

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方

ふるいち みねこ
古市 峰子

Discussion Paper No.2002-J-38

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.imes.boj.or.jp>

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、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。

非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方

ふるいち みねこ

古市 峰子*

要 旨

近年、財務諸表によって提供される会計情報の業績評価や投資意思決定における有用性が相対的に低下しているとの認識が強まる中、会計情報以外の情報（非会計情報）の開示に対するニーズが飛躍的に高まっている。他方で、非会計情報については、経営者にとって都合のよい情報ばかりが開示されたり、理解可能性や比較可能性に劣る情報が増えて、かえって利害関係者が混乱する可能性も指摘されている。

本稿では、こうした状況を踏まえて、非会計情報の開示につき経営者の裁量をどこまで認めるのが妥当かという問題について、整理・検討している。

その結果として、まず、経営者の自発的開示にかかるインセンティブは多様かつ状況により変わり得るため、開示された情報の背後にあるインセンティブを特定することは極めて困難であること、財務的に追い込まれた企業は適切な情報を開示しない傾向が強まること等を指摘している。そして、これらの点を踏まえると、投資家による業績評価や意思決定にとって重要性が高く、かつ会計情報と補完関係にある非会計情報については、市場規律とのバランスをとりつつも、ディスクロージャー制度の枠組みに取り込むことによって開示規制の対象とするのが妥当と考えられること、その場合、開示の具体的な内容・方法については経営者の裁量に委ねつつ、信頼性を高める措置を同時にとるといった方向性が望ましいこと、等を主張している。

キーワード：非会計情報、ディスクロージャー制度、経営者の裁量、自発的開示

JEL Classification：G14、M41

* 日本銀行金融研究所研究第2課（E-Mail：mineko.furuichi@boj.or.jp）

本稿は、2002年11月26日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——」の報告論文として作成したものである。公表に当たり、若干の加筆・修正を行った。

目 次

1 . はじめに	1
2 . 非会計情報の開示における投資家にとっての意義・問題点	2
(1) 非会計情報の開示に対するニーズの背景	2
(2) 主な非会計情報にかかる投資家にとっての意義・問題点	4
イ . 会計利益に修正を加えた業績評価指標	4
ロ . 予測利益	10
ハ . MD & A	12
ニ . リスク情報	14
ホ . 無形資産に関する情報	16
ヘ . 内部統制システムに関する情報	18
3 . 非会計情報の自発的開示にかかる経営者のインセンティブ	20
(1) 資金調達コストの引下げ	20
(2) 株価誘導	23
(3) 訴訟リスクの回避	24
(4) 経営戦略	25
4 . 非会計情報の開示規制のあり方を考える際の視点 結びに代えて	26
【主要参考文献】	31

1. はじめに

財務諸表、すなわち貸借対照表、損益計算書、キャッシュ・フロー計算書、剰余金計算書によって提供される会計情報以外の情報（以下、「非会計情報」¹という）の開示については、会計情報において不足する情報を補完する役割が期待されているが、他方で、経営者にとって都合のよい情報ばかりが開示されたり、理解可能性や比較可能性の劣る情報が増えて、かえって投資家等の利害関係者が混乱する可能性も指摘されている。特に、米国の多くの企業で行われているプロフォーマ利益（pro forma earnings：詳細は後述）の開示に伴う混乱は、非会計情報の開示を経営者の裁量に委ねることに伴う問題点を浮き彫りにした。

本稿は、こうした状況を踏まえて、非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方、より具体的にいえば、非会計情報の開示につき経営者の裁量をどこまで認めるのが妥当かといった問題について整理・検討するものである。具体的には、2節で、非会計情報の開示に対するニーズが高まってきている背景を整理した後、現在、多くの企業によって開示されている非会計情報を基に、非会計情報の開示が株主や債権者等の利害関係者（以下、纏めて「投資家」という）にとってどのような意義あるいは問題点を有するのかという点についてみていく。次いで3節として、非会計情報の開示が経営者の裁量に委ねられている場合に、経営者がそれを自発的に開示する、あるいは開示しないインセンティブは何かという点について考察する。最後に4節として、以上の考察を踏まえて、非会計情報にかかる開示規制のあり方につき若干の検討を加え、本稿を締め括る。

¹ このように、本稿の対象とする「非会計情報」とは、財務諸表の本体および注記によって提供される財務的・非財務的情報（これを本稿では「会計情報」という）以外の情報を指し、これには財務的（定量的）な情報と非財務的（定性的）な情報の両方が含まれる。具体的には、下図の網掛け部分が、本稿の検討対象となる。

	財務諸表本体・注記	財務諸表本体・注記以外
財務的情報	会計情報	非会計情報
非財務的情報		

2. 非会計情報の開示における投資家にとっての意義・問題点

(1) 非会計情報の開示に対するニーズの背景²

近年、非会計情報の開示へのニーズが飛躍的に高まってきた主な背景としては、情報ネットワーク化あるいはソフト化などにより企業を取り巻く経済構造や経済環境が著しく変化・多様化する中で、会計情報の業績評価や投資意思決定における有用性が相対的に低下してきたという点が指摘されている³。

すなわち、ハイテク企業に代表されるように、有形資産ではなく知的資本やノウハウといった無形資産をキャッシュ・フロー獲得の主たる源泉とするような企業が増加しているほか、その他の企業においてもこうした無形資産の重要性が高まるなど、経済構造が変化・多様化する中で、もともと有形資産によるキャッシュ・フローの獲得を前提に構築された従来の会計だけで企業業績を測定することは困難なのではないかとの見方が強まってきた。

また、このように企業を取り巻く経済構造や経済環境が著しく変化・多様化する中では、リスク情報や無形資産に関する情報のように、将来指向的信息（forward-looking information）が極めて重要となってくるにもかかわらず、従来の会計情報は過去情報に焦点が当てられているため、それのみでは十分な将来予測ができないとの認識が高まってきた。さらに、こうした将来予測に当たっては、経営者の視点からみた利益情報や経営者自身による業績予測といった、経営者が実際に意思決定を行っていくうえで用いる情報およびそうした情報に基づく経営者の見解（将来の見通し等）へのニーズが増大してきているが、従来の会計情報では、財務会計と管理会計といった伝統的な区分が重視されるために、こうした内部管理情報が十分には反映されないとの批判が強まってきた⁴。特に、こうした会計情報の投資意思決定における有用性の低下に対する危

² ここでの記述は、主に AICPA[1994]、FASB[2001b]、伊藤[2001、2002]、伊藤・加賀谷[2001]、加賀谷・伊藤[2002]、橋本[2002]を参考にしている。

³ 例えば、FASB[2001b]は、知的資本やノウハウ、インターネット、技術、情報、無形資産、知識の共有化と新しい組織形態、ネットワーク効果、グローバルな活動、が重視されることを最近の経済構造あるいは経済環境の特徴として挙げている。

⁴ 例えば AICPA[1994]は、投資家による企業価値評価において企業内部管理情報の重要性が増してきているとの認識から、外部財務報告と内部財務報告との統合を図るべきことを勧告した。これを受けて、米国では、1997年6月、FASBより財務会計基準書（SFAS）第131号「企業のセグメントおよび関連情報の開示」が公表され、経営上の意思決定を行い、業績を評価するために企業の中で経営者がセグメントを組織した方法に基づいてセグメント別報告におけるセグメント区分を行うといった「マネジメント・アプローチ」が採用されている（同基準の詳細については例えば嶺[2002]参照）。

機感は、1980年代以降、会計情報（会計利益、純資産簿価等）と株価や株式リターン⁵との相対的な関連性の低下を示す実証結果⁶が多く出されるにつれて、より強く認識されるようになった。

こうした状況下、このような会計情報のみによっては十分に提供されない情報を補完するものとして、非会計情報の開示に対するニーズが高まってきている^{7, 8}。それと同時に、以上のような非会計情報が、しばしば実態とは異なる数値や内容で提供され、それによって投資家がミスリードされてしまう可能性があるといった過去の経験を踏まえて、開示される情報の信頼性を担保するような情報に対するニーズも増大している。

⁵ 「(期末の株価 - 期首の株価 + 配当) / 期首の株価」により算出される。

⁶ 例えば、Lev[1989]、Ely and Waymire[1999]、Lev and Zarowin[1999]、Brown *et al.*[1999]等の多くの研究において、株価や株式リターンの変動のうち、会計利益や純資産簿価で説明できる部分が相対的に少なくなっているとの実証結果が示されている。

もっとも、Collins *et al.*[1997]のように、会計利益と純資産簿価を併せて考慮すると、株価との関連性はここ40年で弱まってはならず、むしろ、わずかに強まっているとした実証研究もあり、会計情報の有用性低下に関する実証結果は必ずしも一様とはいえない。

⁷ 実証研究においても、例えば Amir and Lev[1996]は、1984～93年の携帯電話会社304社、電話会社713社をサンプルに、四半期報告における会計利益と株価・株式リターンとの関連性について分析を行い、財務情報（会計利益、純資産簿価、キャッシュ・フロー）は、単独では株価および株式リターンとの関連性がないが、非財務情報（顧客数、市場の大きさなど）と併せて用いる場合には株価と関連性が認められるとの実証結果を示した。かかる結果につき、同研究では、携帯電話会社のように、技術を基盤とした成長性の高い産業では、無形資産を形成する顧客獲得コストや研究開発コストなどが多額となり利益を圧迫するため、会計情報により当該企業の将来利益を予想するのは困難であるためと解釈するとともに、財務情報と非財務情報との間には補完的な関係がある可能性が示されたとしている。また、Fancis, Schipper and Vincent[2002]は、会計利益と株式リターンとの関連性は弱まっている一方で、会計利益（四半期ベース）の公表日において株価が反応するのは、会計利益の報告と同時に開示される非会計情報の増加と関連があるとの見方を示している。

⁸ こうした非会計情報の有用性や外部報告と内部報告との融合性を図るべきとの主張は、公的主体に適用される会計（公会計）を巡る議論や金融機関におけるリスク情報の管理・開示のあり方を巡る議論において、より強調されている。すなわち、前者については、近年、公会計においては、公的部門に擬似的な市場を導入することによって、公的部門の経営モデルを民間部門にみられるような成果志向、顧客志向、市場原理重視、分権的管理のモデルへと変換させようとするニュー・パブリック・マネジメントの考え方が強く主張されるようになっており、これに伴い、公的部門にも企業会計の考え方を導入しようという動きがみられている。もっとも、公的主体の業績を評価するうえでは、企業のように、財務的成果を集約する会計情報により業績の一元的評価を行うには限界があり、特に公的主体により提供されるサービスにかかる便益を評価するためには、政策評価システムを導入するなど非財務情報を充実させていくことが不可欠となる。また、評価結果を当該主体に効果的にフィードバックして、その効率化等につなげていくためには、外部財務報告（財務会計）と内部財務報告（管理会計）が関連づけられていることが望ましいと考えられている（以上の点につき、詳細は山本[1999, 2002]等を参照）。こうした公会計における議論は、企業会計における非会計情報や内部管理情報の開示のあり方を考えるうえでも参考になろう。なお、後者の金融機関におけるリスク情報の管理・開示のあり方を巡る議論については、後掲（2.（2）二.）のリスク情報に関する記述を参照。

(2) 主な非会計情報にかかる投資家にとっての意義・問題点

現在、多くの企業により開示されている主な非会計情報としては、会計利益（当期純利益）に修正を加えた業績評価指標、予測利益、MD&A⁹、リスク関連情報、無形資産に関する情報、情報作成プロセス等の内部統制システムに関する情報がある。以下、順に、これらの非会計情報の開示が投資家にとってどのような意義あるいは問題点があると考えられているのかといった点につき、みていく。

イ．会計利益に修正を加えた業績評価指標

会計利益に修正を加えた業績評価指標としては、EVA^{®10}、EBITDA¹¹、プロフォーマ利益等がある。これらはいずれも、より業績のコアの部分に近い利益情報を提供しようとするところに狙いがある点で共通している。ただ、EVA や EBITDA 等が、どちらかといえば、アナリスト等の外部のイニシアティブによって提供されるのに対して、プロフォーマ利益は、個々の企業のイニシアティブによって提供されるという点で異なると考えられる。

(イ) EVA、EBITDA 等

EVA¹²とは、税引後営業利益から資本コストを控除することにより算出する業績評価指標であり、資本コストの概念を指標の中に取り組んでいること、保守的な会計処理から生じるとされるバイアス（会計アノマリー）を調整していることに特徴があるとされている。

従来、企業の業績評価指標としては主に株価や ROE（株主資本利益率）が用いられていた。しかし、株価は、経営者の経営努力とは関係のないマクロ経済動向等により変動するという意味でのノイズが大きいため、業績評価指標とし

⁹ Management Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation（経営者による財務状況および経営成績の討議および分析）の略。

¹⁰ EVA（Economic Value Added）は Stern Stewart 社の登録商標であるが、本稿では、以下、登録商標であることを示す®は省略する。

¹¹ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization（金利・税金・償却前利益）の略。

¹² ここでの EVA に関する記述は、主にフータウ他[1999]、藤田[1999]、織田・福井[2002]、加賀谷・伊藤[2002]等を参考にしている。

ては必ずしも適切ではないとの批判があった¹³。また ROE については、その分子として利用されている会計利益が、企業経営者の裁量的な利益処理に応じて増減する可能性があるといった点等が指摘されていた。

これに対して、EVA は、株価に比べて経営者の努力以外のマクロ経済要因に左右される余地が小さい、株価のない非公開会社にも適用できるほか、事業部ごとの評価が可能となり、内部組織単位での業績評価に資する、資本コストを考慮することにより、株主に対する責任を全うしたうえで、企業が最終的にどれくらいの業績を上げることができたかが測定可能となる、適切な会計アノマリーの調整を加えることによって、例えば経営者の裁量的な利益調整による影響を抑えることができ¹⁴、より経済的実質に近い業績計算が可能となる等の点で、株価や ROE 等よりも業績評価指標としての優位性があるとの見方がある。

もっとも、EVA に対しては、業績評価指標としての限界あるいは問題点として、正確な資本コストの測定が困難である¹⁵、株式リターンの変動リスクを加味していないため、これのみにより業績評価を行うと過剰なリスクをとって業績を上げようとするインセンティブを経営者に与えやすい、1 期ごとの短期的な評価となるため、将来の利益の犠牲により現在の利益が改善されているような場合でもプラスの業績として評価してしまう可能性がある¹⁶、会計調整項

¹³ 例えば、株価を用いて経営者の業績を評価すると、経営努力とは関係ない要因に起因するリスクも含めた大きなリスクを経営者に負わせることになり、その分、株主は経営者に対して高い報酬を支払わなければならない。これに対して、株価よりもノイズの少ない業績評価指標によって経営者の業績を評価すれば、経営者に不必要なリスクを負わせる必要がなくなるため、株主は、経営者に同じ経営努力をさせつつ、経営者への報酬を少なくすることができるとの見方がある（フータウ他[1999]、織田・福井[2002]）。

¹⁴ Stewart 社はいくつかの会計調整項目を公開しているが、その全容は Stewart 社とコンサルティング契約をした先にしか明らかにされていない。因みに、必要な調整項目の選定基準は次のとおりとされている（フータウ他[1999]）。

- 重要性：調整の手間をかけるのに値するだけの影響があること
- 行動様式に対する影響：価値創造への行動を促し、利益を人為的に操作して会計上の見せ掛けだけの利益を積みむといった行動を防止する効果があること
- 理解の容易さ：意思決定を行う全ての従業員が理解し、納得できること
- データの入手可能性：調整を加えるうえで必要なデータが入手できること

¹⁵ 例えば、企業内の事業部や未上場企業の資本コストをどのように見積もるかといった問題（加賀谷・伊藤[2002]）や、資本コストには株主資本と負債のコストを加重平均した「加重平均資本コスト」を用いるが、このうちの株主資本コストは複数の推計値がベースとなっているため、加重平均資本コストの推計値にある程度のばらつきが生じることは避けられないといった問題（織田・福井[2002]）等が指摘されている。

¹⁶ そのため、EVA を提唱した Stern Stewart 社は、毎期の EVA を資本コストで割り引いた現在価値を MVA（Market Value Added 市場付加価値）と呼び、EVA と並ぶ指標として重視し

目の多くは非公開であり、その算出根拠が不透明である等の点が指摘されている。

なお、EVA は、提唱されて以来、会計利益や ROE 等よりも優れた業績評価指標であるとして注目を集めていたが、株価説明力という点については、この問題を最も包括的に検証したとされる Biddle, Bowen and Wallace[1997]によれば、EVA よりも、むしろ会計利益の方が株価との関連性は高いとの結果が示されている¹⁷。ただ、EVA は、もともと株価による業績評価の問題点を克服するために提唱された指標であることから、株価との相関が高いことは必ずしも望ましい特性ではないとの見方もあり、こうした点を受けて、現在では、むしろ、EVA を導入した企業は株価が上がるかという点に議論の焦点が移ってきているようである¹⁸。

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、例えば EBITDA が注目されている¹⁹。これは、税前利益に支払利息、固定資産の減価償却費を加えて求められるものであり、企業間の金利、税率、会計処理の違いを最小限に抑えた業績評価指標の算出が可能とされている²⁰。そのため、海外に多くの子会社を持つグローバルな企業を分析する際や、海外の同業他社と収益力を比較する際に有用な指標と考えられている。もっとも、その一方で、最近のハイテク

ている（織田・福井[2002]）。この背景には、複数期にわたる EVA の動きが反映される MVA を最大化することを経営者の目標とすれば、短期的な評価に伴う問題が緩和されるとの考えがある。

¹⁷ 同研究は、1983～94年の773社（6174社・年）をサンプルに、EVA、残余利益、会計利益、営業活動に基づくキャッシュ・フローの情報内容を株式リターンとの関係を通じて比較分析し、

EVA と会計利益とでは、会計利益の方が株式リターンとの関連性において優れており、会計利益を所与とすると EVA の追加的な株価説明力はほとんどない、との結果を示している。このことから、同研究は、EVA は、内部の意思決定や業績評価および業績連動型報酬のツールとしては有効かもしれないが、株価説明力という点においては、会計利益よりも優れているとはいえないと結論づけている。もっとも、同研究も指摘しているように、同研究で用いた EVA は、Stewart 社が公開している会計調整項目のみをベースに計算されたものであり、非公開の会計調整を加えた EVA と株価との関連性は明らかでない点は留意を要する。

¹⁸ 織田・福井[2002]参照。

¹⁹ EBITDA については、野村證券のホームページ（<http://www.nomura.co.jp>）上の説明を参考にしている。

²⁰ 損益計算書上の利益には、「営業利益」、「経常利益」、「税前利益」、「税引後利益」といったいくつかの段階があるが、業績評価指標としてみた場合、各利益には、それぞれ特徴があるとともに、問題点も指摘されている。すなわち、「営業利益」は、通常の営業活動によって得られた利益を示すものであるが、減価償却の方法によって計上される額が異なってくる。また、「経常利益」は「営業利益」に金融収支等の財務活動の成果が加えられ、企業活動から得られた利益を示すものであるが、金利や有価証券売却益の影響を受ける。経常利益に一時的な損益を加えたものが「税前利益」であるが、一時的な損益とされる項目は会計基準の違いによって異なる。そして、税前利益から税金を引いたものが「税引後利益」であるが、これも税率によって大きく変化する。

関連企業の相次ぐ破綻等により、多額の設備投資による金利負担や減価償却費の増加を考慮しない EBITDA の業績評価指標としての有効性を疑問視する声も少なくなく、それに伴い、EBITDA の株価説明力についても懸念する見方も強まっている²¹。

さらに、2002 年 5 月には、米国の格付会社であるスタンダード・アンド・プアーズ (S&P) から、会計利益に独自の修正を加えた数値による企業価値評価基準が公表された。ここでは、会計利益に、ストック・オプション費用、事業のリストラ費用、事業資産の評価損、年金費用等が加えられる一方、のれん代評価損、資産の売却損益、年金収益、訴訟の和解金等が控除される。その結果、コア事業にかかる将来の業績の評価に資すると考えられているが²²、その株価説明力等については現在のところ明らかではない。

(ロ) プロフォーマ利益

プロフォーマ利益²³とは、端的にいえば、GAAP ベースの利益に何らかの修正を加えた利益であるが、前述のように、外部のアナリスト等よりも、個々の企業のイニシアティブによって作成・開示される点に特徴がある。例えば、GAAP に従えば費用計上しなければならない項目 (のれんや買収関連費用、買収により取得した仕掛中の研究開発費、リストラ費用および特別損失等) を戻し入れて期間損益計算を行った結果を、プロフォーマ利益として開示するケース等がみられる²⁴。

こうしたプロフォーマ利益の開示は、経営者の意思が強く反映されるものであり、また、例えば画一的な GAAP に準拠した会計利益では当該企業の特殊性を反映させた経済的実質を正確に描写することができないと考えられる場合に

²¹ 例えば、多額の借入金をして設備投資をした場合、金利負担や減価償却費も膨らむが、従来は、これを度外視し、EBITDA の成長性さえ高ければ高い株価が正当化されると考えていた。しかし、そういえるためには、多額の設備投資が償却や金利負担を上回る利益を必ず生むという前提が必要であるが、ハイテク企業の破綻等により、かかる前提が揺らぎ、それに伴い、EBITDA の業績評価指標としての信頼性に対しても懸念する見方が強まっている (2002 年 7 月 12 日付け日本経済新聞「揺らぐ EBITDA」参照)。

²² 詳細は S&P[2002]および同社のホームページ (<http://www.standardandpoors.com>) 参照。

²³ ここでのプロフォーマ利益に関する記述は、主に中條[2002]を参考にしている。

²⁴ SEC 規則 S-X Rule 11-01 等では、企業結合等が生じた際に、仮に企業結合等の取引が前期に発生していたとすれば、どのような利益となっていたかを開示することが認められているが、プロフォーマ利益は、もともとこうした枠組みに基づいて開示される利益のことを指していた。しかしながら、今日では、通常、プロフォーマ利益という場合には、自発的開示による利益一般を指す。

は将来業績の先行指標を提供する可能性がある等の点で、投資家にとって有用であるとも考えられている。特に、ハイテク産業のように研究開発支出の多寡が競争力の源泉となっているような場合、支出時費用処理で算出された利益は、将来業績の先行指標として有用性が乏しく、これに代わる指標としてプロフォーマ利益に着目される場合があるとされている²⁵。

こうした見解に関する実証研究として、例えば Lougee and Marquardt[2002]は、1997年～99年の間にプロフォーマ利益をプレス・リリースした企業249社をサンプルとして、プロフォーマ利益を公表する企業の特徴（インセンティブ）について分析した結果、会計利益と株式リターンとの相関が低い企業、ハイテク企業、成長企業（売上高の伸び率が高い企業）、利益変動性の高い企業、および前期の同四半期よりも当期の同四半期における利益の方が少ない企業ほど、プロフォーマ利益を開示する傾向があるとの結論を示している。

また、Lougee and Marquardt[2002]では、平均的にみれば、プロフォーマ利益が会計利益に比べて優位的な情報内容や追加的な情報内容を有しているという分析結果は得られなかったが、企業における会計利益と株式リターンとの相関が低く、かつ前期の同四半期における利益よりも当期の同四半期における利益の方が大きい場合には、プロフォーマ利益には、将来の業績や株式リターンを予想するうえで有用な情報内容が認められるとの実証結果が示されている²⁶。

もっとも、プロフォーマ利益に対しては、企業ごとに算出方法が異なるため、企業ごとの比較ができないといった点や、業績の低迷する企業によって、実際よりも収益性の高い企業であるかのような印象を与えるために実績とは異なる根拠の乏しい情報が提供される場合もあり、これによって投資家がミス

²⁵ Bartov Mohanram, and Seethamraju[2002]では、インターネット企業とそれ以外の企業（非インターネット企業）における会計利益およびキャッシュ・フロー情報と株式公開時（IPO）における株価との関連性について比較分析し、会計利益は非インターネット企業においては株価と正の関連性がみられるが、インターネット企業においては株価との関連性は認められないこと、マイナスのキャッシュ・フロー情報は、非インターネット企業においてのみ株価との負の関連性がみられること等の結果が示されている。かかる結果につき、同研究は、インターネット企業については、マイナスのキャッシュ・フローはむしろ将来業績への投資とみなされて市場からプラスに評価されるためと推察している。

²⁶ 因みに、Bradshaw and Sloan[2002]は、1985年～97年の98,647社をサンプルに、プロフォーマ利益の代理変数としてアナリストにより定義されたEPS（廃止事業や特別項目等を除外した値）と株価との関連性につき分析を行い、かかるEPSの方が会計利益よりも株価との関連性が高いとの結果を得ている。もっとも、同研究は、後述のJohnson and Schwartz Jr.[2001]等と異なり、プロフォーマ利益としてアナリストによる定義を用いている点は留意を要する。

なお、中條[2002]は、これらの実証結果から、アナリストによって定義された利益は会計利益の情報内容を上回る可能性が認められるが、企業が独自に定義した利益情報については、そういった証拠は見当たらないということができると推察している。

リードされるおそれがあるという点が、問題点として指摘されている。実際、プロフォーマ利益は、GAAP に基づいて算出された会計利益よりも多めに（企業によっては相当多めに）報告される傾向のあることを示す調査結果がいくつか報告されている。

例えば Johnson and Schwartz Jr.[2001]では、2000 年第 2 四半期の業績に関して、2000 年 6 月 1 日から 8 月 31 日の間にプレス・リリースされた 433 社のプロフォーマ利益を対象に調査し、平均値、中央値ともにプロフォーマ利益の方が、会計利益、特別損益を除いた会計利益、そして 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示している²⁷。

なお、米国では、特に 2001 年のエンロン事件以降、プロフォーマ利益の濫用が問題視され、その開示規制が強化された。具体的には、2001 年 12 月、SEC により、「プロフォーマ財務情報を発表する場合の注意勧告」が公表され、プロフォーマ利益を公表する企業は、連邦証券法の詐欺防止条項（antifraud provisions）が適用されること、したがって投資家をミスリードすることのないよう注意すべきであることが警告された²⁸。そのうえで、プロフォーマ財務情報の基礎となる原則や除外された取引の種類等について記述することが要求されるとともに、企業がプロフォーマ利益を公表するに当たっては、国際財務担当重役協会（FEI）と全米 IR 協会（NIRI）が共同で策定したガイドラインを用いることが推奨された。さらに、2002 年に成立したいわゆる「企業改革法」（正式名：「サーベンス＝オクスリー法、The Sarbanes-Oxley Act of 2002」）²⁹により、プロフォーマ利益の適正化を担保する情報の開示が要求されている。

²⁷ ただ、同研究では、プロフォーマ利益の公表日において、プロフォーマ利益が株価形成における追加的な情報価値を有することを示す証拠は得られておらず、平均的にみれば、投資家はプロフォーマ利益によって誤導されたといった見解は支持できないとしている。

²⁸ 中條[2002]、経済産業省[2002a]等を参照。なお、SEC は、かかる警告に続き、2001 年 1 月 16 日、米国のホテルチェーン「トランプ・ホテルズ・アンド・カジノ・リゾート」に対して、プロフォーマ財務情報に関する是正命令第 1 号を出した。SEC の説明によれば、同社は、1999 年 10 月 25 日に 1999 年第 3 四半期の業績を公表したが、公表されたプロフォーマ利益には一時的に発生した利益が含まれていたにもかかわらず、この点が開示されておらず、また、利益から控除すべき損失を除外していた。同社は、このプロフォーマ利益を基に、前年同期比で利益が増加し業績が改善したことを公表したが、実際には一時的な利益および控除されなかった損失の影響を考慮すると、前年同期比利益は減少していたとされている（荻[2002]）。

²⁹ 同法は、2001 年のエンロン社破綻を端緒とした米国証券市場に対する投資家の信頼低下を回復すべく制定されたもので、主として、役員および取締役に対する個人責任追求の強化、利益相反そのほかの不正行為規制の強化、ディスクロージャーの強化、監査委員会によるモニタリングの実効性の強化、外部監査人の独立性と監査の強化等が図られている。同法の詳細については、太田・佐藤[2002]、河村[2002]、大崎[2002c]等を参照。

ロ．予測利益

会計情報が基本的には過去の実績値を示すものであると考えられているのに対して、予測利益は私的情報に基づく経営者の視点を通じた将来の予測値であり、経営者と投資家との間の情報格差を埋めるものとして、投資判断等に資すると考えられている³⁰。そのため、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株当たりの配当金等にかかる予測値の開示が求められている。

もっとも、予測利益に対しては、経営者の主観に基づくものであり、情報の信頼性が保証されないといった点が問題点として指摘されている。

こうした経営者による予測利益の有用性に関する実証研究として、例えば Ajinkya and Gift[1984]では、1970年～77年に公表された1株当たり利益（EPS）に関する予測と株価との関連性を分析し、Good News（予測利益の増加）は株価の上昇をもたらす、Bad News（予測利益の減少）は株価の下落をもたらす（すなわち、経営者の予測利益を通じたシグナルと同じ方向に株価は反応する）との結果が示されている³¹。同様に、1969年～73年に公表された予測利益をサンプルに株価との関連性につき分析した Pownall and Waymire[1989]では、予測利益の方が会計利益よりも株価に与える影響が大きい、かかる株価との関連性における予測利益の優位性は、予測利益の開示が会計利益の公表予定日に近いほど強まる、との結果が示されている。また、Ruland[1978]は、経営者による予測利益とアナリストによる予測利益の関係につき、予測利益の正確性（実際の業績 EPS との誤差）から比較分析した結果として、経営者による予測利益は、その公表前になされたアナリストによる予測利益よりも僅かであるが正確性が高く、その公表後になされるアナリストの予測利益に影響を与えること、経営者による予測利益の公表前になされたアナリストの予測利益は、一般の投資家が公表データを用いて行い得る利益の予測よりも正確というわけではないが、経営者による予測利益とその公表後になされたアナリストによる予測利益は、一般投資家による予測よりも正確であることを示している。

³⁰ 例えば伊藤[2000a]参照。なお、予測利益は、アナリストによって出される場合もある。アナリストの予測利益と株価等との関連性等に関する実証研究も少なくなく、両者の関連性が認められることを示す結果が多く出されている。

³¹ 同研究は、かかる実証結果から、経営者は、予測利益が Good News か Bad News かにかかわらず、私的情報の開示により市場の期待を自己の予測に沿った方向へと誘導するインセンティブを持ち得ると解釈している。

これらに対して、例えば Frost[1997]は、1982 年～90 年にはじめて修正付きの監査報告書 (modified audit report) ³²を受領した英国企業 81 社をサンプルに、経営者による予測利益と株価との関連性につき分析し、予測利益の信頼性は財務状況の悪い企業では低下するとの実証結果を示している。具体的には、

修正付き監査報告書を受領した企業は財政的に脆弱化しており、高い信用リスクと業績の著しい低下がみられる、こうした企業のうち、財政悪化の程度が比較的弱い企業 (non-stressed firm) が行った強気の (positive tone) 予測利益に対して市場は肯定的な反応 (positive market response) を示すが、財政悪化の程度が強い企業 (stressed firm) ³³が行った強気な予測に対しては楽観的な予測として市場は割り引いて評価する、としている³⁴。また、Hutton *et al.*[2000]は、1993 年～97 年に経営者による予測利益を公表した企業 345 社をサンプルとして、予測利益と同時に提供される補足情報が予測利益の情報価値に与える影響につき分析した。その結果、経営者による予測利益は、Good News である場合、検証可能な (verifiable) 将来指向的情報 (予想売上高、予測営業純益、企業の長期成長率等) と併せて開示される場合にのみ、株価とアナリストの予測利益に影響を与える (具体的には、株価の上昇およびアナリストによる好意的な予測の修正をもたらす) こと³⁵、Bad News である場合、補足情報の有無や内容にかかわらず、常に、株価の下落およびアナリストによる予測利益の下方修正をもたらすこと、が示されている。これらの実証結果につき、同研究は、Bad News は本来的に投資家にとって信頼性が高い情報と考えられているのに対し、Good News は信頼性において疑問視される傾向が強いた

³² 修正付監査報告書は、例えば訴訟や企業の継続能力の推定等に不確実性が認められる場合や、不適切な会計処理や会計記録の不完全性等により監査対象が限定される場合等に出される。

³³ 具体的には、分析対象期間において、債権者との交渉、資金調達の困難性、債務契約の不履行あるいは違反に関する開示、純損失の報告、格付機関である ICC による 45 以下の信用リスク・スコアの取得、のうち、少なくとも 1 つに当てはまる企業をいうとされている。

³⁴ 同研究は、このほか、stressed 企業の方が、non-stressed firm よりもプレス・リリースの頻度が多く、その内容は強気の予測利益が最も多いこと、stressed 企業と non-stressed 企業のいずれも株価にマイナスの影響を与え得る情報 (negative news) を事前に自発的に開示する傾向が強いが、その頻度は stressed 企業の方が多いこと、実際に、stressed 企業が行った強気の予測利益は過度に楽観的であったこと、等の実証結果が得られたとしている。これらの分析結果につき、同研究は、財政的に逼迫している企業が開示する情報の信頼性は低いといった自発的開示における経営者のインセンティブ問題を表わすものであるとともに、かかる信頼性の低さを市場は見抜いている (かかる情報を割り引いて評価している) ことを示すものと解釈している。

³⁵ さらに同研究では、Good News である予測利益とともに開示される補足情報が経営者による曖昧な見解 (soft talk) にすぎなかったり、補足情報が全く提供されない場合は、かかる予測利益自体が重要な情報を含んでいる場合であっても、株価およびアナリストの予測利益には殆ど影響を与えない (補足情報が全く提供されない場合には、マイナスの影響すら与える場合もある) との実証結果も示されている。

めと解釈し、したがって、Good News については、その信頼性を裏づける検証可能な情報とともに提供されることが情報価値を確保するうえで重要であるとされている³⁶。

なお、予測利益が提供されている場合に当該予測を下回る会計利益が最終的に発表されると、投資家が過剰反応して株価が下落する可能性がある点が指摘されており³⁷、このことから、予測利益の開示は、会計利益が予測利益を上回るかたちで出てくるように実態とは異なる会計処理を行うことを経営者に促す原因になりかねないとの見方もある。この点に関する実証研究として、例えば Kasznik[1999]では、経営者が自発的に開示した予測利益を会計利益が下回りそのような場合には、裁量的な会計処理選択を通じて増益方向での利益調整が行われること、こうした利益調整は、予測利益に対する株価の反応が大きい場合や会計利益が予測利益から乖離することに伴う訴訟コストが大きい場合に行われる傾向が強いこと、が示されている。

八．MD & A

MD&A³⁸とは、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。こうした MD&A の開示は、例えば米国では SEC 規則³⁹によって要求されているほか、証券監督者国際機構 (IOSCO : International Organization of Securities Commissions) 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」⁴⁰でも開示が推奨されている。

米国の SEC 規則に基づく MD&A の開示は、当初は企業の任意であり、記載すべき内容や様式も企業に委ねられていた。その後、何回かの改正を経て、現在は開示が強制されるようになったが、その目的は、「株式投資家が、財務諸表本体の数字と簡単な脚注だけで業績の内容を判断し、それを将来の業績予測に役立てるには不十分なため、圧倒的に豊富な情報を持つ企業の経営者自身に、

³⁶ このほかの予測利益に関する実証研究については、Kothari[2001]、孔[2002]等を参照。

³⁷ 例えば伊藤[2000a]参照。

³⁸ MD&A に関する記述は、主に尾崎[2002]、長谷川[2002]を参考にしている。

³⁹ 1968 年より要求されており、現在は SEC 規則 S-K Item 303 で定められている。

⁴⁰ 国際市場での持分証券の募集・売出を通じた資金調達の際に作成される目論見書等における、財務諸表以外の部分にかかるディスクロージャーの内容を定めたものであり、内国会社のための開示基準の変更を考慮している国において参照すべきものとされている(経済産業省[2002a])。なお、当該基準は発行開示に関する基準であるが、理念的には継続開示にも適用されると考えられており、米国では、1999 年に、当該基準を参考に、外国企業用年次報告書の様式である Form 20-F の見直しが行われている(詳細は経済産業省[2002a]参照)。

財務諸表の簡潔な解説を行わせるとともに、将来の見通しについても短期的・長期的分析情報を提供させ、情報不足で不利な株式投資家にも、情報の面では経営者と実質的に同等の目線に立って企業を判断する機会を与えようとするところにある」とされている⁴¹。もっとも、その記載内容については、大枠が定められている⁴²だけであって、様式も含め具体的な内容は企業の自由に任されたままとなっている⁴³。

こうした MD&A は、会計情報では知り得ない経営方針等を知るための基礎となる情報であり、投資判断において重要な地位を占めると考えられている⁴⁴。特に、文章・記述による方法という点で、数値の読解が苦手な情報利用者にとっても、会社のこれまでの成果や現状についての理解が容易になるという点、将来指向的情報の提供が可能となる点、注記による方法と比べて、(i)重要情報を強調しやすい、(ii)財務諸表との対応関係が比較的自由的、(iii)原因の説明や傾向の説明にとどまらず、それについて経営者はどう考えるかといった「討議と分析」に関する情報が提供される、という点で利点があるともいわれている。

もっとも、MD&A については、例えば、具体的な内容につき経営者の裁量が認められているため監査や第三者機関によるレビューに馴染にくく、情報の信頼性の保証が難しいといった問題点が指摘されている。

なお、MD&A 開示の有用性に関する実証研究として、例えば Bryan[1997]は、MD&A にかかる SEC の直近のガイドラインが出された 1999 年における 250 社の MD&A をサンプルとして、SEC 規則により開示が要求される MD&A 項目が株価等に与える影響につき分析した結果、会計情報をコントロールしても、MD&A 情報のうち、固定資産関連支出に関する情報⁴⁵は、その公表時点および将来における株式リターンと正の関連性があることを示している。これらの実

⁴¹ SEC の Press Release による（長谷川[2002]）。

⁴² 具体的には、流動性（liquidity：企業の資金需要のために十分な資金量を生み出す能力）、資金源（capital resources：直前の年度末時点での重要な契約であって、資金的支出を伴うものに関する、契約目的やそれに必要な資金の調達方法等）、営業活動の成果（the result of operation：経常的な活動からの売上や収益などの趨勢、それらをもたらす重要な要因等）の 3 つの領域について、経営者自身の分析検討も加えた情報の提供が要請されている。また、強制ではないが、これらの領域についての将来の見通し情報の提供も推奨されている。それぞれの詳細については長谷川[2002]、尾崎[2002]等を参照。

⁴³ ただ、長谷川[2002]によれば、実際には企業から提出された MD&A の内容を分析し、不適切なものには釈明と訂正を求めているようであり、こうした試行錯誤の過程を通じて、一定の方向を見出そうとしているように見受けられるとしている。

⁴⁴ 例えば経済産業省[2002a]。

⁴⁵ 注42参照。

証結果から、同研究は、MD&A は、財務諸表と併せて提供されることで、企業の将来の見通しを評価するのに有用となると結論づけている。

二．リスク情報

リスク情報は、投資判断にとって重要な情報であるのみならず、企業自らがリスク管理に対する認識を高めていくためにも大きな意味を有するとして、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⁴⁶に関するリスク情報の開示が要求されている⁴⁷。また、日本でも、株式発行時の開示である有価証券届出書には、投資の危険度に関する投資家の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項をいわゆるリスク情報として「事業の概況等に関する特別記載事項」⁴⁸に掲載することが義務づけられているほか、継続開示である有価証券報告書においても、有価証券に関する注記、デリバティブ取引に関する注記、追加情報等として、類似の情報についての記載が義務づけられている。

こうした規制に加え、特に金融機関については、リスク情報（とりわけ市場リスクや信用リスク等の金融リスク）の開示の重要性が強調されており、その詳細な開示が強く推奨されている。具体的には、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：Bank for International Settlements）ユーロカレンシー・スタンディング委員会（Euro-currency Standing Committee：現・グローバル金融システム委員会 Committee on the Global Financial System）より公表された報告書「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」（いわゆる「フィッシャー・レポート」：BIS[1994]）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いる。同レポートは、企業が、それ自身の市場リ

⁴⁶ 財務諸表を作成するときの会計上の見積りに関するリスク。

⁴⁷ 詳細は Eccles *et.al.*[2000]を参照。

⁴⁸ どのような情報を「事業の概況等に関する特別記載事項」として開示するかについては、特に明確な定めはなく、申請会社の実状に応じて開示することが求められている。実際、その内容は多岐にわたっているが、例えば、ベンチャーキャピタルの出資比率が過半数を超えていること、定款において株主総会における普通決議要件を通常より厳しくしていること、代表取締役の同族会社との間に連帯債務があること等といった定性的情報が多い。また、経済産業省[2002a]が指摘するように、リスク情報に関する項目を設けての一元的かつ詳細な記載は義務づけられていない。

スク等を数値化し、管理パフォーマンスとともに自主的に開示することは、自己のリスク管理能力を外部に伝えるとともに、開示情報が誤った解釈を受けるおそれを軽減するという点で企業自身の利益につながることを指摘したうえで、監督当局が企業によるリスク情報の自主的な開示を促す方向性をはじめて示したレポートとして位置づけられている。また、1998年9月にはBISバーゼル銀行監督委員会より報告書「銀行の透明性について」(BIS[1998a])が公表され、リスク管理の戦略と体制やリスク・エクスポージャーの開示が提言されている。

さらに、1999年6月には、パイロット・スタディを通じ、金融リスクのディスクロージャー強化を目指すに当たり検討すべき論点や障害を実態に基づいて検討するための共同ワーキング・グループ(MWG: Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure)がバーゼル銀行監督委員会、グローバル金融システム委員会、保険監督者国際機構、証券監督者国際機構によって設立され、2001年4月にはその検討結果が「ディスクロージャー強化のための共同ワーキング・グループ報告書」(MWG[2001])として公表されている⁴⁹。そして、実際、これらの動きを受けて、90年代後半以降、銀行をはじめとする金融機関では、自主的にリスク指標やリスク管理手法を開示するといった方向が国際的に根づいてきているといわれている⁵⁰。

もっとも、リスク情報に関しては、どの程度までのリスクを開示するのが望ましいかといった判断基準が企業ごとに異なるため、重要なリスク情報が開示されている保証がないうえ、企業間での比較が困難である、高度な知識を要する情報の増加による情報処理コストの上昇や理解可能性の低下等により、かえって投資家が混乱する可能性があるといった問題も指摘されている。

リスク情報と株価との関連性に関する実証研究としては、銀行業を対象としたものが中心になされているが、例えばBeaver *et al.*[1989]は、銀行(91行)を対象に、1979年~83年のクロスセクションデータをサンプルとして信用リスク情報や金利リスク情報の開示が株価に与える影響を分析し、貸倒引当金を所与としても、不良債権に関する情報および残存期間が1年以上の固定金利貸出

⁴⁹ 同報告書では、「ディスクロージャーの向上は市場規律の強化を通じ市場の安定性向上に貢献すること、とくに必要な情報は、企業会計的なディスクロージャーに加えて、リスク情報であり、定量的かつ単一的ではなく複数の参考になる情報のディスクロージャーが望ましいこと、比較可能性が確保できないことも致し方なく、むしろ内部的なリスク管理で実際に使われている情報を開示することが極めて重要になること、市場参加者は業態の違いにかかわらず、等しくディスクロージャーを行うことが期待されること」が強調されている(翁[2002])。以上の報告書以外にも、これまで銀行のリスク情報の開示にかかる様々な調査研究や提言がなされているが、それらについては翁[1995、2002]、川添[2001]等を参照。

⁵⁰ 例えば翁[2002]参照。

債権の残高は、株価の下落をもたらすという点で追加的な情報価値を有するとの結果を示している。他方、Barth, Beaver and Stinson[1991]は、上述の Beaver *et al.*[1989]と同様の分析を貯蓄金融機関について行い（1980年～87年のクロスセクションデータを利用）、貯蓄金融機関については、金利リスク情報と株価との関連性は認められない、信用リスク情報については株価との関連性は認められるが、その程度は銀行の場合よりも小さい、との実証結果を示している⁵¹。

ホ．無形資産に関する情報

無形資産⁵²とは、物的な実体を伴わない将来便益の請求権であり、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づけられたブランド資産等をいうとされている。

こうした無形資産に関する情報は、情報技術の発展等に伴い企業価値の重要な決定因子となりつつあり、それに関する情報は企業価値評価にとって不可欠であるとも考えられている⁵³。かかる観点から、例えば英国では、財務報告基準（FAS）第10号「のれんと無形資産」⁵⁴により、企業結合の際等に購入された無形資産に限らず、いわゆる自己創設無形資産についても、容易に確かめられる市場価値が存在する場合には、資産計上することが認められている。また、

⁵¹ 同研究は、こうした結果につき、信用リスク情報に関しては、貯蓄金融機関では銀行よりも相対的に担保付貸付が多いことと整合的である等としているが、金利リスク情報が説明力を持たないことについては、さらに研究が必要としている。なお、このほか、リスク情報の有用性に関する実証研究については、例えば中久木・宮田[2002]参照。

⁵² ここでの無形資産に関する記述は、主に伊藤[2001]、伊藤・加賀谷[2001]、伊藤[2002]等を参照している。

⁵³ 例えば米国だけを見ても、AICPA[1994]では、「利用者は無形資産の重要性を認識しており、かつそれらが創り出す競争優位を理解している。彼らは無形資産の実体や源泉、耐用年数についての情報開示の改善を歓迎するだろう」との提案がなされている。かかる提言を受けて、1998年に米国の財務会計基準審議会（FASB）内に立ち上がった「事業報告研究プロジェクト」では、主要8産業における無形資産の開示状況が調査されており、その結果がFASB[2001a]として公表されている。また、続いて公表されたFASB[2001b]では、サービス化、ネット化、グローバル化の進展などに伴い経済環境が全く変わっているにもかかわらず、会計システムが従来のもので大きく変化しておらず、事業の成功のためには極めて重要であるとの認識がますます広がりつつある無形資産が貸借対照表にばかりでなく、注記ですら開示されていないことを批判している。なお、これらの点を含め、米国における無形資産会計を巡る議論については、例えば伊藤[2000]、伊藤・加賀谷[2001]、北山[2002]、倉田[2002]、橋本[2002]等を参照。

⁵⁴ Financial Reporting Standard No.10, “Goodwill and Intangible Assets”(1997年12月公表)。なお、同基準の詳細については、白石[2002]参照。

米国でも、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、2003 年前半を目処に公開草案が公表される予定であるが、ここでは無形資産の公正価値を注記で開示することを推奨する方向で検討されているようである⁵⁵。さらに、わが国でも、ブランド価値にかかる情報提供を可能とするために、その測定モデルの開発が進められている⁵⁶。

もっとも、その一方で、無形資産に対しては、無形資産への投資から得られる便益を企業が独占的にコントロールすることは容易でない、不確実性が大きく、無形資産へ投資したからといっても必ずしも将来に経済的便益を取得し得る保証はない、多くの場合、市場が存在しないため、客観的な評価・測定が困難である等といった問題点も指摘されている。

無形資産情報の有用性に関する実証研究として、例えば Barth and Clinch[1998]は、固定資産の再評価が認められているオーストラリアの上場企業 350 社をサンプルにして、投資資産、有形固定資産、無形資産の再評価と、株価および株式リターンとの関連性を分析し、いずれについても株価および株式リターンとの相関が認められるとの結果を示している⁵⁷。同様に、イギリス企業をサンプルとして再評価と株価および株式リターンとの関係について分析した Aboody, Barth and Kasznik[1999]でも、再評価額と取得原価との差額は株価・株式リターンのいずれとも正の関連性があるとの結果が得られている。また、Kallapur and Kwan[2000]は、実際にブランド資産を認識しているイギリス企業 30 社をサンプルにブランド資産情報と株価との関連性を分析し、ブランド資産情報と株価には正の関連性があることが確認されたとしている。

他方、例えば Choi, Kwon and Lobo[2000]は、企業結合の際に資産計上した無形資産情報と株価との関連性についてはあるが、無形資産の簿価は株価と正の関連性があるが有形資産ほどは高くない、無形資産の償却額は株価と

⁵⁵ 『企業会計』Vol.54 No.10 2002 年 掲載の座談会「FASB による経済産業省「ブランド価値評価モデル」の評価」参照。

⁵⁶ 例えば、伊藤・加賀谷[2001]の提唱する「統合型企業ブランド診断システム（コーポレートブランド・バリュエーター）」や、経済産業省[2002b]の提唱する「ブランド価値評価モデル」を参照。

⁵⁷ 具体的には、株価との関係については、投資および無形資産の再評価は、金融業、鉱業、その他の非金融業のいずれの業界単位でみても、一貫してプラス（株価を上昇させる）の関連性があること、有形固定資産の再評価については、個別資産でみれば株価との関連性が認められないものもあるが、総計でみれば、上記 3 つの業界のいずれにおいてもプラスの関連性があること等が示されている。また、株式リターンとの関係については、そのほかの非金融業では、再評価額を利益に算入する場合には株式リターンとプラスの関係にあるが、資本に直入する場合には株式リターンとの関連性は認められないこと、金融業および鉱業についてはと逆の結果が得られたこと等が示されている。

の関連性がないとの実証結果を示している。その理由として、同研究は、無形資産から得られる将来のベネフィットは不確実性が大きいと解釈している。また Norris and Ayres[2000]は、パーチェス法⁵⁸による企業買収後、はじめて行った四半期利益の公表において、買収の際の買入れのれん額とその償却額は、いずれも買収企業の異常投資収益率と負の相関性があるとの分析結果を示している。

このように、再評価額やブランドのように、容易に確かめられる市場価値が存在するなどにより数値の客観性が比較的高い無形資産については株価との関連性が認められるとの実証結果の方が多い一方で、企業結合の際に資産計上された無形資産については、株価との関連性は低いか、場合によってはマイナスに評価されるとの実証結果の方が多くある。

なお、株価との関連性ではないが、例えば Barron, Byard, Kile and Riedl[2002]は、無形資産がアナリストによる予測利益に与える影響につき分析した結果として、無形資産の占める割合が高い企業 (high-intangible firms) の方がその割合が低い企業 (low-intangible firms) よりも、アナリストによる予測利益の精度が低下し、アナリスト間における予測利益のばらつきも大きくなるが、それでも一般の投資家による予測利益よりは精度が高いことを示している。かかる結果につき、同研究は、無形資産の増加は予測利益における会計利益の情報価値を低下させ、アナリストによる予測利益を困難にするが、それでも一般の投資家よりは精度の高い予測利益を見積もり得るのは、アナリストの方が企業の私的情報 (private information) にアクセスしやすく、そうした情報を予測に含めることが可能であったためではないかと推察している⁵⁹。

へ．内部統制システムに関する情報

内部統制システム⁶⁰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、かつ企業経営に関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。こうしたシステムは、

⁵⁸ 取得企業が、被取得企業の資産と負債を取得時の公正価値で受け入れる会計処理方法。資産および負債の正味受入価格と取得との対価に差があれば、その差額は買入のれんとして認識される。

⁵⁹ 同研究がサンプルとして用いている米国企業については、2001年10月にSECより「公平開示規則」が制定され、企業が一部のアナリスト等のみに対して未公開の重要な情報を開示することが禁止されたが、同研究は、そうした規制がなされる前の期間(1986年～98年)のデータが用いられている。なお、公平開示規則の詳細については、長谷川[2002]、大崎[2002b]等を参照。

⁶⁰ ここでの内部統制システムに関する記述は、主に経済産業省[2002a]を参考にしている。

たとえ適切に構築されているとしても、対外的に開示され、説明されなければ、投資家の理解を得ることは難しい。そこで、内部統制システムにかかる情報を開示することは、投資家が当該企業の作成した会計情報および非会計情報の信頼性を評価するうえで有用と考えられている。例えば、銀行を対象としたものではあるが、BIS[1998a]においても、「市場参加者や監督当局が、財務状況、財務上の業績、リスクおよびリスク管理戦略について銀行のディスクロージャーを正確に評価するためには、銀行の業務、経営およびコーポレート・ガバナンスについての基礎的な情報が必要である」としたうえで、経営陣の構成（役員規模、取締役会直属の委員会、構成員等）、上級管理職の構成（責任の所在、報告系統等）、基本的な組織構造（業務構造のライン等）、報酬政策を含む銀行内のインセンティブ構造に関する情報等が開示されるべきであると提言されている。

この点、例えば米国では、株主がガバナンスの観点から経営陣の業績を評価し、報酬システムが適切に設計・運用されているかをチェックするためには経営者等の報酬制度に関する情報が重要との考えから、1980年代より、証券取引所法やSEC規則によって、経営陣の報酬制度に関する情報の開示が要求されている⁶¹。同様に、ガバナンスにかかる取組み状況に関する情報や外部監査の独立性に関する情報についても、証券取引所法やSEC規則によって開示が義務づけられている。また、米国公認会計士協会が中心となって組成されたトレッドウェイ委員会が1987年に公表した報告書により、経営者による財務諸表作成責任に関する情報の開示が、さらに同委員会に設置された組織委員会（COSO：Committee of Sponsoring Organizations of The Treadway Commission）より1992年に公表された報告書「内部統制の総合的枠組み」（いわゆるCOSOレポート）により、内部統制の構築状況に関する情報の開示が、それぞれ推奨されており、実際、多くの企業において自主的に開示されていた⁶²。加えて2002年には、「企業改革法」⁶³の制定に伴い、従来は推奨にすぎなかった内部統制シ

⁶¹ 米国および後述の英国における経営者報酬制度の開示ルールの詳細については、例えば名越[2002]を参照。

⁶² COSOレポートは、内部統制の目的として、業務の有効性と効率性、財務報告の信頼性、関連法規の遵守の3つを掲げたうえで、5つの構成要素（統制環境、リスク評価、統制活動、情報と伝達、監視活動）から成る内部統制の統合的枠組みを示しているが、かかる枠組みは、今日では内部統制フレームワークの国際的なデファクト・スタンダードといわれており、バーゼル銀行監督委員会による「銀行組織における内部管理体制のフレームワーク」や、わが国における「金融検査マニュアル」の基礎ともなっている。また、わが国では、2002年1月に監査基準が大幅に改訂され（2003年3月1日以後終了する事業年度から適用）、「統制リスクの評価」につき、COSOレポートにおける内部統制とほぼ同一の概念が導入されている。

⁶³ 注29参照。

システムに関する情報、具体的には、財務報告のための十分な内部統制構造および手続の確立・維持にかかる経営陣の責任に関する情報と、その実効性の評価を記載した内部統制報告の開示、が義務づけられるようになった。

このほか、例えば英国でも、ロンドン証券取引所上場規則によって、経営者報酬制度や財務報告プロセスに関する情報の開示が求められている。また、わが国でも、銀行については、銀行法上、リスク管理体制および法令遵守体制を業務報告書に開示しなければならないとされているほか、上場企業については、東京証券取引所における理事長要請により、コーポレート・ガバナンスに関する取り組み状況や今後の計画等について開示することが推奨されている。

なお、こうした内部統制システムに関する情報が株価に与える影響を分析した実証研究はみられないようであるが、理論研究としては、例えば Dye and Verrecchia[1995]において、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も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り、株価の上昇にもつながり得るとの結論が示されている。

3．非会計情報の自発的開示にかかる経営者のインセンティブ

本節では、経営者は、どのような場合に非会計情報を自発的に開示する、あるいは開示しないインセンティブを持つのかという点について、これまで実証研究等で主張されている点を中心にみていく⁶⁴。

なお、経営者に自発的開示を行うインセンティブが働く場合でも、非会計情報の作成と報告には追加的なコストがかかることから、自発的開示による経営者のベネフィットが、こうした情報の作成・報告コストを上回る場合にのみ、経営者は実際に開示を行うという点は、いうまでもない。

(1) 資金調達コストの引下げ

情報の非対称性の縮小は、例えば株式のビット・アスク・スプレッドの縮小、アナリスト間の予測利益のばらつきの縮小、株式取引高の増加等を通じて資本コストを低下させると考えられていることから⁶⁵、経営者は、資金調達コストを

⁶⁴ 以下、自発的開示にかかる経営者のインセンティブについては、主に Healy and Palepu[2001]、善積[1998]、須田ほか[2002]、中久木[2002]を参考にしている。

⁶⁵ 例えば、Diamond and Verrecchia[1991]等を参照。なお、Eccles *et al.*[2000]は、非会計情報

引下げのために自発的開示を行うインセンティブがあるという点が指摘されている⁶⁶。

こうした開示と資金調達コストとの関係については、次のような実証研究がなされている。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かかる評価点（開示評価点）とビット・アスク・スプレッドの関係を分析し、両者には負の関連性があるとの結果を示している。同様に Lang and Lundholm[1996]は、財務アナリスト連盟企業情報委員会のレポート（FAF レポート）における開示評価点が高い企業ほど、フォローするアナリスト数の増加、アナリストによる予測利益の精度の向上、アナリスト間の予測利益のばらつきの縮小が生じるとの結果を示したうえで、これらにより、資本コストの低下がもたらされる可能性があるとうと推察している。

また、Healy *et al.*[1999a]では、上述の AIMR による開示評価点を用いて株価との関連性について分析を行い⁶⁷、現在の利益水準やその他株価に影響を与え得る潜在的な要因（リスク、成長率、企業規模等）をコントロールしても、開示評価点の高い企業の株式取引高は増加し、株価も上昇すると結果が示されている⁶⁸。さらに、Botosan[1997]では、背景情報、実績値の要約情報、主要な非財務情報、予測情報、MD&A の 5 つの観点から経営者が年次報告書において自発的に開示している情報を独自に指標化し、それらと資本コストとの関係について分析した結果、フォローするアナリスト数の少ない企業については、開示レベルが高いほど、資本コストは低下することを示す証拠が得られたとしている。他方、同研究では、フォローするアナリスト数が多い企業については、開示レベルと資本コストとの関連性を示す証拠は得られなかったとしている。その理由として、同研究は、同研究が用いている開示レベルは年次報告書上の情報をベースに指標化したものであるが、こうした情報は、フォローするアナ

に限定したものではないが、情報開示の向上による 5 大効果として、経営者に対する信頼性の向上、長期的投資家の確保、当該企業をフォローするアナリストの増加、新規資金調達の容易化、株価の上昇を挙げている。

⁶⁶ 例えば、Healy and Palepu[1993、1995]、Myers and Majluf[1984]を参照。また、前述のフィッシャー・レポート（BIS[1994]）でも、企業による自主的な開示は資金調達コストの低下等を通じて企業自身の利益につながるという見解が示されている。

⁶⁷ 同研究によれば、AIMR が開示評価点を上げるポイントとしては、セグメント情報の向上、経営および財務成績のより掘下げた説明および年次または四半期報告書における経営者による経営の見通しの充実、補足情報の公表、経営者へのアクセスやアナリスト向け説明会の増加などを通じた IR 活動の向上、等が挙げられている。

⁶⁸ 因みに、同研究では、自発的開示の増加により、フォローするアナリスト数が増加すると結果は得られたが、それにより、アナリスト間の予測利益のばらつきが縮小するといった効果は、あるとしても極めて小さいとの結論が示されている。

リストが多い企業では、アナリストを通じてすでに投資家に伝達されている可能性があるためではないかと推察している。

加えて日本企業についても、例えば音川[2000]や須田他[2002]は、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て分析し、いずれも同報告書におけるランキングが上がるほど資本コストは低下するとの結果を示している。

開示と負債コストとの関係についても、例えば Sengupta[1998]では、サンプル企業の FAF レポートにおける開示評価点と、当該企業が発行した社債の格付および社債発行における負債コストとの関係について分析した結果として、開示が充実している企業ほどよい格付を取得し、負債コストが小さいことが示されている。同様の結果は、SAAJ によるランキングを用いて日本企業をサンプルに社債格付と負債コストとの関係を分析した須田他[2002]でも示されている。

もっとも、上述の Botosan[1997]をより詳細に分析するかたちで発展させた Botosan and Plumlee[2000]では、開示の形態により、資本コストへの影響が異なることが示されている⁶⁹。具体的には、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は低下するが、四半期報告書については、開示レベルの高い企業ほど資本コストが高くなるとしている。その理由として、同研究では、四半期報告書のような適時情報はノイズが大きく、また、株式の短期保有を目的とする投機的な投資家を惹きつけることによって、結局、株価のボラティリティが大きくなり資本コストの上昇につながるためではないかと推察している。さらに同研究では、企業の IR 活動は資本コストに影響を与えないとの結果が示されている⁷⁰。

なお、経営者は、こうした資金調達コストの低下を目的に自発的開示を行うインセンティブを有するかどうかという点については、例えば Lang and Lundholm[1993]により、FAF レポート開示評価点を用いて分析した結果として、アナリストの評価点が高い企業は、現在あるいは将来において株式を発行する

⁶⁹ Botosan[1997]と Botosan and Plumlee[2000]の違いは、開示レベルとして、前者では 1990 年における年次報告書上の情報を基に独自の方法で数値化した指標が用いられているのに対し、後者では 1985 年から 1995 年にかけて公表された AIMR による開示評価点が用いられている点、資本コストの推計方法として、前者では Ohlson モデルが用いられているのに対して、後者では、Ohlson モデルを含めた複数のモデル(割引配当モデル等)を用いて資本コストを推計し、それぞれの調査結果を比較検討している点にあるとされている。

⁷⁰ また、音川[2002]でも、日本企業を対象に自発的な四半期財務報告とビット・アスク・スプレッド等との関連性につき分析した結果として、四半期財務報告の直前とその時点においてはビット・アスク・スプレッドに有意な変化はみられないが、四半期財務報告後の期間においては有意に低下することが示されている。

ことが多いことが示されている。また上述の Healy *et al.*[1999a]でも、株式や社債発行による資金調達を多く行っている企業ほど、開示も多いとの結果が得られている。

また、経営者には、資金調達コストの低下を目的として、過度に楽観的な情報を提供するインセンティブもあるといった点も指摘されている。例えば、Lang and Lundholm [1997]は、自発的開示の頻度・内容と増資との関連性について分析し、増資の6ヶ月前から自発的開示が増加すること、特に経営者の裁量が利きやすいカテゴリーにおいて開示が増加する傾向があること⁷¹、かかる自発的開示により株価は上昇するが、平時と比べて顕著に開示を増やした企業については、増資計画の公表後、株価は下落する場合が多いとの結果を示している。

(2) 株価誘導

経営者は、株価を誘導するために自発的開示を行うインセンティブを持つという点が指摘されている。

こうした株価誘導の目的としては様々なものがあり得るが、例えば、業績低迷による株価の下落に伴う敵対的買収⁷²を回避するために株価誘導が行われる場合があると考えられている。同見解に関する実証研究として、例えば Brennan[1999]は、1988年～92年に買収の対象となった英国企業をサンプルとして、予測利益の自発的開示と買収との関係について分析し、敵対的買収の場合には前年の会計利益よりも予測利益の方が大きいことを示す情報（Good News）の開示が増加する等の結果が得られている。なお、同研究は、同時に、上述のような予測利益の開示が買収の成否や買収価格に影響を与えるかどうかについても分析を試みているが、関連性を示す証拠は得られなかったとしている。

他方、経営者は、自己の利益獲得の目的から株価誘導を行うことも指摘されている。具体的には、例えば、業績や株価の下落に伴う失職を避けたり⁷³、ストッ

⁷¹ 因みに、同研究では、増資前に増加される自発的開示の内容としては、当該企業の業績に関するものや、その経営成績をより詳細かつ経営者の観点から説明するものが多く、逆に将来指向的情報の量には殆ど変化がみられないとしている。その理由として、同研究は、米国証券法が規制する「増資に先立ち市場を誘導するような行為」に抵触し、訴訟となることを回避する意図が企業にあるためではないかと解釈している。

⁷² 株価の低迷により、敵対的買収にあう可能性が強まることについては、例えば Morck *et al.*[1990]を参照。

⁷³ 業績の低迷や株価の下落により経営者の交代が行われる可能性が強まることについては、例

ク・オプション価値を高めるために、株価を上方に誘導するインセンティブを有する場合があります、逆にマネジメント・バイアウト（MBO）において有利な条件で株式購入を行うために株価を下方に誘導するインセンティブを有する場合もあると考えられている。同見解に関する実証研究として、例えば Aboody and Kasznik[2000]は、ストック・オプションの付与と自発的開示のタイミングおよび内容との関連性につき分析し、定期的に経営者にストック・オプションを付与する企業では、経営者はストック・オプションの付与前には Bad News を開示し、付与後には Good News を開示する傾向が強いこと、そうした経営者の開示と株価との間には正の関連性があることを示している。

これらの実証研究をみる限りでは、経営者には、自己の失職や敵対的買収の回避、ストック・オプションの価値増加を図る目的から株価誘導を行うために自発的開示を行うインセンティブを有する可能性があるが、当然ながら、その裏返しとして、こうした事態につながりかねない情報を開示しないインセンティブを有すると考えられる。

（３）訴訟リスクの回避

経営者は、株価や業績に悪影響を及ぼすであろう情報（Bad News）を開示しないことに伴う訴訟リスクを回避するために、かかる情報を自発的に開示したり、逆に、不確実な情報を提供することに伴う訴訟リスクを回避するために、そうした情報を開示しないインセンティブを有することが指摘されている⁷⁴。

同見解に関する実証研究として、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、利益の増加（Good News）よりも減少（Bad News）に関する開示の方が多いとの結果を示している。かかる分析結果につき、同研究は、訴訟リスクの回避および経営者の資質に関する評判の確保等の理由から、経営者は利益の減少を即座に開示する傾向があると解釈している。さらに、自発的な利益情報の開示と訴訟コストとの関係につき分析を行った Skinner[1997]では、利益減少に関する情報（Bad News）を即座に開示した場合でも、訴訟リスクを完全に排除することはできないが、訴訟費用は減少すること、自発的開示は、訴訟期間中の方が平時よりも増加し、そのタイミングも早まること、が示されている。

因みに、なぜ、Bad News の事前開示が訴訟リスクや訴訟費用の減少につな

えば Warner at al.[1988]、Weisbach[1988]を参照。

⁷⁴ 例えば Eccles *et al.*[2000]参照。

がり得るのかという点に関する実証結果は得られていないようであるが、例えば Healy and Palepu[2001]では、そうしたシグナルが出されることにより、今後も経営者は投資家にとって必要な情報をタイムリーに開示するであろうといった経営者の資質がアピールされるためとの見方や、株価の下落を Bad News の開示時から会計利益の報告時にわたって拡散させることで、それによる悪影響が和らぐためとの見方があるとされている。

これに対して、Francis, Philbrick and Schipper[1994]は、実際に訴訟を受けた企業と、利益が激減し潜在的には訴訟リスクがあったが訴訟に至らなかった企業（at risk 企業）とを比較分析し、at risk 企業は、利益の激減について開示するに先立ち、その兆候を示す情報を多く開示していたとの結果を示している。

（４）経営戦略

経営者は、経営戦略上の理由から、自発的開示を行う、あるいは行わないインセンティブを有するとの指摘もある。

例えば、経営者は、自発的開示を行うことにより企業の競争上の地位を失う場合には、開示しないインセンティブを持つとされている⁷⁵。同見解に関する実証研究として、例えば Harris[1998]は、セグメント情報の開示は将来利益の予測に有益である反面、企業の競争上の地位にマイナスに作用する可能性があるとの問題意識から、1987年～91年に年次報告書によって公表された米国企業929社のセグメント情報をサンプルとして、どのような産業がセグメント情報を開示しているかを、産業の競争状態などの観点から分析している。その結果、競争に晒されていない産業に属する企業の方が、収益率の高い事業に関するセグメント情報を開示しない傾向があることを示している。かかる分析結果につき、同研究は、競争に晒されていない産業に属する企業は、セグメント情報の開示に伴い、極めて高い収益率や市場シェアが明らかになることを避けるためではないかと推察している⁷⁶。

また、経営者は、自己の経営能力を示すために自発的開示を行うインセンティブがあるとする見解がある。例えば、Trueman[1986]は、市場によって評価さ

⁷⁵ 例えば Eccles *et al.*[2000]参照。

⁷⁶ さらに同研究は、同研究が分析対象としている米国においては、各企業がセグメント項目を独自に決定し得る一方、かかる分類を継続して用いることが要求されているため、企業には、一時的な収益率の高さを隠すというインセンティブよりも、長期的に得られるであろう収益率の高さを隠したいとするインセンティブの方が強く働き、よって、競争状態の小さい企業の方が、そうしたセグメント情報を開示しないインセンティブが強まるのではないかとしている。

れる企業価値は、当該企業を巡る経済環境の変化に対して経営者がどのような見通しを立てており、どのように対応するのかといった経営者の経営能力にかかる投資家の認識を表わすと考えられるため、経営者には、そうした経済環境の変化に関する情報を入手していることを開示して、経営者の資質に対する投資家の評価を向上させようとするインセンティブが働くとしている。もっとも、こうした見解を支持するような実証研究はなされていないようである⁷⁷。

4．非会計情報の開示規制のあり方を考える際の視点 結びに代えて

最後に、2節、3節で示した論点を踏まえつつ、非会計情報の開示規制のあり方について簡単に考察する。

まず、非会計情報を開示規制の対象とすべきか否か、という点については、3節でみてきたように、企業の経営者は、自発的に非会計情報を提供するインセンティブを有する場合があります。また、自発的開示は資本コストの低下といった経済的なメリットを報告主体にもたらすことがあることを考えれば、非会計情報の開示は市場規律に委ねておけばよい、という考え方もあり得よう。すなわち、重要な情報を開示しなかったり、あるいはバイアスのかかった情報を開示した企業や経営者は、株価の下落等を通じて結果的に市場により罰せられるのであるから、こうした市場規律を通じて結局は適切な非会計情報が開示されるようになるとも考えられる。そして、こうした市場規律に委ねることは、情報開示にかかる企業間の競争を促進させ、それを通じた開示情報の拡充および信頼性の向上、ひいては企業経営の改善に資するとも考えられる⁷⁸。

⁷⁷ Healy and Palepu[2001]参照。

⁷⁸ こうした考え方は、前述の金融機関におけるリスク情報の開示のあり方について論じたフィッシャー・レポートでも指摘されているが、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当てはまるとしている。

なお、翁[2002]は、市場規律と監督当局による規律との関係につき整理している。これによれば、市場規律は、多くの市場参加者のチェック・アンド・バランスによって形成される規律づけであるため、多様な見方が反映されやすいという点、銀行（企業）を健全化すればするほど資金調達コストの減少というかたちで収益向上に直結するため、経営のインセンティブと整合的な規律づけであるという点、さらに、情報が開示され、経営状態が透明になるため、監督当局による規律づけに比較して様々な問題の先送りを許しにくいという点、において監督当局による規律よりも優位性があるとしている。また、市場規律は、監督当局の希少な資源による健全性情報の収集を補い得るという点で、監督当局による規律づけに対して補完的な意味を持つとしている。ただ、その一方で、市場規律には、会計情報が正確であっても公開情報だけで十分でない場合、市場参加者が誤った判断を行う可能性があり、市場価格が投機的な動きを反映したものとなるリスクがある点等といった問題もあることを指摘している。

しかしながら、3節でみたように、経営者のインセンティブは多様であり、また、企業や経営者が直面する経済・社会的状況によっても変わり得ることを考えれば、開示された情報の背後にあるインセンティブを特定することは極めて困難である。むしろ、開示された情報の背後には、多様なインセンティブが混在していると考える方が適切であるかもしれない。もし、そうであるとすれば、どのような非会計情報を開示するか否かといった判断も含めて、経営者の完全な自主性に委ねるとした場合には、一部の企業で適切な非会計情報が開示されない、あるいは自らにとって都合のよい非会計情報ばかりが開示されてしまう、といった可能性もあろう。実際、1990年代以降に生じたアジア金融危機やエンロンやワールドコム破綻問題は、財務的に追い込まれた国家や企業は近視眼的になり、適切な情報を開示しない傾向が強まること、そして、時にはこれが資本市場に大きなインパクトを与えることを示している。また、米国におけるプロフォーマ利益を巡る市場の混乱は、非会計情報の開示を完全に経営者の自主性に委ねると、時として資本市場が混乱する場面があることを示している。

こうした点を踏まえると、例えば、投資家が業績評価や意思決定を行っていくうえで重要性が高く、かつ、会計情報との補完関係にあると考えられる非会計情報については、市場規律とのバランスをとりつつも、ディスクロージャー制度の枠組みの中に取り込むことで開示規制の対象に含めるといった方向性が望ましいように思われる⁷⁹。

この場合、開示規制のあり方として、どこまで経営者の裁量を認めるのかという点が非常に重要なポイントとなる。

まず、そもそも当該情報を開示するか否かの判断まで経営者の裁量に委ねるべきかどうかという点については、例えばリスク情報や無形資産情報等のように、近年、企業価値を評価するうえで不可欠と考えられる情報については、開示を強制するのが妥当とも考えられる。これに対して、プロフォーマ利益やEVAのように、開示されれば投資家の意思決定等にとって有用であるとしても、不可欠とまではいえないと考えられる情報、あるいは、開示するかどうかといった経営者の判断自体が投資家の意思決定等にとって有用と考えられる情報につ

⁷⁹ このように、市場規律に委ねることを原則としつつも、経営者の完全な自主性に任せるのではなく、一定の枠をはめていこうといった傾向は、BISにおける銀行のディスクロージャーのあり方に関する考え方においてもみることが可能である。例えば、1997年のアジア危機発生後に公表されたBIS[1998a]では、市場規律に委ねることの重要性を謳いつつも、「市場規律は、銀行の活動とそれらの活動に内在するリスクを評価するための適時性と信頼性のある情報に市場参加者がアクセスできる場合にのみ機能しうる」ことを明記したうえで、市場規律によるパブリック・ディスクロージャーの有効性の限界についても言及されている。

いては、開示するかどうかの判断は経営者の裁量に委ねる、すなわち任意開示とするのが望ましいとの見方も可能であろう。

また、強制開示あるいは任意開示のいずれの場合であっても、開示の具体的な方法や内容（以下、纏めて「開示内容」とする）については、テンプレート等によって開示内容の細部にわたるまで規制で定め、画一的な情報を提供させるといった方法は、少なくとも市場規律を原則としたディスクロージャー制度の趣旨からみて問題があるように思われる⁸⁰。特に、非会計情報に対しては、会計情報によっては補足しきれない将来指向の情報や内部管理情報等の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情報が提供されなくなる恐れがある。また、企業実態を反映していない情報の開示が強制される場合には、企業行動に影響を与えかねない。むしろ、開示内容については、ある程度経営者の裁量に委ねつつ、情報の信頼性を高めるような措置を同時にとるといった方向が望ましいように思われる。

情報の信頼性を高めるような措置としてはいくつかの方法があり得るが、第1に、非会計情報の信頼性が会計情報との関係から検証されることが少なくないことから、非会計情報が会計情報と対になって提供されることが大切であると思われる⁸¹。例えば、Frost[1997]の研究は、財務状況の悪化した企業による予

⁸⁰ この点、例えば、BIS ユーロカレンシー・スタンディング委員会は、1997年のアジア金融危機の際に、中央銀行そのほかの公的機関における外貨建て取引に関する情報（外貨流動性ポジション等）が十分に入手可能でなかったとの問題が浮き彫りとされたことを受けて、1998年11月、公的機関におけるディスクロージャーの強化を目指した報告書「通貨当局の外貨流動性ポジションに関する透明性向上」を公表し、公的機関に対しては公表フォーマット（ディスクロージャー・テンプレート）を用いて外貨流動性にかかる情報を開示することを提言した。しかしながら、民間機関についてこうしたテンプレートを導入することが適切かどうかは、さらなる検討を行う必要があるとして、提言が留保されている。

また、現在、BIS パーゼル銀行監督委員会で検討が進められている銀行の自己資本に関する新しいパーゼル合意（新BIS規制）では、規制を構成する3つの柱のうち、「第3の柱」として開示項目の拡充による市場規律の活用を掲げているが、2001年1月に公表された「第2次市中協議案」では、推奨される開示項目の種類が最大で数千項目にも及んでおり、それらを開示するためのテンプレートも示されていた。これが、「過度に詳細であり不必要な開示項目が多い」とのコメントが市中から多く寄せられたことを受けて大幅に見直され、開示項目を最大で数百に簡素化する一方で、それらの項目については開示を義務づけるが、その具体的内容については銀行の自主性に委ねられることとされた。なお、新BIS規制にかかる第2次市中協議案およびそれに対するコメントを受けた第3の柱の見直しについての詳細は、BIS[2001a, b]、翁[2002]等を参照。

⁸¹ 前述のように、新BIS規制第2次市中協議案における第3の柱につき、市中協議の結果、当初の案が見直され、開示項目が第1の柱（最低所要自己資本）および第2の柱（監督上の検証プロセス）との関連性が強いものに限るようななかたちで大幅に減少される一方で、それらについては開示が義務づけられるという案に変更することが検討されていることも、非会計情報を

測利益の信頼性が低いことを示しているが、こうした結果は、会計情報が非会計情報の信頼性を判断するうえで重要な基礎を提供し得ることを示唆していると考えられる。また、Amir and Lev[1997]、Bryan[1997]の研究は、非会計情報と会計情報は補完関係にあり、両者が一体となってはじめて投資家にとって有用な情報が提供されることを示している。さらに、プロフォーマ利益のような財務的な非会計情報については、会計情報を具体的にどのように加工してこれを計算したのか、その算定プロセスを明示させることが必要であろう。実際、米国では、前述のとおり、2002年に成立した企業改革法において、企業によって自発的に開示されるプロフォーマ利益の適性を担保するような情報の開示が併せて要求されている。

第2に、非会計情報の信頼性を担保するような背景情報も併せて開示することが必要であると思われる。例えば、Hutton *et al.* [1997]では、経営者による予測利益は、利益増加を示す Good News である場合、検証可能な将来指向情報と併せて開示される場合にのみ、株価とアナリストの予測利益に影響を与える一方、そうした補足情報が経営者による曖昧な見解にすぎなかったり、補足情報が全く提供されない場合には、影響を与えないか、場合によってはマイナスの影響すら与えるとの結果が報告されている⁸²。

第3に、企業の内部統制に関連する情報が適切に開示されることも、会計のみならず、非会計情報の信頼性を評価するうえで有用であると考えられる⁸³。

また、上記のような開示内容面での工夫に加えて、開示された情報の信頼性を評価するための独立した専門家による評価システムを確立することが考えられる。こうしたシステムとしては、例えば会計士による監査やアナリストによる分析等が考えられるが、いずれにしてもそれらの専門家が開示企業から独立していることが重要である。この点、2001年の米国におけるエンロン事件からも明らかとされたように、アナリストや会計士には、自己の効用の最大化を図る目的から開示企業にとって有利なかたちで情報を評価するインセンティブを持つことが指摘されている。そのため、例えば米国では、エンロン事件以後、

会計情報と関連づけて開示することの重要性を示すものとして捉えることも可能であろう。

⁸² 例えば前述のフィッシャー・レポートにおいても、リスク情報にかかる開示のあり方に関し、「リスク管理業務にかかる定性的情報ないし説明は、リスクと実際の結果についての定量的データによって裏づけられていなければ、意味のない情報になりかねない」とされている。

⁸³ この点、例えば、1999年にBISバーゼル銀行監督委員会から公表された討議用ペーパー「貸出金の会計処理、信用リスクの開示等についての健全な実務のあり方」においても、「健全な会計原則と内部管理システムに裏打ちされた信頼性の高い情報が公開されれば、市場規律が促進され、銀行システムに対する信認が高まる」と指摘されている。

ニューヨーク証券取引所上場規則等により、アナリストの報酬を投資銀行業務の特定の案件に連動させることを禁止し、投資銀行部門全体の業績と連動される場合でもその事実の開示を義務づけるなど、アナリストの利益相反を防止するための規制が行われている⁸⁴。このように、第三者による評価システムを効果的に機能させるためには、その利益相反行為を防止するような仕組みを併せて設けることが不可欠と考えられる⁸⁵。

なお、非会計情報の中には、監査等の第三者による評価に馴染みにくいものも少なくなく、この意味では、事後的にみて極めて不当な開示であることが明らかになった場合には一定のペナルティを課すことも必要かもしれない。しかしながら、こうしたペナルティが行き過ぎる場合、企業による情報開示が大きく抑制される可能性があることには十分留意する必要があるだろう。

以 上

⁸⁴ 詳細は大崎[2002a、b]参照。

⁸⁵ なお、こうした利益相反行為の防止等を有効に行っていくうえでは、全ての投資家、証券アナリスト、会計士等が同じ情報源に基づいて企業価値を評価したり、情報の信頼性を判断し得るように、例えば、米国のSECにより2001年10月に制定された「公平開示規則」(注59参照)のような仕組みを講じておくことも、検討に値しよう。

【主要参考文献】

- 伊藤邦雄、「ディスクロージャーと IR」、『企業会計』Vol.44 No.1、中央経済社、1992 年
、『ゼミナール現代会計入門（第 3 版）』、日本経済新聞社、2000 年 a
、「第 1 章 財務諸表」、『財務会計（第 3 版）』斎藤静樹（編）、有斐閣、2000 年 b
、「無形資産会計の現状と展望」、『企業会計』Vol.53 No.1、中央経済社、2001 年
、「企業会計のゆくえ 無形資産会計の論理と展望」、『会計』第 161 巻第 2 号、森山書店、2002 年 2 月
- 伊藤邦雄・加賀谷哲之、「企業価値と無形資産経営」、『一橋ビジネスレビュー』、東洋経済新報社、2001 年 Winter
- 大崎貞和、「苦境に立たされた米国アナリスト」、『会計不信 週刊東洋経済臨時増刊』、東洋経済新報社、2002 年 9 月 a
、「『エンロン後』の米国資本市場改革」、『月刊 資本市場』、資本市場研究会、2002 年 10 月 b
、「第 2 章 監査法人をいかに監督するか 証券市場制度改革」、淵田康之・大崎貞和（編）、『検証 アメリカの資本市場改革』、日本経済新聞社、2002 年 c
- 太田 洋・佐藤丈文、「米企業改革法と NYSE・NASDAQ 新規則案の概要（上）（中）」、『商事法務』No.1639-1640、商事法務研究会、2002 年 9 月、10 月
- 荻 茂生、「最近の SEC のリリースにより米国開示基準はどう変わる」、『旬刊経理情報』No.983、中央経済社、2002 年 5 月
- 翁 百合、「デリバティブ取引とリスク管理についての一考察 『リスクの時価評価』の先にあるもの」、『Japan Research Review』、日本総合研究所、1995 年 4 月号
、「市場規律活用型の監督行政 その効用と限界」、『Japan Research Review』、日本総合研究所、2002 年 10 月号
- 尾崎安央、「アメリカ連邦証券法規制における MD&A 制度の生成 経営者による財務状況と経営成果に関する討議・分析情報の開示」、『早稲田法学』第 77 巻第 3 号、成文堂、2002 年
- 織田恭司・福井義高、「残余利益に基づく業績評価 EVA®を中心に」、『企業会計』Vol.54 No.4、中央経済社、2002 年
- 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

- 、「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、神戸大学経済経営学会、2002 年 8 月
- 加賀谷哲之・伊藤邦雄、「企業価値経営論 (1)」、『一橋ビジネスレビュー』、東洋経済新報社、2001 年 Winter
- 加賀谷哲之・伊藤邦雄、「企業価値経営論 (2)」、『一橋ビジネスレビュー』、東洋経済新報社、2002 年 Spring
- 加登 豊・河合隆治、「管理会計における非財務的情報の活用」、『国民経済雑誌』第 186 巻第 1 号、神戸大学経済経営学会、2002 年 7 月
- 川添 敬、「国際的なディスクロージャーの拡充に向けた取組み」、『マーケット・レビュー』2001-J-8、日本銀行金融市場局、2001 年 8 月
- 河村賢治、「米国における企業統治改革の最新動向」、『商事法務』No.1636、商事法務研究会、2002 年 8 月
- 門田安弘、「管理会計研究のパラダイム・シフト 分権的組織の管理会計研究の新しいパラダイム」、『会計』第 155 巻第 2 号、森山書店、1999 年
- 岸田雅雄、「財務報告規制と法規範」、『国際財務報告の新動向』、商事法務研究会、1999 年
- 北山弘樹、「ジェンキンス・レポートの展開 ビジネスリポーティングの包括モデル」、『税経通信』Vol.57 No.3、税務経理協会、2002 年 2 月
- 倉田幸路、「FASB・ビジネスリポーティングの進展」、『税経通信』Vol.57 No.3、税務経理協会、2002 年 2 月
- 経済産業省、「企業経営と財務報告に関する研究会報告書」、2002 年 a
、「ブランド価値評価研究会報告書」、2002 年 b
- 孔 炳龍、「アメリカ経営者利益予測情報の有用性 強制開示に向けて」、『産業経理』Vol.62 No.2、産業経理協会、2002 年 7 月
- 白石和孝、「FRS 10 基準化以後の無形資産会計 無形資産の当初認識」、『会計』第 162 巻第 4 号、森山書店、2002 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」、『IMES Discussion Paper Series No.2002-J-37』、日本銀行金融研究所、2002 年 12 月
- 須田一幸、『財務会計の機能 理論と実証』、白桃書房、2000 年
・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) ~ (5)」、『会計』第 162 巻第 1 号 ~ 5 号、森山書店、2002 年 7 ~ 11 月
- 田中隆雄、「低くなる管理会計と財務会計の壁 減損会計と事業部貸借対照表」、『企業会計』Vol.53 No.12、中央経済社、2001 年
- 内藤文雄、「コーポレート・ガバナンスに対する非財務情報の有用性」、『国民経済雑誌』第 180 巻第 1 号、神戸大学経済経営学会、1999 年 7 月

- 中久木雅之・宮田慶一、「公正価値評価の有用性に関する実証研究のサーベイ」, IMES Discussion Paper Series No.2002-J-8、日本銀行金融研究所、2002年2月
- 、「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
- 中島康晴、「ブランド価値を資産計上すべきか」, 『企業会計』 Vol.54 No.10、中央経済社、2002年
- 中條祐介、「プロフォーマ利益の開示とその課題」, 『会計』第162号第3巻、森山書店、2002年9月
- 中田直茂、「エンロン破綻と企業統治・ディスクロージャーを巡る議論(下)」, 『商事法務』 No.1630、商事法務研究会、2002年
- 名越洋子、「経営者報酬の情報開示とコーポレート・ガバナンス」, 『産業経理』 Vol.62 No.1、産業経理協会、2002年4月
- 橋本 尚、「事業報告革命の潮流 アメリカにおける改革の源流に依拠して」, 『税経通信』 Vol.57 No.7、税務経理協会、2002年5月
- 長谷川茂、「非財務諸表情報と会計」, 『会計』第161号第5巻、森山書店、2002年5月
- 濱本道正、「財務報告規制の本質」, 『国際財務報告の新動向』、商事法務研究会、1999年
- フータウ、パトリック = 中村慎吾 = ロバート・ラニエ、「価値創造経営における EVA® の経済的意義と業績評価尺度としての有効性」, 『企業会計』 Vol.51 No.12、中央経済社、1999年
- 藤森裕司、「株式市場からみた EVA®」, 『企業会計』 Vol.51 No.12、中央経済社、1999年
- 嶺 輝子、「多国籍企業のセグメント別報告」, 『会計』第162号第1号、森山書店、2002年7月
- 善積康夫、「会計ディスクロージャーと経営者の選択行動」, 『産業経理』 Vol.58 No.2、産業経理協会、1989年7月
- 山本 清、「公会計 諸外国の動向とわが国へのインプリケーション」, IMES Discussion Paper Series No.99-J-23、日本銀行金融研究所、1999年6月
- 、「政府会計の理論的枠組みを巡る課題について IPSAS に関する検討を出発点として」, IMES Discussion Paper Series No.2002-J-34、日本銀行金融研究所、2002年
- Aboody, David, Mary E. Barth, and Ron Kasznik, "Revaluations of fixed assets and future firm performance: Evidence from the UK," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.26, 1999, pp.149-178.
- , 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.
- AICPA, “Improving Business Reporting A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors,” 1994 (八田進二・橋本尚共訳、『事業報告革命』、白桃書房、2002年)
- Ajinkya, Bipin B., and Michael J. Gift, “Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations,” *Journal of Accounting Research*, Vol.22 No.2, 1984, pp.425-444.
- 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.
- Barron, Ori E., Donal Byard, Charles Kile, and Edward J. Riedl, “High-Technology Intangibles and Analysts' Forecasts,” *Journal of Accounting Research*, Vol.40 No.2, 2002, pp.289-312.
- Barth, Mary E., William H. Beaver, and Christopher H. Stinson, “Supplemental Data and the Structure of Thrift Share Prices,” *The Accounting Review*, Vol.66 No.1, 1991, pp.56-66.
- , and Greg Clinch, “Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimate,” *Journal of Accounting Research*, Vol.36, 1998, pp.199-233.
- 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 associations with stock returns and firm values,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, 1997, pp.301-336.
- BIS Basel Committee on Banking Supervision, “Enhancing Bank Transparency—Public disclosure and supervisory information that promote safety and soundness in banking system,” 1998a (日本銀行仮訳「銀行の透明性向上について 銀行システムの健全性を促進するパブリック・ディスクロージャーおよび銀行監督上の情報」、1998年9月)
- , “Sound Practices for Loan Accounting, Credit Risk Disclosure and Related Matters,” Consultive Paper, 1998b (日本銀行仮訳「貸出金の会計処理、信用

- リスクの開示等についての健全な実務のあり方」, 1998年10月)
 , “The New Basel Capital Accord,” Consultative Document, 2001a
 , “Working Paper on Pillar 3—Market Discipline,” 2001b.
- 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)
 , “Enhancing Transparency Regarding the Authorities’ Foreign Currency Liquidity Position,” 1998 Sept.
- Blitzer, David M., Robert E. Friedman, and Howard J. Silverblatt, “Measures of Corporate Earnings,” Standard & Poor’s, 2002.
- Botosan, Christine A., “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital,” *The Accounting Review*, Vol.72 No.3, 1997, pp.323-349.
 , Marlene A. Plumlee, “A Re-examination of Disclosure Level and Expected Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research*, Vol.40, 2000, pp.21-40.
- Bradshaw, Mark T., and Richard G. Sloan, “GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol.40 No.1, 2002, pp.41-66.
- 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.
- Bryan, Stephen H., “Incremental Information Content of Required Disclosures Contained in Management Discussion and Analysis,” *The Accounting Review*, Vol.72 No.2, 1997, pp.285-301.
- Choi, Won W., Sung S. Kwon, and Gerald J. Lobo, “Market Valuation of Intangible Assets,” *Journal of Business Research*, Vol.49, 2000, pp.35-45.
- 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.
- Core, John E., “A review of the empirical disclosure literature: discussion,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, 2001, pp.441-456.
- 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.
- Dhaliwal, Dan S., Kyung J. Lee, and Neil L. Fargher, “The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of

- financial leverage,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.8 No.1, 1991, pp.20-41.
- Diamond, Douglas W., and Robert E. Verrecchia, “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital,” *The Journal of Finance*, Vol.46, 1991, pp.1325-1359.
- Eccles, G.Robert, Robert H. Herz, E. Mary Keegan and David M.H.Phillips, *The Value Reporting Revolution*, 2000 (中央青山監査法人・PwC コンサルティング誌、『企業情報の開示』、東洋経済新報社、2002年)
- Eli, Amir, and Baruch Lev, “Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, 1996, pp.3-30.
- Ely, Kirsten, and Gregory Waymire, “Accounting Standard-Setting Organizations and Earnings Relevance: Longitudinal Evidence From NYSE Common Stocks, 1927-93,” *Journal of Accounting Research*, Vol.37 No.2, 1999, pp. 293-318.
- FASB, “Improving Business Reporting: Insight into Enhancing Voluntary Disclosures,” 2001a.
- FASB, “Special Report: Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy,” Financial Accounting Series No.219-A, 2001b.
- Francis, Jennifer, Donna Philbrick, and Katherine Schipper, “Shareholder Litigation and Corporate Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, Vol.32 No.2, 1994, pp.137-165.
- , and Katherine Schipper, “Have Financial Statements Lost Their Relevance?,” *Journal of Accounting Research*, Vol.37 No.2, 1999, pp.319-353.
- , , and Linda Vincent, “Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements,” *The Accounting Review*, No.77 No.3, 2002 July, pp.515-546.
- Frost, Carol A., “Disclosure policy choices of UK firms receiving modified audit reports,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.23, 1997, pp.163-187.
- Harris, Mary Stanford, “The Association between Competition and Managers' Business Segment Reporting Decisions,” *Journal of Accounting Research*, Vol.36, pp.111-128.
- 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, pp.485-520.
- , and Krishna G. Palepu, “Information asymmetry, corporate disclosure,

- Norris, Kathleen Blackburn, and Frances L. Ayres, "Security Market Reaction to Purchase Business Combinations at the First Earnings Announcement Date," *Journal of Business Research*, Vol.49, 2000, pp.79-88.
- Patell, James M., "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Test," *Journal of Accounting Research*, Vol.14, 1976, pp.246-276.
- Pownall, Grace, and Gregory Waymire, "Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices: Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969-73," *Journal of Accounting Research*, Vol.27, 1989, pp.227-246.
- Ruland, William, "The Accuracy of Forecasts by Management and by Financial Analysts," *The Accounting Review*, Vol.53, 1978, pp.439-447.
- 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.
- , "Earnings disclosures and stockholder lawsuits," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.23, 1997, pp.249-282.
- Trueman, Brett, "Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, 1986, pp.53-71.
- Warner, Jerold B., Ross L. Watts, and Karen H. Wruck, "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.461-493.
- Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, 1986 (須田一幸訳『実証理論としての会計学』、白桃書房、1991年)
- Weisbach, Michael S., "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.431-460.
- Welker, Michael, "Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, 1995, pp.801-827.