

注記事項の有用性に関する 実証研究の意義と到達点

田 中 伸

I 序 論

現在の企業会計は、ディスクロージャーを拡大する方向を向いているように見える。とりわけ1980年代以降の会計の基準設定は、意思決定に有用であることが強調される。

株式市場の発達にともなって、所有が細分化したため、投資家は企業をコントロールする権限を失った。その一方で、市場の発達により、投資家は株式市場において自由に株式を売買できるようになった。そこで投資家は、コントロールの権限を失ったインカムゲインより、市場の売買によりコントロール可能なキャピタルゲインを重視する方向に流れ、結果的にはそれが会計の機能においても契約支援機能よりも意思決定支援機能の方を重視する方向に動いている原因であると捉えることができる。「株式市場に参加する株主は投資家としてよりもむしろ投機家として株価変動にまつわる局所化された不確実性に価格差利得の源泉を見出す（マネー・ゲームに走る）行動類型（様式）をみせるようになる」（高寺 [2001]）。一方、現在のように不確実性の大きな経済状況下では、企業の資産価値が急速に変化し、倒産にまっていたるケースもある。かかる状況下では、企業の資産価値の変化が投資家にとって重要な情報であるといえるので、会計における基準設定は、利益測定よりもむしろ資産評価の方を重視して行われていると考えられる。

とくに、投資家間の情報の非対称性を減じるために¹⁾意思決定有用性をこと

1) Jensen and Meckling [1976] pp. 308. 会計における情報の非対称性から生じるエージェンシー・ノ

さら主張し、市場でのオフバランス項目の解消が、会計基準設定の際に優先的課題とされてきた。結果として、会計認識を拡張²⁾することによりオフバランス項目がオンバランスされるように会計基準が変更されてきている。

このことから、資産評価と利益測定との乖離が生じ、クリーン・サープラス関係が崩れ財務諸表間の利益の連係が失われる事となる。そこで利益の連係を形式上保つために、包括利益という未実現利益の導入が図られた³⁾。

しかし会計認識を拡張して資産評価を推し進めることは、会計に未実現利益を計上させてしまう結果を招く。つまり、意思決定有用性を推し進めるという先験的な命題のもとに、利益に不確かな金額を算入することは、会計数値の硬度を低下せしめ⁴⁾、経営者が多数の利害関係者に対する契約履行を果たすこと、すなわち分配利益計算を中心とした会計の契約支援機能を阻害する要因となる可能性があるのである。

現在わが国の財務諸表制度では、事業資産の評価は取得原価で行うことが原則とされているため、認識の拡張により財務諸表上認識されることとなった項目以外の識別される項目は、財務諸表上注記するものとされている。このことから、現行制度は、財務諸表利用者に対して、注記事項を織り込んだ上で意思決定を行うことを期待していると解釈することができる（桜井 [1991] 300-301ページ）。つまりこの場合、現在注記事項にとどめられている項目が、財務諸表利用者にとっての意思決定に重要な位置を占めていることになる。

しかし、他方で意思決定有用性を盾にオフバランス項目をオンバランスするためには、かかるオンバランス化が有用であることを実証研究を通じて証明す

1) コストの分析としては、Watts and Zimmerman [1986] pp. 185-186.

2) 会計認識の拡張問題については、藤井 [1997] の63-87ページに詳しい。

3) 高寺 [1999] 81-105ページ、ただし高寺 [1999] では (Comprehensive Income) の訳として高寺先生は総括利益を用いておられるが、ここでは一般的な包括利益とした。

4) 井尻 [1976] 54-61ページ、ここで井尻は、『硬い測定とは、特定の状況においては、どの事実にもどの測定規則をあてはめて、どういう数値をつくり出すべきかが、明確かつ一意的に、しかもあとで検証可能なように規定されている測定過程だということができよう』とされていてさらに「測定の硬度は、測定の標準化と一意性の両面で客観性よりもさらにきびしい条件を要求するものである」としている（同上書、55-56ページ）。

る必要性がある。ところが、現在の基準設定状況を考えると「実際には基準設定機関は、実際には有用性の確認できない情報を、理念的には『有用であるはずの情報』として会計制度に取り込んできた」（藤井 [2002] 53ページ）ともいえる状況にある。

よって注記事項の株式市場に対する影響を分析することは、注記事項自体の従来の制度における位置付けの検証と、現在、会計基準上議論となっている全面時価評価をはじめとする会計の認識拡張の妥当性を検討することになると同時に、意思決定有用性アプローチの意義を改めて問うことにもつながると考えられる。

そこで、本稿では、注記事項の株式市場との価値関連性に関する先行研究の知見を整理検討し、注記情報の有用性に関する研究の到達点を筆者なりに明らかにしていきたい。この研究結果から、現行の基準設定機関の基準設定に対する問題点を指摘できれば幸いである。

II 実証分析の意義

会計情報の意思決定支援機能を調査することを目的とした実証研究のうちで、会計基準設定への提言を明示的または黙示的に行っているものを価値関連性研究 (value-relevance study) という。

会計情報の価値関連性分析を考える場合、いくつかの調査方法が考えられる。Holthausen & Watts [2001] はこれを大きく3つに分類している。

1つめは、比較価値関連性分析 (relative association studies) である。

これは、ある会計基準に基づいて計算された会計利益と株価の関連を調査し、それが当該時点における GAAP に基づいて計算された利益と株価の関連性よりも大きいかどうかを分析する。分析では、決定係数の大きさに注目し、決定係数の大きい利益のほうが価値関連性がある (value-relevance) と判断される。

2つめは、増分価値関連性分析 (incremental association studies) である。

これは、企業の公開情報に増分情報内容があるか否かを検討する方法である。つまり、分析対象とする会計数値が他の株価に説明力のある変数を所与としても、株価に対する追加的な説明力を有するかを分析する方法である。ここでは、ある株価を説明する重回帰式モデルにおいて、調査対象となる会計数値の係数値が有意にゼロでなければ価値関連性があると判断される。

3つめは、情報内容研究 (marginal information content studies) である。

この分析では、特定の会計数値の公表が、投資家に対して有用な情報となるか否かを分析する。会計数値の公表が、株価変化と関連性を示していれば価値関連性があると判断される。

また、研究を進めるにあたって使用される実証方法には、イベントスタディとファンダメンタル分析がある。

前者は、あるイベントがあったときに（例えば、利益予想の公表や損失が予想される事柄）そのイベントと株価の変化に関連性があるか否かを分析する。後者のファンダメンタル分析は、会計数値に対し、株価を代理変数とする企業価値を分析する⁵⁾。

ここで、会計情報が資本市場の株価形成に対して、一定の影響を与えているとすると、現在の株価が将来の期待キャッシュフローの割引現在価値であると考えられる経済モデルによれば、会計情報が投資者等の意思決定支援機能を担っている証拠の存在を示すことになると考えられる。

ただし、情報については、会計上オンバランスされている項目とオフバランスであり、注記事項とされている項目とでは、情報の意味に違いが存在すると予測できる。

情報のオンバランス部分は、主に企業の現在の業績を示しており、それに対して、オフバランスの部分は未だ確定していない部分、つまり未実現の部分を示していることになる。会計情報のなかでオフバランス部分が株式市場の意思決定に影響を与えているか否かを検証することは、会計の現在のトピックに

5) Holthausen & Watts [2001] による。

なっている未実現損益の会計処理の問題を考える上で意味があるものと考えられる。

注記事項に株式市場に対する増分情報内容が存在するならば、意思決定支援機能を注記も果たしていることとなり、会計情報利用者は、注記事項を考慮に入れた上で、株式市場に対する意思決定を行っていると考えられる。そのため、意思決定支援のためにはオンバランスが必要であるという論理的な展開は支持されないこととなる。

III 注記事項の理論モデル

財務諸表の情報は、本体情報と注記情報に分けることができる。一方、財務諸表を利用する投資家は財務諸表を理解する能力によって2つに分けることができる。エキスパートとノン・エキスパートである。「ノン・エキスパートは、開示された情報を完全には理解することができないため、会計エキスパートは、貴重な情報によって取引するが、ノン・エキスパートは価格からエキスパート情報のいくらかを知るのである (Barth et al. [2000] p. 2)。」そして、「エキスパートとノン・エキスパートの [利用できる] 情報の違いが認識と開示という資本市場に対する影響の違いに結果としてなるのである (Barth et al. [2000] p. 2)。」

意思決定支援機能を測定するため、一般に資本市場と財務諸表情報との関連を分析する研究が進められてきた。とくにアメリカでは、社会科学の科学性に着目し、新古典派経済学に依拠した理論分析と、さらにそのモデルを実証する研究が進められてきた。このことにより、特に実証分野については、財務諸表情報と株式市場との関連に関するさまざまな証拠が蓄積されつつある。

理論モデルは、Barth et al. [2000] のモデルによれば、企業の価値は、情報によって決定される。つまり

$$y_i = x_i + \varepsilon_i, \quad (i=1, 2)$$

ここで、 y : 認識された会計額

$$\varepsilon_i \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_i}^2)$$

x : 企業の価値

$$x = x_1 + x_2$$

ここで問題となるのは、開示と認識である。開示が $y_1 + y_2$ でなされていたとしても、両方が認識されるかどうかは認識する側の能力に依存する。 y_2 が注記事項とすると⁶⁾、たとえ注記で情報が開示されても、認識できずにその情報を利用できない可能性があることを示している。しかし、実際にモデルのように社会が動いているか否かを分析するためには、実証分析をする必要がある。そこで経済モデルの社会に対する当てはまりのよさを証明するために、実証分析の証拠の積み上げがなされているのである。

IV アメリカにおける注記事項の実証

アメリカにおいては情報の開示に関する研究がすでにいくつか存在する。特に開示規定が進んでいるため、銀行に関する実証が何例か存在する。意思決定支援機能を分析するための研究として代表的な株式市場との価値関連性の分析に絞っても、例えば、Wallen [1994]、Griffin and Wallach [1991]、Beaver and Engel [1996]、Beaver et al. [1989] などがあるが、情報の開示問題を扱っていることがイコール注記事項の分析となるわけではない。

Griffin and Wallach [1991] は、マスコミに発表されたときのイベントスタディであるし、Wallen [1994]、Beaver et al. [1989] は財務諸表上の開示の問題を扱ったものである。また、Beaver and Engel [1996] は、貸倒引当金の設定額が強制規定を上回る部分を自主的に不良債権を開示した部分であるとみなして、自主的開示は、たとえ将来の企業利益に負の値をもたらすものであったとしても、株式市場にプラスの評価を受けることを報告している。またさらに彼らは、自主的にそれを開示することは、当該銀行はその不良債権を開示してもなお将来の財務状態が安全であるというシグナルであると株式市場では捉えられているのではないかと分析している。以上の先行研究に共通する結果とし

6) Barth et al. [2000] ではそれを認識するためのコストを定義している。

て、株式市場に対して会計情報には価値関連性が存在するという報告がなされている。

また、年金会計も同様に、アメリカにおいては日本に先行して研究がある。例えば、Lansman [1986]、Choi, Collins and Johnson [1997]、Barth [1991] などがある。これらも同様に、年金資産は、株式市場との間に価値関連性があることを示す研究結果となっている。

しかしながら、リース会計においては、オペレーティングリースはアメリカでも依然として注記事項であるので、リースを扱った研究が何例か存在する。その例として Imhoff and Thomas [1988]、Imhoff, Lipe and Wright [1993] をあげることができる。以下では、これらの論文を見ていくことにする。

リース会計については、SFAS, No. 13 によって、それまで財務諸表上すべて注記されていたリース取引をオペレーティングリースとする要件基準をもうけることによって、キャピタルリースとオペレーティングリースに分類し、キャピタルリースについては、貸借対照表上に資産計上することとなった。Imhoff and Thomas [1988] は、オペレーティングリースについて研究することによって、まず SFAS, No. 13 によって、経営者の会計行動に変化があったことを示した。

次に、Imhoff, Lipe and Wright [1993] は、オフバランスのリース取引を採りあげ、株式市場との価値関連性研究をおこなった。

具体的には、Barth et al. [2000] のモデルと同じ流れをくむ価値関連研究となっている。オフバランスリース取引をリスク評価のための重要な基準と捉え、Dhaliwal [1986] のモデルを用いて

$$\text{Ln}(\sigma)_{it} = a + bD/A_{it} + c\delta D/A_{ADJ} + e_{it}$$

ただし、 σ ：貸借対照表日近辺の株価リターンの平均標準偏差

D/A ：資産負債比率の平均

D/A_{ADJ} ：オペレーティングリースを考慮に入れた資産負債比率の平均株価に対してリスクとして評価されると予測できる負債比率とオペレーティン

グリースの相関関係を検証することによって、資産負債比率を所与としてもオペレーティンググリースが市場にリスクとして評価されているか否かを分析している。つまり、変数 D/A_{Adj} を加えることによってモデルの説明力が上昇しているとみなせるか否かを分析している。ただし、分散不均一と正規性を考慮に入れて、標準偏差に関しては、対数をとっている。

分析の結果は、オペレーティンググリースを考慮に入れた負債比率の変化分は、負債比率の平均を所与としても株式リターンに追加の説明力を有するということを示している。つまり、オペレーティンググリース取引に関して株式価格との間に価値関連性があり、株式市場は、注記項目をリスクとして評価しているということができる。

V 日本における注記事項の実証研究

日本の注記と株式市場との実証分析も最近いくつか目にする事ができる。吉田 [1997] は、年金をとりあげ、日本において年金資産・負債が、株式市場において企業の資産・負債として評価されているのか否かを調査している。具体的には、財務諸表上注記された年金資産と年金負債の差額であらわされる過去勤務債務と株価との関係を以下のモデルにより、

$$\begin{aligned} \text{累積超過収益率} = & \alpha_0 + \alpha_1 (\text{経常収益増加額} / \text{総資産}) \\ & + \alpha_2 (\text{過去勤務債務増加額} / \text{総資産}) \end{aligned}$$

統計的にマイナスの有意な結果を得た。ただし、この結果からは、日本の国内事情として、過去勤務債務の変動額は年金会計の制度移行期によるイベントとして株式市場において評価されている面が大半を占めるであろうと予想されるために、吉田 [1997] は、イベント以外の株価効果を検出すべく、さらに過去勤務債務の増加を償却額と運用等による債務に分けて分析を行った。結果として、株式市場は運用の失敗による過去勤務債務の増加に対してマイナスの評価をしていることが確認された。

音川 [1998] では、金融機関の不良債権の開示を採りあげ、倒産にいたる可

性能を持つこのような情報が、リスクとして金融機関の株価を説明しているかどうかを、以下のようなモデルを用いて研究している。

$MV3$ = 期末決算日時点の株式時価総額

NPL = 不良債権開示合計額

ALL = 貸倒引当金合計額

FLN = 固定金利貸出金額

SHG = 有価証券含み益

OI = 業務純益

DYG = 業種ダミー

DY_t = 年度ダミー

$$MV3 = \alpha_0 + \beta_1 NPL + \beta_2 ALL + \beta_3 FLN + \beta_4 SHG + \beta_5 OI + \beta_6 DYG + \sum_{t=94}^{97} \zeta_t DY_t + \varepsilon$$

結果として、不良債権の係数は、統計的に有意にマイナスとなり、不良債権額は銀行にとっての信用リスクとして株式市場では評価されているとしている。

さらに、桜井・桜井 [1999] では、金融商品の時価情報と株式市場の関係を調査している。つまり、有価証券とデリバティブの時価評価額の情報と企業の株価との関連を分析した。具体的には、銀行のデータを用い、以下のモデルでクロスセクション重回帰分析を行っている。

$$\text{株価} = a_0 + a_1(\text{原価主義の純資産}) + a_2(\text{金融商品の未実現利益})$$

結果として結論付けていることは、純資産を所与としても当該銀行が保有する有価証券の評価損益およびデリバティブの評価損益が株式市場に対し増分情報内容を有するという点である。とりわけ、銀行に関する限り、金利関連のデリバティブの評価損益が最も情報内容を有し、取引所に上場されているデリバティブよりも店頭取引のデリバティブの方が、増分情報が大きいとされる。

以上の3例のように、日本の注記事項と株式市場との関連の研究は、それぞれ異なった項目について回帰分析を行うことによって調査しているが、それで

にもかかわらず、いずれも注記事項は株式市場に一定の情報内容を有しているとする結果を報告している点は注目すべきである。

VI む す び

以上のように、本稿では、主に注記事項における会計の意思決定支援機能を明らかにするための理論をモデル化し、あるいはまた当該問題にそくした実証を行った先行研究を概観した。そこで明らかになったことは、株式市場において注記事項のうちいくつかの項目は、投資意思決定に有用つまり、価値関連性が存在するという結果が日米で得られたことである。

基準設定機関が注記事項とされている項目のオンバランス化について少なくとも価値関連性分析の観点からの積極的証拠を提示するならば、注記事項に価値関連性が無いという結果が得られるか、もしくは注記事項よりもオンバランスしたほうがよいという結果が得られなければならない。また、原価がオンバランスされ、時価が注記されている場合は、時価評価をオンバランスし原価が表示されなくなることによって、原価がわからなくなる場合のことを考慮する必要がある。

つまりこの研究結果からだけでは、現行制度上オフバランス取引として注記事項とされている項目をオンバランス化すべきか否かを判断することはできない。また、Imhoff, Lipe and Wright [1993], Imhoff, Lipe and Wright [1995], では、オペレーティングリース取引とエグゼクティブの報酬の関連性について研究しており、オペレーティングリースにはエグゼクティブの報酬とは関連性がないという結果を報告している⁷⁾。

また、価値関連性の研究の中でも、ファンダメンタル分析を用いた企業価値に対しての注記事項の影響の分析が今のところ見当たらないことは、実証研究を行う上で見逃せない点である。というのは、注記事項が企業の将来のリスク

7) この研究は、会計の契約支援機能を説明する分析であるが、この研究結果の評価については、今後の研究課題としたい。

を表しているとするならば、企業価値に関する影響が資本市場に対する主たる影響であるとするのが妥当であると考えられるからである。

しかし、少なくとも日本への影響を無視できないであろう、国際会計基準理事会 (IASB) の最近の流れである全面時価評価の根拠として、意思決定有用性の観点からのオンバランス化をとるにしても、注記事項たるオフバランス取引には意思決定支援機能が欠けているからである、ということではできないという実証結果がある程度の数存在するというを得ることができた。よって、そのことを反証せずに、むやみに時価を推し進めることは、いわゆる会計の基準化の問題とからめ今後の課題といえよう。

参考文献

- Barth, M. E. [1991] "Relative Measurement Errors among Alternative Pension Assets and Liability Measures." *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 3, July, pp. 433-463.
- Barth, M. E., G. Clinch, and T. Shibano [2000] "Market Effect of Recognition and Disclosure," *Working Paper*.
- Beaver, W. H., C. Eger, S. G. Ryan and M. A. Wolfs [1989] "Financial Reporting, Supplemental Disclosures, and Bank Share Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, No. 2, Autumn, pp. 157-178.
- Beaver, W. H and E. E. Engel [1996] "Discretionary Behavior with Respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, Aug.-Dec., pp. 177-206.
- Choi, B., D. W. Collins and W. B. Johnson [1997] "Valuation Implications of Reliability Differences: The Case of Nonpension Postretirement Obligations," *The Accounting Review*, Vol. 72, No. 3, July, pp. 351-383.
- Dhaliwal, D. S. [1986] "Measurement of Financial Leverage in the Presence of Unfunded Pension Obligations," *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 4, pp. 651-661.
- Griffin, P. A. and S. J. R. Wallach [1991] "Latin American Lending by Major U. S. Banks: The Effects of Disclosures about Nonaccrual Loans and Loan Loss Provisions." *The Accounting Review*, Vol. 66, No. 4, October, pp. 830-846.

- Holthausen, R. W. and R. L. Watts [2001] "The Relevance of the Value-relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 3-75.
- Imhoff, E. A. and J. K. Thomas [1988] "Economic Consequences of Accounting Standards—The Lease Disclosure Rule Change" *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 10, No. 4, pp. 277-310.
- Imhoff, E. A., jr., R. C. Lipe and D. W. Wright [1993] "The Effects of Recognition versus Disclosure on Shareholder Risk and Executive Compensation," *Journal of Accounting Auditing & Finance*, Fall, pp. 335-368.
- [1995] "Is Footnote Disclosure an Adequate Alternative to Financial Statement Recognition?," *Financial Statement Analysis*, Vol. 1, No. 1, pp. 70-81.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Economics*, Vol. 3, No. 4.
- Lansman, W. [1986] "An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights," *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 4, October, pp. 662-691.
- Wallen, J. M. [1994] "The Nature of Information in Commercial Bank Loan Loss Disclosures," *The Accounting Review*, Vol. 69, No. 3, July, pp. 455-478.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman [1986] *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall.
- 井尻雄士 [1976] 『会計測定の理論』東洋経済新報社。
- 音川和久 [1998] 「不良債権の会計情報と株価形成」『会計』第154巻第2号、41-53ページ。
- 桜井久勝 [1991] 『会計利益情報の有用性』千倉書房。
- ・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』第179巻5号、29-42ページ。
- 須田一幸 [2000] 『財務会計の機能』白桃書房。
- 高寺貞男 [1999] 『利益会計システムの進化』昭和堂。
- [2001] 「投資家のための会計から投機家のための会計へ」『会計』159巻第6号、14-20ページ。
- 藤井秀樹 [1997] 『現代企業会計論』森山書店。
- [2002] 「会計基準設定の現代的特徴と会計研究の役割」『会計』161巻第2号、208-219ページ。
- 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』Vol. 57 No. 3, 108-117ページ。