプレッドを分析した。ある発表が行われてから10日以降30日以内に別の発表が行われるようなケースについて、2番目の発表が行われる直前期間のスプレッドが有意に増加することを報告した。Lee, Mucklow and Ready (1993) は、NYSE に上場する企業230社の1988年のデータを用いて、四半期利益発表時点のビッド・アスク・スプレッドとデプスを調査した。そして、利益発表の数日前からスプレッドが増加しデプスが減少すること、さらに利益発表時点を含む30分間にスプレッドが著しく拡大することを析出した。Coller and Yohn (1997) は、NYSE 上場企業などが1988-92年にかけて開示した延べ278個の経営者利益予測を分析対象とした。そして、予測情報が開示される以前のビッド・アスク・スプレッドは業種や規模が類似する非開示企業のほうが有意に小さいこと、開示企業のスプレッドは公表日およびその翌日において増加すること、しかしそれ以降のスプレッドは開示企業と非開示企業の間で有意な差異がないことを発見した。

それに対して、ビッド・アスク・スプレッドの動向を数カ月から1年以上にも及ぶ長期間にわたって追跡した研究もある。たとえば、Greenstein and Sami (1994) は、SEC の要求に従いセグメント情報を1970年に初めて開示した企業のビッド・アスク・スプレッドが有意に減少したことを発見した。Boone (1998) は、会計連続通牒第253号に基づいて石油・ガス埋蔵量の割引現在価値を開示した企業のビッド・アスク・スプレッドが有意に減少したことを例証した。また、Leuz and Verrecchia (2000) は、国際会計基準や米国会計基準に変更した企業のほうがドイツの国内基準を継続採用している企業に比べてビッド・アスク・スプレッドが小さいことを報告した。

以下では、新しい会計基準の導入が東京証券取引所上場企業のビッド・アスク・スプレッドに及ぼした長期的な影響を検証することに主眼があるから、後者の先行研究を参照しながらリサーチ・デザインを構築する。

3. データとサンプル

本研究で使用する証券市場に関連する変数は、日経 QUICK 情報㈱が提供する日経個別株式 TICK データ (1996年4月から2002年3月までの72カ月間) から抽出した。また、財務諸表に関連する変数は、日本経済新聞社『日経 NEEDS 企業財務データ』と『日経テレコン21』、および週刊経営財務編集部編『会計ビッグバンによる会計処理の変更 実例集』から入手した。

上記の日経個別株式 TICK データに収録されている東京証券取引所上場企業は全部で2,328社である。そのうち、新規上場や上場廃止などの理由から全期間にわたって東京証券取引所に上場していない企業759社、以下で説明する証券市場関連変数の月次平均または月次標準偏差が全期間にわたって計算できない企業223社は、サンプルから除外した。したがって、本研究の基本サンプルは、東京証券取引所第一部または第二部に上場する企業1,346社である。

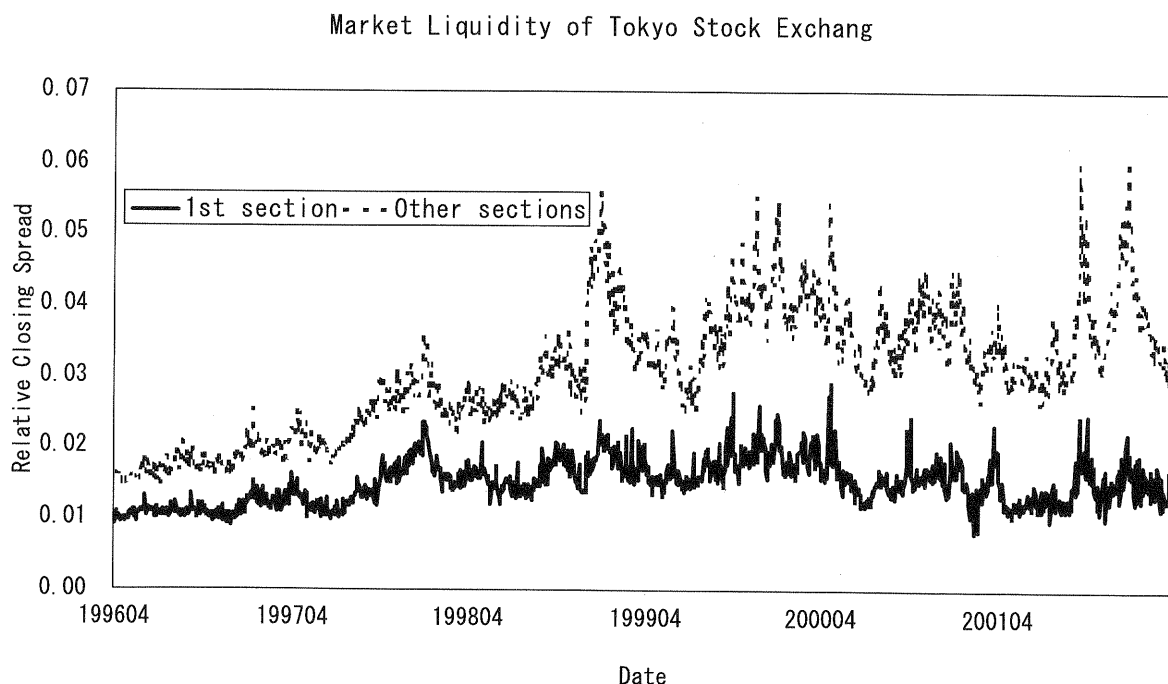
4. 新会計基準導入後のビッド・アスク・スプレッド水準

図表1は、取引終了時点の気配値に基づいて計算されるビッド・アスク・スプレッドを第一部上場企業とそれ以外の企業に区分して単純平均値を計算したものである。日々変動するビッド・アスク・スプレッドに対して、本節では、新会計基準の導入が個別企業のビッド・アスク・スプレッドに及ぼした影響を抽出するために、次のような実証モデルを推定する。

$$\ln(\text{SPR}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(\text{VOL}) + \alpha_2 \ln(\text{PRI}) + \alpha_3 \ln(\text{STD}) + \alpha_4 \text{DMY} + \varepsilon \quad (1)$$

SPRは、取引終了時点の売り一般気配値(Ask)と買い一般気配値(Bid)に基づいて計算されるビッド・アスク・スプレッド $(= (\text{Ask} - \text{Bid}) / [(\text{Ask} + \text{Bid}) / 2])$ の月次平均である。VOLは、各取引日の出来高を発行済株式数で割算した比率の月次平均である。PRIは、各取引日の終値を月次平均したものである。STDは、各取引日の終値に基づいて計算される株価変化率の月次標準偏差を示す。これらは、先行研究において指摘されてきたビッド・アスク・スプレッドの決定要因である(たとえば Callahan, Lee and Yohn, 1997, p. 52, table 1 を参照)。そして、DMYは、本研究において最も注目すべき変数であり、新会計基準導入後の期間ならば1、それ以外の期間ならばゼロの値をとるダミー変数である。したがって、DMYの係数がマイナスの符号ならば、ビッド・アスク・スプレッドの決定要因の変化を所与とした上で、新会計基準の導入以降にビッド・アスク・スプレッドが低下した、すなわち情報の非対称性および市場の流動性が改善したことを示す。

図表1：東京証券取引所における市場平均ビッド・アスク・スプレッドの動向



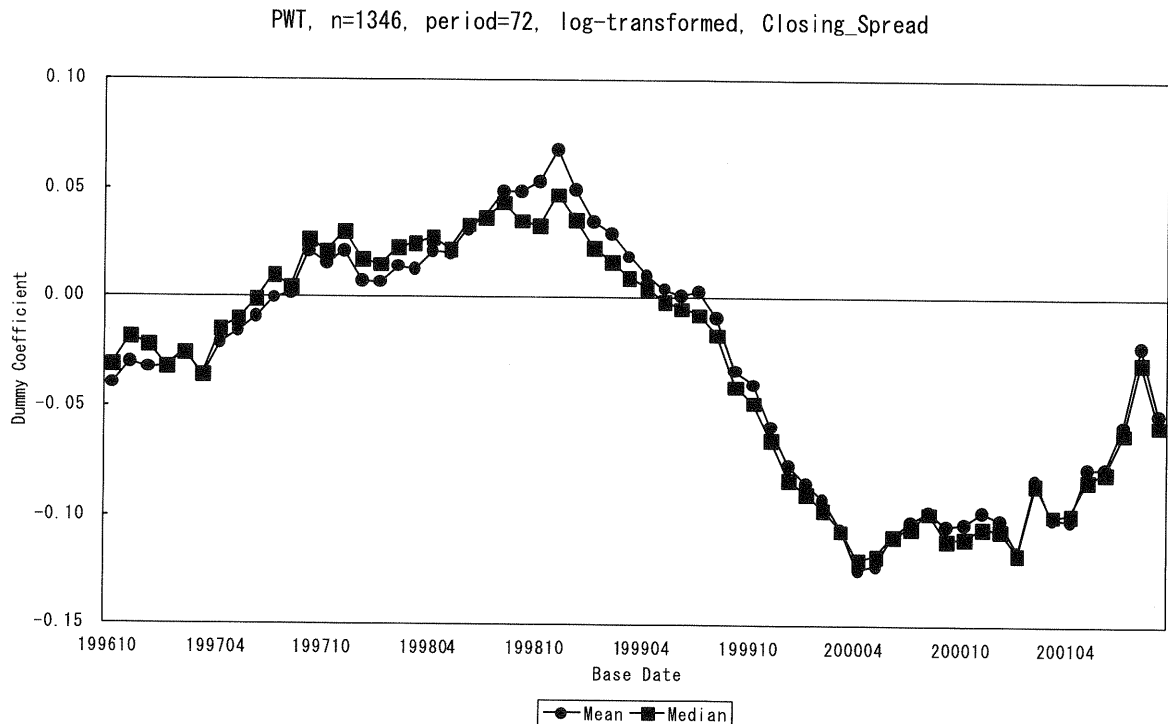
反対に、プラスの符号は、ビッド・アスク・スプレッドが上昇した、すなわち情報の非対称性や市場の流動性が悪化したものと考えられる。なお、ダミー変数を除く各変数は、対数変換したものを使用する。

(1)式の推定方法は、次のとおりである。まず、各企業のビッド・アスク・スプレッドに対する新会計基準の影響を検出するため、企業毎に72カ月間の時系列データを用いて推定する。次に、新会計基準導入時点を事前に特定することはしない。その代わりに、前半期間と後半期間を区分する基準時点 (base date) を任意に定めた上で、ダミー変数の値は、基準時点を含むそれ以前の期間についてゼロ、それ以後の期間について1とする。基準時点の設定は1996年10月から2001年9月までの各月について任意に行い、実証モデルはその都度繰り返し推定する。さらに、誤差項の一階の自己相関に対処するため、Prais-Winsten 変換法を用いて二段階で係数推定値を求める (たとえば、蓑谷、1997を参照)。

したがって、(1)式の推定を161,520 ($=1,346 \times 60 \times 2$) 回繰り返した結果は、次のとおりである。1 番目に、ビッド・アスク・スプレッドの決定要因にかかる係数は一般的に、出来高 (VOL) と株価水準 (PRI) がマイナス、株価のボラティリティ (STD) がプラスである。これらは、先行研究の結果と基本的に首尾一貫している。2 番目に、モデルの説明力を示す自由度調整済み決定係数は、各基準時点についてサンプル企業の平均値が約55%である。3 番目に、ダービン・ワトソン比検定によれば、各基準時点について、サンプル企業の圧倒的大部分 (少なくとも1,326社) は、誤差項に一階の自己相関がないという帰無仮説を両側10%の有意水準で棄却できない。

一方、図表2は、任意に定めた60個の基準時点毎に、1,346社のダミー変数 (DMY) の係数推定値の平均値および中央値をグラフ化したものである⁽⁵⁾。ダミー変数の係数推定値は、その定義によって、基準時点を含むそれ以前の期間と比較した場合の、基準時点以後のビッド・アスク・スプレッド水準を示す。したがって、基準時点を1999年10月に設定した場合にダミー変数の係数の平均値 (中央値) がマイナスになることは、平均的な企業について、1999年11月以降の期間はそれ以前の期間に比べて、ビッド・アスク・スプレッドの水準が小さいことを意味する。そして、この時期は、1999年4月1日以降に開始する事業年度について、上半期の中間決算情報が公表される時期に相当する。また、基準時点を2000年4月に設定した場合、ダミー変数の係数の平均値 (中央値) は、最も大きなマイナスの値を示している。すなわち、平均的な企業について、2000年5月以降の期間はそれ以前の期間に比べてビッド・アスク・スプレッドの水準が大きく低下していることを意味する。そして、この時点は、1999年4月1日以降に開始する事業年度について、当該年度の年次決算情報が公表される時期に相当する。こうした実証結果から、一般的に主張されている新会計基準の導入時期と相前後して、ダミー変数の係数がマイナス、すなわち新会計基準導入以降の期間のビッド・アスク・スプレッドはそれ以前の期間に比べて小さく、情報の非対称性や市場の流動性が改善したものと解釈される。

図表 2：基準時点以降のビッド・アスク・スプレッドの平均的な水準



5. ビッド・アスク・スプレッドの順位回帰分析

しかしながら、それは単なる偶然の一致にすぎないかもしれない。本節では、新会計基準の導入がビッド・アスク・スプレッドを低下させたことを示す直接的な証拠を獲得するために追加的な分析を実施した。たとえば、持株基準から支配力基準への変更は連結範囲を拡大し、企業グループ全体の経営実態をよりいっそう明瞭に表示できるものと期待されているが、100%所有の子会社を利用しながらグループ展開を図るといような経営戦略を採用している企業の連結範囲は、持株基準であれ支配力基準であれ基本的に異ならない。すなわち、新会計基準の影響は企業間で同じではないから、各企業に対する新会計基準の影響度と導入後のビッド・アスク・スプレッドの低下を示すダミー変数の間に有意な相関関係を発見することができれば、それは、新会計基準の導入がビッド・アスク・スプレッドを低下させたことを示す直接的な証拠と考えられる。

そこで、銀行・証券・保険の各業種に属する企業を除いた2000年3月期決算企業1,056社のデータを用いて、図表3で定義された新会計基準の影響度を示す11個の変数と5つのコントロール変数を独立変数、(1)式で推定された各企業のダミー変数(DMY)の係数(基準時点を2000年4月または5月とした場合)を従属変数とする多変量回帰モデルを設定し、順位回帰(rank regression)という手法を用いて推定した。

図表4は、その推定結果である。1番目に、2000年3月期に連結範囲または持分法適用範囲を変

図表 3：新会計基準の影響度を測定する変数

<u>連結財務諸表原則関連変数</u>	
CONSOL	= 2000年3月期において連結財務諸表を新たに開示すれば1、そうでなければ0
CONRNG	= 2000年3月期において連結範囲または持分法適用範囲を変更していれば1、そうでなければ0
CONPAR	= 連結総資産と親会社総資産の差額（絶対値）を親会社総資産で割算した比率
SECSTD	= 米国会計(SEC)基準採用企業ならば1、そうでなければ0
<u>キャッシュフロー計算書作成基準関連変数</u>	
CASHFL	= 売上高に対する会計発生高（税金等調整前利益－営業キャッシュフロー）の絶対値の比率
<u>研究開発費会計基準関連変数</u>	
RDCOST	= 売上高に対する研究開発費の比率
<u>中間連結財務諸表作成基準関連変数</u>	
INTERM	= 1999年9月中間期において中間連結財務諸表を早期開示していれば1、そうでなければ0
<u>税効果会計基準関連変数</u>	
DEFTAX	= 総資産に対する繰延税金資産・負債合計の比率
<u>退職給付会計基準関連変数</u>	
POSRET	= 2000年3月期において退職給付関連の限定意見が表明されていれば1、そうでなければ0
<u>セグメント情報会計基準関連変数</u>	
SEGMET	= 2000年3月期においてセグメント情報関連の限定意見が表明されていれば1、そうでなければ0
<u>減損会計基準関連変数</u>	
IMPLOS	= 売上高に対する資産処分損・評価損（特別損失計上分）の比率
<u>その他のコントロール変数</u>	
TASSET	= 期末総資産額（自然対数変換）
LARSTK	= 大株主持株比率
FOREGN	= 外国人持株比率
INDIVI	= 個人持株比率
LISSEC	= 東京証券取引所第一部に継続上場ならば1、そうでなければ0

図表 4：順位回帰の推定結果

Base Date	200004		200005	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
Intercept	0.453	5.511	0.479	5.808
CONSOL	-0.004	-0.108	0.001	0.031
CONRNG	-0.042	-1.841	-0.046	-1.995
CONPAR	-0.035	-0.930	-0.046	-1.233
SECSTD	-0.120	-1.815	-0.100	-1.516
CASHFL	0.009	0.276	0.004	0.110
RDCOST	0.082	2.362	0.074	2.116
INTERM	0.021	0.781	0.003	0.111
DEFTAX	-0.037	-1.081	-0.037	-1.083
POSRET	-0.009	-0.428	-0.002	-0.077
SEGMET	-0.011	-0.334	-0.016	-0.463
IMPLOS	-0.056	-1.726	-0.063	-1.932
TASSET	0.032	0.663	0.067	1.379
LARSTK	0.163	3.504	0.143	3.067
FOREGN	-0.020	-0.407	-0.021	-0.416
INDIVI	0.053	0.991	0.045	0.826
SECTIN	-0.029	-1.129	-0.039	-1.509
Adj. R2	0.039		0.033	
F-statistic	3.688		3.236	
Observations	1056		1056	

更した企業はそうでない企業に比べて、ビッド・アスク・スプレッドが有意に低下している。このことは、持株基準から支配力基準・影響力基準への変更による連結範囲・持分法適用範囲の拡大が企業グループ全体の経営実態をより明確に表示できるようになったことが一因かもしれない。2番目に、米国会計基準（SEC 基準）を採用する企業のほうが、ビッド・アスク・スプレッドがより大きく低下する傾向がみられる。これは、国際会計基準や米国会計基準に変更した企業のほうがドイツの国内基準を継続採用している企業に比べてビッド・アスク・スプレッドが小さいことを報告した先行研究（Leuz and Verrecchia, 2000）と首尾一貫するものである。3番目に、売上高に比べて研究開発費が大きく、研究開発活動に積極的な企業ほどビッド・アスク・スプレッドが低下していない。このことは、研究開発支出に関する会計基準が整備された背景や意図とは必ずしも合致しないが、即時費用処理によってオフ・バランスとなっている研究開発資産が大きい企業ほど市場の流動性が低いことを示唆する米国の研究結果（Boone, 2001）とは整合的である。4番目に、2000年3月期に巨額の資産処分損・評価損を計上し、保有資産の減損を自発的に処理した企業ほど、ビッド・アスク・スプレッドが有意に低下している。このことは、減損会計の導入が情報の非対称性や市場の流動性を改善しうること示唆するものである。5番目に、株主構成については、大株主持株比率が低い企業ほど、ビッド・アスク・スプレッドが有意に低下していることが確認された。最後に、各変数の統計的有意水準は必ずしも高くなく、モデルの説明力を示す決定係数は3%弱にすぎないから、新会計基準導入後のビッド・アスク・スプレッドの低下について、その企業間差異を十分に説明できているわけではない。

6. 発見事項の要約と今後の課題

本研究は、昨今導入された新会計基準が証券市場における情報の非対称性または流動性を改善させたか否かを検証するために、ビッド・アスク・スプレッドの時系列動向に焦点を当てた。分析結果は、新会計基準の導入時期に関する一般的な主張と首尾一貫して、新基準導入後の期間のビッド・アスク・スプレッドはそれ以前の期間に比べて小さく、情報の非対称性や市場の流動性が改善したことを示している。さらに、各企業に対する新基準の影響度と導入後のビッド・アスク・スプレッドの低下を示す変数間に、有意な相関関係が存在することを示唆している。ただし、新基準導入後のビッド・アスク・スプレッドの低下について、その企業間差異を十分に説明することはできていない。したがって、本研究は、ビッド・アスク・スプレッドが最近低下傾向にあることを示す証拠を獲得したが、それが新会計基準の導入に起因することを示す強力な証拠を提供しているわけではない。

もっとも、①すでに導入された新会計基準の影響度を示す変数の精緻化、②比較的最近になって導入された金融商品や退職給付債務などの新会計基準および今後導入予定の会計基準の影響も把握するためのサンプル期間の拡大、③売り気配値または買い気配値で待機している注文株数によって

測定される市場の厚み (depth) を加えた情報の非対称性や市場の流動性についての包括的な調査など、本研究のリサーチ・デザインを改善するために今後検討すべき課題が数多く残されている。

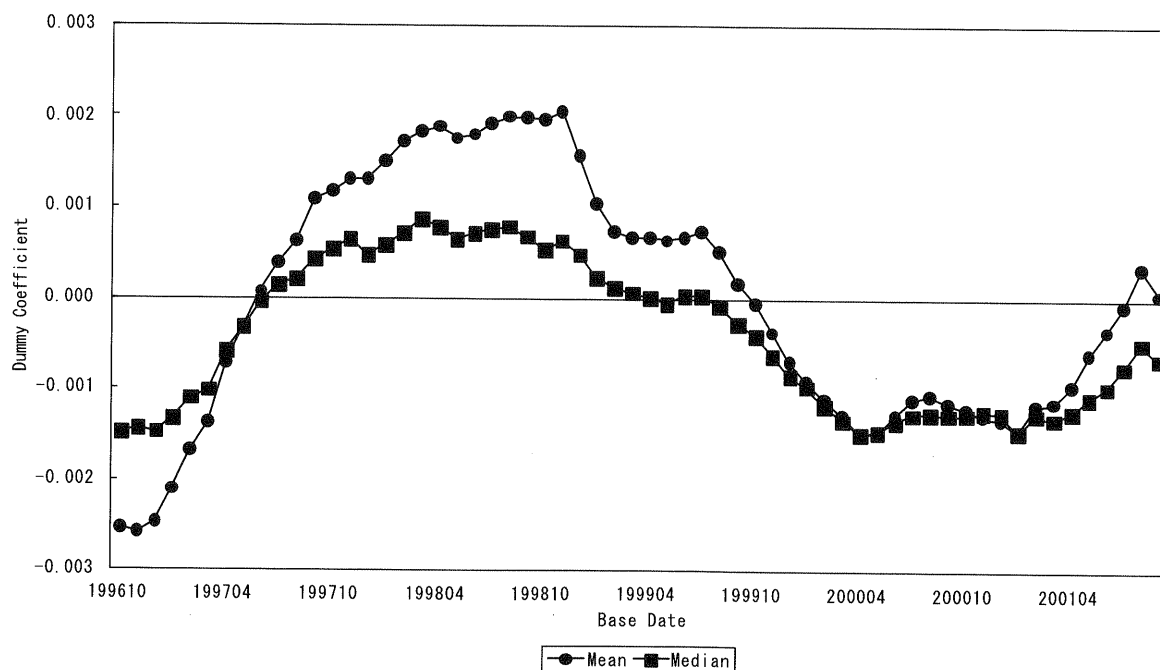
注

* 本稿は、経済産業省企業行動課の委託研究「会計基準の変更が企業経営と経済システムに与えた影響に関する実証分析」による研究成果の一部である。また、拙稿「新会計基準とマーケット・マイクロストラクチャー」会計、第161巻第5号 (2002年 5 月)、28-38頁も併せて参照されたい。

- (1) 日本の証券取引所、たとえば東京証券取引所や店頭株式市場のマイクロストラクチャーを分析した先行研究として、Lehmann and Modest (1994)、Hamao and Hasbrouck (1995)、大村ほか (1998)、芹田 (2002)、宇野ほか (2002) がある。
- (2) たとえば、Glosten and Milgrom (1985) などの理論研究を参照。
- (3) スプレッドの水準が小さい企業ほど低い資本コストを享受しているという Amihud and Mendelson (1986, 1989) の研究結果に基づけば、ビッド・アスク・スプレッドは企業サイドにとっても非常に重要な変数である。
- (4) その他の企業イベントに注目した研究も蓄積されている。たとえば、Conrad and Niden (1992) や Jennings (1994) は企業買収発表時点、Barclay and Smith (1988)、Singh, Zaman and Krishnamurti (1994)、Wiggins (1994) および Miller and McConnell (1995) は自社株買い発表時点のビッド・アスク・スプレッドをそれぞれ分析している。
- (5) 分析結果の頑健性を確認するために、いくつかの追加的な分析を実施した。付録Aは、Prais-Winsten 変換法を用いずに通常最小二乗法 (OLS) を用いて(1)式を推定した場合の結果である。付録Bは、データ期間を1999年 4 月から2002年 3 月までの36カ月間とした上で(1)式を再度推定しなおした場合の結果である。付録Cは、取引終了時点の気配値に基づいて各取引日のビッド・アスク・スプレッドを計算するのではなく、日中の約定成立時点において有効であった気配値に基づいて計算されるビッド・アスク・スプレッドの日次単純平均を用いた場合の結果である。しかし、本文で指摘した基本的な傾向について、大きな変化はみられない。

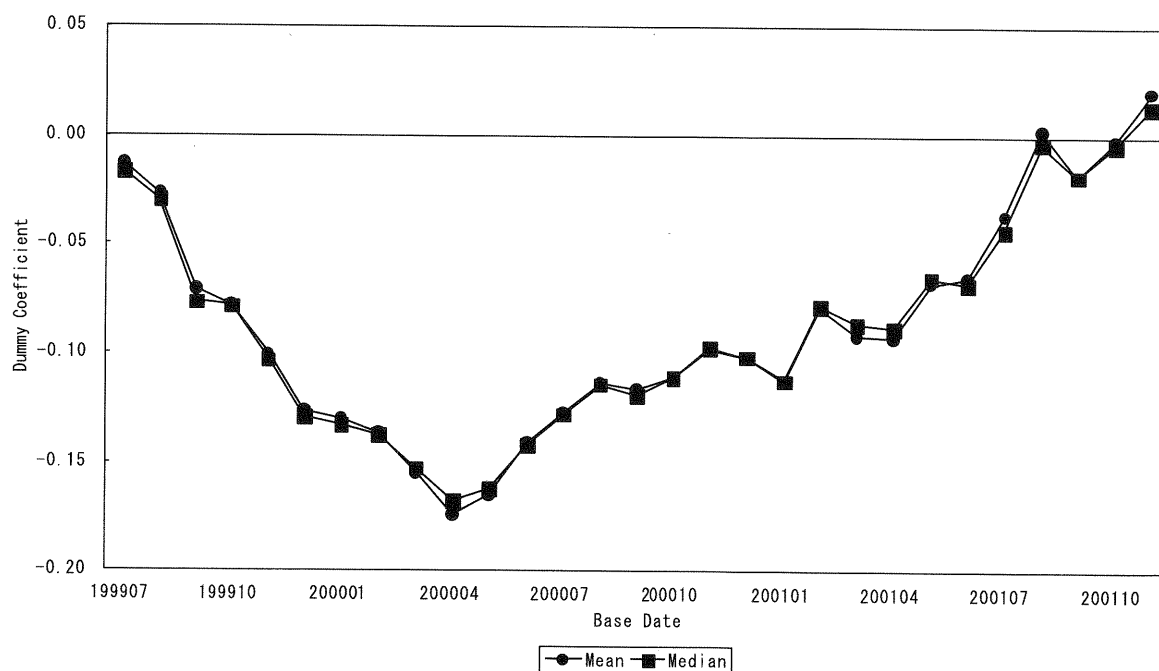
付録A：実証モデルの推定方法に通常最小二乗法 (OLS) を選択した場合

OLS, n=1346, period=72, log-transformed, Closing_Spread



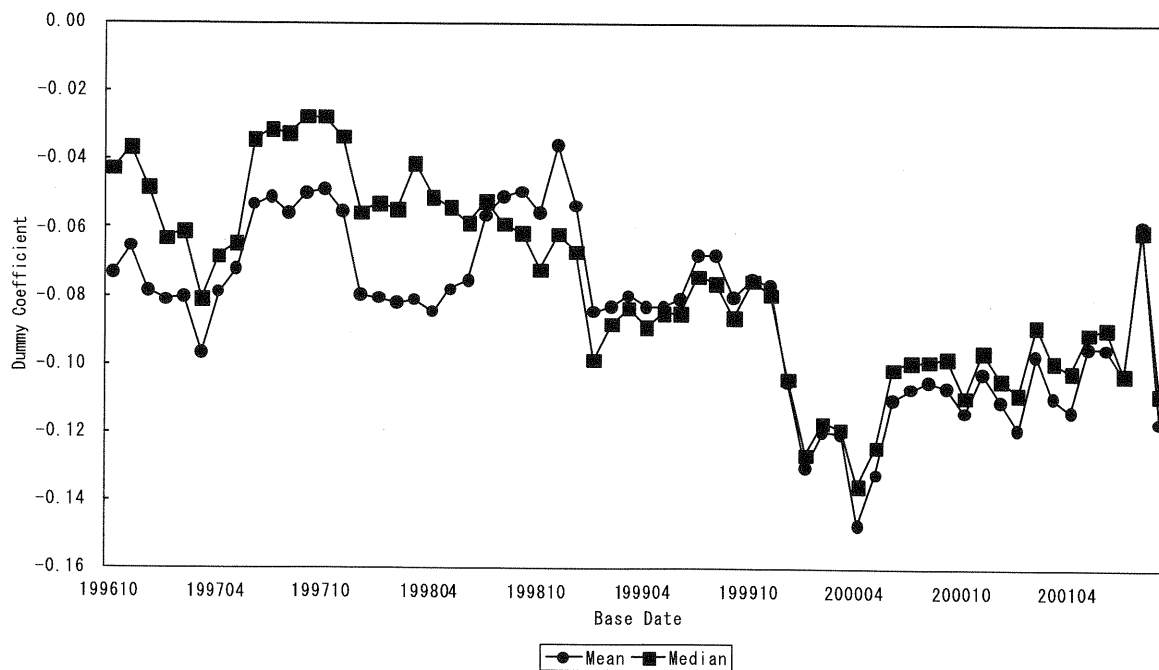
付録B：データ期間を1999年4月から2002年3月までの36カ月間に変更した場合

PWT, n=1346, period=36, log-transformed, Closing_Spread



付録C：ビッド・アスク・スプレッドを各約定成立時点の気配値に基づいて計算した場合

PWT, n=1369, period=72, log-transformed, Daily_Spread



参考文献

- Amihud, Y. and H. Mendelson, "Asset Pricing and the Bid-Ask Spread," *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, No. 2 (December 1986), pp. 223-249.
- Amihud, Y. and H. Mendelson, "The Effects of Beta, Bid-Ask Spread, Residual Risk, and Size on Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 44, No. 2 (June 1989), pp. 479-486.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr., "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, No. 1 (October 1988), pp. 61-82.
- Boone, J. P., "Oil and Gas Reserve Value Disclosures and Bid-Ask Spreads," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 17, No. 1 (Spring 1998), pp. 55-84.
- Boone, J. P. and K. K. Raman, "Off-Balance Sheet R&D Assets and Market Liquidity," *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 20, No. 2 (Summer 2001), pp. 97-128.
- Callahan, C. M., C. M. C. Lee and T. L. Yohn, "Accounting Information and Bid-Ask Spreads," *Accounting Horizons*, Vol. 11, No. 4 (December 1997), pp. 50-60.
- Coller, M. and T. L. Yohn, "Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads," *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, No. 2 (Autumn 1997), pp. 181-191.
- Conrad, J. and C. M. Niden, "Order Flow, Trading Costs and Corporate Acquisition Announcements," *Financial Management*, Vol. 21, No. 4 (Winter 1992), pp. 22-31.
- Glosten, L. R. and P. R. Milgrom, "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1 (March 1985), pp. 71-100.
- Greenstein, M. M. and H. Sami, "The Impact of the SEC's Segment Disclosure Requirement on Bid-Ask Spreads," *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 1 (January 1994), pp. 179-199.
- Hamao, Y. and J. Hasbrouck, "Securities Trading in the Absence of Dealers: Trades and Quotes on the Tokyo Stock Exchange," *Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 3 (Autumn 1995), pp. 849-878.
- Jennings, R., "Intraday Changes in Target Firms' Share Price and Bid-Ask Quotes around Takeover Announcements," *Journal of Financial Research*, Vol. 17, No. 2 (Summer 1994), pp. 255-270.
- Lee, C. M. C., B. Mucklow and M. J. Ready, "Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis," *Review of Financial Studies*, Vol. 6, No. 2 (Summer 1993), pp. 345-374.
- Lehmann, B. N. and D. M. Modest, "Trading and Liquidity on the Tokyo Stock Exchange: A Bird's Eye View," *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 3 (July 1994), pp. 951-984.
- Leuz, C. and R. E. Verrecchia, "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (Supplement 2000), pp. 91-124.
- Lev, B., "Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy," *The Accounting Review*, Vol. 63, No. 1 (January 1988), pp. 1-22.
- Levitt, A., "The Importance of High Quality Accounting Standards," *Accounting Horizons*, Vol. 12, No. 1 (March 1998), pp. 79-82.
- Miller, J. M. and J. J. McConnell, "Open-Market Share Repurchase Programs and Bid-Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, No. 3 (September 1995), pp. 365-382.
- Morse, D. and N. Ushman, "The Effect of Information Announcements on the Market Microstructure," *The Accounting Review*, Vol. 58, No. 2 (April 1983), pp. 247-258.
- Singh, A. K., M. A. Zaman and C. Krishnamurti, "Liquidity Changes Associated with Open Market Repurchases," *Financial Management*, Vol. 23, No. 1 (Spring 1994), pp. 47-55.
- Venkatesh, P. C. and R. Chiang, "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements," *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5 (December 1986), pp. 1089-1102.
- Wiggins, J. B., "Open Market Stock Repurchase Programs and Liquidity," *Journal of Financial Research*, Vol. 17, No. 2

(Summer 1994), pp. 217-229.

宇野淳・嶋谷毅・清水季子・万年佐知子「JASDAQ 市場のマーケット・マイクロストラクチャーとスプレッド分布」日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2002-J-2、2002年3月。

大村敬一・宇野淳・川北英隆・俊野雅司『株式市場のマイクロストラクチャー』日本経済新聞社、1998年。

音川和久「新会計基準とマーケット・マイクロストラクチャー」会計、第161巻第5号（2002年5月）、28-38頁。

音川和久「四半期財務報告と株式市場の流動性」国民経済雑誌、第186巻第2号（2002年8月）、71-82頁。

週刊経営財務編集部編『会計ビッグバンによる会計処理の変更 実例集』税務研究会出版局、2000年。

芹田敏夫「インプライド・ビッド・アスク・スプレッドの推定—日中取引データを用いた日本株式の実証分析」

松浦克己・米澤康博（編著）『金融の新しい流れ—市場化と国際化』日本評論社、2002年、229-259頁。

蓑谷千風彦『計量経済学（第三版）』東洋経済新報社、1997年。

企業の財務報告と 株式市場の流動性

神戸大学大学院経営学研究科
音川 和久
2003年6月14日

1

Bid-Ask Spread

- ・ ニューヨーク証券取引所(NYSE)などの場合
スペシャリスト(マーケット・メーカー)が提示する売り気配値(ask price)と買い気配値(bid price)の差額
- ・ Glosten & Milgrom (1985)などの理論研究
Specialist, Informed Trader, Uninformed (Liquidity) Trader
① 事情に精通した取引者の割合(↑)
② その取引者が有する情報の精度(↑)
→ 売り気配値(↑)、買い気配値(↓)
→ ビッド・アスク・スプレッドが拡大する

2

Bid-Ask Spread

- ・ 東京証券取引所(TSE)の場合
指値売り注文の最低価格(ask price)と指値買い注文の最高価格(bid price)の差額

指値注文の板の例		
売り注文株数	価格(指値)	買い注文株数
3,000	500	
1,000	499	
5,000	498	
	497	
	496	
	495	2,000
	494	10,000
	493	7,000

谷川(2002, 185頁)を参照。

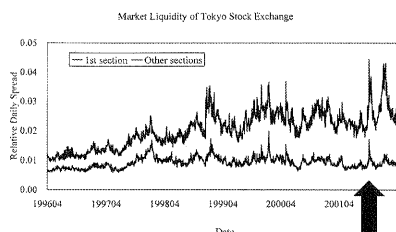
3

Bid-Ask Spread

- ① Uninformed and Non-Liquidity Trader → 指値注文
Uninformed and Liquidity Trader → 成行注文
Informed Trader → 成行注文
- ② 証券会社の自己売買部門によるマーケット・メーカーキング(芹田, 2002)
- ③ マーケット・メーカーの提示するスプレッドの構成要素(注文執行コスト、在庫保有コスト、逆選抜コスト)(Leuz & Verrecchia, 2000)
- ④ 市場平均ビッド・アスク・スプレッドの時系列動向(Chordia, Roll & Subrahmanyam, 2001)

4

Market Index of Bid-Ask Spread (図表1)



Date	Full Sample		1st Section		Other Sections	
	Spread	Obs.	Spread	Obs.	Spread	Obs.
20010910	0.0115	1771	0.0104	1449	0.0272	325
20010911	0.0131	1783	0.0094	1454	0.0295	329
20010912	0.0227	1753	0.0121	1393	0.0445	360
20010913	0.0179	1823	0.0134	1464	0.0361	359
20010914	0.0145	1786	0.0134	1453	0.0299	333

5

Spread and Cost of Capital

- ・ 1996年4月ならば、次のような回帰モデルを推定する:

$$RET = \beta_0 + \beta_1(BETA) + \beta_2 \ln(SIZE) + \beta_3 \ln(BMR) + \beta_4 \ln(SPR) + \varepsilon$$
- RET = 1996年5月から1年間のバイ・アンド・ホールド・リターン
- BETA = 1996年4月までの60カ月間の月次投資収益率データに基づくベータ値
- SIZE = 1996年4月末時点の時価総額(単位: 十億円)
- BMR = 直前期の株主資本簿価 ÷ 1996年4月末時点の時価総額
- SPR = 各約定成立時点の気配値に基づくビッド・アスク・スプレッドの日次単純平均を、さらに1996年4月の取引日にわたって単純平均したもの

6

Spread and Cost of Capital

・ サンプル

1996年4月から2001年12月までにわたって東京証券取引所第一部に上場している企業で、金融・保険・証券の各産業に属していない企業

・ 記述統計量

	Descriptive Statistics				
	RET (%)	BETA	SIZE (in billion yen)	BMR	SPR (%)
Mean	-6.474	1.128	241.378	0.969	0.976
Std. Dev.	41.247	0.408	883.897	0.705	0.739
Median	-12.613	1.119	49.985	0.766	0.797
Maximum	744.922	5.547	29029.290	12.978	18.062
Minimum	-97.330	-0.110	0.383	0.001	0.076
Observations	59553	59553	59553	59553	59553

7

Spread and Cost of Capital

RET = $\beta_0 + \beta_1(\text{BETA}) + \beta_2 \ln(\text{SIZE}) + \beta_3 \ln(\text{BMR}) + \beta_4 \ln(\text{SPR}) + \varepsilon$						
	N	Mean	Std. Dev.	1st. Q	Median	3rd. Q
Observations	57	1044.79	12.56	1033	1043	1058
b ₀	57	-16.404	31.397	-44.874	-16.287	13.430
t-statistic	57	-3.159	5.808	-8.767	-2.493	1.964
b ₁	57	-5.183	11.198	-12.676	-9.834	0.108
t-statistic	57	-2.733	3.613	-5.499	-4.016	0.040
b ₂	57	3.474	4.505	-0.312	3.113	6.792
t-statistic	57	3.718	5.160	-0.202	2.335	6.856
b ₃	57	2.502	6.325	-1.939	0.129	4.285
t-statistic	57	1.558	3.701	-1.037	0.103	2.572
b ₄	57	-0.553	3.824	-3.494	0.424	2.209
t-statistic	57	0.045	1.493	-1.220	0.110	1.167
adj. R ²	57	0.110	0.089	0.038	0.088	0.166
F-statistic	57	36.258	31.858	11.104	25.849	52.197

8

Research Objectives

- ①財務報告（決算発表）周辺のビッド・アスク・スプレッドの動向 → Event Studyの手法を援用
Morse & Ushman (1983), Lee, Mucklow & Ready (1993), Coller & Yohn (1997), Affleck-Graves, Callahan & Chipalkatti (2002)
- ②最近の会計基準変更がビッド・アスク・スプレッドの水準に及ぼした影響
Greenstein & Sami (1994), Boone (1998), Leuz & Verrecchia (2000), Leuz (2003)

9

Data Sources

- ①日本経済新聞社『個別株式TICKデータ』
- ②日本経済新聞社『日経NEEDS企業財務データ』
- ③日本経済新聞社『日経テレコン21』
- ④日本証券経済研究所『株式投資収益率』
- ⑤週刊経営財務編集部編『会計ビッグバンによる会計処理の変更 実例集』

10

Sample

- ①1997年から2001年の間に終了した決算年度であること。
 - ②日本経済新聞における単独利益発表日が特定できること。
 - ③東京証券取引所上場企業であること。
 - ④期待モデルの推定に必要な最少限度（100取引日）のオブザベーション数を確保できること。
- 以上の要件を満足する延べ12,973企業年度（年次決算6,374企業年度、中間決算6,599企業年度）

11

Research Hypotheses

	先行研究	財務報告	情報の非対称性	Bid-Ask Spread	Abnormal Bid-Ask Spread
H1	Verrecchia (1982), Diamond (1985)	直後	改善	↓	Negative
H2	Kim & Verrecchia (1994)	時点	悪化	↑	Positive
H3	Demski & Feltham (1994), McNichols & Trueman (1994)	直前	悪化	↑	Positive

12

Model Specification

$$\ln(SPREAD) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TRANS) + \alpha_2 \ln(PRICE) + \alpha_3 \ln(VAR) + \alpha_4 \ln(MVAR) + \varepsilon$$

- $SPREAD$ = 各約定成立時点において存在していた売り気配値(Ask)と買い気配値(Bid)に基づいて計算されるビッド・アスク・スプレッドの日次単純平均
(Ask-Bid) ÷ [(Ask+Bid) ÷ 2]
- 各決算発表毎に、決算発表日(新聞報道日)を日次0と定義した場合の、日次-150から-11まで、最多で140日間、最少で100日間のデータを用いて、OLSでモデルを推定する。

13

13

Estimation Result of Spread Model

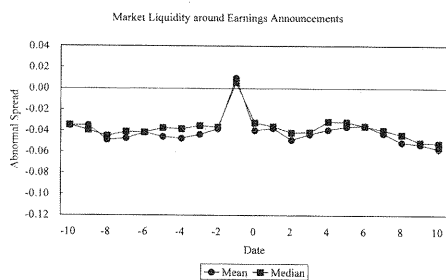
Table A
Descriptive Statistics for Ordinary Least Squares Estimation of the Spread Model
 $\ln(SPREAD_{it}) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(TRANS_{it}) + \alpha_2 \ln(PRICE_{it}) + \alpha_3 \ln(VAR_{it}) + \alpha_4 \ln(MVAR_{it}) + \varepsilon_{it}$

	N	Mean	Std. Dev.	Q1	Median	Q3
Observations	12973	134.7806	9.5466	135	140	140
α_0	12973	-1.6051	7.8106	-4.0233	-0.8855	1.6133
t-statistic	12973	-0.7518	3.6179	-2.1246	-0.5617	0.8321
α_1	12973	-0.1798	0.1366	-0.2722	-0.1750	-0.0792
t-statistic	12973	-2.6683	1.9706	-3.9487	-2.6284	-1.3549
α_2	12973	-0.4770	1.1447	-1.0024	-0.5847	-0.0329
t-statistic	12973	-2.9242	8.0574	-3.7847	-1.7592	-0.0789
α_3	12973	55.7777	71.8348	13.6847	35.1407	73.1930
t-statistic	12973	1.9779	1.2235	1.1843	1.9524	2.7314
α_4	12973	71.5486	152.7808	-3.2297	61.1540	143.0612
t-statistic	12973	0.7801	1.2588	-0.0391	0.7019	1.5374
adj. R ²	12973	0.2060	0.1831	0.0845	0.1576	0.2656
F-statistic	12973	30.1438	226.8967	4.0077	7.2614	13.3657

14

14

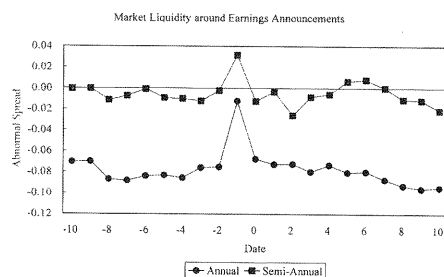
Behavior in Abnormal Spread around Earnings Announcements



15

15

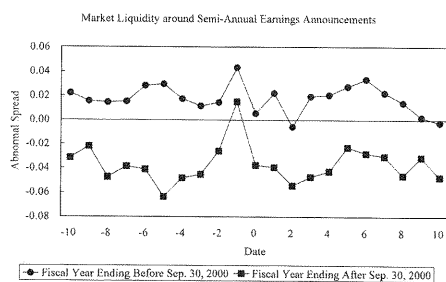
Behavior in Abnormal Spread around Earnings Announcements



16

16

Behavior in Abnormal Spread around Earnings Announcements



17

17

Sample

個別株式TICKデータ収録企業	2328
要件①：全期間（1996年4月～2002年3月まで）において東京証券取引所に上場していること	759
要件②：全期間（72カ月）にわたって月次平均データが入手できること	223
基本サンプル企業	1346

18

18

Model Specification

$$\ln(SPR) = \alpha_0 + \alpha_1 \ln(VOL) + \alpha_2 \ln(PRI) + \alpha_3 \ln(STD) + \alpha_4 DMY + \varepsilon$$

SPR = 終了時気配に基づくビッド・アスク・スプレッドの月次単純平均 $(Ask - Bid) \div [(Ask + Bid) \div 2]$
 VOL = 発行済株式数に対する出来高の比率の月次単純平均
 PRI = 終値の月次単純平均
 STD = 株価変化率の月次標準偏差
 DMY = 新会計基準導入後の期間ならば1、それ以外は0

19

19

Model Specification

推定方法：

- ①各企業毎に、時系列データ（1996年4月～2002年3月までの72カ月間）を用いて推定する。
- ②新会計基準導入時点を事前に特定することはしない。その代わりに、導入前後の期間を区分する基準時点(Base Date)を1996年10月から2001年9月までの60カ月について任意に定め、実証モデルの推定を繰り返す。
- ③誤差項の系列相関に対処するため、Prais-Winsten Transformation Methodを採用する。

20

20

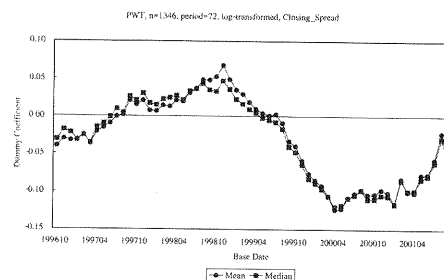
Estimation Result

- ・出来高(VOL)変数の係数はマイナス。
 - ・株価水準(PRI)変数の係数はマイナス。
 - ・株価のボラティリティ(STD)変数の係数はプラス。
- 以上の結果は、先行研究と整合的である！
- ・実証モデルの決定係数は約55%。

21

21

Estimation Result (図表2)



22

22

Estimation Result

前ページのグラフの注目点：

- ・基準日を1999年10月に設定した場合、ダミー変数の係数は、平均値（中央値）がマイナスになる。
- 平均的な企業について、1999年11月以降の期間はそれ以前の期間に比べて、（スプレッドの決定要因の変化を所与とした上で）ビッド・アスク・スプレッドの水準が小さいことを意味する。
- この時点は、1999年4月1日以降に開始する事業年度について、上半期の決算情報が公表される時期に相当する。

23

23

Estimation Result

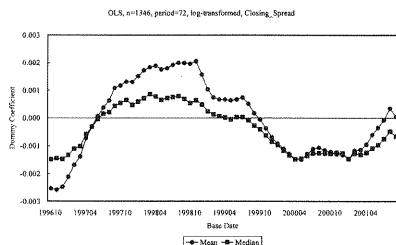
- ・基準日を2000年4月に設定した場合、ダミー変数の係数の平均値（中央値）は、最も大きなマイナスの値を示す。
- 平均的な企業について、2000年5月以降の期間はそれ以前の期間に比べて、（スプレッドの決定要因の変化を所与とした上で）ビッド・アスク・スプレッドの水準が小さいことを意味する。
- この時点は、1999年4月1日以降に開始する事業年度について、当該年度の年次決算情報が公表される時期に相当する。

24

24

Robustness Check (付録A)

- 通常最小二乗法(OLS)で推定した場合

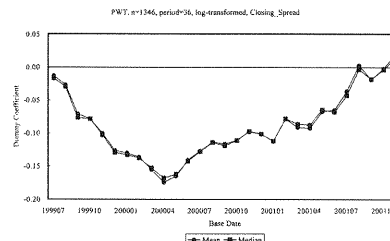


25

25

Robustness Check (付録B)

- データ期間を1999年4月～2002年3月までの36カ月間とした場合

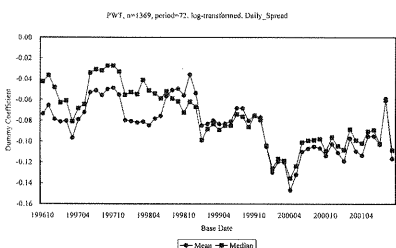


26

26

Robustness Check (付録C)

- ビッド・アスク・スプレッドを各約定成立時点の気配値に基づいて計算した場合



27

27

Definition of Explanatory Variables (図表3)

連結財務諸表原則関連変数
 CONSOL = 2000年3月期において連結財務諸表を新たに開示すれば1、そうでなければ0
 CONRNG = 2000年3月期において連結範囲または持分法適用範囲を変更していれば1、そうでなければ0
 CONPAR = 連結総資産と純資産の総額(他対価)を総資産で割算した比率
 SECSTD = 米国税計(SEC)基準採用企業ならば1、そうでなければ0
 キャッシュフロー計算書作成基準関連変数
 CASHFL = 売上高に対する会計発生高(税金等調整前利益ー営業キャッシュフロー)の絶対値の比率
 研究開発費会計基準関連変数
 RDCOST = 売上高に対する研究開発費の比率
 中間連結財務諸表作成基準関連変数
 INTERM = 1999年6月中旬期において中間連結財務諸表を早期開示していれば1、そうでなければ0
 投資収益会計基準関連変数
 DEFTAX = 総資産に対する最近利益資産・負債合計の比率
 退職給付会計基準関連変数
 POSRET = 2000年3月期において退職給付関連の限定意見が表明されていれば1、そうでなければ0
 セグメント情報会計基準関連変数
 SEGMENT = 2000年3月期においてセグメント情報開示の限定意見が表明されていれば1、そうでなければ0
 減損会計基準関連変数
 IMPLOS = 売上高に対する資産処分・評価損(特別損失計上)の比率
 その他のコントロール変数
 TASSET = 固定資産率(有価証券を除く)
 LARSTK = 大株主持比率
 FOREIGN = 外資持比率
 INDIVI = 個人持比率
 LISSEC = 東京証券取引所第一部に継続上場ならば1、そうでなければ0

28

28

Estimation Result Using Rank Regression (図表4)

Base Date	2000/4		2000/5	
	Coefficient	t-Statistic	Coefficient	t-Statistic
Intercept	0.453	5.511	0.479	5.808
CONSOL	-0.004	-0.108	0.001	0.031
CONRNG	-0.042	-1.841	-0.046	-1.995
CONPAR	-0.035	-0.930	-0.046	-1.233
SECSTD	-0.120	-1.815	-0.100	-1.516
CASHFL	0.009	0.276	0.004	0.110
RDCOST	0.082	2.362	0.074	2.116
INTERM	0.021	0.781	0.003	0.111
DEFTAX	-0.037	-1.081	-0.037	-1.083
POSRET	-0.009	-0.428	-0.002	-0.077
SEGMENT	-0.011	-0.334	-0.016	-0.463
IMPLOS	-0.056	-1.726	-0.063	-1.932
TASSET	0.032	0.663	0.067	1.379
LARSTK	0.163	3.504	0.143	3.067
FOREIGN	-0.020	-0.407	-0.021	-0.416
INDIVI	0.053	0.991	0.045	0.826
SECTIN	-0.029	-1.129	-0.039	-1.509
Adj. R2	0.039		0.033	
F-statistic	3.688		3.236	
Observations	1056		1056	

29

29

Summary

- 市場参加者間の情報の非対称性や証券市場の流動性を測定する1つの尺度として、ビッド・アスク・スプレッドに着目
- 企業の財務報告(決算発表)周辺のスプレッドの動向
- 最近の会計基準変更がスプレッドの水準に及ぼした影響

30

30

3. 非会計情報にかかる開示規制のあり方

— 経営者の情報提供に関するインセンティブとの関係を中心に —⁽¹⁾

日本銀行金融研究所 宮田 慶一

1. 問題意識

産業・経済環境が大きく変化する中、現行の会計情報では投資家のニーズに十分対応できないとの指摘がある。こうした指摘には、大きく2つのものがある。1つは、いわゆる経済のソフト化に伴い、無形資産といった会計上は基本的に認識されない資産が主たるキャッシュ・フローの獲得源となっている企業が増加してきている中であって、有形資産を主たるキャッシュ・フローの獲得源とする企業を前提とした現行の会計情報は、こうした産業構造の変化に十分対応していないという指摘である。もう1つは、経済環境の急速な変化に伴い将来に対する不確実性が高まる中、より将来指向的な情報（forward looking information）に対するニーズが高まっているにもかかわらず、実現概念を重視する現行の会計情報では、こうしたニーズに十分対応できないというものである⁽²⁾。そして、こうした状況下、会計情報の限界を補完する役割が非会計情報（財務諸表の本体および注記によって提供される会計情報以外の情報）にしばしば求められている。

また、エンロンやワールドコムなどの事件は、財政的に追い込まれた経営者は近視眼的になり、不適切な情報を提供する傾向が強まること、さらには、こうした不適切な情報提供が時として資本市場に大きな混乱をもたらすことを我々に教訓として与えた。そして、これらの事件は、経営者の情報提供に関する裁量を制限する方向での議論を後押ししており、非会計情報等の開示についても、経営者の裁量に完全に委ねるのではなく、一定の制約を課すべきであるという議論がなされている⁽³⁾。

このように、非会計情報については、会計情報を補完する情報としての役割が期待されている一方で、こうした情報の提供を経営者の裁量に過度に委ねた場合の問題点も指摘されている。本稿では、こうした指摘を踏まえつつ、情報提供にかかる経営者のインセンティブという点に焦点をあてながら、非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方について考察していく。以下、まず2. で主な非会計情報について概観したのち、3. で情報開示に関する経営者のインセンティブについて整理し、4. で非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方について考察する。最後に、5. で全体の議論をまとめる。

2. 主な非会計情報⁽⁴⁾

(1) プロフォーマ利益

利益に関する非会計情報の代表的なものとして、プロフォーマ利益がある。プロフォーマ利益とは、各企業が独自の判断で、会計利益に一定の修正を加えて公表する業績評価指標である⁽⁵⁾。プロフォーマ利益は、無形資産を主たるキャッシュ・フローの獲得源としている企業など、会計利益では当該企業の特異性を反映させた経済的実質を十分に描写することができない場合に、有用な情報を投資家に提供する可能性がある。例えば、Bartov, Mohanran and Seethamraju [2002] は、インターネット関連企業においては、会計利益が業績評価にとって有用でないことを示唆する結果を得ている。また、Lougee and Marquardt [2002] では、プロフォーマ利益を公表する企業の特徴について分析を行い、①会計利益と株式リターンの相関が低い企業、②ハイテク企業、③成長企業、④利益変動性の高い企業、および⑤前期の同四半期よりも当期の同四半期における利益が少ない企業ほど、プロフォーマ利益を開示する傾向があるとの結果を得ている。

(2) 予想利益

予想利益とは、経営者の視点を通じた将来の会計利益の予測値である。例えば、わが国では、証券取引所の要請により、上場企業は決算短信において、次期の売上高、経常利益、当期利益、1株あたりの配当金等に関する予想値の開示が求められている。予想利益は、基本的に過去の実現値である会計情報を補完する将来指向的な情報であり、経営情報の伝達という意味においても投資家に有用な情報を提供する可能性がある。

(3) MD&A

MD&A (management's discussion and analysis of financial condition and results of operations) は、経営者による過年度の財務状況・業績や将来の見通しについての説明および分析である。MD&Aの開示は、例えば米国ではSEC規則(S-K Item303)によって要求されているほか、証券監督者国際機構(IOSCO)により1998年に公表された「多国間公募および上場の円滑化のための開示基準」でも開示が推奨されている。MD&Aは、圧倒的に豊富な情報を持つ経営者自身により、一般の投資家にも理解しやすいかたちで財務諸表の解説および将来指向的な情報の提供が行われるため、投資家にとって有用な情報となる可能性がある。

(4) リスクに関する情報

投資家が、企業の将来キャッシュ・フローを見積もる際に、当該企業がどのようなリスクを抱えているかという情報は不可欠である。しかしながら、会計情報では、基本的にリスク情報が提供さ

れないため、非会計情報として、リスク情報を将来指向的な情報の1つとして投資家に提供していくことが期待されている。例えば、米国では、GAAPやSEC規則により、市場リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスク、アカウンティング・リスクに関する情報の開示が要求されている⁽⁶⁾。

(5)無形資産に関する情報

無形資産とは、物的な実体を伴わない将来便益の源泉であり、例えば、人的資産に代表される知的資産、顧客データベースや顧客との関係を軸に構築される顧客資産、ブランドに起因する収益力に裏付けられたブランド資産等のことである。いわゆる経済のソフト化に伴い、無形資産といった会計上は認識されない資産が主たるキャッシュ・フローの獲得源となっている企業が多くなってきている中であって、無形資産情報に対するニーズが高まっている。現在、FASBにおいて、無形資産の会計処理にかかるプロジェクトが進められており、無形資産の公正価値を開示することを推奨する方向で検討が進んでいる⁽⁷⁾。

3. 情報提供に関する経営者のインセンティブ

以上みてきたように、会計情報を補完する情報として非会計情報に対するニーズは強いが、その一方で、非会計情報は経営者の主観的な見積りに依存する面が大きく、客観的な価値の評価・測定が困難な場合が少なくない。このように情報の客観性を確保することが容易でない場合、情報の信頼性が問題にされることが少なくないが、その前提として、経営者が情報提供にあたってどのようなインセンティブを有しているのかを確認する必要がある。すなわち、経営者が投資家に対して有用な情報を提供するインセンティブを有しているのであれば、客観性を担保することが容易でない情報であっても、ある程度は信頼できる情報であるということを前提に開示制度のあり方を考えれば良いであろう⁽⁸⁾。他方、経営者が自らの利益のためにバイアスのかかった不適切な情報を投資家に対し提供するインセンティブを有しているのであれば、情報の信頼性を確保するための措置を開示制度の中で考えることが不可欠となる。そこで、以下では、開示制度について論じる前提として、経営者が情報提供にあたりどのようなインセンティブを有しているのかをみていくこととする。

(1)経営者による自発的開示に関する研究

積極的かつバイアスのかからない情報開示が経営者に利益をもたらすのであれば、経営者は自発的に投資家にとって有用な情報を提供することになる。

こうした自発的開示にかかる実証研究は、近年盛んに行われており、多くの研究で情報開示の拡充が当該企業に経済的便益を与えることが示されている。例えば、Welker [1995] は、資産運

用・調査専門協会（AIMR）による開示の充実度に関する評価点が高いほど、当該企業株のビッド・アスク・スプレッドが縮小するとの結果を得ている。また、Healy, Hutton and Palepu [1999] も同様に、AIMR の評価点が高いほど、当該企業の株式取引高が増加し、株価も上昇するとの結果を得ている。

また、Lang and Lundholm [1997] は、開示の充実度とアナリストの予想との関係について分析し、財務アナリスト連盟企業情報委員会（FAF）のレポートにおける開示の充実度に関する評価点が高いほど、①当該企業をフォローするアナリスト数の増加、②アナリストによる予測精度の向上、③アナリスト間の予想利益のばらつきの縮小、をもたらすとの結果を得ている。そのうえで、同論文は、こうしたアナリストの予測精度の向上等が当該企業株の流動性を高め、資本コストを低下させる可能性を指摘している。

さらに、Botasan [1997] は、年次報告書で開示されている情報について、①背景情報、②実績値の要約情報、③主要な財務情報、④予測情報、⑤ MD&A の5つの観点から独自の評価指標を作成し、フォローするアナリストの数が少ない企業については、開示が充実しているほど資本コストが低下するとの結果を得ている⁽⁹⁾。

わが国でも、音川 [2000] や須田ほか [2002] が、日本証券アナリスト協会（SAAJ）による「リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定」報告書におけるランキングを用い、同報告書におけるランキングが上がるほど資本コストが低下するとの結果を得ている。

また、負債コストとの関係でも、Sengupta [1998] は、FAF レポートにおける評価点が高い企業ほど格付けが高く負債コストが低いという結果を、須田ほか [2002] も、SAAJ のランキングが高い企業ほど負債コストが低いという結果をそれぞれ得ている。

(2) インセンティブ・バイアスの問題

以上のように、開示の拡充が資本コストや負債コストの低下をもたらし得ることをこれまでの実証研究の成果は示唆しているが、一方で、企業（経営者）と株主（投資家）間にエージェンシー問題が存在する場合、経営者は企業の私的情報（private information）を積極的に開示するインセンティブを持たないこと、あるいはバイアスのかかった情報を提供する可能性があることが知られている。

実際、経営者が自らの利益のために、バイアスのかかった情報を投資家に提供するインセンティブを有することを示唆する実証研究も数多く示されている。例えば、Aboody and Kasznik [2000] は、定期的に経営者にストック・オプションを提供する企業では、経営者はストック・オプションの付与前に「悪いニュース」を開示し、付与後に「良いニュース」を開示する傾向が強いとの結果を得ている⁽¹⁰⁾。須田ほか [2002] も、日本の企業を対象に、ストック・オプション制度を導入している企業ほど、中間連結財務諸表を任意開示するとの結果を得ている⁽¹¹⁾。また、Brennan [1999] は、英国の企業を対象に、敵対的買収の対象になった企業においては、前年の会計利益よりも予想

利益の方が大きいことを示す「良いニュース」の開示が増加するとの結果を得ている。さらに、Skinner [1994] は、会計利益の公表に先立って行われる自発的な利益情報の開示は、訴訟リスクの回避等を目的に、利益の増加よりも減少を示す「悪いニュース」の開示が多いとの結果を得ている。

また、具体的なインセンティブについては特定していないが、Johnson and Schwartz Jr. [2001] は、具体的な平均値、中央値ともにプロフォーマ利益の方が、会計利益、特別損失を除いた会計利益、Zacks 投資リサーチの算出した「実質利益」のいずれよりも多めの利益を報告しているとの結果を得ている。

(3) インセンティブの多様性と特定の困難性

以上みてきたように、非会計情報の開示の背後にあるインセンティブは多様である。また、同じ経営者でも、自らが置かれている状況によってインセンティブが変わるかもしれない。例えば、平時においては、資本コスト等の低下を目的に投資家にとって有用な情報を積極的に提供していた経営者も、企業の業績が悪化してくると楽観的な情報しか流さなくなるかもしれない。また、積極的な情報開示により投資家から信頼が高まれば高まるほど、経営者が自らの利益のためにバイアスのかかった不適切な情報を投資家に提供するインセンティブが高まる（時間的非整合性の問題）といった面もある。このように、情報開示の背後にある経営者のインセンティブを特定することは極めて困難である。

また、経営者によりバイアスのかかった情報が提供されても、投資家がこれを合理的に見抜いたうえで行動するのであれば問題がないかもしれない。しかし、このようにインセンティブの特定が困難である場合、投資家がバイアスのかかった情報に誘導させられてしまう可能性も高いと考えられる。特に、非会計情報については、報告企業の個別性が強く、客観的にその情報の真偽を判断することは容易でないので、尚更こうした傾向が強いと思われる。

4. 開示規制のあり方

このように経営者の情報開示に関するインセンティブが多様であり、かつ投資家がバイアスのかかった情報に誘導させられてしまう可能性が小さくない以上、非会計情報の開示をすべて市場に委ねてしまうのではなく、何らかの形で開示規制の対象とすることが望ましいであろう。エンロン等の問題は、一企業の非適切な情報開示が時として資本市場に大きな混乱をもたらし得ることを示唆している。

しかしながら、非会計情報には、将来指向的な情報や無形資産に関する情報といった、極めて個別性の高い経営者の私的情報を伝達することにそもそもの意義が求められていることを考えれば、経営者の意図を一切排除するような画一的な開示規制では、そもそもの狙いが達成できないという

結果になりかねない。

結局のところ、非会計情報に対する開示規制のあり方を考える場合、経営者による自発的な私的情報の開示を促しつつ、同時に投資家自身が情報の信頼性をチェックすることが容易になるような補足情報の開示を求め（換言すれば、投資家によるモニタリングを容易にし）、適切な情報を開示するように経営者を規律づけることが重要であろう。そこで、以下では、情報開示にかかる経営者の裁量、および投資家によるモニタリングの強化に資する情報提供、の2点から開示規制のあり方を考えていく。

(1) 情報開示にかかる経営者の裁量

まず、特定の非会計情報を開示するか否かの判断を経営者の裁量に委ねるべきか、それとも一律に開示を強制すべきか、という問題がある。この点については、非会計情報の内容次第という面もあるが、基本的な方向性としては、経営者の裁量に委ねるべきであると思われる。というのも、ある非会計情報が重要であるか否かというのは企業によって異なる訳であるから、報告企業にとっての重要性にかかわらず全ての企業に開示を強制するということは、コスト・ベネフィットの観点から問題があると考えられる¹²⁾。また、一律に開示を強制する場合、非会計情報を開示するかしないかという、経営者の判断に関する情報が提供されないという問題もあろう。

もちろん、経営者が自らにとって都合の良い情報ばかり提供することがないように、一旦開示すること（あるいは開示しないこと）を決めた企業については、特別な事情がない限り、同じ情報を継続的に開示する（開示しない）こととし、開示方針を変更する場合には、必ず方針変更に至った理由について説明することを求めることは必要であろう。

なお、非会計情報を開示するか否かの判断を経営者の裁量に委ねた場合、必要な情報が開示されない可能性は否定できない。しかしながら、必要な情報を開示しない先については、市場から資金調達コストの上昇という形でペナルティーが課されることが予想されるため、一定の市場規律が働くと考えられる。

次に、特定の非会計情報の開示について、開示内容についてどこまで細かく規制で定めるべきかという問題がある。この点については、テンプレート等によって開示内容の詳細まで規制で定め、画一的な情報を提供させるという方法は望ましくなく、開示内容についても、経営者の判断に委ねるべきであると考えられる。というのも、非会計情報については、会計情報を通じて提供することが困難である将来指向的な情報や企業価値の見積りのための情報開示が期待されているが、こうした情報は企業の個別性が相対的に強く影響するものであり、これに対して画一的な開示を求めた場合、投資家が本当に必要としている企業の私的情報が伝達されない恐れがあるからである。

なお、前述のとおり、開示の拡充が資本コストや負債コストの低下に一定の効果を有するというこれまでの実証研究の成果を踏まえれば、特定の非会計情報を開示するか否かの判断や、開示内容を経営者の裁量に委ねることにより、情報開示にかかる企業間の競争を促進させ、これがさらなる

開示情報の拡充および信頼性の向上に繋がるといったメカニズムも期待できよう⁴³。

(2)投資家によるモニタリングの強化に資する情報提供

上記のように、ある非会計情報を開示するかしないか、あるいはどのような情報内容とするのかという判断を経営者の裁量に委ねた場合、同時に情報の信頼性を高めるための措置をとることが不可欠となる。

この点に関するもっともオーソドックスな対応は、投資家を誘導することを意図してバイアスのかかった不適切な情報を提供した場合、当該企業に厳しい罰則を課すことにより、正しい情報を提供するように経営者を規律づけることであろう。しかしながら、非会計情報については、そもそも何がバイアスのかかった情報で、何がそうでないかを判定することが容易でなく、基本的にはどちらとも言えないグレーゾーンのものが多く思われる。こうした中、グレーゾーンのものは罰さないという緩やかな運用をした場合、正しい情報を提供するように経営者を規律づけるという目的が達成されない可能性がある。他方、グレーゾーンのものは基本的に罰するような形での厳しい運用をした場合、経営者は罰則を畏れて必要な情報を開示しないといった副作用も考えられるところである。このようにみると、罰則によって経営者を規律づけるという方法はそれなりの効果を持ち得るかもしれないが、その運用は極めてデリケートであると考えられる。

したがって、非会計情報の信頼性を担保するうえでは、不適切な情報開示に対する罰則という直接的な方法よりも、むしろ投資家自身が情報の信頼性をチェックすることが容易になるような補足情報をあわせて提供することが重要であると考えられる。以下では、投資家自身が情報の信頼性をチェックすることが容易になるような補足情報として、どのようなものがあるか考察していくこととする。

a. 非会計情報の検証に役立つ情報

非会計情報の算定プロセスを明確にすることは、非会計情報の信頼性を高めるうえで有益であろう。例えば、2002年に成立したいわゆる企業改革法（正式名：The Sarbanes-Oxley Act of 2002）では、プロフォーマ利益情報の適正化を担保するための情報の開示が要求されているが、会計利益にどのような調整を加えてプロフォーマ利益を算定したのかを開示することは、情報の信頼性を担保するうえで有用であろう。また、無形資産に関する情報については、見積り計算により資産価値が計算されている場合には計算の前提を、リスク情報については、リスク計算の前提となる確率分布等に関する定量的な情報を、それぞれあわせて開示することが有用であると考えられる。

将来指向的な情報について、これが事後的にどのような形で実現したのかを示すことも有用であろう。実際、Lundholm [1999] は、将来指向的な情報が事後的にどのような形で実現したのかを示すことによって、事後的に機会主義的な見積情報が出されていたのか否かを確認できるほかに、経営者が事前的に正しい情報を提供するインセンティブが高まり、結果として情報の正確性が高ま

ることを指摘している。また、Hirst, Jackson and Koonce [2002] は、実験経済学の枠組みで、こうしたメカニズムを検証している。さらに、Hutton, Miller and Skinner [2000] は、経営者による予想利益が「良いニュース」である場合、事後的にどのような形で実現したかが検証可能な情報（予想売上高、予想営業純益）等とあわせて開示される場合にのみ、株価とアナリストの予測に影響を与えたとの結果を得ている。

将来指向的な情報が事後的にどのような形で実現したかを検証するうえで、最も重要な役割を果たすのが会計情報であろう。予想利益については、会計利益がまさに事後的な実現値であるし、MD&A の財務状況・業績や将来の見通しやリスク情報についても、会計数値はその事後的な検証に有益であると考えられる。

b. 経営者のインセンティブに関連する情報

前述のとおり、情報開示における経営者のインセンティブを特定することは困難であるにしても、経営者にインセンティブ・バイアスを与え得る契約等に関する情報を提供することは、投資家が非会計情報の信頼性を判断するうえで有益であると考えられる。また、こうした情報を提供することが、投資家による経営者のモニタリングを容易にし、経営者による不適切な情報開示そのものを抑制する効果も期待できよう。

経営者にインセンティブ・バイアスを与え得る契約として、最も典型的なものは、報酬契約であろう。むろん、報酬契約には、ストック・オプションといった契約も含まれることになる。Dye and Verrecchia [1995] の理論研究は、報酬制度の開示は、経営者がどのようなインセンティブを持って経営を行っていくかを推察するうえで有用な情報であることを示している。

また、財政的に追い込まれた経営者は近視眼的になり、適切な情報を開示しない傾向が強まることを勘案すれば、企業の業績に関する情報の提供そのものも、経営者のインセンティブに影響を与え得る情報として有用であろう。この点に関連して、Frost [1997] は、業績に問題のない企業が行った強気の予想に対しては、市場は肯定的な反応を示すが、財政面で問題がある企業が行った強気の予想に対しては楽観的な予測として市場は割り引いて評価しているとの結果を得ている。

c. 内部統制システムに関する情報

内部統制システムに関する情報を開示することも、有用であろう。内部統制システムとは、企業経営の有効性と効率性を高め、企業の作成した情報の信頼性を確保し、かつ企業経営にかかわる法規の遵守を促すことを目的として、企業内部に設けられ、運用される仕組みをいうが、一般的に、こうした内部統制システムに関する情報は、投資家が当該企業の作成した会計情報のみならず、非会計情報の信頼性を評価するうえでも有用であると考えられる。実際、前述の「企業改革法」では、従来は情報開示が推奨されているに過ぎなかった内部統制システムに関する情報の開示が義務づけられている。

5. おわりに

開示規制のあり方を考える場合、1つ1つの非会計情報について情報の有用性を吟味して情報開示のあり方を考えるのではなく、複数の情報をパッケージとして捉え、投資家にとって有用な情報を提供することが経営者自身の利益とも整合的となるようなインセンティブ・コンパティビリティを前提とした制度設計とすることが重要である。いたずらに開示を強制したり、画一的な開示を求めたり、あるいは不適切な情報提供に対する罰則を厳しくすることにより、投資家にとって有用な企業の私的情報が提供されるかどうか疑問である。むしろ、本稿でも議論したように、情報開示にかかる経営者の裁量を可能な限り尊重すると同時に、投資家自身が情報の信頼性をチェックすることが容易になるような補足情報の開示を求め（換言すれば、投資家によるモニタリングを容易にし）、適切な情報を開示するように経営者を規律づけることが重要であろう。

また、こうした制度設計を考える場合、非会計情報と会計情報の関係をどのように考えるのか、という点も重要な論点である。この点については、非会計情報と会計情報は代替関係にあるのではなく、補完関係にあるという視点が重要であろう。実現利益の計算を重視する現行の会計情報は、客観的な測定が相対的に容易であり、監査を通じて情報の信頼性も担保されている。こうした信頼性の高い会計情報は、本稿でも議論したとおり、投資家が非会計情報の信頼性をチェックするうえでも重要な役割を果たしている¹⁴⁾。論文の冒頭でも書いたように、近年、産業・経済環境が大きく変化する中、現行の会計情報では投資家のニーズに十分対応できないとの指摘があり、これに対応する形で、非会計情報に対するニーズが高まっている。そして、こうした中、会計情報に将来指向的な情報、あるいは企業価値の測定に有用な無形資産に関する情報を取り込もうという動きも国際的にみられている。しかしながら、こうした非会計情報の会計情報化（あるいは会計情報の非会計情報化）の動きには、会計情報と非会計情報が補完関係にあるという視点が欠落していると思われる。経営者の主観的な見積りに依存する面が大きく、客観的な価値の把握が困難であるような情報が、広義開示制度のコアをなす会計情報に取り込まれていくことにより、会計情報はもとより、非会計情報を含めた情報の有用性が損なわれることになりかねない¹⁵⁾と考える。

なお、適切な情報開示を行うように経営者を規律づけていくためには、本稿で論じたような情報開示を通じた市場規律といった側面に加えて、企業のカバナンス・メカニズム全体の中で議論することも不可欠である。今後、こうした観点にたった理論・実証研究がさらに蓄積されることを期待したい。

注

- (1) 本稿は、昨年(2016)の11月に日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「企業経営の規律づけの観点からみたディスクロージャー制度のあり方—ディスクロージャーにおける経営者の裁量を巡る問題を中心に—」におけ

る報告論文（古市 [2003]、鈴木 [2003]）および当日の議論（金融研究所 [2003]）をベースに作成したものである。むろん、本稿で示されている意見およびあり得べき誤りは、すべて筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。なお、同ワークショップにおける報告論文と議論の模様については、『金融研究』第22巻第1号（2003年3月）を参照のこと

（日本銀行金融研究所のホームページ <http://www.imes.boj.or.jp> よりダウンロードが可能）。

- (2) Lev [1989]、Ely and Waymire [1999]、Brown, Lo and Lys [1999]、薄井 [2000] といった実証研究により、会計情報の有用性（株価と純資産簿価、あるいは株価リターンと会計利益の関係）が時系列的に低下しているという結果が示されていることも、こうした議論を後押ししている。もっとも、Collins, Maydew and Weiss [1997] のように、会計利益と純資産簿価をあわせて考慮すると株価との関連性はむしろ時系列的に僅かながら強まっているとの研究もあり、会計情報の有用性が時系列的に低下していることについて学術的な意味でのコンセンサスが得られているとは必ずしも言えない。
- (3) 会計情報についても、会計処理選択における経営者の裁量を排除すべきか否かという点を巡って議論がなされているが、本稿では、議論の対象を非会計情報に絞り、こうした点には触れないこととする（会計処理選択における経営者の裁量に関する議論は、鈴木 [2003] を参照）。
- (4) 2節、3節の記述は、主に古市 [2003] に基づいている。
- (5) このほか、会計利益に修正を加えた業績評価指標としては、コンサルティング会社やアナリストのイニシアティブにより普及が図られている EVA®、EBITDA といった業績評価指標もある。
- (6) 金融機関については、リスク管理がまさに業務の本質であることから、特にリスク情報の開示が強く求められている。例えば、1994年9月にG10諸国中央銀行から構成される国際決済銀行（BIS）ユーロカレンシー・スタンディング委員会（現グローバル金融システム委員会）より公表された報告書（いわゆる「フィッシャー・レポート」）では、すべての金融仲介機関が、自らの経営陣が実際にリスク管理上利用している市場リスクや信用リスクにかかる定量的情報を、自主的かつ定期的に開示する方向で努力することが提案されており、その後もこうした方向での環境整備が図られている。
- (7) FASB [2001] 参照。
- (8) もちろん、この場合でも、悪意はないが結果的にバイアスのかかった情報を提供してしまうリスクは残る。例えば、公正価値の見積り方法が十分に発展していないことが原因で、結果的にバイアスのかかった情報が提供されてしまうという可能性は残ることになる。
- (9) フォローするアナリストが多い企業については、資本コストが低下するとの結果が得られていない。この点について、同論文は、フォローするアナリストが多い先では、年次報告書の公表前にこうした情報が投資家に伝わっているためではないか、としている。また、Botasan [1997] を発展させた Botasan and Plumlee [2000] では、AIMRの開示評価点を用い、①年次報告書については、開示レベルの高い企業ほど資本コストが低下する、②4半期報告書のような適時開示については、開示レベルの高い企業ほど資本コストが高くなる、③企業のIR活動は資本コストに影響を与えない、との結果を得ている。②の結果について、同論文は、適時開示による情報はノイズが大きく、株価のボラティリティを高めるため、と解釈している。
- (10) また、非会計情報ではなく、会計情報に関する利益調整を対象にしたものであるが、Perry and Williams [1994] は、マネジメント・バイアウト（MBO）を実施した企業では利益が下方に調整されているとの結果を得ている。さらに、Murphy and Zimmerman [1993] は、新任の経営者は、就任直後にビッグバスを行っているとの結果を得ている。会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究の包括的なサーベイについては、中久木 [2002] を参照。
- (11) 須田ほか [2002] は、ストック・オプション制度を導入していることに加え、外国人投資家の圧力が強いこと、および直接金融を行う頻繁が高いことが、中間連結財務諸表の任意開示行動と強く関連しているとの結果を得ている。
- (12) 開示に関するコストとしては、情報作成者側のコストのほかに、情報利用者側の入手・分析コスト、強制開示制度を整備・機能させるためのコストなどが考えられる。
- (13) こうした考えは、前述（注6）の金融機関におけるリスク情報の開示のあり方を論じたフィッシャー・レ

ポートでも指摘されており、同レポートでは、こうした点は金融機関以外の企業についても同様にあてはまるとしている。

- (14) 例えば、Amir and Lev [1996] や Bryan [1997] の実証研究は、会計情報と非会計情報がパッケージとして開示されることにより、これらの情報が株価あるいは株式リターンと関連を有することを示唆している。
- (15) もちろん、会計情報に将来指向的な情報、あるいは企業価値の測定に有用な無形資産に関する情報を、会計情報の一部である注記情報として取り込んでいくという考え方もあろう。しかしながら、こうした情報は企業の個性が強く、客観的にその情報の真偽を判断することが容易でないなど監査に馴染みにくく、また、情報開示にかかる経営者の裁量を可能な限り尊重するという本稿の立場を踏まえれば、非会計情報として提供の方が望ましいであろう。

【参考文献】

- 薄井彰、「会計情報と株式リターンの長期的な関連性」、青山学院大学経営学部 Working Paper 2000-2、2000年9月
- 音川和久、「IR 活動の資本コスト低減効果」、『会計』第158巻第4号、森山書店、2000年10月
- 鈴木直行、「会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量の意義と問題点」、『金融研究』第22巻第1号、日本銀行金融研究所、2003年3月
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・太田浩司、「ディスクロージャーの戦略と効果(1)~(7)」、『会計』第162巻第1号~第163巻第1号、森山書店、2002年7月~2003年1月
- 中久木雅之、「会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究のサーベイ」、IMES Discussion Paper Series No.2002-J-36、日本銀行金融研究所、2002年12月
- 日本銀行金融研究所、「ワークショップの模様『企業経営の規律づけの観点からみたディスクロージャー制度のあり方—ディスクロージャーにおける経営者の裁量を巡る問題を中心に—』」、『金融研究』第22巻第1号、日本銀行金融研究所、2003年3月
- 古市峰子、「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」、『金融研究』第22巻第1号、日本銀行金融研究所、2003年3月
- Aboody, David, and Ron Kaznik, "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.29, 2000, pp. 73-100.
- Amir, Eli, and Baruch Lev, "Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, 1996, pp. 3-30.
- Bartov, Eli, Partha Mohanram, and Chandrakanth Seethamraju, "Valuation of Internet Stocks—An IPO Perspective," *Journal of Accounting Research*, Vol.40 No.2, 2002, pp. 321-346.
- Beaver, William, Carol Eger, Stephen Ryan, and Mark Wolfson, "Financial Reporting, Supplemental Disclosure, and Bank Share Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.27 No.2, 1989, pp. 157-178.
- Biddle, Gary C., Robert M. Bowen, and James S. Wallace, "Does EVA® beat earnings? Evidence on association with stock returns and firm value," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, 1997, pp. 301-336.
- BIS Euro-currency Standing Committee, "Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries," 1994. (日本銀行仮訳「金融仲介機関によるマーケット・リスクおよび信用リスクのパブリック・ディスクロージャーに関する討議用ペーパー」、『日本銀行月報』、日本銀行、1994年11月号)
- Botosan, Christine A., "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review*, Vol.72 No.3, 1997, pp. 323-350.
- , Marlene A. Plumlee, "A Re-examination of Disclosure Level and Expected Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.40, 2000, pp. 21-40.
- Brennan, Niamh, "Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.26, 1999, pp. 883-918.
- Brown, Stephen, Kin Lo, and Thomas Lys, "Use of R² in Accounting Research: Measuring Changes in Value

- Relevance over the Last Four Decades," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.28, 1999, pp. 83-115.
- Bryan, Stephen H., "Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis," *The Accounting Review*, 1997 April pp. 285-301.
- Collins, Daniel W., Edward L. Maydew, and Ira S. Weiss, "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24 No.1, 1997, pp. 39-67.
- Dye, Ronald A., and Robert E. Verrecchia, "Discretion vs. Uniformity: Choices Among GAAP," *The Accounting Review*, Vol.70 No.3, 1995 July, pp. 389-415.
- FASB, "Special Report: Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy," Financial Accounting Series No.219-A, 2001.
- Healy, Paul M., Amy P. Hutton, and Krishna G. Palepu, "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, Vol.16 No.3, 1999, pp. 485-520.
- Hirst, D. Eric, Kevin E. Jackson, and Lisa Koonce, "Improving Financial Reports by Revealing the Accuracy of Prior Estimates," *Contemporary Accounting Research*, Vol.20 No.1, 2003, pp. 163-193.
- Hutton, Amy P., Gregory S. Miller, Douglas J. Skinner, "Effective Voluntary Disclosure," working paper, Harvard Business School, 2000 July.
- Johnson, W. Bruce and William C. Schwartz Jr., "Are Investors Misled by 'Pro Forma' Earnings?" Working Paper, University of Iowa, 2001 Dec.
- Lang, Mark H., and Russell J. Lundholm, "Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior," *The Accounting Review*, Vol.71, 1996, pp. 467-492.
- Lev, Baruch, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, Vol.27, 1989, pp. 153-192.
- Lougee, Barbara A. and Carol A. Marquardt, "Earnings Quality and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of 'Pro Forma' Earnings," Working Paper, University of California, Irvine, 2002 August.
- Lundholm, Russell J., "Reporting on the past: A New Approach to Improving Accounting Today," *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4. 1999, pp. 315-322.
- Murphy, K.J., and J. L. Zimmerman, "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, 1993, pp. 273-315.
- Perry, s., and T. Williams, "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.15, 1994, pp. 485-508.
- Sengupta, Partha, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, Vol.73 No.4, 1998, pp. 459-474.
- Skinner, Douglas J., "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News," *Journal of Accounting Research*, Vol 32, No.1, 1994, pp. 38-61.
- Welker, Michael, "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, 1995, pp. 801-828.

4. 開示制度の整備と適時開示

公認会計士 久保 幸年

はじめに

連結財務諸表・財務諸表に代表される会計情報が利害関係者の意思決定において実際に有用な情報として利用されているのかどうかについて研究する実証研究は、財務会計において重要な役割を占めていると考えられるばかりでなく、会計情報を提供する制度の構築に対しても重要な影響を及ぼすものである。ここに、会計情報を提供する制度としては、証券取引法における企業内容開示制度のほか、証券取引所が制度構築を行っている適時開示というものがある。筆者は、東京証券取引所においてこの適時開示制度の整備と運用に携わってきた者であるが、実証研究は適時開示の企業情報開示制度としての有効性の実証という結果をもたらすものでもあったし、また適時開示制度の運用における課題を示唆するものでもあった。

適時開示による開示情報は投資判断情報として、あるいは研究対象として広く利用されているが、適時開示そのものについて論じられることは非常に少ないと思われる。本稿では、開示制度の整備という観点から、証券市場に対する投資判断情報の提供ルートとして重要な機能を果たしている適時開示を取り上げ、証券取引法における企業内容開示制度と内部者取引規制制度との関係も踏まえながら、その意義と役割について考察することとしたい。

1. 投資判断情報の提供と開示制度

証券市場における公正円滑な取引を確保し、もって国民経済の適切な運営および投資者保護を図るため、証券市場に係る法律として証券取引法は諸種の制度を設けている。本稿において言及する企業内容開示制度および内部者取引規制制度もその例としてあげられる。ここに、投資者保護とは、次の三つの保護から構成されているものと一般に解されている。

- ① 事実を知らされないことによって被る損害からの保護
- ② 不公正な取引によって被る損害からの保護
- ③ 不適切な投資勧誘によって被る損害からの保護

証券投資の結果は全て投資者自身に帰属することとなるため、証券投資は投資者自身の責任と意思決定によって行われなければならない。投資の自己責任原則と呼ばれるものである。

この投資の自己責任を投資者に求めたうえで、不特定多数の投資者の証券市場への参加を実現し

て証券市場において市場機能を適切に発揮させていくためには、投資者に自己責任を求めるに足る十分な投資判断情報が投資者に提供されていること、すなわち投資対象たる企業（企業の発行する有価証券）に関する情報の開示が十分なされていることが大前提となる。この前提条件が満たされるためには、企業情報の開示について次の点が求められることになると思われる。

- ① 開示制度の整備…有用な投資判断情報たる企業情報が適時かつ的確に提供されるよう開示制度が構築されていること
- ② 開示制度の運用…実際にその開示制度が有効に機能しているという現実が存在していること
- ③ 開示制度に対する信頼…開示制度の整備および運用に対して投資者の信頼が確保されていること

本稿においては、①の開示制度の整備という観点から、適時開示を取り上げて論述していくこととする。

2. 適時開示の意義

（1）適時開示の意義

適時開示とは、証券市場を開設している者（証券取引所または証券業協会）が、その市場の適切な管理運営を図り、もって公益および投資者保護を図るために、当該証券市場において取引の対象となる有価証券の発行者に対して義務付けている企業情報の公開をいう。すなわち、適時開示とは、上場有価証券または店頭売買有価証券の発行者が、当該発行者およびその上場有価証券または店頭売買有価証券に関する投資者の投資判断に影響を及ぼすべき情報を、証券取引所または証券業協会の規則における規定に従い投資者に開示することをいう。開示とは、広く一般に公開することをいう。

証券取引所または証券業協会の規則において規定されている適時開示は、上場会社または店頭公開会社にとってはその実施が義務付けられていることであるので、証券取引法上の法定開示制度に準じた事実上の制度開示として位置づけられるものである。こうした観点から、適時開示についても本稿においては適時開示制度と呼ぶこととする。

（2）適時開示制度の変遷

適時開示の発展において中心的な役割を果たしてきた東京証券取引所における適時開示制度の歴史の変遷をたどれば、次のとおりである。

① 口頭による要請の時代

適時開示が実施された当初は、適時開示そのものを求める具体的な文書または規則を根拠としたものではなく、証券取引所の口頭による要請によりなされていた。証券市場を開設し、これを適切に管理・運営する観点から、投資判断に影響を及ぼすべき会社情報について

適時、適切に開示するよう上場会社に求めているものである。

② 文書による要請の時代

1974年6月、適時開示を要請する文書が上場会社宛に発せられた⁽¹⁾。その後、適時開示は長らくこの上場会社要請文を基礎としてなされ、さらに個別のテーマによってそれぞれ上場会社あてに要請文が発せられて適時開示の充実が図られてきた⁽²⁾。

その後、1989年3月にいたり、証券取引法における内部者取引規制の強化と合わせて、適時開示の実務上のガイドラインとなる「会社情報適時開示の手引き」が策定され、これを受けて、適時開示を同手引きにしたがって行うよう要請した包括的な開示要請文が発せられた⁽³⁾。

③ 規則化による義務付け

1999年9月にそれまでの適時開示の実務への定着と適時開示による投資判断情報の提供の重要性に鑑み、適時開示は要請に基づく実施から、規則に基づく義務付けへと強化された（上場有価証券の発行者の会社情報の適時開示等に関する規則（以後、「適時開示規則」と略称する。）2条1項および2項各号）。

（3）適時開示の特徴

適時開示は、投資判断に有用な企業情報を開示するに当り、情報の最新性を重視し、開示の適時性を重視している点に特徴がある。言うまでもなく、不正確な情報は、情報の利用者たる投資者の投資判断を誤らせるのみであり、そもそも投資判断情報としての有用性が全くないものである。不正確な情報開示は、投資者保護に反する行為として排除されなければならない。開示情報については、投資者の投資判断を誤らせない正確性が求められる。

そこで、適時開示の実務は、適時性と正確性が調整されて行われている。例えば、適時開示の代表的な例である決算発表⁽⁴⁾は、監査を担当する公認会計士から問題がないとの事実上の了承を得た段階で行うことが求められており、正式な監査意見の表明である監査報告書の交付の前に開示がなされている。企業内容開示制度においては、監査報告書を添付した財務諸表等が開示されることと比べて大きく異なっている。

（4）情報提供のルートとしての適時開示

投資判断情報を投資者・証券市場に対して提供する制度の整備はどのように図られているであろうか。投資者に対する投資判断情報（企業情報）の提供について、その提供ルートごとにこれを分類してみれば、次のとおりである⁽⁵⁾。

- ① 制度開示…証券取引法に基づく情報提供。証券取引法に基づく企業内容開示制度をいう。
- ② 適時開示…市場開設者の規則に基づく情報提供。上場会社・店頭公開会社に対して義務付けられているもので、準制度開示として位置付けられる。

③ IR…上場会社・店頭公開会社が自発的に任意に行う情報提供。

①と②は、上場会社等に対して不特定多数の投資者に対する情報提供の実施を義務付けているものであり、一定の開示項目、開示時期および開示様式等が規定されているものである。これに対し、③はその提供情報も提供方法並びに提供の対象者も企業において決定して行うものであり、多様性が認められるものである。

投資判断情報の開示を上場会社等に義務付けている適時開示は、その開示内容および開示時期から、投資者に対する投資判断情報の提供ルートとしてすでに確立している状況にあるとあってよいであろう⁽⁶⁾。投資者に対しては、これらの三つのルートから投資判断情報としての企業情報が提供されることとなる。それぞれにおいて開示内容および開示方法ならびに開示時期について異なるところがあることから、それぞれに情報提供ルートとしての特徴があるということになる。

3. 適時開示における開示情報

(1) 適時開示情報の内容

東京証券取引所における適時開示において、開示を行わなければならない対象となる企業情報は、適時開示規則により列挙されている（適時開示規則 2 条 1 項および 2 項各号）。ここでは、適時開示すべき企業情報とされている事実（所定の事実）について個々に掲げることは割愛し、その性格に応じて当該事実を分類して示せば、次のとおりである。

① 上場会社に係る適時開示情報（適時開示規則 2 条 1 項各号）

- ・ 決定事実…所定の事項について会社の業務執行決定機関による決定または公表済みの当該決定を行わないことの決定がなされたこと（1 号）
- ・ 発生事実…所定の事実が発生したこと（2 号）
- ・ 決算内容…事業年度もしくは中間事業年度または連結会計年度もしくは中間連結会計期間に係る決算の内容が定まったこと（3 号）
- ・ 決算関係情報…企業集団の売上高等について公表された直近の予想値（実績値）と新たな予想値または決算との間に差異が生じたこと（4 号）

② 上場会社の子会社に係る適時開示情報（適時開示規則 2 条 2 項各号）

- ・ 子会社における決定事実（1 号）
- ・ 子会社における発生事実（2 号）
- ・ 子会社における決算関係情報（3 号）

③ 連動子会社にかかる適時開示情報（適時開示規則 2 条 2 項 2 号の 2）

- ・ 連動子会社における決定事実（a）
- ・ 連動子会社における発生事実（b）

※（注）②と③における決定事実、発生事実および決算関係情報は①における概念と同じである。

内部者取引規制制度において重要な投資判断情報にあたるとして規制の対象とされている法令上の「重要事実」（証券取引法第166条第2項各号に規定する上場会社等およびその子会社に係る業務等に関する重要事実をいう。以下において同じ。）を規定する際、実務において既に投資判断情報の提供ルートとして確立していた適時開示において開示を要請されていた企業情報が参考にされたが、要請ベースから規則による義務付けを行った適時開示規則において適時開示を行うべき情報の規定については、内部者取引規制における証券取引法の規定が参考にされている。そこで、適時開示において開示すべき企業情報の構成を、証券取引法における内部者取引規制、企業内容開示などの証券取引法上の制度に係わらしめて分類すれば、次のとおりとなる。

- ・証券取引法上の内部者取引規制制度における法令上の「重要事実」
- ・証券取引法上の公開買付に係る情報
- ・企業内容開示制度における連結財務諸表等の定期開示情報および臨時開示書類の提出事由に係る情報
- ・その他の重要な企業情報

このように、適時開示において開示が義務付けられている企業情報は、証券取引法上の制度における規制対象情報と重なるものが多いが、それらの情報以外に証券取引所が適時開示が必要であると認めた情報が含まれている⁽⁷⁾。

（２）企業内容開示制度と内部者取引規制制度

投資者保護を図るための規制として、証券取引法は企業内容開示制度と内部者取引規制制度を設けている。前者が事実を知らされないことによる不測の損害からの保護を図る制度であり、後者が不公正な取引による不測の損害からの保護を図るための制度である。

企業内容開示制度においては、投資者の投資判断に資する重要な投資判断情報が制度開示資料において開示されなければならないこととしている⁽⁸⁾。一方、内部者取引規制制度は、法令上の「重要事実」の公表前において、投資判断に影響を及ぼすべき情報を知ることについて特別な立場にある会社関係者等（規制対象者をいう。証取法166条1項）による規制対象証券の取引を禁止し、もって当該投資判断に影響を及ぼすべき情報が投資者に周知された状態で証券取引を行わせ、証券市場における取引の透明性と公正性を確保しようとする制度である。したがって、内部者取引規制制度において、規制の対象となる法令上の「重要事実」は、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要な投資判断情報であるというべきである⁽⁹⁾。

企業内容開示制度と内部者取引規制制度は、いずれも投資者の投資判断にとって重要な投資判断情報を法（制度）の適用対象としていることは明らかである。すなわち、企業内容開示制度は当該重要な投資判断情報の開示を確保するための制度であり、内部者取引規制は当該重要な投資判断情

報の開示・公表（証取法166条4項）¹⁰⁰が行われる前の会社関係者等による規制対象証券の取引を禁止することを確保するための制度である。したがって、そもそも企業内容開示および内部者取引規制において法が規制を及ぼすべき重要な投資判断情報は、概念的に同一のものであるべきであると考えられる。投資者に影響を及ぼすべき重要な投資判断情報は、合理的な投資判断に欠くことができないからこれを上場会社等の開示させ、一方市場における公正な取引を確保するためにその開示・公表前においては会社関係者等の取引を禁止するというのが企業内容開示制度および内部者取引規制における目的とされるべきことだからである。

しかし、現行の両制度においては重要な投資判断情報として位置付けられている情報には相違があり、開示が義務付けられている情報と内部者取引規制発動の要件となる法令上の「重要事実」には異なっているものがある。例えば、業績予想の修正は内部者取引規制制度における法令上の「重要事実」として重要な投資判断情報に該当するが、一方の企業内容開示制度においては開示情報には該当せず、したがって開示すべき重要な投資判断には該当しないものとして位置付けられていると考えざるを得ないところである。業績予想に関する情報が証券市場において重要な投資判断情報として投資者から注目されている情報であることは改めて言うまでもないであろう。

（3）適時開示における開示情報

① 適時開示情報の範囲と適時開示の効果

適時開示においては、証券取引法において投資者の投資判断情報として重要であるとされる情報の開示を確保するという観点から、前述のとおり、例えば最近の業績予想値の差異に係る業績予想の修正など、企業内容開示制度において開示情報とされていないが内部者取引規制制度においては規制対象情報たる「重要事実」とされている情報も開示対象としている。

このように、証券取引法において、投資者保護の目的による相違（情報の開示と不公正取引の排除）から一致していない投資判断情報について、適時開示においてはいずれも投資者に提供されるべき投資判断情報として開示義務を課している。当該投資判断情報の適時開示により、投資者に対しては企業の実態に係わる情報の開示が確保されると共に、内部者取引規制における規制解除のための行為としての公開を果たすことにもなっているわけである。

② 開示すべき投資判断情報の範囲と適時開示

適時開示は、企業内容開示制度および内部者取引規制制度において規制対象とされている情報以外に開示すべき情報を規定している。つまり、適時開示においては法定の開示事項および法令上の「重要事実」よりも広い範囲の情報について開示を要する情報としている。適時開示においては、証券市場における株価等の状況と諸種の企業情報との関連を踏まえながら、市場に影響を及ぼすと考えられる情報を開示対象として規定しているものと考えられる。

このように、証券取引法の下での制度（企業内容開示制度および内部者取引規制制度）と法の下で運営されている証券取引所・証券業協会における規則において重要な投資判断情報として位置づ

けられている会社情報の範囲が異なっている。換言すれば、こうした事態は、法の規定によって（個別）列挙されている情報によっては、投資者の投資判断に影響を及ぼすべき重要な会社情報は網羅されていないということを示していることにもなるのか、適時開示を行うことを義務付けられている企業情報に開示を義務付けるほど重要でないものが含まれているのか、という問題を提起することになる。

それでは、これらの市場開設者たる証券取引所・証券業協会の規則とは、そもそもどのようなものであるか。証券取引所および証券業協会は、その開設する市場における取引を公正かつ円滑ならしめ、かつ、投資者保護を図る観点からその業務、すなわち証券市場の管理・運営を行うことが義務付けられており（証取法106条の3、67条1項）、これらの市場開設者の業務運営の根拠となる規則は当然に公益および投資者保護を図るものでなければならず、その規則は証券取引法を所管する内閣総理大臣の認可を得て施行されているものである。証券取引所等の規則と証券取引法とは当然異なる法的効果を有するものであるものの、いずれも投資者の投資判断に影響を及ぼすべきものとして特定の範囲の会社情報について開示および取引規制を定めているものであるから、その範囲が当然異なってよいということにはならない。むしろ、投資者に対して投資判断情報の提供を的確に行い投資者保護を図るという観点からすれば、こうした相違があることは問題となるのではないであろうか。こうした事態は、そもそも投資判断情報の開示制度の構築はどのようにあるべきかという検討課題を提起することとなるが、ここでは制度開示と適時開示における主要な相違点を次の4において明らかにするととどめることとする。

4. 制度開示と適時開示における開示情報等の関係

（1）決算情報関係

① 連結財務諸表等関係

連結財務諸表等による開示内容は、明細書等の開示を除き、制度開示における開示内容と基本的の同一のものが適時開示においても開示される⁽¹¹⁾。制度開示と適時開示における連結財務諸表等の開示は、その時期が大きく異なる。制度開示においては株主総会において利益処分も含めた財務諸表の確定を受けて法定開示書類が開示されるが、適時開示（決算発表）においては公認会計士監査において事実上の了解（実質的に無限定適正意見）を受けてなされる決算承認（取締役会の決算書承認）により承認された連結財務諸表等が開示されるので、約1ヶ月程度制度開示より早く開示される⁽¹²⁾。この決算発表が重要な投資判断情報として投資者の意思決定に利用されている点は、実証研究によって既に明らかにされているところである⁽¹³⁾。

② 財務諸表以外の情報関係

財務諸表によらない決算関係の情報として、適時開示においては業績予想値が開示されることに加え、定性的情報として次の情報が開示されるが、制度開示においては開示について明確な義務付

けはない。

- ・ 経営方針
- ・ 目標とする経営指標
- ・ 中長期的な会社の経営戦略
- ・ コーポレート・ガバナンス
- ・ 経営成績および財政状態に関する分析と説明（当該年度の実績と次年度の見通し）

上記のうち、コーポレート・ガバナンスと経営成績および財政状態に関する分析と説明は制度開示においても取り入れられることとなった。制度開示において開示が義務化される前に適時開示において開示が義務付けられていたということである。適時開示で定着したものを制度開示において取り入れたというようにも考えられる。

（２）業務等に関する情報関係

業務等に関する投資判断情報は、その決定または発生の都度、制度開示と適時開示において開示される。制度開示においては臨時報告書の開示により行われる。

すでに取り上げたように、開示対象において、制度開示と適時開示とでは相違があり、適時開示における開示情報の範囲のほうが広い⁽¹⁴⁾。例えば、金融支援の受入、人員削減等の合理化の決定等の適時開示では開示情報とされているが、制度開示においては開示情報とされていない。なお、ここでは個別に開示情報として規定されているものを取り上げているので、制度開示におけるその他条項（企業内容等に関する内閣府令19条2項12号）の適用対象となるものもあろう。

（３）制度開示資料の位置付け

以上の点を踏まえて、証券市場における情報開示の仕組みとそこにおける開示資料についてまとめ、証券取引法における制度開示資料たる有価証券報告書の位置付けを考えてみよう。適時開示が行われるのは、流通市場においてであるので、ここでいう証券市場における情報開示とは流通市場におけるそれをいう。

すでに取り上げたように、重要な投資判断情報は適時開示規則により開示されることとされている。その中で所定の業務等に関する情報については、制度開示における臨時開示資料たる臨時報告書においても開示される。このような情報開示の仕組みの中で、証券取引法における制度開示において中心的な開示資料と位置付けられている有価証券報告書はどのように位置付けられるであろうか。

有価証券報告書は、次の記載項目からなる⁽¹⁵⁾。

- ① 企業の概況
- ② 事業の状況
- ③ 設備の状況

- ④ 提出会社の状況
- ⑤ 経理の状況
- ⑥ 提出会社の株式事務

(1) でみたように、開示対象たる連結会計期間・事業年度に係る決算書、すなわち連結財務諸表および個別財務諸表(⑤の経理の状況)ならびにそれらに関する説明・分析等(②における記載事項の一部)は適時開示(決算発表)においてすでに開示済みである。また(2) でみたように、①の企業の概況に記載すべき事業の内容、関係会社の状況および従業員の状況において投資判断に影響を及ぼすような決定事実、発生事実については適時開示において開示対象となっていると考えてよいであろう。②の事業の状況における経営上の重要な契約等、および③の設備の状況における固定資産の取得・売却等についても同様のことが言える。さらに、例えば増資等決定、配当の変更、代表取締役の異動についても適時開示の対象となっており、④の提出会社の状況において記載すべき、株式等の状況、配当政策および役員などについても、重要な部分については適時開示の対象となっていると解されよう。株式の名義書換機関、公告掲載新聞などを記載する⑥の株式事務も、その変更の有無にかかわらず掲げられており、投資者にとっては便宜なものであろう。

このように、投資判断に影響を及ぼすべき重要な部分については、すでに適時開示(所定の事項については臨時報告書においても開示)されたものについて、適時開示の対象とならなかったものも含めて、これらの過去情報をまとめて整理して開示しているものが現行の有価証券報告書であるということができよう。

おわりに

本稿においては、適時開示の意義を述べ、これを踏まえて制度開示と適時開示における開示情報の範囲および開示時期等において相違があることを指摘するとともに、開示の実務において密接な関係にある内部者取引規制において重要な投資判断情報として位置づけている法令上の「重要事実」とこれらの開示制度における開示情報との関係を明らかにした。

適時開示制度は、開示の実務において定着するとともに、実証研究において適時開示情報の代表例である決算発表の証券取引(株価・売買高)に及ぼす影響が明らかにされ、また証券取引法においては適時開示情報が内部者取引規制における法令上の「重要事実」に取り込まれてきた。このように、適時開示が投資者に対する投資判断情報の提供ルートとして確立したものとして位置づけられることになったのは、適時開示が証券取引所等からの要請による時代であった。現在のように規則による義務付けがなされる前である。法令による根拠もなく、投資者に対する投資判断情報の提供ルートとしての位置づけを確立し得たのは、結局、適時開示において開示を求めている企業情報が投資者が投資判断情報として求めていた情報であったということができよう。

適時開示制度において開示される情報は、企業内容開示制度において開示される情報より早期に

開示されることまたはその開示の対象が広いことから、投資者に対する投資判断情報として重要な位置付けを有しているため、制度開示とも一定の関係を有することとなる。例えば、適時開示制度と企業内容開示制度における定期開示としての決算内容の開示、すなわち適時開示における決算発表と制度開示における有価証券報告書の開示の関係を考えてみよう。決算発表に関する実証研究においても明らかにされているとおり、投資者・市場サイドは決算発表（適時開示）から決算関係情報としての投資判断情報を受け取り、それが株価・売買取引（投資判断）に反映されている。一方、すでに取り上げたように決算発表の約1ヶ月後に開示される有価証券報告書（制度開示）は、その投資判断情報としての実態を踏まえて考えれば、決算発表により開示される情報に対して、企業の事業内容に関する総合的情報ならびに連結財務諸表等に関しては監査報告書および明細情報等を提供しているという関係になるということができよう。

内部者取引規制制度においても、決算発表において開示される決算の内容（いわゆる決算取締役会により承認された決算数値）、配当にかかる株主総会への付議案、業績予想値などが法令上の「重要事実」として規制の対象とされ、決算発表¹⁶⁾が規制の解除要件たる公開に該当することが規定されている。これらの投資判断情報の開示は適時開示によって行われることが制度に組み込まれているわけである。このほか、合併、新製品または新技術の企業化等の決定等の決定事実および災害または業務に起因する損害、上場廃止・店頭市場登録取消の原因等の発生事実等、業績予想の修正等の決算情報など、決算内容の開示以外の適時開示と臨時報告書による情報開示についても同様な関係が見て取れる。

こうした制度開示と適時開示との関係は、それらの根拠をなしている証券取引法と証券取引所等の設定する規則という関係からすれば、当該関係が真に妥当なものであるかどうかについて検討すべき課題を生ぜしめているように思われる。すなわち、こうした関係が存在する場合において、証券取引法が投資者保護を図るために規定している制度開示が企業情報の提供において果たすべき役割を十全に果たしていることになるのかどうかという点である。

証券市場は国民共有の財産であり、投資判断情報の提供行為としての開示は証券市場を支える重要なインフラとしての機能を果たすべきものであるから、開示内容および開示方法等の基本的枠組みと実務に対する柔軟な対処が図れる対応のあり方について検討していく必要があると考えている。

注

- (1) 東京証券取引所は、1974年6月に「会社情報の適時開示に関する要請」と題する要請文を上場会社宛に発した。本要請は、東証は、適時開示の重要性を示すとともに、適時開示を全国的な報道網を有する組織に対して公表すること、東証に対して事前説明を行うこと等を要請したものである。
- (2) これらの要請文については、次を参照されたい。久保幸年「適時開示の理論と実務」 中央経済社、1992年19—20頁
- (3) 東京証券取引所「会社情報適時開示に関する要請について」 1989年3月

- (4) 決算発表とは、会社の事業年度または連結会計年度に係る決算の内容が定まった場合に行われる当該決算の内容の適時開示をいう。中間事業年度または中間連結会計期間にかかる決算内容の適時開示は、中間決算発表という。
- (5) 久保幸年「マーケットサイド・ディスクロージャー 市場指向の企業情報開示」 中央経済社、2000年
- (6) 適時開示にかかる責任担当者制度が整備されていることも適時開示の確立の上で効果があったといえよう。すなわち、上場会社における窓口として「情報取扱責任者」（役員またはこれに準ずる役職の者）の選任とその証券取引所への届け出、一方証券取引所においては上場会社の適時開示を担当する「上場管理担当者」（課長級）が設置され、適時開示を支える体制が整備されていることも適時開示を定着させる上で重要な役割を果たしてきたものである。
- (7) 適時開示情報と企業内容開示制度において開示すべきとされている情報および内部者取引規制制度における法令上の「重要事実」との関係については、別途取り上げて明らかにしたいと考えている。
- (8) 制度開示書類たる有価証券届出書・有価証券報告書には、会社の商号、その属する企業集団および会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益または投資者保護のため必要かつ適当なものとして定められているものを記載しなければならない（証取法5条1項、24条1項）。
- (9) 法令上の「重要事実」の構成について、概略を示せば次のとおりである（証取法166条2項各号）。
- (1) 親会社にかかる「重要事実」
 - ① 決定事実…会社の業務執行決定機関による決定または公表済みの当該決定を行わないことの決定（1号）
 - ② 発生事実…事実の発生（2号）
 - ③ 決算関係情報…企業集団の売上高等について公表された直近の予想値（実績値）と新たな予想値または決算との間の差異が生じたこと（3号）
 - ④ その他の事実（4号）
 - (2) 子会社にかかる「重要事実」
 - ① 子会社における決定事実（5号）
 - ② 子会社における発生事実（6号）
 - ③ 子会社における決算情報（7号）
 - ④ 子会社におけるその他の事実（8号）
- (10) 内部者取引規制における公表とは、次の措置をいう（証取法166条4項）。
- (1) 当該事実を複数の報道機関に対する公開後、一定期間の経過したこと（証取法施行令30条1項および2項）
 - (2) 当該事実を記載した法定開示書類が公衆縦覧に供されたこと
- こうした公表の定義からすると、公表については、企業内容の開示における開示と同じと解してよいといえる。ちなみに、(1)はおおむね適時開示において求められている開示形態である記者発表に相当し、(2)は企業内容開示制度における開示であり、また適時開示のファイリング制度における開示に相当するものである。
- (11) 決算手続きを進めていく場合、決算書の提出に係る法定の日程を踏まえ、先ず商法計算書類として掲げられる決算書により決算の数字固めを行い、これらの個別決算数値を用いて連結財務諸表を作成し、それらを用いて決算発表を行う。その後、商法および証券取引法の日程にかかる規定を踏まえ、商法計算書類の表示等の確認作業を行い、さらに証券取引法上の有価証券報告書に掲げられる決算書の表示等の確認作業へと進めていくというのが一般的な決算作業の流れである。
- これまで、商法の計算書類規則と財務諸表等規則において表示等の面で若干の相違があったが、解消される方向となったので、文中においては制度開示と適時開示において開示される決算書が同一のものであると指摘している。ただし、適時開示において開示が要求されているキャッシュ・フロー計算書については、特定の会社をのぞき商法上は要求されていないので、適時開示用に作成し、これを制度開示において用いることとなる。
- (12) 3月期決算を例にして、決算書（連結財務諸表等）の開示の平均的な日程を示せば、次のとおりである。（東京証券取引所に上場している2002年3月期決算会社の決算発表の平均所要日数である48日を踏まえて日程を示

している。)

期末(3月31日)→4月中旬・下旬:決算原案→会計士監査・監査役監査→5月18日・17日(決算発表の当日・前日):決算承認→5月18日:決算発表→6月:株主総会召集通知(計算書類を含む)の発送→6月下旬:株主総会、有価証券報告書(制度開示書類)の開示

- (13) 実証研究の研究成果は多数に上る。ここでは、わが国において実証研究が今日ほど注目されていなかった中で、「財務諸表の情報力の程度を確かめるには、諸利害関係者集団が企業の公表する財務報告をみずからの意思決定に実際に活用しているか否かを実証する必要がある」とし、決算発表による「公開決算情報の投資家行動に対する影響度の実証研究」を最初に取り上げた次の論文を掲げておくこととする。なお、本論文は、決算発表により提供された情報が投資判断情報として投資者・市場において利用されていることを実証するとともに、決算発表の実務における検討課題をも提起する内容を含んでいたものであった。会計情報研究会(代表:石塚博司)「資本市場における会計情報の有効性〈パイロットテスト〉—決算情報は投資家行動に対して影響力をもつか—」『企業会計』30巻13号、5—12頁

- (14) 双方の相違点について詳論することはここでは行わない。参考までに、親会社にかかる開示情報において適時開示と制度開示における相違を分類したものの概略を示しておくこととする。相違するものについて例示しておく。

(1) 適時開示情報であって制度開示の対象とならないもの

- ① 決定事実…資本の減少の決定、配当の額の変更の決定
- ② 発生事実…上場廃止・店頭登録取消の原因となる事実の発生、免許の取消・営業または事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令に基づく処分の発生
- ③ 決算関係情報…業績予想の修正、配当予想の修正

(2) 双方において開示対象となるが、重要性(開示義務が生ずる量的基準)が異なるもの

- ① 決定事実…営業または事業の全部または一部の譲渡または譲受けの決定が行われた場合の開示対象の範囲について、純資産基準(30%)、売上高基準(10%)のほか、適時開示においては、利益基準(経常利益または当期純利益の30%)が設定されている。
- ② 発生事実…災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害が発生した場合の開示対象の範囲について、純資産基準(3%)のほか、利益基準(経常利益または当期純利益の30%)が設定されている。

- (15) 有価証券報告書における企業情報に係る記載項目は次のとおりである(企業内容等の開示に関する内閣府令第3号様式)。

1. 企業の概況

(1) 主要な経営指標等の推移、(2) 沿革、(3) 事業の内容、(4) 関係会社の状況、(5) 従業員の状況

2. 事業の状況

(1) 業績等の概要、(2) 生産・受注・販売の状況、(3) 対処すべき課題、(4) 経営上の重要な契約等、(5) 研究開発活動

3. 設備の状況

(1) 設備投資等の概要、(2) 主要な設備の状況、(3) 設備の新設・除却等の計画

4. 提出会社の状況

(1) 株式等の状況、(2) 自己株式の取得等の状況、(3) 配当政策、(4) 株価の推移、(5) 役員の状況

5. 経理の状況

(1) 連結財務諸表等、(2) 財務諸表等

6. 提出会社の株式事務の概要

一方、決算発表において用いられる決算短信(連結)における記載項目は次のとおりである(決算短信記載要領)。

1. 業績の状況

連結経営指標（実績）、連結財務諸表、個別財務諸表

2. 業績予想

連結業績予想、個別業績予想

3. 定性的情報

（1）企業集団の状況

（2）経営方針

経営の基本方針、利益配分に関する基本方針、目標とする経営指標、中長期的な経営戦略と対処すべき課題、コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方およびその施策の実施状況、関連当事者との関係に関する基本方針

（3）経営成績および財政状態に関する分析と説明

- (16) 適時開示においては、TDnet を用いて登録し、記者クラブ等において記者会見または資料投函を行って開示を行う。TDnet への登録により、当該情報は報道機関各社にオンラインで提供される。こうしたことから、適時開示における開示方法が、内部者取引規制における公開（証取法施行令30条1項）に該当することは明らかである。

5. 会計情報の機能と業績報告（報告要旨）⁽¹⁾

早稲田大学 辻山 栄子

1. はじめに——問題の所在

旧国際会計基準委員会（IASC）を母体として設立された財団の新しい定款のもとで2001年4月に組織された国際会計基準審議会（IASB）は⁽²⁾、旧IASC時代に策定された国際会計基準（IAS）を全面的に引き継ぐとともに、その内容を改善する、いわゆる改善プロジェクト（improvement project）を直ちにスタートさせた。同時に、今後IASBが策定する国際財務報告基準（IFRS）に世界各国の会計基準を統合していくための、いわゆる統合プロジェクト（convergence project）を立ち上げて、目下、会計基準の世界標準化に向けて精力的な活動を続けている。

本報告で取り上げる「業績報告」プロジェクトは、IASBが最初に着手した4つのコンバージェンス・プロジェクトのうちの1つである⁽³⁾。周知のように、IASBから提案されている新しい業績報告の基本様式（図表1）⁽⁴⁾においては、純利益（net income / earnings）の表示が完全に姿を消している。IASBの提案によれば、一旦包括利益の内訳項目として認識された「再測定差額」は、その後の実現時に再測定前利益に再分類（リサイクル）することを禁じられているため、業績報告の中から従来方式の純利益の金額を直接的に読み取ることはできないことになる。IASBは、「純利益」に限らずいかなる単一の金額も、企業の業績指標としては不完全であり、また単一の金額に加工する過程で歪曲（distortion）される可能性があるため、資本取引を除く資産と負債の毎期の変動の構成要素をそのまま業績として表示することこそが正しい業績報告の姿である、とその提案理由を説明している。

図表1 IASB提案の基本構造

	合 計	再測定前利益	再測定
営業（operating）	XX	X	X
財務（financing）	XX	X	X
税（tax）	X		
包括利益	XXX		

このIASBの提案に対しては、現在、日本の会計基準設定主体である企業会計基準委員会（ASBJ）をはじめとする各方面から強い懸念が表明されている⁽⁵⁾。そのため、当初2003年の第1四半期に予定されていた公開草案の公表は、第4四半期にずれ込むことになり、2005年度からの初度

適用は難しい状況にある。2003年4月にIASBのスタッフによってイギリスで実施された試験的なフィールド・ビジットにおいては、IASBの提案に対して概ね好意的な結果が得られたことが報告されている⁽⁶⁾。ただしその内容を詳細に検討すると、好意的に受けとめられているのは、①業績報告の様式を世界的に標準化すること、そして②その区分をより明確にすることに対してであり、業績報告の中から純利益情報がなくなることに對しては、当初考えられていたより遥かに深刻な懸念が各界から寄せられていることが分かる⁽⁷⁾。

ところで、アメリカ財務会計基準審議会（FASB）の基準設定過程においては、これまでも実証研究の成果が少なからぬ影響を及ぼしてきたことが知られているが⁽⁸⁾、近年、その傾向はより一層顕著になっている⁽⁹⁾。そしてその影響は近年のIASBの審議にも及んでいる。たとえば、目下、業績報告プロジェクトと平行して進められている企業結合プロジェクトにおいては、企業結合時に発生するのれんを規則的に「償却」する伝統的な処理に代えて、「減損損失」を認識する処理が提案されているが、IASBはその主たる理由として、のれんの年度償却額に対しては投資家が考慮を払っていないという実証結果⁽¹⁰⁾があることを指摘している。

今後は、業績報告に関しても、実証研究の成果が提案の根拠として提示される可能性がある。これまでも accruals の有用性を示す多くの実証結果が蓄積されているが⁽¹¹⁾、その accruals 分析の基礎となるべき accrual accounting の伝統的な解釈は、Paton and Littleton (1940) に集約されており、この著作こそが財務会計における20世紀最大の貢献とされてきたことは Beaver (1981) の指摘にまつまでもない⁽¹²⁾。ただし近年の実証研究における accruals の意味、ないしは accrual accounting の解釈は論者によって一様ではない。accruals を次式のように定義する限り、この定義式に基づく accruals の有用性は、当期のキャッシュフロー情報よりキャッシュフローを配分加工した会計利益情報のほうが有用であるということを示しているに過ぎず、会計利益自体がどのように構成されるべきかという問題については直接的に何も語っていないのである。

$$\text{会計利益} = \text{キャッシュフロー} + \text{accruals}$$

accruals の有用性が実証されることが業績報告に関するIASBの提案に対する反証となりうるのか、あるいはIASBの提案を支持することになりうるのかは、当該実証研究の問題意識と、それに基づく具体的なデザイン、そしてその解釈に依存している。

事実、業績報告に関するIASBの提案の直接的なたたき台となったG4+1の1999年の提案⁽¹³⁾に対するAAAの会計基準委員会（以下AAA委員会）のコメント⁽¹⁴⁾は、G4+1の提案を基本的に支持するものであった。このAAA委員会のコメントは、主として米国における実証研究の成果に関するサーベイに照らして、その他の包括利益の構成要素の開示が将来損益ないしは将来キャッシュフローの予測（predictability）にとって有用か否かを判断するものであり、実現と未実現の区分はその意味ではほとんど意味をもたないという結論が示されている。ただし、その多くは金融商品の会計処理に限定されたコメントであり、同じその他の包括利益の内訳項目である外貨換算調整勘定、固定資産評価差額、最小年金負債については、そもそも予測能力自体が否定的に捉えられている。

したがって AAA 委員会のコメントを G4+1 ないしは IASB 提案に対する無条件の支持とみることは、慎重である必要がある。なぜなら、IASB の提案においては、金融商品と事業用固定資産の双方についての時価による再測定が認められ、再測定差額のリサイクルが禁じられているのに対し、金融商品の時価と時価評価差額には情報価値が認められるものの事業用の固定資産の時価と時価評価差額には情報価値が認められないとする AAA 委員会の見解は、それとは本質的に異なる見解であるとみななければならないからである。時価会計を支持し、実現・未実現に本質的な差異を認めないという点で一見共通した見解のようにみえても、金融商品に限定された議論をしている場合と固定資産を含めた議論をしている場合とでは、議論の本質が根本的に異なっていることに留意する必要がある⁽¹⁵⁾。

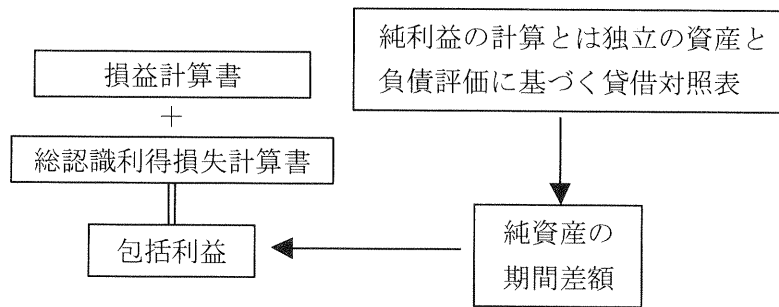
本報告ではそのような問題意識に基づき、会計情報の機能と業績報告の関係を、いわゆる accrual accounting の現代的な意義に照らして考察することにしたい。

2. 業績報告に関する IASB 提案の特徴

議論に先立ち、IASB の業績報告プロジェクトにおいて提案されている業績報告様式と、従来方式の業績報告様式（損益計算書）の基本的な違いを再確認しておきたい。現在、IASB ならびに英語圏の諸国においては、包括利益計算書ないしは株主持分変動表が制度化されている一方で、日本においては包括利益計算書は制度化されていない⁽¹⁶⁾。そのため、業績報告様式としては、諸外国の様式と日本の様式の違いのほうが強調されることがある。しかし、それは表面的な理解に過ぎない。問題の本質は、企業の期間業績を導く際の基本的な発想の違いにある。その点では、日本方式とその他の国の方式との違いではなく、英国方式とその他の国の方式（特に日米方式）との違いが強調されるべきである。現在 IASB から提案されている業績報告様式は、英国の様式とその基本的な発想を一にしている。

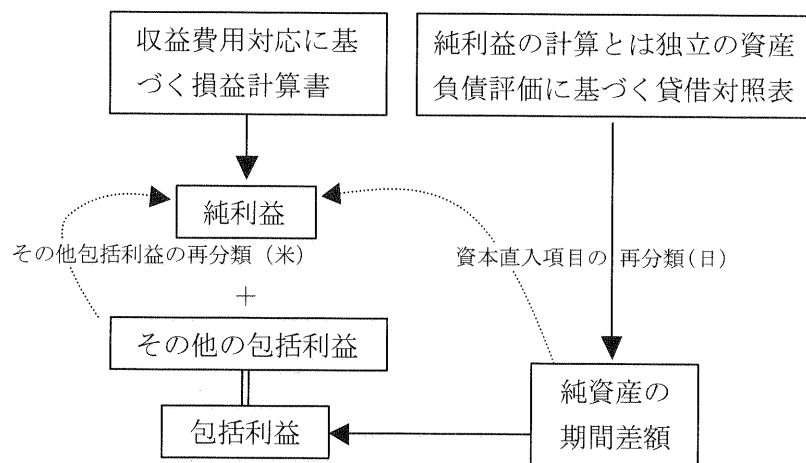
イギリスの FRS3 号⁽¹⁷⁾において基本財務諸表として採り入れられている総認識利得損失計算書（statement of total recognised gains and losses）においては、金融商品のみならず土地を含むより広範な固定資産の再評価損益の計上が容認されている。そしてこの保有損益は、総認識利得損失計算書において認識された段階で、財務業績の構成要素として確定したものとして位置づけられているため、その後、売却等を通じて実現された段階で損益計算書の純利益に改めてリサイクル（再分類）されることはない。イギリス会計基準審議会（ASB）によれば、その理由は、多様な財務業績の構成要素を基本財務諸表において区分して報告することによって、情報の作成者ではなく、情報の利用者がその構成要素を適宜組み合わせることを通じ、企業がその期間に達成した業績（performance achieved in a period）を理解し、その業績がその企業の潜在的な将来業績を予測するうえでどの程度有用であるのかを判断するのに役立つような財務諸表をデザインすることを目指したためであるとされている。

図表 2：イギリスの業績報告方式



一方アメリカでは、1993年の FAS115 号¹⁸等の導入によって金融商品に時価評価が採り入れられた結果生じた評価差額等の一部が、損益計算書を経由せずに貸借対照表の資本の部に直入されていたが、1997年の FAS130 号の導入によって包括利益計算書が制度化されたことにより、資本直入項目は「その他の包括利益」として別途に報告されることになった。ただし、一度その他の包括利益に繰り入れられた未実現保有利得損失がその後に実現したときには、改めて当該金額を損益計算書上の純利益に算入し、同額を「その他の包括利益」から控除して純利益に再分類（リサイクル）することが求められているから、FAS130 号の導入後も損益計算書のボトムラインである「純利益」の意味は変化していない。しかも FAS130 号においては、包括利益計算書の中に損益計算書とその他の包括利益を含めた「一計算書方式」、損益計算書とは別にその他の包括利益だけを「包括利益計算書」として別途作成する「二計算書方式」、そしてその他の包括利益を「株主持分変動表」において報告する方式のいずれも認められているから、「業績報告」のあり方としては日本の現行方式と本質的に異なるところはない。両者の差異は、資本直入項目を別表にして示すか否かという点だけである¹⁹。

図表 3：日米の業績報告方式



それに対し、一度認識された保有損益がその実現時に損益計算書に再度繰り入れられるか否か（リサイクルされるか否か）は、業績報告に関して決定的な違いを有している。リサイクルされない場合には、従来型の損益計算書のボトムラインとしての純利益はもはや示されず、貸借対照表上の純資産の（資本取引を除く）2時点間の差額、つまりは「包括利益」がそのまま業績として確定することになる。一方、リサイクルされる場合には、包括利益が示されていても損益計算書上のボトムラインである純利益は従来の意味のまま維持され、報告される。

IASBは、2001年8月に業績報告をアジェンダの1つに加えたのち、イギリスの会計基準審議会（ASB）とのパートナーシップのもとでこのプロジェクトに着手し、2001年10月には原則書案²⁰⁾を、また2002年1月にはコンセプト・ペーパーを公表している。したがって、英国方式の業績報告の基本的な発想がIASBの提案の中に受け継がれているのは当然の結果である。

先に掲げた図表1にあるように、IASBが提案しているマトリックス方式による業績報告は、業績をまず事業活動からもたらされるものと財務活動からもたらされるものに区分した上で、さらにその各々を、左右の2つの列に区分しようというものである²¹⁾。なお、2003年5月現在のボード会議におけるスタッフ提案では、マトリックスが図表4のように変化し、包括利益という名称は姿を消している。ただし、合計欄のボトムライン（profit）が包括利益を表していることに変わりはない²²⁾。

図表4 IASB 提案（2003年5月現在）

	合計	再測定前利益 (profit before remeasurements)	再測定 (remeasurements)
事業 (Business)			
営業 (Operating)	x x	x x	x x
その他の事業 (Other business)	x x	x x	x x
金融収益 (Financial income)	x x	x x	x x
	x x		
財務 (Financing)	(x x)	(x x)	(x x)
税金 (tax)	(x x)		
廃止事業 (discontinuing)	x x	x x	x x
キャッシュ・フロー・ヘッジ	x x		x x
利益 (Profit)	x x		

IASBが提案しているマトリックス方式による業績報告の基本的な特徴は先に指摘したとおりであるが、この特徴を別の角度からみると、IASB方式では業績が貸借対照表上の資産と負債の評価に依存して決まるということを意味している。IASBは、業績報告の形をこのように変更する必要

性を主張する理由の1つとして、純利益（あるいは earnings）は極めて曖昧な概念であるのに対し、包括利益は、純資産の期間増加額という極めて明確に定義された概念であるということを指摘している。しかし、その純資産はどのように決まるのか、つまり、はたしてどのようなロジックによって資産や負債の評価方法が決まるのかについては、今のところ明らかにされていない。純資産の変動を業績とみる場合には、まず貸借対照表の純資産額が何らかの一貫したルールで決定されていなければならない。しかし、例えば有形固定資産の評価については、イギリスでは時価評価が許容されているし、現行の IAS16 号においても原価モデルと時価モデルが並存しているが、アメリカや日本においては、金融商品に時価評価が取り入れられたあとにおいても、固定資産を時価評価しようという動きは全くといって良いほど聞こえてこない。

したがって、純利益は曖昧な概念で包括利益は明確な概念であるという主張は当を得ていない。そのため、今後 IASB の提案が世界的に受け入れられるためには、包括利益には純利益より以上の有用性があることが理論的にも実証的にも明らかにされる必要がある。しかも、現行実務の中で広く受け入れられている純利益の報告を禁止するためには、包括利益ないしはその他の包括利益（あるいはその構成要素）に追加的な有用性が認められるということばかりではなく、純利益自体に有用性が認められないということが明らかにされる必要がある。

3. 包括利益と純利益

ところで、包括利益と純利益との本質的な関係を考える手がかりとなるのは、入門的な会計学の教科書にしばしば登場する次のようなアナロジーである。

「会計上の貸借対照表と損益計算書は、貯水池の水量に関する2つの報告書にたとえることができる。一つは、ある期間に貯水池をどのくらいの量の水が流れたかを示す報告書であり、他の一つは、期首と期末の貯水池にどのくらいの量の水が存在しているのかを示す表である。」²³⁾

前者が損益計算書（フロー表）、後者が貸借対照表（ストック表）のたとえであることはいうまでもない。貯水池のアナロジーではこの両表を用いて導かれる水の純増の測定値は一致することになるが、両表を用いて計算される会計上の利益額は必ずしも一致する保証はない。それは2つの理由による。

まず、水量とは異なり、会計における利益計算においてはストックの「評価」が不可欠である。水量の計算においては貯水池に貯まったままになっている水が貯水池の水位の純増に影響することはないが²⁴⁾、会計上の利益計算においては期中を通じて保有されたままの資産と負債の評価が変われば、評価差額をフローとして擬制しない限り、評価の影響を直接的に受けるストック表による利益計算と、フロー表による利益計算とは一致しない。

第2に、フローに基づく会計上の利益計算は、キャッシュフローという直接的に観察可能なフローに着目する現金主義によらない限り、何をもって流入とみなし、何をもって流出とみなすのかというルールを抜きにしては成り立たない。いわゆる Paton and Littleton 流の accrual accounting においては、財と用役の流れに着目してキャッシュフローを再配分することによって利益計算が行われてきた。それは、現金主義的な計算が漸次発生主義的な計算システムに転換されてきた過程として理解することができるが、そこでいう発生主義とは、財と用役の流れに即して、キャッシュフローを配分するシステムを意味していた。

伝統的な取得原価主義においては、資産と負債の評価のルールがそれ自体自律的に決まっていたのではなく、まず費用収益の対応に基づくフロー計算による純利益の計算が先にあって、その結果として、貸借対照表上のストックの評価が取得原価になっていた。つまり、ストックのままの資産と負債は再評価されずに繰り越されてきたのである。この考え方が動的貸借対照表論、あるいは損益法として、長い間、近代会計の基礎にあったことは改めて指摘するまでもない。そしてこの計算構造のもとにおける貸借対照表は、投下コストの繰越表としての意味を担わされてきた。

4. 発生主義会計の変容

ただし近年の金融市場の発達によって、財と用役という概念の範疇を超えた様々な問題が提起されるようになり、前項で再確認した Paton and Littleton 流のいわゆる原価・実現基準に依拠した発生主義会計システムの再検討が必要とされるようになった。つまり、財と用役の流れに即してキャッシュフローの配分計算を行なうことの意味を、会計上の利益計算の原点に立ち戻って考える必要が生まれることになったのである。

これまで、会計上の利益計算の本質は「投下資本の回収計算」であると一般に考えられてきた。そしてその回収計算のあり方は、現金主義から発生主義へと変容してきたことは前項で見た。この「投下資本の回収計算」の意味を、金融商品取引が企業の副次的な活動の域を出るようになった現代の社会経済的な環境を前提として改めて問い直し、どのような事象を「回収」とみるべきかということに焦点をあててそれをより具体化すると、会計上の利益とは「投下した資金が事業のリスクから解放されて、どれだけの余剰をもたらしたかに関する情報である」と理解することができる。それは、現代の経営者が投資の採算を捉える視点、投資目的と密接に結びついている。それは、事業投資であれば、その事業を通じて生み出される価値が市場での販売を通じて実現した時点で、また、金融投資であれば、時価の変動による時点で、利益を認識することに繋がる。

明らかなことは、この数値はあくまでもフローに関する情報であるということであり、ストックの評価差額ではありえないということである。事業投資が原価評価されるのに対し、金融投資が時価評価されるのは、ストックの時価に意味があるからではなく、時価の評価差額に業績としての意味があると考えられているからであり、その意味では、伝統的な取得原価主義会計のもとにおける

ストックの評価が利益計算に規定されていたことと構図は変わっていない。売買目的有価証券の時価評価差額が純利益に算入されることとされたのは、現代の経済社会のもとでは、それがキャッシュに準じるフローとしての意味を持つと考えられるようになったため、つまりその時価の変動に投下資本の回収計算としての意味が認められるようになったためである。この視点を貫徹するならば、貸借対照表上で時価評価されるべき有価証券は売買目的有価証券に限定されるべきであるという見解にも合理性が認められる。

したがって、もし貸借対照表がコストの繰越表以外の機能を担わされるようになり、利益計算とは別の枠組みで貸借対照表上の資産と負債の評価額が決められるような場合には、貸借対照表上で認識された評価差額は、あくまでも利益計算のルールに従って業績としての要件を満たした時、つまり投下資本が事業リスクから解放された時に改めて利益にリサイクルされる必要がある。業績としての要件を満たしていない時点でストックを時価評価し、かつクリーンサープラス関係を維持したいのであれば、評価差額を（包括）利益と呼んで、ワン・ステートメントの包括利益計算書を作成すること、また投資意思決定にとっては、単独の利益額ではなく、その様々な構成要素を開示することがより有用であるとする見解は必ずしも否定されないが、そのことと、純利益はもはや開示する必要がないということは、本質的に異なる問題であり、両者は分けて考える必要がある。

5. 企業評価と利益情報

会計情報はさまざまな目的に使われているが、周知のように、FASB ならびに IASB における概念フレームワークにおいては、会計情報の利用目的がひとまず「投資意思決定目的」に絞られている⁽²⁵⁾。この投資意思決定のためには、会計情報の予測価値が重要であることはいうまでもないが、会計情報は、この事前に形成された予測を、事実に基づいて事後的に検証して改訂し、それに基づいて新たな期待を形成するためのフィードバック価値としての役割をも担っている。先に指摘した「投下した資金が事業のリスクから解放されて、どれだけの余剰をもたらしたかに関する情報」は、まさにその意味でのフィードバック価値を有している。

一方、投資家の事前の期待形成のために会計情報がどのように用いられるのかということについては、Beaver (1981) の指摘した3つのリンケージがよく知られている。つまり、会計情報が利用される目的が、企業価値、株主資本価値の評価にあるという前提に立つと、その評価のためには、将来の配当の見積りが必要になるが、将来配当は将来利益と関連し、その将来利益は当期利益と関連する、というリンケージの中で当期利益は企業価値評価に役立っていると考えられている。会計情報の利用目的が投資家の意思決定にあり、具体的には株主資本価値の見積り（企業評価）に利用されているとすると、株主資本価値の見積りのために不可欠な将来予測の意味についても改めて考えてみる必要がある。

企業価値評価の理念型である割引配当モデルにおいては配当予測が企業評価の基礎として用いら

れることは言うまでもないが、例えば、よく知られている割引フリーキャッシュフロー・モデルでは将来のフリーキャッシュフローがインプット情報として用いられ、残余利益、超過利益モデルでは、将来の利益の予測値が用いられる。留意すべきは、これらのいずれのモデルにおいても、企業の将来フローの割引現在価値によって企業価値が算定されているということである。したがって、企業が現在保有している資産や負債の市場価値をいくら精緻に測定しても、それによって企業価値そのものを測定することは出来ない。たとえ株主資本簿価を時価で測定したとしても、事業用資産に含まれるのれん価値はそこには含まれない²⁹⁾。企業価値に含まれるのれん価値は、資産負債の時価を仮にどのように精密に測定することができたとしても、そのみでは測定できないのである。

企業の純資産の取得原価による測定値と、時価による測定値を比較し、企業評価にとって前者より後者のほうが情報価値が高いと主張することと、純利益より包括利益の業積指標としての有用性が高いと主張することは、根本的に異質のものである。会計上の利益情報は、将来キャッシュフローの流列を推定する基礎となる情報にほかならず、それによって、まさにのれん価値を推定する基礎となりうる情報なのである。したがって、会計情報を用いて予測されようとしているのは、将来キャッシュフローであって、ストックの評価差額である包括利益そのものではない。

なお、IASB の提案にある再測定前利益は、企業の業積のうち将来キャッシュフローの予測にとって最も有用なサステイナブル（経常的）な部分を示しているとされている。この部分を内訳要素として示すことが将来のキャッシュフロー予測に役立つという主張そのものについては異論はないが、注意しなければならないのは、会計情報を用いて予測されようとしているのは、将来キャッシュフローもしくはそれを期間配分した将来利益の流列であって、サステイナブルな利益の流列ではないということである。したがって、サステイナブルな利益から除外されたものも含めたその全てを、事後的に事実として情報提供する必要がある。それによって、事後の事実によって事前の予測を事後的に検証改訂する作業が可能になる。会計情報には、事実に基づいて期待を改訂するためのフィードバック価値としての機能が欠かせないということを改めて強調しておきたい。

6. おわりに

これまでの実証研究においては、発生主義会計の理論的な構造や、その構造のもつ意味については深く立ち入らずに、それらがブラックボックスとして扱われるきらいがあった。今後、IASB の業績報告に関する提案をめぐることは、理論と実証のより一層の相互浸透が求められることは論をまたないが、とりわけ実証研究のデザインに際しては、発生主義会計（accrual accounting）の構造に対する一層的確な理解と問題意識が求められている。

注

- (1) 本報告要旨は、早稲田大学、第11回産研アカデミック・フォーラム「会計基準の形成過程と規制が資本市場に及ぼす影響」におけるディスカッションに資するために用意された未定稿である。
- (2) 2001年の International Accounting Standards Board (IASB) の改組の経緯について詳しくは、辻山 (2002) を参照。
- (3) 他に保険契約の会計、企業結合、株式報酬制度に関するプロジェクトがある。
- (4) 2003年5月31日現在の <http://www.iasb.org.uk/docs/projects/rfp-ps.pdf> (最終改訂は2002年12月18日) による。
- (5) 詳しくは企業会計基準委員会 (2003) を参照。
- (6) 2003年5月に行われた IASB ボード会議の Agenda Paper による。
- (7) IASB のフィールド・ビジットに先行して2002年9月に日本の経済産業省 (企業行動課) が世界レベルで実施したフィールド・ビジットにおいても、同様の懸念が示されている。詳しくは経済産業省 (2002) を参照。
- (8) たとえば1977年に公表された FAS No.19 (Financial Accounting and Reporting by Oil and Gas Producing Companies) と実証研究との関わりは広く知られている。
- (9) 2001年に公表された FASB の企業結合に関する現行基準 (FAS 第142号) の設定過程では、まず企業結合の処理をパッチェス法に一本化すべしという基本方針があり、その基本方針を優先させる代わりに、公開草案の中で当初提案されていたのれんの「償却処理」方式が、最終基準においては「減損処理」方式に変更されたことが知られている。ここでも、のれんの年度償却額に対する情報価値を否定する実証結果がその論拠として用いられていた。この点については、Shipper (2003) を参照。
- (10) Vincent (1997) 等。
- (11) この点については大日方 (2002) に詳細なサーベイがある。
- (12) Beaver (1981) p. 2 ならびに American Accounting Association (1977) を参照。
- (13) G4+1 (1999)。なお、この提案は G4+1 から1998年に公表された特別報告 (G4+1, 1998) をベースにしている。
- (14) AAA (2000)
- (15) この点については、本報告の第4節で改めて検討する。なお、現代の時価会計問題について世界を代表する論者を集めて編集されたとされる Langendijk et al (2003) において、時価会計を基本的に支持する立場を示している論者の間でも、金融商品に限定された時価会計をイメージする論者と、資産負債全般の時価会計をイメージしている論者では、その基本的な発想において大きな隔たりがあるが、そのことが必ずしも明示的に意識されていないのが実情である。
- (16) 包括利益報告に関する制度の変遷について詳しくは企業財務制度研究会 (1998) を参照。
- (17) ASB (1992)
- (18) FASB (1993)
- (19) 米国方式と英国方式では貸借対照表と損益計算書のクリーンサープラス関係が保たれているのに対し、日本方式ではその関係が保たれていないと指摘されることがあるが、その他の包括利益項目を示す表を「株主持分変動表」と呼ぶ限り、その点に関する差異も認められない。
- (20) Draft Statement of Principles. これはイギリスにおける基準設定のデュー・プロセスにおいて、必要に応じて公開草案のひとつ前の段階で公表されるものであるが、IASB においても同様の手続きが採用されている。業績報告に関する IASB の検討状況についてより詳しくは辻山 (2003) を参照。
- (21) 上下の区分は north-south definition、左右の区分は east-west column と呼ばれることがある。
- (22) 各々に含まれる具体的な科目については本報告要旨の Appendix を参照。
- (23) Anthony et al. (2003) p. 44
- (24) 水の蒸発等は議論の本質とは無関係なので考慮外とする。
- (25) IASB の概念フレームワークにおいては、投資意思決定より広い概念である「経済的意思決定」という表現が使われているが、結果的に FASB と同様に投資意思決定目的に焦点を当てた理論構成になっている。
- (26) この点については Feltham and Ohlson (1995) を参照。

【引用文献】

- Accounting Standards Board, Financial Reporting Standard (FRS) No.3, *Reporting Financial Performance*, ASB, 1992.
- American Accounting Association (AAA) Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports, *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance*, AAA, 1977.
- American Accounting Association (AAA) Financial Accounting Standards Committee (FASC), Methods of Accounting for Business Combinations: Recommendations of G4+1 for Achieving Convergence, *Accounting Horizons*, Vol.13 No.3, 1999.
- American Accounting Association (AAA) Financial Accounting Standards Committee (FASC), *Comment on G4+1 Special Report, Reporting Financial Performance: A Proposed Approach*, 2000.
- Anthony, R. and L. Breitner, *Essentials of Accounting*, eighth ed., Prentice Hall, 2003.
- Beaver, W., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice-Hall, 1980.
- Feltham, G.D., and J.A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operation and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, 1995.
- Financial Accounting Standards Board, SFAS No.115, *Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities*, 1993.
- G4+1 Special Repot, *Reporting Financial Performance: Current Developments and Future Directions*, FASB, 1998.
- G4+1 Special Report, *Reporting Financial Performance: A Proposed Approach*, FASB, 1999.
- Langendijk, H., D. Swagerman and W. Verhoog (ed.), *Is Fair Value Fair? — Financial Reporting from an International Perspective*, Wiley, 2003.
- Paton, .A. and A.C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, AAA, 1940.
- Schipper, K., Principles-Based Accounting Standards, *Accounting Horizons*, Vol.17 No.1, 2003.
- Vincent, L., Equity Valuation Implications of Purchase versus Pooling Accounting, *Journal of Financial Statement Analysis*, 1997.
- 大日方隆, 「利益概念と情報価値(2)」, 『会計基準の基礎概念』, 中央経済社, 2002.
- 企業会計基準委員会, 「業績報告をめぐる ASBJ の対応」, 『季刊 会計基準』, 創刊号, 財務会計基準機構, 2003.
- 企業財務制度研究会, 『包括利益をめぐる論点』(包括利益研究委員会報告), 企業財務制度委員会, 1998.
- 経済産業省企業行動課, 『業績報告書に関する調査研究—米・英主要企業のアニュアル・レポートの開示状況とインタビュー調査—』, 2003。
- 辻山栄子, 「国際会計基準の動向と会計測定の基本思考」, 『会計』, 第161巻第3号, 2002。
- 辻山栄子, 「業績報告をめぐる国際的動向と会計研究の課題」, 『会計』, 第163巻第3号, 2003。

Appendix－IASB 業績報告様式提案（2003年5月現在）

		合計	再測定前利益	再測定項目
事業	収益	1000	収益	－
	売上原価	(400)	材料費，労務費等	棚卸資産減耗
	販売費，一般管理費	(250)	減価償却費/償却費 賃借料/その他の利益	固定資産/無形資産の減損損失
			引当金（当初認識）	引当金（再測定）
			サービス原価	キャッシュフローの見積変更による年金債務差額
	営業業利益	350		
	処分損益	100	－	処分損益
	固定資産再評価差額	150	－	固定資産再評価差額
	のれん	(100)	負ののれん	のれんの減損額
	純投資外貨換算損益	(50)	－	純投資外貨換算損益
	投資不動産		－	投資不動産の公正価値差額
	その他の事業利益	100		
	関連会社利益	50	関連会社利益	－
	売掛金の貸倒償却	(10)	－	売掛金の貸倒償却
	持分投資	(60)	－	持分投資収益
	債券投資	20	受取利息	債券の公正価値差額
	年金資産	(150)	－	年金資産収益
	金融利益	(150)		
	事業利益	300		
財務	負債費用	(80)	支払利息	引当金の割引率変更差額
	年金財務費用	(120)	利息費用	割引率変更による年金債務差額
	財務費用	(200)		
税金		(30)	－	－
廃止事業		(10)	正味廃止損益	正味廃止損益
キャッシュフロー・ヘッジ		50	－	キャッシュフロー・ヘッジ手段の公正価値差額
	利益 (profit)	110		

会計情報の機能と業績報告

第11回産研アカデミック・フォーラム(2003年6月14日)

辻山栄子

1

1

はじめに

- 実証的会計研究と規範的会計理論研究の相互交流の必要性

◇FAS19号(1977年)

「石油ガス精製業の会計および財務報告」
→successful efforts costing法の採用

◇FAS33号(1979年)

「財務報告と価格変動」
→1986年に棄却(FAS89号)

2

2

会計基準の形成過程と実証研究

近年の事例

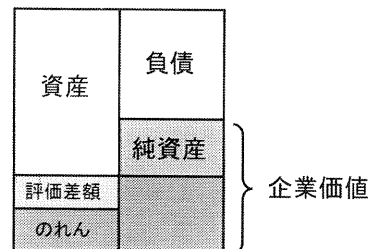
—FAS141号、FAS142号を支える論理

- パーチェス法への一本化
 - ・「比較可能性」からの要請
 - ・「レリバンス」からの要請
- のれんの減損処理
 - ・のれんは永久資産(定義により)
 - ・のれんの償却費には情報価値なし

3

3

純資産の評価と株価との相関



4

4

IASBの活動(2001年4月～)

- 改善プロジェクト
- 統合プロジェクト
 - ① 保険契約の会計
 - ② 企業結合
 - ③ 株式報酬制度
 - ④ 業績報告

5

5

IASB提案の基本構造

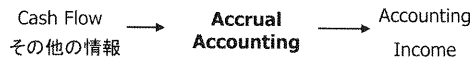
	合 計	再測定前利益	再測定
営業 (operating)	XX	X	X
財務 (financing)	XX	X	X
税 (tax)	X		
包括利益	XXX		

6

6

Accrual Accounting と Accruals

会計利益 = キャッシュフロー + accruals



7

7

G4+1の提案

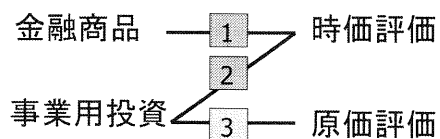
アプローチ	業績の 見方		稼得-実現-対応*		報告 カテゴリー
	単一/二重	利益の報告	報告様式		
A	二重	あり	多欄		2つ
B	二重	あり	調整		2つ
C	単一	なし	伝統的		2つ
D	単一	なし	伝統的		3つ

*稼得-実現-対応利益: earned-realized-matched income

8

8

会計上の利益計算とストックの評価



IASB提案 = 1 + 2

AAA委員会の見解 = 1 + 3

9

9

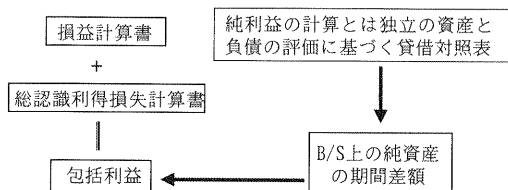
IASB提案の現状(2003年5月現在)

事業	合計	再測定前利益	再測定
営業	XX	XX	XX
その他の事業	XX	XX	XX
金融収益	XX	XX	XX
	XX		
財務	(XX)	(XX)	
税金	(XX)		
廃止事業	XX	XX	XX
キャッシュフロー・ヘッジ	XX		XX
利益 (profit)	XX		

10

10

イギリスの業績報告方式



11

11

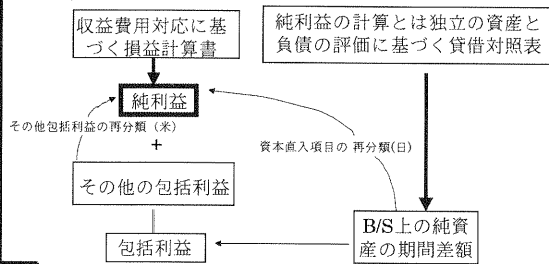
IASB提案の基本構造

	合計	再測定前利益	再測定
営業 (operating)	XX	X	X
財務 (financing)	XX	X	X
税 (tax)	X		
包括利益	XXX		

12

12

日米の業績報告方式



13

13

包括利益と純利益

「会計上の貸借対照表と損益計算書は、貯水池の水量に関する2つの報告書にたとえることができる。一つは、ある期間に貯水池をどのくらいの量の水が流れたかを示す報告書であり、他の一つは、期首と期末の貯水池にどのくらいの量の水が存在しているのかを示す表である。」

14

14

会計上の利益計算とストックの評価



15

15

ストックとフローの規定関係

フロー → ストック

ストック → フロー

16

16

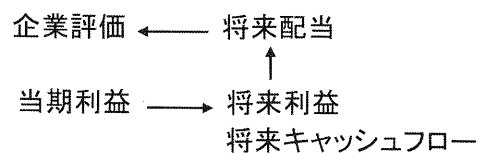
発生主義会計(accrual accounting)の変容

- 会計上の利益計算とは
「投下資金の回収計算である。」
- 会計上の利益とは
「投下した資金が事業のリスクから解放されて、どれだけの余剰をもたらしたかに関する情報である。」

17

17

企業評価と利益情報

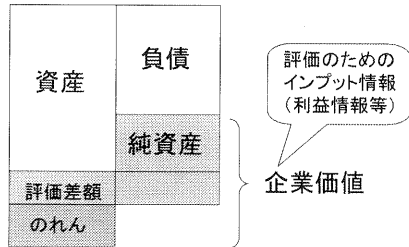


Beaver(1981)

18

18

企業評価と利益計算



19

19

おわりに

20

20

パネルディスカッション・質疑応答

(國村) それでは第3部のディスカッションの部に入ります。お疲れと思いますが、1時間ご辛抱いただきたいと思います。まず、このディスカッションでの新しい討論者3名を紹介させていただきます。

井上達男関西学院大学教授、須田一幸神戸大学教授、河榮徳早稲田大学教授です。まず、さきほど6人の先生方に長時間にわたってお話していただいた内容について、かいつまんで私のほうから要約をさせていただきます。その後、今紹介しました3名の先生方にコメント、さらにはその延長線上にご自説の展開ということをやっていただく予定でございます。その後、報告者の方々からコメントに対する反論、あるいは補足をお願いして、それで半分ぐらい終わり、そのあとフロアーから意見を頂戴いたしまして、ディスカッションを展開することにしたいと思います。よろしくお願いいたします。

石塚先生の基調報告「25周年を迎えた日本の実証的会計研究」におきましては、日本の実証的会計研究を次の5つの研究課題に分類しまして論点を整理しております。第1は決算情報が証券価格に及ぼす影響に関する研究であります。第2は会計処理方法の選択および変更が企業価値に及ぼす影響に関する研究。第3は新たな会計基準の設定、または改正の資本市場に及ぼす影響に関する研究であります。そして、最近の研究としまして、第4は会計方針選択における経営者の動機に関する研究。最後に最近盛んになっております、会計数値と株価水準の関連性に関する研究であります。この報告では、最後に総括し、日本での実証的会計研究は他のアプローチに比べ論文数は少ない、しかしながら、その研究成果は着実に上がっている、と結んでおります。

次の薄井先生の報告「保守的な会計測定の経済的機能」におきましては、企業の市場価値と会計上の評価の乖離、すなわち企業の時価と簿価の乖離を保守的会計の測定尺度としてとらえまして、この乖離がどのような要因によりもたらされたかということを検証しております。分析の結果、個々の企業要因よりも、会計上の認識ラグ要因のほうが、乖離、つまり会計の保守性に与える影響が大きいという興味ある結果を導いております。

次の音川先生の報告「企業の財務報告と株式市場の流動性」におきましては、2つの実証をやっておられます。一つは決算発表日のビッド・アスク・スプレッドの分析でありまして、これにつきましてはアブノーマル・スプレッドという形で検証されまして、それが拡大している、すなわち流動性は低下していると指摘するとともに、より長期の分析をしております。より長期の分析は、昨今導入された新会計基準が証券市場の流動性を改善したかどうかという視点で見ると、これにつきましてはいろいろデータをコントロールして、厳密に分析したところ、新基準導入後のスプレッドは縮小しており、したがって流動性の改善が見られるという興味ある結果を導い

ておられます。

次に宮田先生の報告「非会計情報の開示の意義と開示規則のあり方」におきましては、経営者のインセンティブという視点から非会計情報の開示の意義と開示規則のあり方を考察しております。この報告におきましてはまず非会計情報と会計情報は補完関係にあるとの認識のもとにおきまして、最終的に非会計情報の開示は経営者の裁量を尊重しつつ、その情報のチェックを容認する補足情報の開示を経営者に求めるというのが望ましいと結論をしておられます。

次に久保先生の報告「開示制度の整備と適時開示」におきましては、証券取引所の適時開示制度の意義と役割を考察しております。日本の実態を詳細に踏まえて、適時開示は制度開示より早期に開示されるということ、また経営者の業績予想情報を含むなどその開示の対象が広いということ、この2点を特に指摘されているわけであります。最後に適時開示は開示の実務の中に定着しており、このことが日本の実証研究で裏付けられている、と指摘しておられます。

最後の辻山先生の報告「会計情報の機能と業績報告」におきましては会計の本質論に踏み込んでおります。この報告では、IASBが提案する包括利益による業績報告方式を吟味しております。保有損益をその実現時にリサイクルしないIASB方式では純利益が存在しないわけでありますが、この点がリサイクルして純利益を算定する日米の方式と決定的に異なる、と指摘して論点をぐっと絞っておられます。その上で会計上の利益の本質を投下資本の事業リスクからの解放と見るとすると、このIASBはその解放を表現してないではないか。そういう意味で、IASB方式に組みしがたいと結論しているわけです。

全体を通して私なりにまとめてみますと、たとえば久保先生の実証会計に対する評価というのは非常にありがたいものです。適時開示の定着が日本の実証研究で裏付けられているという認識を示されまして、今日、ご発表のときにはさらに、取引所がこの適時開示のルールをつくる段階で、この日本の実証研究が、あるいは諸外国の実証研究がこの制度改革をサポートしてくれた、と言っておられます。本日の宮田報告、音川報告、薄井報告等が、将来、制度改革をサポートすることを期待したいと思います。本日の提言をみますと、まず、石塚提言があります。これは会計実証研究と会計理論研究との相互交流の進展を強く希望するというものであります。ほぼ、同じことを辻山提言では、会計の理論研究者と実証研究者の相互浸透が課題であると表現しております。このあたりを踏まえまして、3人の討論者にコメントをお願いしたいと思います。まず、最初に井上先生からお願いいたします。

(井上) ただいま紹介いただきました関西学院大学の井上でございます。よろしくお願いします。実はたくさんの報告がございましたので、一応事前に中心的な論文を当てられておりまして、私の与えられましたのは石塚先生の基調報告と辻山先生の業績報告に係る論文です。2つともたくさんの領域にまたがるテーマでございます。まず石塚先生のご報告なんですけれども、25周年ということで、最近では日本でも非常にすばらしく増えてきてるんですけれども、私は1993年ぐらいから

実証を始めましたので、わずか10年ということにして、先生のご報告をコメントするには非常に役不足であるということを確認しながらお話させていただきたいと思います。私は1993年～95年にアメリカに行かせていただきまして、そのときに初めて向こうで自分自身が実証研究するという立場になりました。そのとき日本では株価の利益反応の研究と、それから須田先生が翻訳されました「Positive Accounting Theory」が日本では注目されている時代でした。私もこれらを実証研究したいと思ってアメリカに行ったんですけども、アメリカで実際に、論文を書いて、Journal of Accounting & Economics に送りましたら、ポジティブ・アカウンティング・セオリーはもう古いとレビュアーに言われてショックを受けたという経験がありました。帰って須田先生にそれを報告しましたら、そんなことはないと言われました。実際決してそんなことはありませんで、今も多くの方が Positive Accounting Theory に基づいて学会でも報告されているということでもあります。もう一つの驚きは実は向こうで株価の利益反応というのと同時に、ファンダメンタルへの回帰というのが当時言われてました。当時はまったくそういうことが全く新しい事柄でしたので、それも非常に新鮮な事柄でした。私が一番インパクトを受けましたのは、今までは株価があって、会計の情報というのは一つの情報であるという意識があったんですけども、それがそうではなくて、会計の数値から何か本源的な価値が出てくる。そして、それに株価が長期的には収れんしてくる。そういう何かちょっと理論の転換のようなものを言われたことが非常に印象に残っております。石塚先生のご報告でも一番最後のところでこれについて触れられておりますが、私自身は株価とそれから会計数値による企業評価との関係、あるいはこの差額が非常に大きな問題であると思っております。今回のご報告の中でも薄井先生、宮田先生、久保先生、辻山先生、皆さんこれに何かの形で関連する報告をされたと思います。石塚先生に敬意を表しますとともにコメントはこれぐらいにさせていただきまして、次に辻山先生のほうに移りたいと思います。辻山先生のご報告の一番最初のレジюмеのないところで、実証会計の有用性ということがこれまでの会計実務、あるいは会計基準作成に非常に有用だったという話から始まったんですけども、実は最近の IASB 等の議論では逆に実証研究が恣意的に使われている、本来の意図するところとは違う形で実証研究が使われているというような発言はなかったんですけども、そう読み取れるような箇所があったということで、これは実証研究をする上で、非常に大事な、考えなければならない事柄だと思います。辻山先生の議論でございましたように、純利益をどう考えるかということ、それから包括利益というものの自身を業績にするのかどうかというお話がございましたけども、私自身もやはり純利益というものにつきましては非常にわかりやすい数値でありますし、これをなくすということについては実証研究上で証拠を重ねた上でないとなくせないんじゃないかという、そういう気持ちがございます。私は実は外貨換算会計を中心ずっと勉強しておりまして、そこから実証のほうに移ったんですけども、外貨換算会計の本をまとめるときに、外国為替換算調整勘定を調べまして、これが株価に影響力持っていないかと一生懸命調べたんです。ところがいくら調べても為替換算調整勘定、要するにその他の包括利益なんですけれども、これは株価に与える影響はないという、実証結果を受けましたので、

辻山先生が言われました事柄については非常に納得のいくところでありまして、ぜひとも IASB で純利益を残す形で頑張っていただきたいと思います。特に辻山先生につきましては実証研究の利用方法ということについてコメントさせていただきました。ありがとうございました。

(國村) ありがとうございました。コメントに対する反論があるとは思いますが、それはあとでまとめてということにさせていただきます。続きまして須田先生からコメントをお願いします。

(須田) 神戸大学の須田でございます。私は薄井先生とそれから宮田先生のご報告に対するコメントをすることになっております。細かいことよりも今後の研究方向、または規制の方向を見据えたコメントを試みてみたいと思います。最初に薄井先生のご研究についてでございます。保守主義の機能については、契約理論の立場からこれまで研究が蓄積されておりますけれども、最近その計量化が始められているという点に注目したいと思います。薄井先生は Beaver and Ryan (2000) に従いまして、保守主義の計量化にチャレンジしました。そして、精緻な分析、豊富なインプリケーションを提示してくださり、貴重なご研究だと思っております。私は最近の保守主義に関する計量化について3つの主な研究を指摘して、そしてその3者と薄井先生の研究がどう交流できるのか、どう発展可能なのかということを考えてみたいと思います。といいますのは保守主義を計量化すること成功しますと、これはもう非常に画期的なことであり、財務会計の契約支援機能と意思決定支援機能が飛躍的に改善されるのではないかと考えているからでございます。そこでまず計量化を試みた最初のペーパーとして、Basu (1997) に注目したいと思います。Basu (1997) では利益公表期間外のリターンからグッドニュースとバッドニュースを識別しまして、それに対する会計的な反応をベースにして保守性を識別しております。つまり、グッドニュースとバッドニュースを独立変数にしまして、利益を従属変数にした会計分析をいたします。そしてバッドニュースの反応係数が負の値となって、その絶対値がグッドニュースよりも著しく大きい、つまりグッドニュースとバッドニュースでアシメントンリーの反応があるということで、グッドニュースよりもバッドニュースに対する会計的反応が大きい、すなわち保守的だということで、保守主義の程度を計量的に判断しております。

次に今日、薄井先生がベースにしました Beaver and Ryan (2000) の場合は、ご報告のように保守主義を認識ラグと評価バイアスに分けます。そして、いずれ認識ラグは消えますので、保守主義の根本的なものは評価バイアスになるわけでございますが、それを用いて今保守主義の計量化を試みました。それからもう一つは Givoly and Hayn (2000) でございます。このペーパーは保守主義の指標に会計発生高 (accruals) をつかっております。つまり各企業の会計発生高を時系列で推定しまして、推定された会計発生高をクロス・セクションで平均しました。それを40年間について計算しましたところ、ここ20年ぐらいで会計発生高は全体的に負の値をとっていることが分かりました。つまり、ここ20年間で保守性が増加しているということを検出しております。

以上のように、Basu (1997) は、リターンからグッドニュースとバッドニュースを識別し、それに対する利益の反応から保守性を計量化した。それから Beaver and Ryan (2000) は評価バイアスに注目した。そして Givoly and Hayn (2000) は、会計発生高の時系列変化で保守性を計量化しました。薄井先生は、認識ラグと評価バイアスに分けて保守性を分析されたわけですが、このやり方と、Basu (1997) がやってるようなバッドニュースに対する利益の反応係数、それから Givoly and Hayn (2000) がやってるような会計発生高の時系列変化、これらに何か一定の関係があるかどうかを問題にしたいと思います。特定の関係が検出されれば相当強い保守主義の計量化が可能になるのではないのでしょうか。この点について薄井先生のお考えをお聞きしたいということでございます。

続きまして宮田先生のご報告についてでございますが、情報開示について経営者の裁量を可能な限り尊重したいというご意見、そして投資家自身が情報の信頼性をチェックすることが容易になるような補足情報開示を求めたほうがいいというご意見、私もまったく賛成でございます。そして、非会計情報が極めて重要な意義を持つケースを識別して、それについて開示規制を整備する方向を私は提案したいと思います。つまり、全般的な議論ではなく、特定の場合について非会計情報の開示規制を充実したらどうかという提案でございます。

それは3つあります。1つは株式の新規公開 (IPO) に関するリスク情報の充実でございます。ご存知のように、IPO は情報の非対称性が非常に大きくて、裁量的発生高で利益が底上げされた企業ほど IPO 後の株価下落が大きい、ということが分かりました。言い換えれば発行前の利益調整 (earnings management) で市場はミスリードされた、というような実証結果であります。したがって、情報の非対称性が大きいような状況では会計情報の意思決定支援機能は限定的になりますので、そうなると会計情報ではなくて、非会計情報に頼らなければならない。IPO のリスク情報は現在も制度化されていますが、これをもう少し整備充実させる方向が考えられるのではないかと、というのが私の第1点目の提案です。

第2点目は業種を特定したらどうかということでございます。たとえば、アマゾン・ドットコムのようなオンライン・ショッピング企業あるいはインターネットのプロバイダーなどの会計情報について実証研究が蓄積されておりますが、そのような業種については会計情報よりも契約者数とかネットワークの規模などの情報が会計の利益よりも価値関連性がある、という結果が出ております。したがって業種を特定し、とりわけネット関連企業などについて、非会計情報を充実させたほうがいいのではないかと思います。

第3点目は、企業のライフステージを考えまして、ライフステージの初期段階について非会計情報の開示規制を充実する方向を提案したいと思います。企業を設立して、それが成長し、成熟し、衰退するという、こういった企業のライフステージが考えられるわけですが、そのステージの中で、いつも同じ情報が有用であるとは限りません。実証研究によりますと、初期の段階では、たとえばキャッシュフロー情報が相対的情報内容を多く持っている。利益情報はその点では劣ってい

る、という実証研究の結果もございますので、その実証結果を踏まえますと、設立段階と成長段階という初期のライフステージについて、非会計情報を充実させるというような方向を特別に考えてもいいではないかと思いました。以上、宮田先生のご報告について、私の考えを3点述べたわけですが、宮田先生にこれらの点について、ご意見を伺えれば幸いです。以上です。

(國村) ありがとうございます。あとでご意見をお伺いすることになってしまして、続きまして河先生お願いいたします。

(河) 早稲田大学の河榮徳でございます。私は音川先生と久保先生の報告論文に対して少しコメントをしたいと思います。音川先生は情報の非対称性の問題をスプレッドを用いて分析しているわけです。情報の非対称性が大きくなりますと、市場の流動性が著しく低下して機能しなくなりますので、情報の非対称性を減らすために、そもそも会計情報が提供されるということです。その会計情報の提供、あるいは会計基準が変更されたときに、その情報の非対称性がどのように変化するのか、それをスプレッドというプロキシを用いて分析をしています。スライド13、14ではスプレッドがどのような要因によって影響を受けるのかを特定化し、推定した結果を示していますが、ボリューム、株価、あるいは分散など理論的な整合性を持つ結果を出しています。その次のスライド15と16を見ますと、期待外スプレッドがどのように推移をしているのかを示していますが、特に面白いのはマイナス1日における反応であります。これはおそらく日本で初めて検出されたものだろうと思います。ただ、年次と中間の反応パターンが違うので、追加的な分析が必要かと思います。やっぱり年次報告と中間報告の性格が違うということも念頭におく必要があろうかと思います。

それからスライド19を見ますと、この実証モデルに基づいて、新会計基準導入ダミーを入れまして、新基準の導入によってスプレッドがどのくらい低下したかを、ここで見ようとするわけです。しかし、会計基準が変更されたりしますとスプレッドだけに影響がいくということではなくて、たとえば株価にも、あるいはボリュームにも、ボラティリティにも影響が及ぶことが考えられるわけです。したがってダミーだけでなく、その各説明変数とのいわゆる交差項を入れて分析をして、その影響をチェックしたほうがもっと面白い結果が得られると思います。

スライド22は先ほどの新会計基準導入ダミーの水準を時系列的に示したものであります。これは1999年の4月が大体0になりまして、それ以降は減少する傾向になっているわけです。これがおそらく会計基準の変更や導入がこのとき盛んに言われ、また実行されてますので、その関係でスプレッドが低下していると読み取ることができるわけです。ただ、2000年の後半からこれがまた0に向けて上昇しているわけです。これに対する私の考えは、このダミーを推定する期間のバランスの問題によってこのような結果が出た可能性があるということです。つまり、ベース期間を60ヶ月間ずらしながらそれを推定するわけですが、この後半になりますと、前の部分が全部0で後ろだけが

1になるということで、ウェイトがバランスを欠いているということがありますので、分析期間を少し拡張しながら分析をしてみたら面白い結果が得られるんじゃないかと思います。

それから、スライド29の推定結果は非常に興味深い結果ではありますが、質問をしたいのはここではランクリグレーションをしています、たとえばOSLとか、ほかの手法で行った分析結果がありましたら紹介をしていただきたいということでもあります。

次に久保先生の論文に対するコメントに移りたいと思います。久保先生は開示制度と適時開示の関係について詳しく述べられているわけです。久保先生自身が日本の適時開示制度を当初においてデザインして、それを実行した、立場にありますので、非常に興味深い話が聞けたと思います。つまり、適時開示というのは日本ではファイリング制度という制度によって行われていると。それから適時開示によって得られた実証結果がフィードバックされて、開示制度に反映されているということでもありますので、きょうのテーマの一つになっている理論と実証の間、あるいは制度とのかかわりにおきまして、互いに影響しあうという一つの要因ではないかと思うわけです。時間がもし許せば日本のファイリング制度というものの目的とか内容について簡単に教えていただければと思います。それから、最近またいろんな会計基準の変更にともない適時開示制度もまたいろいろ変わっているかと思っています。運用面についても、もし新しい動向についてご教示いただければ幸いに思います。以上でございます。

(國村) ありがとうございます。それでは、次の順序で反論、あるいは補足をお願いしたいと思います。石塚先生、辻山先生、薄井先生、宮田先生、音川先生、最後に久保先生と。なに分、時間が制約されておりますので、音川先生につきましては、制約を加えたいと思います。1つか2つのコメントに反論するというところでお願いいたします。それではよろしくをお願いいたします。

(石塚) 井上先生ありがとうございます。井上先生のコメントに対する反論などというものはとくにございません。そのまま承りたいと思います。ただ、この一言だけで終わってしまうのでは私も寂しいので、このさいむしろ國村先生にまとめていただいた最後の結論部分について補足したいと思います。私、最後の結論部分で規範的な会計理論研究と実証的な会計研究が相互交流する必要があるということを申しました。同じことを辻山先生もおっしゃられたわけで、そこでは相互浸透という言葉が使われていましたけれども、それが必要であろうというご発言がございました。そして辻山先生のご報告の中にアメリカでは実証研究で明らかになった結果がFASBによる基準設定に大きな影響を与えているというご指摘もあったわけでありまして。これに対して日本はどうだろうかということ考えたのでありますけれども、久保先生がおっしゃられたように適時開示の問題については我々も多少なりとも貢献したかなという感じを持っているのですが、日本における会計基準の設定という点について、果たしてどれだけ影響力を与えることができたか、これについては忸怩たる思いがございます。アメリカでは Journal of Accounting Research や The Accounting Re-

view」といった代表的な学術雑誌に投稿される論文のかなりの部分を実証研究が占めています。つまりアメリカでは実証研究は十分な地位を築いているけれども、日本では残念ながらそこまではしていない。つまり、我々の研究はまだ十分な影響力を持つほどの厚みを持っていないということの一つの証拠ではないかという点で反省しております。我々の研究をもっと証拠力の高いものに発展させる必要があるであろうと。それから多くの人々とくに若い研究者に、実証研究に取り組んでほしいと願うしだいです。それから相互交流とか相互浸透という言葉がございましたけれども、どうも日本の場合、規範的会計理論研究者と、実証的会計研究者とがはっきり区別されていて、Aさんは実証だけする、Bさんは理論研究だけするというふうになっているのは、やはり問題ではないかなという気がしております。私としては、1人の人が両方の研究をするのが無理であれば共同研究チームをつくって、どういう問題を取りあげるか、どういうモデルで実証すべきであるか、どういう変数を盛り込むべきであるか、どういうサンプルを集め、どういう統計的な分析手法を適用したらいいかといったことについて、理論研究者と実証研究者がディスカッションすることができればいいなと、そんなふうに思っているところです。以上です。

（國村）ありがとうございました。そのためにもこのフォーラムが生かされるということを期待したいと思っております。それでは続きまして、辻山先生。

（辻山）井上先生どうもコメントありがとうございました。特にお答えすべき質問はなかったように思いますが、私もただいまの石塚先生のご発言にまったく同感でございます。3点ほど補足といえますか、先ほどのお話をまとめさせていただきます。まず1点目に実証研究の基準に対する使われ方ですが、先ほど井上先生は私自身の発言ではありませんが「恣意的な使われ方」という表現をされましたけれども、そう受け止められても仕方がないというか、本心はそうだったということです。これまでの会計基準と実証研究の関係というのは、基準ができた段階でそれが市場にどのようなインパクトを与えているかということを実証研究で確かめるという関係にあったと思うんですけれども、実証研究が基準設定に影響を与えるという現象が最近では顕著になってきたと思います。将来的には適切な使われ方ができることがあるかもしれませんが、少なくとも最近のような使われ方をする場合にあってはならないことは、導きたい帰結に対して、チェリーピッキングといえますか、都合がよい部分だけを取り上げるということについては慎重であらなければならないということです。第2に、今日お話させていただいたことの本題ですけれども、情報とその結果の因果の関係という点でみると、会計情報は株価に対するインプット情報であるということです。この点が今日お話をしたかったことのメインのテーマです。インプット情報であるというところを抜きにしますと、どんなことでも結果的に相関関係があれば有用な情報であるということになってしまいます。最近の企業結合の暖簾の減損処理もそうですけれども、株価のほうから暖簾の減損を推定するというようなことが言われただしているということに違和感を持っておりまして、そういう意味で

インプット情報としての純利益の有用性といいますか重要性ということをご申し上げさせていただきました。最後の3点目ですけれども、時価会計という場合に、金融商品も固定資産も時価でいいという意味での時価会計と、金融商品だけ時価会計を適用するという意味での時価会計は、根本的に会計的な意味が違うということです。金融商品だけの時価会計ということであれば、むしろ取得原価に近い。従来言われている実現主義といいますか、そちらのほうに近い利益計算の発想がその基底にあるということで、言葉尻だけで時価会計対原価会計というくくり方をするのはミスリーディングであると思います。金融商品の時価会計は従来の伝統的なパラダイムに近いのかなという気がします。そういう意味で昨今のように時価会計という言葉がひとり歩きしてということについて少し問題提起をさせていただきました。

(國村) 有益な補足ありがとうございました。1番目は非常によくわかることです。2番目については次の薄井先生にも関連してくるところです。それでは続きまして薄井先生お願いいたします。

(薄井) コメントありがとうございます。まず、会計の保守性を考える上で、大事なことは、時価と簿価をどう考えるかということです。有名な Ohlson のモデルでも、投資時点の株主資本の簿価は、将来の恒常利益 (permanent earnings) の現在価値という意味では時価なわけでございます。今回の分析で利用した Ryan のモデルでも売るときは時価と簿価は一致するという仮定がおかれています。投資する時点と売る時点では時価と簿価が一致するわけですが、ただしそのプロセスにおいては乖離が生じてしまいます。それを私たちはどう理解するべきかということが、会計の立場から考えなくてはいけないわけです。たとえば須田先生がご紹介した Basu (1997) の論文では悪い情報は早く知りたいというマーケットに対して、会計の仕組みの中で悪い情報を早く取り込むような仕組みをつくる点を指摘しています。もう一つの論点のアクルーアル (accruals) に関して、私が別の研究で調べている限りではアクルーアルの部分についても、やはり非常に悪いときにマーケットが注目することが示されています。会計はマーケットの特性を自然と、理論的な背景に組み込んでいくわけです。私は実証研究の立場からも会計の基本的な考え方がうまく計量化できないかということについて、今後いっそう努力をする必要があるかと思っております。もう一つ重要なことは、たとえばマーケット・バリュースとブック・バリュースの違いというのはファイナンスの研究の中で非常に注目されている領域だということです。Book-to-market の研究は、パズルとして様々な主張がされています。その比率の意味について一つはリスクの違いであるといわれています。一方ではミスプライシングである。要するにマーケットが間違っているという形で議論をすることができる。私たちを含めて会計学者はマーケットが正しくて、ブック・バリューが間違いなのか、あるいはブック・バリューが正しくてマーケット・バリューが違うというのではなくて、ブック・バリューがどうつくられているかということについて、会計理論の点で貢献できるのではないかと思います。

います。それで、須田先生や辻山先生がおっしゃるように、実証のための実証ではなくて、会計の理論があってこそその実証であると思います。ファイナンスや経済の先生方と議論をするときに、彼らとの共通言語で会計のもつ理論というのを説明できることが私にとってのこれからの課題かと思っております。以上であります。

（國村）ありがとうございました。明快なご回答です。それでは続きまして宮田先生、どうぞ。

（宮田）須田先生、ご質問ありがとうございました。本日は時間の関係上、非会計情報をひとくくりにして、一般論についてお話しをさせて頂いたのですが、もう少しブレイクダウンして議論すべきじゃないかというご指摘について、私もそのとおりだと思います。私自身、開示規制のあり方を考える場合、2つの側面からブレイクダウンして検討をしていく必要があると思います。一つは非会計情報の性質に応じて開示規制のあり方を考えていくという方法です。もう一つは、須田先生のご指摘にあった、IPOの企業とか、ネット関連企業とか、ライフステージが初期の企業とか、報告主体によってグルーピングをして開示規制のあり方を考えていくという方法です。私自身、報告の中で、企業の非会計情報は報告企業の個別性が強いものなので、開示を一律強制すべきではないということを申し上げましたが、非常に似かよった企業体をグルーピングして、グルーピングした先に対して、開示を強制していくというのも一つの考え方であるかと思っています。たとえば銀行においては、こうした試みが早くから行われており、1994年にバーゼル委員会からフィッシャー・レポートが公表されて以来、リスク情報の開示の拡充が求められてきました。ただ、業種等でグルーピングそして開示を強制するにしても、開示内容についてまで、規制で細く定めるということについては、反対です。たとえば、銀行について言えば、リスク管理のあり方というのは銀行によって違うわけですから、こうした違いを踏えた開示を求めていくということが大切であると思います。私自身、開示内容については、やはりある程度報告企業の裁量を認めるべきではないかと考えております。

（國村）ありがとうございました。いい話です。それでは次、音川先生、コメントが4つ出ておりますけれども、絞っていただいておりますでしょうか。

（音川）河先生から指摘していただいた結果の図表4、事前にお配りしましたペーパーの図表4ではランク・リグレッションを用いた結果を報告しているわけですが、これについては河先生がご指摘いただいたようにOLS、それからOLSで推定する場合に平均からプラスマイナス4、標準偏差以上乖離した分の端っこにあるような変数を取り除いた場合の結果について同じような分析をしています。それについては、ちょっと記憶があいまいなのですが、ほぼ同じような結果が得られていたかと思います。それで、ランク・リグレッションを用いた理由は、このダミー変数で測定した値

が特定の意味を持っているとは思えなかったこと、それから、ダミー変数で推定していますので、その中には測定誤差が含まれていることから、ランクに変換した上での回帰結果を報告させていただきました。ただ、この回帰結果につきましては、スプレッドをどのように計算するのか、つまりスプレッドの変数をどの時点で測定するのかということ、ここでは取引が終了した時点、1日の最後のスプレッドで測った場合と、それから、そうではなくて、その取引時間の中で約定が成立した、その直前に存在していたスプレッドの1日の平均という2つのスプレッドを定義して分析をさせてもらったんですが、この図表4の結果についてはどのスプレッドの変数を用いるかによって、有意となる変数は変わってきます。報告させていただいた図表4では、減損処理変数、特別損失として計上された資産売却損の変数が有意になっていますが、日中のスプレッドの平均を用いた場合は減損処理変数は有意ではなくて、その代わりにポストリタイアメント、つまり退職給付債務関連の変数がマイナス有意になるというような形になっていますので、ここで報告させていただいた結果というのはスプレッドをどのように測定するかによって結果が変わりうるということをご理解いただいたほうがいいかと思います。なぜそうなるのかというのは、その原因はちょっとわかりませんが、スプレッド変数の測定の仕方によって、その結果がディペンデントだということを付け加えさせていただきます。

それからスライドの16番で、中間決算と年次決算の場合に分けた結果が示されています。この差につきまして、一つの理由としては、中間決算というのはこれまでは簡素化されて、要約版として決算発表されてきたという面がありますので、情報の非対称性を改善するという意味で、それほど年次決算に比べるとインパクトがなかったのかなと考えています。なぜそう考えたかということ、追加的に分析をしまして、その中間決算を2000年の9月までに終わった場合とそれ以降に分けた場合の結果がスライドの17番です。このスライドについては時間の関係でスキップさせていただいたんですが、2000年9月以降、つまり、いわゆる中間の財務諸表作成基準が改正されて、それから中間決算の中に連結が入ってきた年度以降については、ここだと赤い折れ線で示してありますが、それだと年次決算に近いような状態になっているというような結果が得られています。そういう観点から、中間決算がこれまで簡素化されていたことが一つの原因となっているんじゃないかということ指摘させていただきますが、これについても厳密な分析が今後必要になってくるかと思います。それ以外の河先生に指摘していただいた追加的な分析の必要性につきましても、今後の課題とさせていただきます。

(國村) ありがとうございます。それでは最後に久保先生お願いします。

(久保) それでは時間の関係もありますので、ご質問いただいたところについて簡単にコメントさせていただきます。

ご報告の際に確かにファイリング制度に何も説明せずに、この用語を使ったんですけれども、こ

それを正式に言いますと公開資料の証券取引所への提出および公衆縦覧にかかる制度といます。正式名称は非常に長い名前の制度でして、これによって適時開示情報が開示されております。これを設けた目的・主旨ですけれども、2つあります。一つは適時開示の充実ということであります。適時開示はご存知のように報道機関に対する公開、発表というものを開示規定しております。しかし、報道機関の場合、開示を受けた報道機関がそれを必ず報道するという保証はありません。また、報道する場合に開示資料等をそのまま報道されるということはまずありません。広告とは違うからです。報道機関による報道と当該開示資料との関係を考えて、開示資料そのものすなわち上場会社が開示・発表した資料そのものを提供するということを確保するというのが制度導入の中心的な理由・目的です。現在ではTD ネットとして、ネットで利用されております。もう一つの目的は先ほど適時開示とインサイダー取引制度とは非常に関係が深いと申し上げましたけれども、この側面に係るものです。公開を行ったということが内部者取引規制の解除要件になるんですけれども、これを行ったということの証明をどうするかということが当時大変問題になりました。公開を行った記者に対していついつ公開を行ったよねと言っても、その記者がそうですねということを証明するという保証はぜんぜんありませんので、これを保証する手段が必要だということがありました。そこで、法学上の「重要事実」について公開を行った事実とその内容を公正な第三者機関であり証券市場の管理運営者たる証券取引所に届け出て、そこで報道の有無等にかかわらず一般に広く開示しておきたいとする経済界からの要望に応えるということが二つ目の目的です。

最近の適時開示における動向ということにつきまして、実証研究にもかかわることについて二つほどお話を簡単にしたいと思います。決算発表のデータ、今回でも本日も大変使われておったんですけれども、最近、決算発表の前に業績動向としまして、主な決算数値だけ開示するという事例が見られるようになりました。こういったものをどのように扱うかということが実証研究の際の決算発表での扱いにも影響がしてくるのかなと思っております。もう一つは決算発表における開示資料の修正、および後における追加なり、修正と補完というものが結構出てくるようになっております。決算発表は本来監査を担当する公認会計士の事実上の了解、すなわち事実上の監査手続き終了という時点で適正だという決算書を開示するということでできているものなんですけれども、これらの事例はそういったこととやや外れてるということで、適時開示制度における検討とそれから実証研究の件で留意すべき対象にもなるのではないかと考えております。

（國村）最近の興味ある傾向をお話いただきました。ありがとうございました。予定ではあと5分ということですが、もう少し伸ばしてやりたいと思っております。今からフロアーのほうから質問をお受けいたしまして、あるいは意見をお受けいたしまして、各人に答えていただくということします。挙手をしていただきまして、担当が参りますので、マイクを持っていただいて、所属と氏名をおっしゃって、質問をお願いいたします。

(宮本) 帝塚山大学の宮本と申します。質問ですが、薄井先生と音川先生、お二方に共通するところがあります。お二人とも別な観点から企業の評価に関係する要因というものを探られたと思います。1つは研究開発の変数です。薄井先生のほうは確か研究開発費を総資産で割った変数、それから音川先生の場合は売上高研究開発費です。会計上報告されている研究開発費といいますのは、これまで、ごく近年になって連結ベースでは1本で表示されるようになりましたけれども、それまでは非常に混乱し、企業によって経費に計上されていたり、あるいは販売管理費に計上されていたり、あるいは資産計上されていた部分もあります。統計上、データとしてとられたのはどういう集計をされたかをお二方に伺いたい。

それとお二方にもう一つ共通していた要因は、薄井先生は確かコーポレートガバナンスに関するような表現だったと思いますし、音川先生は持ち株比率です。それに関しましても、持ち株比率がわが国の企業において非常に大きな変動といいますか、変化をもたらしたいろいろなイベントがあったと思います。たとえば企業間の株式持ち合いが非常に高まっていった時代、それが常識化していた時代、そして最近になってその常識が常識でなくなってきた時代があったと思います。時代の変化の時点ではやはり何かのインパクトが別なところからあって、その変数自体にインパクトになる。それからもう1つはこれも最近ですけども、自社株買いが解禁されましたが、これは制度上の問題です。そういった証券制度あるいは証券市場制度といいますか、その面での変革が、そういった説明変数自体にインパクトをもたらしたということが考えられる。そういったことをどのように考えられ、特に長期間見てみますとそういったデータの期間にいろいろ違いが出てくると思いますがいかがでしょうか。

(國村) 質問は2点です。それでは薄井先生にまずお答えいただいて、次に音川先生ということでお願いいたします。

(薄井) まず研究開発費についてですが、ここはコンサバティブ会計ということの観点から分析なので、費用化すればそれだけ保守的になりますので、販売管理費に計上された研究開発費からとっております。もう1つは長期の分析をするときは先生のおっしゃるとおりに制度の影響が強いということが問題でありまして、こういう大きなパネルを使ってる場合には、制度の変更をどう調整するかということに注意しなければいけません。今回、時間の関係で報告しておりませんが、75年以前については、たとえば持ち株のデータはないとか、データベースに収録されていない点は調整しています。またサブ期間ごとに分析しています。

次に株式持ち合いについてですが、その持ち合いがうまくきいている時期ときいていない時期があります。実際、今回の分析では、その理由はよくわかってないところがあります。つまり、銀行が本当に企業をコントロールしているかという、私たちが思っているほどコントロールしていないという可能性もあります。ガバナンスを考える場合には、整合的な理論はまだ完成されておらず

事実を発見している段階であるということで、今後の課題としていきたいと思います。

（國村）ありがとうございました。次に音川先生お願いします。

（音川）まず研究開発費の取り扱いですけれども、私の場合はデータとしては2000年3月期のデータをとっていますので、新しい研究開発に関する会計基準の下で厳密に定義された研究開発費が有価証券報告書に記載されていますので、そのデータを使用しております。

持ち株比率の件ですが、これにつきましては会計の7月号に持ち株比率とビッド・アスク・スプレッドの関係について分析させてもらった結果を書いてあるんですけれども、そこでは1996年のデータを使えば、たとえば大株主持ち株比率が高い企業とか、それから役員持ち株比率が高い企業というのはスプレッドが高くなっていて、そういった企業では情報の非対称性が高く、株式市場の流動性が低下しているということを報告させていただいています。ただし、その関係というのは97年、98年以降、追加的に分析していくと、符号が変わってきちゃうんです。それについてはどう解釈をすべきかということについてまだ答えが出ておりませんので、会計という雑誌の論文では、その分析結果は載せていないんですが、96年当時はそういった関係があったんだけど、それが2000年にかけて符号が変わってくるという現象がおきています。それを先ほど宮本先生が指摘されたような、持ち合い株式の崩壊と関連付けて分析を進めて行けるのかどうかということは、今後の課題として自分自身興味があるところになります。

それから、最近の証券市場改革については私の分析ではとりあえず、すべての企業に対して同じような影響を与えたということで、影響が一定だと仮定をして、分析をしてると考えています。ただし、それが妥当かどうかは別問題で、そうした証券市場改革が個別企業に与えた影響というのはまた分析が可能かと思いますが、そこまでは分析が進んでいないという状況です。

（國村）ありがとうございました。よろしいでしょうか。すでに時間が予定を超えておりますけれども、皆様のご了解を得まして、あと10分弱延長したいと思います。

（笠井）慶応大学の笠井と申します。きょうは大変勉強させていただきました。辻山先生のご報告を中心に2点ほどご質問をさせていただきたいと思います。第1点は正確に覚えていないんですけれども、最後のほうで辻山先生が確か減価償却について反するような実証、投資家の実証結果が出たら、減価償却しなくてもいいのかというような意味のことをおっしゃられたと思うんですけれども、多分それは実証結果を理論にどうフィードバックさせたらいいのかという、そういう非常に大きな問題だろうと私は推測しました。その点についてお尋ねしたいんですけれども、私のように複式簿記を中心に研究してきたものにとっては期中の記録があって初めて財務表がつけれると。そういう点からしますと、たとえばどういう実証結果が出ても減価償却をしない限り、原価計算ができ

ないから、財務評価できないということなんです。そうしますと、結局、この場合には実証結果が出ているわけじゃないんでしょうけれども、そういった場合、やはり実証結果というものが理論にフィードバックできる面とできない面がある。こういうものをいったいどう区別したらいいのかという問題です。この点については辻山先生の今日のご報告とは全然別なんですけれども、そういう視点からしますと、たとえば減損会計で、たとえば使用価値だとか、現在割引価値会計を使うという一つの提案もなされていますけれども、そうするとこれもやはり収入が、要するにキャッシュ・インフローの系統の数字ですから、これでやっても結局原価計算ができなくなってしまう。原価計算は結局キャッシュ・アウトフローの計算ですから、使用価値だとか、割引現在価値を使っちゃうと原価計算ができない。そうすると誘導法による財務評価がつかれなくなっちゃう。したがってもう棚卸法にするんだと、そこまで議論を言っちゃうんなら別ですけども、そうじゃないと、いったいこの点を考えないと、使用価値だとか現在割引価値を使うという、そちらの理論的なメリットだけからいえないんじゃないかと。この点について辻山先生にちょっとご意見があればお伺いしたいと思います。

それから第2点は先生がイギリスの業績報告と日米の業績報告がまったく発想が違うんだといわれたが、これはまさにおっしゃるとおりだと思います。これはきわめて常々辻山先生がご報告されているんですけども、明確な論理で、したがって金融資産における時価会計と金融資産、事業資産を含めた時価会計は根本的な素性が違うんだという議論になるんだろうと思いますけれども、これはまったくそのとおりだと思うんです。ただ、その場合問題なのは貸借対照表における計算をどのように意味づけるかという問題だろうと思います。その点で言いますと、先生の図表3で言いますと、多分、貸借対照表では純利益の計算とは独立の資産負債評価に基づく貸借、つまりそこでは純利益の計算とは独立の資産負債評価、これはもしかするとPLとはぜんぜん別に資産評価が行われるという意味なのかもしれません。つまり、いわゆる資産負債評価アプローチだろうと思いますけれど。その場合、これも今日のご報告ではないんですけども、辻山先生、別のところで個別的情報価値があれば、資産、時価評価してもいいんじゃないかというような、多分そのような見解をお書きになっていることがあると思うんですけども、ただ、問題は貸借対照表の、ここで純資産の期間差額というものが包括利益として意味があるとするならば、貸借対照表全体としての純資産額が意味がないと、包括利益としての意味が出てこないと思うんです。ということは個別的情報価値があるというだけで、貸借対照表の時価評価だとかそういうものを導入しちゃっていいのかどうかという問題です。もし、結局、ですから、やっぱり資産負債アプローチをとるにしても、結局貸借対照表全体の純資産額に意味がないといけないんじゃないかと。そうでないと、つまり静態論の売却時価で債権者のために生産価値を求める。そういうような静態論に戻っちゃうと思うんです。ただ、その場合だと静態論的ないくら純財産額を出してみても、それを差額をとってみても、多分ゴーイング・コンサーンとしての利益にはならないだろうと、それが多分動態論になっていったんだろうと思います。そういうことを考えると、果たして個別的情報価値という視点から、貸

借対照表の資産負債を評価するということでもいいのか、果たして包括利益としての連続性が出てくるのかどうかと、この2点をお尋ねしたい。

(國村) ありがとうございます。大きな問題ですので、お答えしにくいかと思いますが、簡明にお願いします。

(辻山) どうもご質問ありがとうございます。かなり大きな問題なので、十分にお答えするには時間がちょっと足りないので手短にお答えしたいと思います。まず第1番目ですけれども、もし実証で、減価償却の意味がないということになれば、じゃあ減価償却しないのかということについては、先生ご指摘のとおり、私の考えはそもそも会計上の計算ルールというものが先に理論的にあって、その結果を実証が検証していくという考え方でございます。従いまして、先生の複式簿記の構造に依拠したご質問に対する直接的なお答えになっていないかもしれませんが、いわゆる実証でそういったものが出てきたからといって、そうはならないだろう。じゃあなぜそうならないのかということについては今日お話ししたところに引きつけて言いますと、いわゆる投下資本回収計算の中で、たとえば減価償却などは投下資金を耐用年数の間に配分計算するという発想が入ってきたという考えです。減損会計についてそれとの関連でご指摘ございましたけれども、減損会計については、私はこれはたとえば将来キャッシュフローの割引現在価値を資産評価に使っているとは思っていません。あくまでも投下資本を将来に繰り越せる範囲を下方修正しているということですから、将来のキャッシュフローの割引現在価値を資産評価に適用していくという枠組みとは別の問題と考えています。あくまでも投下資本の繰越可能額を再計算しているという考えです。

それから貸借対照表の計算ですけれども、先生ご指摘のとおり、会計上の歴史的な変遷としては静態論から動態論へ移って、その後にアメリカの概念フレームワークで資産負債アプローチが入ってまいりましたときに、いったい資産負債アプローチと静態論がどういう関係にあるのかということが一時議論されたことがありますけれども、これは根本的に違うものであると思っております。どう違うのかといいますと、静態論というのはあくまでも資産負債の評価が先に決まって、これは時価ということだと思うんですけれども、その結果として利益が出てくるということですから、きょうお話ししたストックの評価が先にあるというパターンです。それに対して、フローの配分という動態論に移ってきた後に出てきた資産負債アプローチというのは、フローの配分の後に決まってくる資産負債の資産性、負債性を問題にしているのであって、測定の問題とは別の次元、いわゆる認識の次元で資産負債からアプローチすることだと考えております。その意味では先生ご指摘のように、それでは一部情報価値があればランダムに時価にしていいいのかということ、そうは実は考えておりません。あくまでも利益計算の結果出てきた結果としての繰越表としての資産の評価と考えています。ですから資産負債の中の一部が利益計算とは独立に、一部だけが時価評価されますと、貸借対照表の全体の構造がゆがんでくるという、そういう認識については先生に今ご指摘して

いただいたとおりでございます。どこかでそう書いてあったということですけど、それは現行の制度を前提にして、資産負債の評価ルールの一部に何らかの理由によって利益計算とは異なる時価評価ルールが入っているとすれば、その部分はリサイクルしないと利益計算の構造が変わってくるといふ、そういう主旨で書いたものでございます。

（國村）ありがとうございます。よろしいでしょうか。

（藤井）京都大学の藤井と申します。よろしく申し上げます。日本における基準設定と実証研究の関係についてお伺いしたいと思います。ちょっと極端に聞きますと、基準設定のほうは国際会計基準のほうにずっと収れんするという方向で進んでいます、おそらく。もしそうだとすると、日本国内のケースを扱った実証研究で、特に市場指向型の実証研究で、アメリカ等の諸外国と違う結果が出たときにどうするかということが心配というか、興味があるんです。近年の例ですと、たとえば企業結合会計のパーチェス法に一本化されてしまったんですけれども、そのときに議論があったのは日本の例というのは欧米型の買収合併ではなくて、対等合併方の企業結合であると。したがって、日本のそういう経済的な実情からすれば、必ずしも国際会計基準のようなものは適合しないんじゃないかという議論だったと思うんです。しかし、私ちょっと具体的には知らないんですけれども、もしその当時日本の企業結合会計についてのなにか実証があったら、おそらく、持分プーリンのほうに有用だというような実証結果があったかもしれない。これは1例なんですけれども、そういう基準設定のほうにコンバージェンスのほうにこうやって走って行って、日本国内の実証研究が諸外国、とりわけアメリカの結果と違うものが出たときに、それをいったいどう折り合いをつけていくのかということなんです。

（國村）これは石塚先生にお答えいただくということでよろしいでしょうか。

（石塚）いや、そう簡単に答えを出せない問題なので、私もどう考えたらいいのか困っているところでもありますけれども、確におっしゃるようなことは十分予想されると思います。しかし、学問の発達というのは大体そういうものではないかという気がしております。つまり、いろんな考え方や意見があり、衝突しあって、そこで次の発展があるのであって、今おっしゃったようなコンフリクトをはじめから恐れていたのでは進歩はないのではないかと、大筋ではそんなふうに考えております。具体的な場面になって、いったいどういうことが起こるか、確たるお話はできないというのが現状です。

（國村）ありがとうございました。難しい質問で、回答するのも大変難しかったと思います。ありがとうございました。もう時間もだいぶ過ぎてきましたので、あとお一人ということでよろしいで

しょうか。

（一般参加者）私はエンジニアリング会社の技術屋なんですけれど、どう考えてもちょっとおかしいのは、あまりにも頻繁に会計基準設定していて、やってる人たちも大変だと思うんですけど、連結だ、減損だ、なんだかんだと、こういうものは時間がある程度必要じゃないかと思うんです。いわゆる検討する時間があって、それを実施してみて、どういう問題があって、それをまたどう変えるかという、少なくとも時間の問題がないとこういうものは本物になっていかないと思うんです。

（國村）最後の質問ありがとうございました。これについての回答はフロアーにおられる斉藤静樹先生が一番いいかと思うんですけれども、辻山先生のほうから簡単にお願いいたします。

（辻山）改革のスピードが速すぎるのではないかということなんですけれども、日本ではそれまでの長い間の企業会計原則の50年の沈黙の歴史を破って、1990年代に一気に新しい基準が入ってきたので、とりあえず、キャッチアップの時代だということだと思います。キャッチアップのスピードの是非についてはちょっとなんとも言いかねるということです。

（國村）ありがとうございました。もう時間も相当超過しておりますので、このあたりで閉会とさせていただきます。いろいろ意見も出てまいりました。貴重な提言もございました。最後に、これから実証研究と理論研究の人たちが共同して作業する時代に日本はなっているという言葉締めくくりの言葉にさせていただき、このフォーラムを閉じさせていただきます。（拍手）

（國村）本日はどうも長いことありがとうございました。早稲田大学産業経営研究所第11回アカデミック・フォーラム、これで終了いたしますけれども、会計学の実証的研究、そして理論的研究、そしてさらに制度が絡みます。そのような非常に複雑な問題、しかも高度な内容、このような形で議論していただきまして、本当にありがとうございました。それからフロアーの先生方大変お忙しい中、そして実際に会計基準に当たられる方だとか、いろんな方がたくさんお見えになられて、我々一同産業経営研究所開催、主催でございすけれども、心から厚く御礼申し上げたいと、本日はどうもありがとうございました。（拍手）

どうも本日は長いことありがとうございました。それから講師の先生方、本当にどうもありがとうございました。

第11回

産研アカデミック・フォーラム

会計基準の形成過程と規制が 資本市場に及ぼす影響

日時 2003年 6 月14日 (土)

13時～17時30分

会場 早稲田大学国際会議場



主 催 早稲田大学産業経営研究所

コーディネータ 早稲田大学会計研究所
(プロジェクト研究所)

講師略歴

國村道雄（クニムラ ミチオ）氏

名城大学経営学部教授。名古屋市立大学名誉教授。
大阪市立大学商学部卒業、大阪市立大学大学院経営学研究科修士課程修了。
商学博士（大阪市立大学）

石塚博司（イシヅカ ヒロシ）氏

早稲田大学商学部教授。早稲田大学会計研究所所長。
早稲田大学商学部卒業、早稲田大学大学院商学研究科博士課程退学。

薄井 彰（ウスイ アキラ）氏

早稲田大学大学院ファイナンス研究科開設準備室教授。
早稲田大学商学部卒業、早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程退学。
博士（商学）（早稲田大学）

音川和久（オトカワ カズヒサ）氏

神戸大学大学院経営学研究科助教授。
神戸大学経営学部卒業、神戸大学大学院経営学研究科博士後期課程修了。
博士（経営学）（神戸大学）

宮田慶一（ミヤタ ケイイチ）氏

日本銀行金融研究所調査役（会計研究など担当）。
慶應義塾大学経済学部卒業

久保幸年（クボ ユキトシ）氏

三優監査法人代表社員。中央大学大学院国際会計研究科教授。
早稲田大学商学部卒業。
公認会計士。

辻山栄子（ツジヤマ エイコ）氏

早稲田大学商学部教授。
早稲田大学商学部卒業、東京大学大学院経済学研究科博士課程退学。
経済学博士（東京大学）

井上達男（イノウエ タツオ）氏

関西学院大学商学部教授。
関西学院大学商学部卒業、関西学院大学大学院商学研究科博士課程後期課程退学。
博士（商学）（関西学院大学）

須田一幸（スダ カズユキ）氏

神戸大学経済経営研究所教授。
福島大学経済学部卒業、一橋大学大学院商学研究科博士課程退学。
博士（経営学）（神戸大学）

河 榮徳（ハー エイトク）氏

早稲田大学商学部教授。
高麗大学経営学部卒業、早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程修了。
商学博士（早稲田大学）

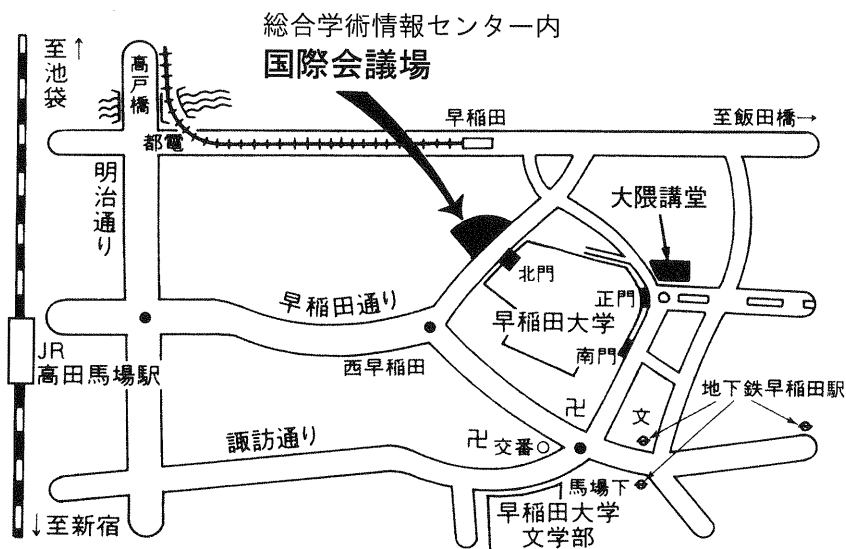
産研アカデミック・フォーラム会場のご案内

●会 場 早稲田大学国際会議場

●交通案内 JR 山手線／西武新宿線・高田馬場駅から

スクールバス早大正門下車（徒歩 5 分）

営団地下鉄東西線・早稲田駅（徒歩10分）



主催：早稲田大学産業経営研究所

〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1

早稲田大学 9 号館 3 階

TEL 03(3203)9857(ダイヤルイン)

FAX 03(3202)4274(担当：宮田)

1. 準備の都合上、ご出席を予定されている方のお名前を、同封の FAX 送信用紙にて、来たる 6 月 7 日(土) までにお知らせくださいますようお願い申し上げます。
2. 聴講は無料です。
3. 駐車場はございませんので、車でのご来聴はご遠慮ください。

産業経営研究所スタッフ

宮下 史明（所長） 早稲田大学商学部教授

厚東 偉介（幹事） 早稲田大学商学部教授

池尾 愛子（幹事） 早稲田大学商学部教授

梅澤 俊浩（助手） 早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程

秋本 昌士（助手） 早稲田大学大学院商学研究科博士後期課程

滝田 雅行（事務長）

宮田 秀一（職員・主任）

大矢みや子（職員）

産研アカデミック・フォーラム No.11

2003年10月31日発行

発行者 早稲田大学産業経営研究所 宮下史明

発行所 早稲田大学産業経営研究所

〒169-8050 東京都新宿区西早稲田1-6-1

電話 (03) 3203-9857

FAX (03) 3202-4274

印刷所 株式会社 早稲田大学事業部

I.R.B.A. ACADEMIC FORUM

No.11

Accounting standard formation process and regulation:
Influence on capital market

I . The Empirical Accounting Studies in Japan:
A Quarter Century

Hiroshi Ishizuka

II . Presentation

1 . Economic determinants of conservative
accounting measurement in equity valuation

Akira Usui

2 . Financial Reporting and Stock Market Liquidity

Kazuhisa Otokawa

3 . Non-accounting information and its disclosure framework

Keiichi Miyata

4 . Timely Disclosure

Yukitoshi Kubo

5 . The Function of Accounting Information
and Performance Reporting

Eiko Tsujiyama

III . Discussion

2003

The Institute for Research in Business Administration, Waseda University