

ワークショップの様相

「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」

1. はじめに

日本銀行金融研究所では、2002年11月26日、「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」をテーマにワークショップを開催した。本ワークショップのラウンド・テーブル参加者およびプログラムは、次のとおり。

<ラウンド・テーブル参加者>（肩書きはワークショップ開催時点）

一橋大学大学院商学研究科	伊藤邦雄教授(本ワークショップ座長)
早稲田大学大学院アジア太平洋研究科	岩村 充教授
野村総合研究所資本市場研究室	大崎貞和室長
東京大学大学院法学政治学研究科	神田秀樹教授
武蔵大学経済学部	辻山栄子教授
青山学院大学大学院国際マネジメント研究科	福井義高助教授
国立学校財務センター研究部	山本 清教授
日本銀行 翁 邦雄（金融研究所長）、白塚重典（金融研究所調査役）、 鈴木直行（金融研究所副調査役）、長野 聡（信用機構室調査役）、 古市峰子（金融研究所）、宮田慶一（金融研究所調査役）、 吉田慶太（金融研究所客員研究員・中央青山監査法人公認会計士）	

<プログラム>

開催趣旨説明（翁）

論文報告1：「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」
（報告者：鈴木、コメント：辻山教授、福井助教授）

論文報告2：「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」
（報告者：古市、コメント：大崎室長、山本教授）

全体コメント（岩村教授、神田教授）

リジョインダー（論文報告者）

全体討論

座長総括コメント（伊藤教授）

以下では、本ワークショップの様相について、開催趣旨説明、論文報告、コメントおよびリジョインダー（2節）、全体討論（3節）、座長総括コメント（4節）の各概要を紹介する（以下敬称略、文責：金融研究所）。

2．開催趣旨説明、論文報告、コメント、リジョインダー

（1）開催趣旨説明

ワークショップの開会に当たって、金融研究所長の翁より今回のワークショップ開催の趣旨につき、以下のような説明がなされた。

エンロンやワールド・コム事件の衝撃は、米国のみならず多くの国で金融・資本市場の根底を揺るがしかねないほど大きなものであったが、その中心的な論点の1つとして、ディスクロージャー制度のあり方そのものが問われているのではないかと考えている。ディスクロージャー制度のあり方を検討するうえでは、会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量という問題が重要なポイントとなるように思われる。

そこで、今回のワークショップでは、「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——」というテーマを取り上げることとした。企業を取り巻く利害関係者に対する情報提供というディスクロージャー制度の原点に立ち返り、会計情報、非会計情報がどのような関係を保ちながら、どのような情報を提供していくべきか、また、どこまでをディスクロージャー制度の守備範囲とするのか、といった基本的な問題につきご議論いただくことを通じて、ディスクロージャー制度のあり方に関する理解を深めたいと考えている。

本ワークショップには、会計のみならず、法律、経済等、幅広いバックグラウンドの方にご参加いただいている。これは、今回のようなテーマを論じる場合には、会計のみならず、法律的な枠組み等も含めた企業にとってのトータルな環境を考

え、それが企業行動にどのようなインセンティブを与え、どのように企業行動を変容させていくと考えるべきか、といった観点から問題を捉えることが望ましいと考えたからにはほかならない。その意味で、各分野を代表する論客にご参加いただけたことに心から感謝している。

(2) 論文報告1(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)

イ．鈴木報告(全文を後掲)

鈴木は、会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量のあり方について報告し、経営者の裁量のうち、会計処理選択における経営者の裁量については、少なくとも実証研究の成果を踏まえればこれを排除する議論が行き過ぎることは望ましくないこと、現行制度下で実現利益がディスクロージャー制度のコア情報として重要な役割を果たしていることや、会計数値の見積り計算が広がりすぎると会計情報の有用性や信頼性が損なわれる可能性があることを踏まえれば、現行の枠組みで十分提供しきれない情報は非会計情報として提供していくことが望ましいと考えられることを主張した。

ロ．コメント

鈴木報告に続き、指定討論者である辻山、福井がコメントを行った。

(イ) 辻山コメント

辻山は、投資家等の意思決定に有用な利益情報のあり方といった観点から、次のようなコメントをした。

鈴木論文は、会計情報の透明性を高め、財務諸表の比較可能性を向上させるためには、会計処理選択における経営者の裁量を排除することが望ましい、という近年の国際会計基準審議会 (IASB¹) 等に代表される世界的な論調に対して、会計情報の質的要件ならびに実証研究に照らした丹念な検討を通じて警鐘をならす研究として評価できる。また、財務諸表の比較可能性を高めるために会計処理方法の選択肢を狭め、資産と負債に公正価値評価を広範囲に導入することは、反面、会計測定における見積り計算を増幅させることになり、財務諸表の比較可能性をかえって損なうことになるという視点から、「経営者の裁量の排除」が「比較可能性の向上」に直結するという短絡的な主張の矛盾を指摘している点が新鮮である。

他方、鈴木論文では、提言として、現行の実現利益は、企業のディスクロージャー情報のコア情報としてそのまま維持されることが望ましく、公正価値情報や無形資産に関する情報等、現行の枠組みでは十分に提供しきれないような情報につい

1 International Accounting Standards Boardの略称。

ては、すべて会計情報に取り込むというよりも非会計情報として提供することが望ましい、としているが、こうした結論と論文における分析がどのように繋がっているのかが明らかでないように思う。

こうした問題は、意思決定有用性アプローチに基づく会計研究一般についても当てはまると考えられる。1977年に米国会計学会（AAA²）から出された研究論文³では、当時の会計理論のパラダイムは、従来の伝統的な真実利益アプローチ（1つの真実の利益が存在すると考え、こうした情報を提供していこうというアプローチ）、意思決定有用性アプローチ（投資家の意思決定にとって有用と考えられる情報を提供していこうというアプローチ）、情報経済学的なアプローチ（情報を経済財として扱い、情報の外部性や非対称性に伴う問題などを考慮しつつ情報提供のあり方を検討するアプローチ）に大別可能であるが、将来的には、いずれか1つの会計理論を中心に展開されていくであろうとされていた。実際、その後、このアプローチが主流となったわけだが、このアプローチの決定的な欠陥は、会計の利益計算あるいは情報提供のあるべき姿についてはブラック・ボックスのままになっているという点である。こうした点をきちんと議論しないと、会計情報と非会計情報の線引きは何によって決まるのかという点が明らかにならないように思う。

この点、AAAから出された研究論文では、このアプローチは衰退すると考えられていたが、実は、このアプローチのブラック・ボックス部分を説明するためには、このアプローチの有用性が現在も残っているといわざるを得ないのではないかと。すなわち、それまでこのアプローチが追求してきた、できるだけ経済的所得概念（economic income）に近い利益を測定するという方向ではなく、意思決定に有用な利益の計算構造はどうあるべきか、というかたちでこのアプローチは現在も継承されていると考えられる。

こうした観点からみると、鈴木論文については、次のような4つの点を議論してはじめて、どこまでを財務諸表本体で提供し、どこまでをそれ以外の情報に委ねることができるのかといった問題に対する解答を導き出すことができると考えている。第1には、会計情報の目的と質的要件の関係についての議論である。すなわち、会計情報の目的が投資家等の意思決定に有用な情報を提供することであるとして、それはどのような情報かという点をきちんと議論する必要がある。この点、現在、IASBや米国の財務会計基準審議会（FASB⁴）が提示している会計情報の質的要件は、会計情報の目的から必然的に導き出されたものではなく、ここから上述のような問題への解答を導き出すのは難しいと考えられる。第2には、実現利益の意味についてである。金融商品に生じた時価評価差額を事業リスクか

2 American Accounting Associationの略称。

3 AAA, "Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports, Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance," Sarasota, Florida, 1977.

4 Financial Accounting Standards Boardの略称。

ら解放された投資余剰とみて利益に含めるのは、新たな利益概念の模索なのか、あるいは実現利益に組み込まれている本質的な要素が現在の経済環境に照らしてあぶり出された結果なのかといった議論が必要であろう。第3には、現行の枠組みを前提として会計情報と非会計情報を区別しているようであるが、そこでいう「現行の枠組み」とは、狭義の実現概念、すなわち、販売という事象を介して認識を切り分ける概念を堅持した企業会計原則を指しているのか、それとも金融商品会計基準等を含めているのか、という点である。第4には、自己創設のれんや無形資産の財務諸表への計上が認められない場合に、それは情報の信頼性の問題によるものか、それとも会計の目的およびそこから導き出される計算構造に由来する本質的な理由があるのか、という点である。

以上の4点に関して、個人的には、会計上の利益計算とは本来、投下資本の回収計算であるといった視点から分析することが重要であると考えている。

(ロ) 福井コメント

福井は、実証研究の問題点とその政策への含意といった点を中心に、以下のようなコメントを行った。

鈴木論文に限らず、会計に関する議論を行う際には、会計情報の信頼性がしばしば強調される。しかしながら、信頼性の高い会計情報とは、単に論者が好ましいと考えている会計情報を意味するとしか理解できない場合がほとんどではないかと考えている。すなわち、会計情報の信頼性とは、会計データ自体の特性をいうのか、あるいは平均2乗誤差 (mean squared error) のように何かと比較した場合の特性をいうのかが明らかではない。また、仮に前者であるとしても、会計データを用いて表現しようとしている経済事象がボラタイルである場合に、それに合わせて会計データもボラタイルである時に信頼性が高いというのか、それとも、経済事象がボラタイルであっても会計データはスムーズである時に信頼性が高いというのかははっきりしない。信頼性という概念に意味をもたせようとするれば、どのような場合に信頼性が高いのか、少なくとも操作可能な指標を明示する必要がある。

比較可能性という概念についても、実際にどのような会計情報が望ましいかという議論には役に立たないと考えられる。会計情報が比較可能であるためには、「同じものは同じように、異なるものは異なるように描写する必要がある」とのことだが、どのような経済事象もある面では同じであり、別の面では異なっており、具体的に何をもちて比較可能性が高いというのかが明らかでない。

さらに、会計情報の目的として、「意思決定に有用な情報を提供すること」と、「利害調整に有用な基礎を提供すること」が峻別して論じられることが多いが、両者は具体的にどのように異なり、どのようなトレードオフがあるのかは必ずしも明らかではない。後者に有用な情報は前者にも有用であり、逆も然りなのではないか。

会計情報の有用性についてであるが、期待効用の動学的最適化を行っている投資家、簡単にいえば投資から利益をあげようと考えている投資家にとっての有用性に限って議論しても、何をもちて会計情報が有用であるとしているのかが明らかでない。しばしば会計データに情報価値があるとの表現がなされることがあるが、そこで明らかになっているのは、ある会計データと他の会計データあるいは株価との間に相関があるということにすぎない。鈴木論文で取り上げられている実証研究も、いろいろな統計的パターンを発見しているだけにすぎず、それが分かることと情報価値があるか否かが分かることは同一ではない。

会計情報が有用であるかを評価するためには、資産評価モデルが不可欠である。この点、会計情報の有用性に関する実証分析では資産評価モデルとしてCAPM⁵が用いられることが多いが、CAPMのもとでは市場ポートフォリオとの相関のみが価値のある情報とされる。したがって、これを前提とする限り、個別のリスク (idiosyncratic risk) を補償するリターンはゼロであり、個別リスクに関する情報、例えば倒産を予測するのに有用な情報の価値はゼロである。他方、会計情報で明らかになるのが個別リスクの大小であるとする、現存する資産評価モデルのもとでは、会計データの情報価値に関する議論の根幹が揺らぐことになる。

利益調整 (earnings management) に関する実証分析については、調整前の利益が観察不可能であるという致命的ともいえる困難さが存在する。仮に利益調整が行われているとしても、会計上の調整はともかく、キャッシュフローの変化を伴う実体的な調整を把握することが部外者に可能とは思えない。利益調整が存在すると主張する実証研究は、調整後利益を調整前利益と調整額に分解を行う際、すなわち調整後利益から調整前利益を抽出する際に、多種多様なフィルタリング・ルールを用いており、結局、研究結果はすべてこの正しいかどうか分からないフィルタリング・ルール次第ということになる。ただ、本来、利益は企業価値の代理変数である資本の1次差分であるのでホワイトノイズになりそうなものであるが、日米とも恒常的 (permanent) な部分が7割以上を占めているとの結果が出されている。これは、経営者が利益調整を通じて会計利益を恒常的利益 (permanent income) の代理変数、すなわち企業価値の代理変数にしようと努めている可能性を示唆している。

前述のように、会計利益が企業価値の代理変数であるとする、簿価から時価へ、実現利益から包括利益へとシフトしつつある最近の動向は、利益 (フロー情報) が企業価値の代理変数であるシステムから、資本 (ストック情報) が企業価値の代理変数となるシステムへと移行する過程と理解することもできる。調整過程で生じるコストを考慮に入れた場合、こうした移行が望ましいか疑問である。

以上のように、会計情報の目的を投資家にとっての有用性に限定したとしても、会計情報の価値はどこにあるか、ましてやどのような会計基準がよいかは、これ

5 Capital Asset Pricing Modelの略称。

までの実証研究の成果からは明らかでない。

(3) 論文報告2 (非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方)

イ．古市報告 (全文を後掲)

古市は、非会計情報の提供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点につき報告し、投資家にとっての意義・問題点や経営者による自発的開示のインセンティブに関する実証結果等を踏まえると、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、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、開示規制の対象とするのが妥当であること、その場合でも具体的な内容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を主張した。

ロ．コメント

古市報告に続き、指定討論者である大崎、山本がコメントを行った。

(イ) 大崎コメント

大崎は、アナリストとして市場参加者に近い立場から、以下のようなコメントを行った。

市場参加者はまさに古市論文で議論されているような非会計情報を欲しており、その意味では非常にタイムリーかつ有意義な分析である。

古市論文では会計情報を補完するという意味での非会計情報の重要性が強調されているが、このほかに、必ずしも企業価値が確実に向上することを期待しているとは思われないような観点から非会計情報を活用する例もみられる。例えば、コーポレート・ガバナンス・レーティングは、ある観点からみて企業のガバナンスが優れているかどうかを評価するものだが、このレーティングが高いことが企業価値の向上に直結するかどうかは明らかでない。また、SRI⁶ (社会的責任投資)に関する情報は、社会的に責任を果たしている企業が投資対象として望ましいかどうか、ということとは異なる観点から出されている。これらの情報は、むしろ企業におけるガバナンスの向上や、社会的責任の負担を促進させることを目的としたものであり、こうした観点からの非会計情報に対するニーズもある点を補足したい。

非会計情報の提供方法について、リスク情報や無形資産情報のように企業価値評価にとって重要な情報と、利益予測のように、より将来指向的な情報とを区別して捉えようという古市論文の考え方には基本的に賛同する。もっとも、将来指向の強い予測情報について、画一的な開示を求めるべきでないという点には疑問が残る。例えば業績予測等については、画一的な開示を求めることも可

6 Socially Responsible Investmentの略称。

能と思われる。なぜなら、市場参加者は、比較可能性の高い情報へのこだわりが強く、こうした情報については、提供されていたり、されていなかったりするよりも、必ず提供されている、あるいは、同じかたちで提供されているということに対する市場のニーズは高いように思われるからである。なお、業績予測については、そもそも会社ごとにスタンスが異なるため画一的な開示は困難であるとの批判もあるが、この点は、繰り返し提供されるうちに予測にかかる当該会社の「くせ」が分かるようになり、それを市場参加者は調整して数値を捉えるようになるので、投資情報として十分に有用であると思われる。

今後の検討課題として、2点ほど指摘したい。1つは、開示規制の主体をどうするかという点である。すなわち、有価証券報告書等の法定開示を求めるのか、取引所による適時開示ルールなど、自発的ではあるが、取引所として要請するといった方法をとるのかという問題である。これについては、「米国では取引所中心なので取引所で」といった短絡的な主張は適当でないとしても、結論としては、一律に法定開示が望ましいかは疑問である。むしろ、適時開示によるべき場合が多いのではないかと考えている。なぜなら、古市論文でも指摘しているように、非会計情報は第三者による評価に馴染みにくい内容のものが多く、こうした情報については監査対象となる有価証券報告書の中に含めるのが妥当とは思われないからである。もちろん、有価証券報告書に記載する場合でも、監査の対象からは外すという方法も考え得るが、開示コストやタイミングの遅れといった問題を考えると、一律に法定開示を求めるのが妥当かはやはり疑問である。

もう1つは、制度設計に関するものである。古市論文では、非会計情報の開示規制のあり方に関し、独立した専門家による評価システムが望ましいとしているが、具体的にはどのようなシステムを構築する必要があるのかを議論すべきであろう。この点については、例えば、非会計情報を監査の対象とするかといった点が論点になると考えられる。また、企業は、法的責任の観点から、将来指向情報の提供に極めて消極的であるとの印象を持っている。制度設計に当たっては、こうした実状も十分に考慮する必要があるだろう。

(ロ) 山本コメント

山本は、非会計情報の提供にかかる公会計からの示唆といった観点から、以下のようなコメントを行った。

公会計では、適用対象である公的主体が利潤最大化を目的としたものではなく、市場経済では適正に供給されない財・サービスを提供するものであるために、その業績評価を行ううえで不可欠な非会計情報の測定・開示のあり方が旧来より検討されてきた。非会計情報の提供については、公会計の方が企業会計よりも先行している面もあり、公会計におけるこれまでの議論や取組みから参考となるところが多い。

企業会計における非会計情報へのニーズの拡大は、古市論文で指摘しているような意思決定有用性に基づく要求のほかに、もう1つの異なる流れ、すなわちアカ

ウンタビリティの観点に基づくものがある。つまり、昨今、企業会計においても、環境会計や大崎のコメントにあったSRIのような考え方が登場してきているが、これらは投資家というよりも一般人（パブリック）を対象とした情報提供といえる。そして、これらについては、日本でもいわゆるトリプル・ボトム・アプローチ（経済成果、社会効果および環境効果の3つの次元で業績を報告するもの）がとられているわけだが、こうした情報提供を意思決定有用性アプローチから説明することが可能かといった問題が生じている。このことは、企業に社会的存在として財務以外の広義のアカウンタビリティを果たすことが求められてきていること、そして、そのためには会計情報だけでは対応できない状態になってきていることを示しているといえる。こうした点からも、いわば株主であり同時にパブリックでもある国民に対して情報を提供してきた公会計の議論は、企業会計において非会計情報の提供のあり方を考えるうえで参考になるところが多いと考えている。

公会計の分野で具体的にどのような取組みがなされているのかという点について、いくつか言及する。まず、非会計情報の体系化という点について、財務会計の面では、例えばニュージーランドの政府会計において、短期的な成果指向の限界を克服する目的から、組織能力の基礎（capability）となる人材に関する情報を財務諸表の脚注情報として提供している。これは、長期的な観点からみると、パブリック・セクターの最終的な強みは組織のコアとなっている人材の強さであるとの考えに基づくものである。また、英国の高等教育機関では、基礎的財務諸表と併せてコーポレート・ガバナンスに関する報告を行っている。他方、管理会計の面でも、昨今、企業会計において組織経営の改善ツールとしてバランスト・スコア・カードへの関心が高まっているが、その考え方のベースには、公会計における業績評価の経験が活かされている。すなわち、公的主体については財務的尺度だけでは十分な業績評価ができないため、多次元の評価尺度による業績測定システムが開発されてきたが、こうした経験がバランスト・スコア・カードの考え方に少なからず影響を与えていると考えられる。

非会計情報の質的保証という点についても、公会計ではすでに制度化されている。例えばニュージーランド政府等においては、政府監査人が保証監査の一環として業績指標に関する質的チェックを行っている。しかも、意見表明は監査報告書において行われており、監査基準も整備されている。また、前述の英国の高等教育機関によるコーポレート・ガバナンス報告についても、会計検査人が意見表明を行っている。こうした政府会計の実例をみると、非会計情報の提供について、独立した専門家による評価システムを確立することは十分に可能であるように思える。

(4) 全体コメント

各論文報告およびこれに対するコメントを受けて、指定討論者である岩村、神田が、それら全体に対するコメントを行った。

イ．岩村コメント

まず、岩村が、主にディスクロージャー制度のあり方を考えていくうえでの留意点および今後の検討課題といった観点から、以下のようにコメントした。

ディスクロージャー情報の提供における経営者の裁量のあり方を巡る議論をみると、裁量を排除するかどうかの規準（criteria）が会計学の中には内在的に存在しないのではないかと印象を受ける。むしろ、経営者の裁量を許容しすぎたことについての一般的な反省、特に監督当局や一般世論の反省が強まると、裁量を排除すべきとの方向に議論が傾き、逆に裁量を排除しすぎたことによる弊害が生じると、裁量の幅を広げるべきとの方向に傾くといったことが歴史的に繰り返されているのではないかと。そして、この場合、両極端の議論、すなわち、経営者の裁量に完全に委ねてしまうという方法も、裁量を一切排除するという方法も望ましくないということで、それらの間で、その都度、最適解を模索するということが行われているのではないかとと思われる。とすれば、結局は会計における最適性の議論も、社会的な意味での最適解を模索する作業の中に存在すると考えられる。したがって、鈴木論文のように、会計学の枠内で経営者の裁量を巡る議論を分析することも有益ではあるが、今後の議論の方向感としては、会計には、世の中によって求められるものに合わせざるを得ないという側面があることを踏まえれば、経験的な事実の分析や実証分析を積み重ねることにより、さらに発展的な議論が可能になるのではないかとと思われる。

理念型の株式会社の目的は投下資本の回収であり、会計も基本的にはこうした目的を前提に構築されているといえるが、山本のコメントにもあったように、実際には、株式会社について効率的な投下資本の回収以外の規範が課せられることは珍しいことではない。むしろ、そうした企業の方が多いように思われる。例えば、銀行についてみても、効率的な投下資本の回収だけが目的ではなく、預金者のための資産保持という点も目的の1つにあると考えられる。やや話はずれるが、例えば税効果会計についてみても、本来、株主としては、企業が黒字になる可能性を信じていなければ株式を保有しないわけであるから、株主の立場からみれば、税効果を資本の中にも含めることは違和感がないであろう。しかし、預金者の立場からみれば、話は異なってくる。預金者の主たる関心は、銀行がどれだけ利益を増加させるかではなく、今、銀行が解散した場合にはどれだけのバッファが残っているかという点にあることを考えると、税効果を資本にも含めることを好ましくないと思うのは当然である。このように、ディスクロージャー制度を議論するうえでは、その企業に課せられた規範が何かという点まで遡って議論する必要があると思われる。ある企業がなぜ株式会社の形態をとっているのかという本源

的なことについて議論しないと、誰が何のためにディスクロージャーを行うのかという問いに対する答えは得られないのではないかと。とりわけ、非会計情報については、こうした側面が強いと思う。こうした問題を整理することで、より広がりのある議論をすることができるように思う。

ロ・神田コメント

続いて神田から、法制度としての会計といった観点を中心に、以下のようなコメントがなされた。

鈴木論文については、何についての裁量を問題にするのかという点を、もう少し整理して議論した方がよいと思われる。例えば、会計基準の国際的調和化の動きと、経営者の裁量をどう考えるべきかという問題とは異なる次元の問題であり、区別して論じるほうが妥当であるが、鈴木論文では、この点が明確に区別されていないのではないかとと思われる。もちろん、前者においても、特定の会計基準のあり方を検討する際には、会計処理選択における経営者の裁量を認めるべきかどうか等が問題となる場合もあるが、国際会計基準の問題は基本的には交渉の問題であって、世界全体で1つの会計基準を選択しようとする際にどこの国の会計基準を選ぶかといった問題である。これに対して、経営者の裁量を巡る問題は、1つの国、例えば米国基準のもとでも生じ得る。また、利益調整と呼ばれる経営者の裁量は、会計処理選択の裁量でも見積り計算の裁量でもなく、レビット前々SEC委員長が1998年に行った講演⁷でも指摘されているように、利益の期間配分などにおける経営者の裁量である。また、エンロン事件についていえば、連結対象となっていない子会社等を利用した裁量が問題となった。経営者の裁量を各論で議論するのであれば、こうした裁量も含めて議論する必要があるのではないかとと思われる。

経営者の裁量を認めるのが妥当かどうかについては、法制度との関係からは、経営者の裁量が適切かどうかを評価する仕組みをどのように設計するのが問題となる。例えば、コロンビア・ロー・スクールのコフィー教授が指摘するように⁸、経営者による裁量の適切性を誰が評価するのか、取締役会か、監査委員会か、監査役か、あるいは公認会計士か、といった点が論点となり得る。会計はコーポレート・ガバナンスを形成する要素の一部であるから、コーポレート・ガバナンス全体の観点から議論することが重要である。

古市論文については、大崎からのコメントと基本的に同じである。すなわち、一口に非会計情報といっても多様なものがあるので、これらを整理したうえで、これを法制度として「強制的な」ディスクロージャーの対象とするのかについて、より詰めた議論をすることが必要であろう。また、事後的なペナルティを課す

7 Levitt, Arthur, "The 'Numbers Game'," September, 1998.

8 Coffee, John C., "Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid," Working Paper, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, July, 2002.

といった場合に、誰がどのような基準でそれを決定するのかについても検討を要する。

法制度との接点という観点からは、このほかにもいくつか検討課題がある。例えば、日本の場合、株式会社については商業登記制度があるが、これも一種のディスクロージャー制度であり、社外取締役の氏名等が開示される。このように、商業登記として開示されている情報をどう考えるのか、という問題がある。また、商法には会計帳簿や商業帳簿という考え方もあり、これに記載されている情報とそれ以外の帳簿に記載されている情報とでは法的な意味合いが異なるが、両者の関係をどう捉えるのか、という問題がある。さらに、配当規制との関係でいうと、日本の場合、米国と異なり、違法配当は刑事罰の対象となるうえ、取締役全員が無過失責任を負うこととされており、利益情報とそれ以外の情報とでは法的位置づけが全く異なる。こうした法制度の違いが経営者の裁量に与える影響について、もう少し踏み込んだ議論があってもよかったように思う。

このほか、やや広い観点からの問題として、そもそもディスクロージャーを法によって強制すべきかどうかという点がある。法による強制ディスクロージャーには、執行のためにさまざまなコスト（エンフォースメント・コスト）がかかる。実証研究では、このコストをゼロと仮定しているわけであるが、その仮定が現実的かどうかは疑問である。確かに、会計情報については、企業が虚偽の数値を出し続けると、いずれは見抜かれる可能性が高いとも考えられるため、エンフォースメント・コストはゼロに近いといえるかもしれない。しかし、非会計情報のエンフォースメント・コストは非常に高いのではないかと考えられる。ディスクロージャー制度のあり方を検討する際には、こうしたエンフォースメント・コストをどう捉えるかといった点も問題となろう。

(5) リジョインダー

指定討論者のコメントに対し、各論文報告者は、以下のようなリジョインダーを行った。

(鈴木)

会計情報の目的に関連して、「投資家等の意思決定に有用な情報」とはどのような情報かとの辻山の指摘については、企業価値そのものではなく、投資家等が企業価値を評価するのに役立つ情報であると考えている。

また、実現利益の意味については、売買目的有価証券の時価評価差額を利益として捉える現行制度の考え方は、従来の実現利益の考え方の延長線上にあると考えている。他方、IASBの業績報告プロジェクトにおいて議論されているような包括利益の考え方は、金融資産のみならず非金融資産も含めたストックの公正価値評価差額がすべて利益とされる可能性があるという意味で、新たな利益概念であると考えている。

投資家にとっての会計情報の有用性に関する実証研究では、株価との相関があるという意味での有用性が検証されているにすぎないとの福井の指摘に異論はない。会計情報の有用性に関する実証研究については、こうした限界があることを踏まえつつ、その結果を解釈する必要があると思う。また、会計情報の信頼性とはそもそも何かという問題提起があったが、論文では単に監査等における検証が容易か否かという観点から議論をしている。

会計利益が恒常的利益の代理変数となっていることを示唆する実証研究の結果について、取得原価主義とともに利益調整が貢献している可能性がある、という福井の指摘は、現行制度で提供されている実現利益が有用であるという報告論文の考え方と整合的であると思う。また、現行の実現利益が恒常的利益の代理変数として有用な情報を提供しており、さらに調整過程でコストが生じることも考えると、簿価から時価へ、実現利益から包括利益へというシフトが望ましいかどうか疑問であるとの指摘も、報告論文における結論に近いように思う。

神田より、鈴木論文では、各国会計基準の統一化に関する議論と、損益の期間配分等における経営者の裁量に関する議論という、2つの異なる点が区別されないまま議論されているのではないかと指摘があった。各国会計基準が1つに統一化された場合でも、統一基準において、損益の期間配分に影響を与え得る会計処理選択等における経営者の裁量をどこまで認めるべきかという点が論点となると考えられるため、報告論文では、こうした経営者の裁量のあり方を議論の対象としている。金融商品の測定尺度を公正価値に一本化しようとする金融商品の全面公正価値会計の議論にもみられるように、最近の各国会計基準の統一化を巡る国際的な議論を契機として、会計処理選択等における経営者の裁量のあり方に関する議論が活発に行われているということができると思われる。

(古市)

どのような情報に対して開示を強制すべきかは議論のあるところであり、論文ではリスク情報や無形資産情報を挙げているが、それ以外にも要求した方が望ましい情報はあり得ると思われる。ただ、大崎がいうように、業績予測について開示を要求するのがよいかどうかは、予測利益に合わせるかたちでの利益操作を誘発しかねないといった弊害がこれまでの実証研究で指摘されていることや、訴訟リスクの問題などを考えると、開示を強制することまでを求めるのがよいのかどうかは議論の余地があると考えている。

市場参加者は比較可能な情報という点へのこだわりが強いとの点には異論がない。ただ、比較可能性には、鈴木論文でも指摘しているように、2通りの意味が考えられ、非会計情報については、「同じものは同じように、異なるものには異なるように描写する」という意味での比較可能性を確保する方が重要であるとする、むしろ、画一的な開示を求めない方がよいということになるように思う。もっとも、比較可能性という点については、福井から意味がないとのコメントがあったこともあり、その要否も含めてご議論いただければと思う。

開示規制の主体をどうするかという点については、対象となる情報の性質、例えば開示するかどうかの判断自体が投資家にとって有用な情報となり得るかといった点等にも依存するほか、開示規制にかかるコストをどう考えるのかという点とも関連している。開示のコストについては、情報作成者側のコスト、情報利用者側の入手・分析コスト、さらには神田が指摘するように強制ディスクロージャー制度を整備・機能させるためのコストなど、さまざまなコストがあり得るが、こうした情報開示にかかるコストと、適切かつ十分な情報提供の要請とのバランスをとっていくことが大切であると考えている。

山本からのコメントを拝聴し、改めて、非会計情報の体系化や信頼性の保証といった問題については公会計におけるこれまでの議論から多くの示唆を得られるとの認識を強めた。非会計情報を意思決定への有用性を確保するための情報開示と位置づけるか、それともアカウンタビリティの観点からの要請も含めた情報開示と位置づけるかという点については、確かに、論文では、情報提供先として投資家を第1に考えており、そこからすると、意思決定に有用な会計情報と関連のある非会計情報だけを提供すれば十分であり、環境情報のような、財務以外の広義のアカウンタビリティを果たすといった観点から要求される情報については、特に提供されなくてもよいということになるのかもしれない。しかし、岩村からのコメントにもあったように、情報の提供先として投資家以外の幅広いステーク・ホルダーを想定した場合には、こうした情報についても開示が要求されるといった結論になるとも考えられる。企業は誰に対してディスクロージャーを行うべきかという点は、開示規制のあり方に直接関連する重要な論点なので、本日、是非議論をしていただきたいと思います。

3. 全体討論

(1) 現行の会計基準を巡る議論

辻山は、利益情報の提供のあり方に関して、資本を企業価値の代理変数と捉えるシステムと利益を企業価値の代理変数と捉えるシステムの2つがあるという福井からのコメントがあったが、利益が企業価値測定のインプット情報であれば貸借対照表に情報価値はなくなり、他方、貸借対照表自体を企業価値に近づけようとするれば利益情報に意味がなくなるというのはそのとおりであると指摘した。そして、会計学の分野では、会計情報は企業価値そのものに関する情報ではなく、企業価値測定のインプット情報であるとして一般的に考えられているし、福井から紹介のあった利益情報が恒常的利益の代理変数となっているという実証研究の成果もこうした見解を支持していると考えられるとした。また、何を財務諸表本体で提供するのかという点についても、こうした観点から議論すべきであり、取得原価ベースの情報では企業価値に関する情報が得られないということであれば、そういった情報は財産目録

といった別のかたちで提供するか、あるいは注記や非会計情報として提供するというのではないかとした。

この点に関して伊藤は、利益情報の提供という点については、国際会計基準において、公正価値の期間差額である包括利益を唯一の利益指標とするような動きがあるが、この点についてはどのようにみているのかと質問した。

これに対し辻山は、IASBの多数派の考え方は、貸借対照表の情報を中心に考えこれをできる限り公正価値に近づけるとともに、公正価値の期間差額である包括利益を唯一の業績指標として捉えるというものであるが、これについて日本は反対しているとした。また、米国の会計基準においても、企業価値自体の評価のためにはストック情報が有用であるが、業績指標としてはフローで捉えた純利益の方が有用であるという考え方を反映して、ストックの差額である包括利益に加えてフロー・ベースの純利益の提供が求められていると指摘した。

この点に関連して吉田は、国際会計基準については、取得原価か公正価値か、あるいは純利益か包括利益か、という2分法で議論されることが多いように思われるが、両者が互いに違う性質を持つ情報であるにもかかわらず、なぜ双方の情報を開示するという選択肢がとられないのかよく分からない面があるとした。さらに白塚は、例えば経済統計の世界では、GDP統計のようなある程度世界共通の統計と、日本の短観のような各国固有の統計とを組合せて利用することによって、エコノミスト等は各国経済の実態を把握していることを踏まえると、会計基準についても似たような考え方を採用することが可能でないかとした。そのうえで、ディスクロージャーのコア部分は世界的に共通化する一方で、これを補完するその他の部分は国別、企業別に固有の考え方により作成可能とするような仕組みが採用されてもよいのではないかと、との考え方を示した。

なお、現行の制度下で提供されている情報の有用性を検証する手段として実証分析が活用されることがあるが、会計情報に関する実証研究について福井は、鈴木論文に対するコメントで指摘したような疑問点があるとしたほか、白塚も、例えば会計制度変更に関するイベント・スタディにおいて会計情報が株価に対して有意な情報を提供しているという場合に、市場に新たな会計情報が提供されることによって企業の本源的な価値に対する市場参加者の評価が変わったと解釈されるのか、もしくは、会計制度変更に伴って企業行動が変化し、長期的な企業の成長性が変わると解釈されているのかと不明であるという点を指摘した。

(2) ディスクロージャー制度の目的と対象範囲

こうした現行制度に関する議論を踏まえ、伊藤は、今回のワークショップのテーマでもある望ましいディスクロージャー制度のあり方を考える場合、最も重要な論点の1つとして、誰のためにディスクロージャーを行うのかという問題があると思うが、この点はどう考えるべきかと問題提起をした。

これについて大崎は、証取法の観点からは、既存株主のみならず潜在的株主も含

めた広い意味での投資家に対してディスクロージャーを行うという整理でよいのではないかとした。他方、白塚は、会計情報は、株式投資のためだけに使われるのではなく、企業とさまざまな取引をしている人が当該企業との取引に関する意思決定を行う際にも使われるため、投資家のみならず、当該企業と利害関係のあるすべての人を情報利用者として捉えることが重要ではないかと指摘した。

この点について岩村は、少なくとも債権者と株主とは情報ニーズが異なることを踏まえて情報提供を行うことが必要であるとした。そのうえで、情報の提供方法としては、株主と債権者を一体として情報提供を行うか、株主向けと債権者向けのディスクロージャーを別々に行うかの、いずれの方法もあり得るが、現行のディスクロージャー情報については、例えば金融商品の公正価値に関する期待値と標準偏差などの情報が提供されていないなど、株主と債権者のいずれにとっても情報量が不足しているという問題があるとした。また、大崎は、情報量が不足しているという岩村の指摘に同意したうえで、潜在的株主といった場合、株主の立場と債権者の立場のどちらをとるのが有利かということ判断する者も含むべきであり、その意味では株主向け開示と債権者向け開示を区別するのは望ましくないとした。

これに対して山本は、潜在的株主の考え方を広げていくアプローチは魅力的ではあるが、例えば環境会計は潜在的株主というよりは不特定多数の一般人（パブリック）を対象としたものであり、潜在的株主とパブリックは区別してディスクロージャーを行うべきであるとした。また、ステーク・ホルダー別の会計という意味では、実際に独立行政法人の会計において、納税者向けの情報提供を目的とする「行政サービス実施コスト計算書」と、主務大臣向けの情報提供を目的とする「損益計算書」が別々に作成されていると指摘した。

この点に関して辻山は、会計情報として生情報を提供していく考え方に立てば、幅広いステーク・ホルダーを情報利用者として想定し得るが、加工情報を提供するのであれば、特定の情報利用者を念頭に置いて生情報を加工しなければならないため、念頭に置く情報利用者について一定の制限を設けざるを得ないとした。そのうえで、現行の会計基準については、米国のFASBが与信者も含む広い意味での投資家を情報の利用者として想定しており、また、IASBにおいても、課税当局等も情報利用者として想定しているが、あくまでも広い意味での投資家に情報提供することを想定して会計情報を作成し、それをその他のステーク・ホルダーが加工するなどして利用するという考え方をとっていると説明した。

また、法制度の考え方について神田は、以前は、合併の際の相手方当事者向けに合併貸借対照表の作成を求めるなど、ステーク・ホルダーごとに別々の貸借対照表の作成を求めるという考え方が強かった時期もあったが、ここ数十年間は、真実とされる情報は1つであり、株主、債権者、合併の相手方当事者のいずれに対しても同じ財務諸表を開示するという考え方がとられてきたことを説明した。そのうえで、こうした考え方には、全ての人に対して同じ情報を提供するため誰にとっても情報が足りないという問題や、1つの真実を数値化する方法についての考え方が変化してきたという問題があり、現在は「揺り戻し」の動きが出てきていると指摘した。

こうした中、日本では、従来は、トライアングル体制といって、税法会計、商法会計、証取法会計において同じ利益数値などの会計数値を使うという考え方を原則としていたが、現在では、税法会計、商法会計、証取法会計においてそれぞれ利益計算を行うということになり始めているという意味で、変革期にあるとした。

(3) ディスクロージャー制度と経営者の裁量

次いで、伊藤は、会計処理選択における経営者の裁量を排除する極端な議論としては、生情報を提供して、あとは情報利用者が必要に応じて加工すればよいという議論もあるとしたうえで、加工情報と生情報のうち、どちらが提供されることに意味があると考えられるかと、問題提起をした。

この点について大崎は、情報処理コストやアナリストの能力を考えると、現行のように会計基準に則って作成された加工情報の方が望ましいということになるのではないとした。また、岩村は、生情報の提供については、企業の総勘定元帳のデータを電子ベースで提供するXBRL⁹という構想があるが、生情報の提供を拡充していくと、究極的にはそもそも企業というものを定義する意味はなくなるわけであり、この意味で、経営者の裁量を一切排除したディスクロージャーは、経営者が裁量を行行使するという企業の最も重要な要素が欠落したディスクロージャーということになるとした。そのうえで、会計に関する議論は、結局、経営者の裁量をどこまで認めるべきかという点に関する最適解を模索するプロセスという側面があることを踏まえれば、こうした極端な議論はいずれにしても望ましくないと指摘した。さらに、辻山は、会計処理選択における経営者の裁量を排除するような会計基準は、経営者が内部情報を提供する機会を奪い、会計情報の情報価値を低下させることになると指摘した。

これらの点に関連して、宮田は、プロフォーマ利益といった数値が出てくる背景には、企業が自分なりに会計数値を調整して、経営実態をより適切に表す情報を提供していくという狙いがあるわけであるが、これも経営者の裁量に関する最適解を模索するプロセスの1つと考えることが可能ではないとした。これに対して大崎は、プロフォーマ利益といった情報については、投資家をミスリードする可能性にも配慮する必要があり、投資家をミスリードするような企業は市場から制裁を受ける可能性があるとしても、こうした市場規律にすべてを委ねてしまってよいかどうか疑問であるとした。これに対して宮田は、古市論文でも指摘されているように、プロフォーマ利益等を提供することは経営者の裁量に任せつつも、これを提供する場合には、投資家が理解し易いように、どのような意図で、会計情報をどのように加工したのかといった背景情報も一緒に提供させることが必要であるとした。

9 eXtensible Business Reporting Languageの略称。

(4) ディスクロージャー制度と市場規律

ディスクロージャー制度における市場規律の役割について、大崎は、エンロンやワールド・コムの問題を契機にアナリストの独立性が議論されていることに象徴されているように、アナリストは、企業を厳しく評価すれば企業から情報を得ることが難しくなる立場にあるため、アナリストを通じた市場規律の効果については非常に懐疑的にみているとした。そのうえで、こうしたことを踏まえると、市場に任せざるばかりではなく、ある程度経営者の裁量を制限した画一的な開示ルールを作らざるを得ないのではないかと考え方を示した。また、白塚は、市場にのみ規律づけを期待するのは過大であり、経営者にインセンティブを与えるのは企業のガバナンス・メカニズム全体であることを踏まれば、経営者の不正を抑制する仕組みについては、神田の全体コメントで指摘されたように、ガバナンス・メカニズム全体の中で考えていく必要があるのではないかとした。

この点に関し大崎は、米国におけるエンロンのケースのように、不正を働いてまでも株価を維持・向上させることが投資家を含めた多くの企業関係者にとって共通の利益となっている状況においては、ガバナンス・メカニズムが働き得るのかどうかは疑問であるとした。これに対して白塚は、確かにバブルを防ぐメカニズムを構築するのは困難であるし、ガバナンス・メカニズムにすべてを期待することも過大であるが、少なくとも経営者の近視眼的な行動を抑制することは可能ではないかとの見方を示した。

(5) 今後のディスクロージャー制度のあり方

伊藤は、会計学におけるこれまでの実証研究は、新しい会計基準が導入された場合に、こうした基準が株価との関連（value relevance）を持つか否かという観点からなされたものが多いが、こうした研究結果を基にどういう方向で制度改革を行っていくべきかという点を議論するのは困難であるとする、今後のディスクロージャー制度のあり方を考えるうえでは、どのような視点が必要か、との問題提起を行った。これに対して岩村は、20世紀は、大量生産をベースとしたステレオタイプの生産活動を行う企業が多かったという意味で、相似的な企業活動がみられた時代だったのに対して、最近、時代の変化に伴って、従来の企業活動と相似的とはいえない、新たな評価方法が必要とされるような新しいタイプの活動を行う企業が現れてきたとした。そして、そのうえで、ディスクロージャー制度のあり方を考える場合には、こうした現実をきちんと直視していく必要があるのではないかと考えを示した。

また、企業形態が多様化する中で、非会計情報のディスクロージャーの重要性が増してきているが、非会計情報のうちどこまでをディスクロージャー制度に取り込

んでいくのかという点について大崎は、MD&A¹⁰のように開示主体側にかなりの自由度がある情報についても、こうした情報の提供を契機として、今期の業績目標や、これを達成するための取組方針など、企業の経営者が社内の幹部会議などで言及している情報が提供されることになれば、仮に、書式が定式化されておらず、予測に基づく要素を含んでいたとしても、有用であるとの考え方を示した。この点について宮田は、古市論文でも指摘されているように、MD&Aといった非会計情報の提供だけでは不十分であり、非会計情報が一人歩きしないように、ディスクロージャー制度のコアとなる会計情報とセットで非会計情報が提供されることが情報の信頼性を担保するうえでも重要であるとした。また、白塚は、貸出条件として金利だけでなく担保や貸出量も組合せて考えることによって、逆選択の問題を回避し、信用状況の良い借り手と悪い借り手を区別する仕組みが作れるとした。そのうえで、ディスクロージャー制度についても、1つ1つの個別項目の単位で開示の是非を考えるのではなく、さまざまな情報を組合せて開示させることによって、必要な情報を提供することが自らの利益とも整合的に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できるのではないかと、との考え方を示した。

この点に関連して大崎は、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は非常に重要な点であり、虚偽の情報提供を法的な罰則により取締まるよりも、よい開示をすると何らかの特典が与えられるような制度設計がよいと考えているとした。そのうえで、制度設計に柔軟性を持たせるためにも、行政当局ではなく取引所のような自主規制団体を規制主体とする制度が望ましいと考えられるのではないかとした。また、辻山は、現在、会計基準のあり方を巡りIASBとわが国の間で意見の対立が生じている背景の1つとして、近年における制度設計の前提となる哲学の違い、すなわちIASBでは、経営者は嘘をつくという意味での性悪説を前提として経営者の裁量の幅を可能な限り制限する方向でディスクロージャー制度を設計しようとする傾向がある一方で、日本では、経営者は善良であるという意味での性善説を前提として経営者が持つ情報を開示しやすい方向で制度が作られているという違いがあると考えられると指摘した。

長野は、銀行監督の視点からみたディスクロージャー制度に関する要請として、第1に、倒産処理手続をより早く進めることができるようにする観点から、もっと早くダウンサイド・リスクをはじめとする企業実態が明らかになるようにすること、第2に、ダウンサイド・リスクに関するディスクロージャーの拡充に当たっては、景気循環が増幅されるプロシクリカリティ（procyclicality）の問題との調和を図ることを指摘した。そのうえで、ディスクロージャー制度の具体的なあり方としては、コアとなる会計情報については、経営者の裁量の余地を狭くし、実現利益情報を中心に、不良債権の評価方法も含めて強制的に開示させる一方で、将来を予測するための付加情報、すなわち非会計情報の提供については基本的には経営者の裁

10 Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations（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）の略称。

量に任せるといった形が望ましいのでないかとした。これに対して岩村は、預金者、すなわち債権者の立場からはダウンサイド・リスクに関する厳密な開示ニーズがあることは理解できるが、一方で、ダウンサイド・リスクに関する厳密な開示が求められるとベンチャー・ビジネスなどの障害になるという副作用も考えられる。ディスクロージャー制度の設計に当たっては、こうした点にも配慮しつつ最適解を求めていくことが重要であるとした。

4．座長の総括コメント

座長の伊藤は、ワークショップにおける報告・討議を通じて以下の点を再認識したとして、ワークショップを締め括った。

全体的な感想としては、従来は地味な分野であった会計が議論される機会が非常に多くなってきた背景として、会計がさまざまなステーク・ホルダーに与える影響の大きさが強く認識されるようになってきていることを実感した。

会計情報の提供プロセスにおける経営者の裁量については、鈴木論文で指摘されたとおり、会計処理選択における経営者の裁量を排除する動きがある一方で、会計数値の見積り計算に介在する経営者の裁量を拡大する動きもみられているという意味で、現在2つの現象が整合性を欠く形で起こっており、これを1つのモデルで説明するのは難しいのが現実であることを感じた。

また、古市論文は、会計情報の有用性の議論も重要ではあるが、会計情報を補う非会計情報についてもっと議論していかないと、非会計情報の世界は何でもありの無法状態になってしまう可能性があることから、非会計情報の開示規制のあり方について掘下げて検討していくべきことを我々に教えてくれたと思う。

ディスクロージャー制度のあり方を考える場合、MD&A等の個々の情報についての有用性を検討するだけでは不十分であり、提供される情報の組み合わせのあり方やディスクロージャー情報に対する経営者のインセンティブについても併せて考えることが重要であることを認識した。また、個々の情報の有用性に関する議論については、その必要性は理解できるが、そうした議論を掘下げる際に活用できる理論やモデルはまだないということを実感した。

本日は時間の制約から十分に議論できなかったが、会計とコーポレート・ガバナンスの関係や、会計情報および非会計情報に関する規制の仕方と企業行動との関係は、積み残された重要な論点であると考えられる。