

会計ワークショップの様相

企業会計情報：その有用性と課題の再検討

1. はじめに

ここ数年わが国では、金融システムの改革の一環として、金融商品の時価評価、連結財務諸表の改訂、キャッシュフロー計算書の導入等、企業会計制度の充実・見直しが急ピッチで進められている。こうした動きは、情報化・国際化・自由化の中で大きな変革を遂げている金融・資本市場に対応したものであり、会計制度の改革もそうした中での自己責任原則の確立、およびその前提としての情報開示の充実に対する要求の高まりをその背景としている。しかしながら、一連の改革を進めるに当たっては、海外諸制度との調和が要求される一方で、制度改革に伴い新たに導入される会計情報の有用性に関して、わが国のデータ等に基づいた検討が十分に行われてきていないのではないかと指摘もなされている。すなわち、会計研究の分野について見ると、米国では既に70年代以降、会計情報の有用性を検証する実証分析が盛んに行われており、制度改革の際にも参考とされてきている。これに対しわが国においては、会計学の研究分野として実証研究が盛んではないとの事情もあって、制度設計に当たって実証的な検証を踏まえて検討がなされる状況とはなっていない。

日本銀行金融研究所では、このような問題意識に基づき、9月21日、企業会計情報の有用性の再検討をテーマにワークショップを開催した。本ワークショップは、「企業会計情報は誰のために、何が有用であるか」といった企業会計の有用性を基本にまで遡って検討するとともに、これまでわが国の会計研究では必ずしも積極的に利用されてこなかった実証分析が、企業会計情報の有用性を検証していく上で、どの程度有効な手段であるかといった点にも焦点を当てた。会計問題は、今日単に会計学者の関心事であるのみならず、実務家は言うに及ばず、経済学者にとっても共通の関心事となっている。そこで、本ワークショップでは、会計学者と実務家、経済学者との学際的な対話を期待すべく、会計学者のほか、会計士、経済学者、格付機関のアナリスト等の参加を得た。当日は、会計情報の在り方、今後の研究の在り方等を巡って、それぞれの分野の立場も踏まえて、活発な討論が行われた。

本ワークショップでは2つの論文が報告された。金融研究所の秋葉客員研究員、古市、近による「企業会計情報の有用性と財務諸表の役割 金融資産の時価情報とキャッシュフロー情報を中心として」は、導入報告として、企業会計情報の有用性を検討するための概念整理を踏まえながら、考え方の枠組みを提示している。東京大学の大日方助教授による「不良債権の償却情報の意味 “Earnings Response

Coefficients”の検証を通じて「」は、会計学における実証研究の実例として、配当割引モデルを用いて不良債権に関わる償却情報の有用性を検証したものである。

報告論文に対しては、指定討論者からのコメントおよびこれに対するリジョインダーが行われ、それに続く全体討論では報告、コメントで取り上げられた論点を巡る議論が行われた。そして、最後に座長から報告論文の学問的意義および企業会計情報の有用性検証の在り方との観点から、ワークショップでの議論の全体を見通す総括コメントが提示された。本ワークショップでは、企業会計情報の有用性や実証研究の在り方など、概念的なテーマが幅広く扱われ、議論を十分尽くせない点多かったが、会計情報が財務諸表本体のデータであるか否かといったことによる情報の質的な差違の問題や、企業会計情報の投資家への情報提供以外の役割などその多面的な有用性が改めて確認されたほか、実証分析を行うに当たってのモデル選択の重要性についても認識が深まるなど、今後の会計研究の方向を探る上で貴重な研究会となった。

.....
両報告論文については日本銀行金融研究所 Discussion Paper No. 98-J-31、No. 98-J-32 としてそれぞれ公表されている。

当日のラウンドテーブル参加者および役割は以下のとおり。

報告論文 1 : 「企業会計情報の有用性と財務諸表の役割 金融資産の時価情報
とキャッシュフロー情報を中心に 」

- ・ 報告者 : 金融研究所 客員研究員 秋葉賢一
- ・ コメント : 三國事務所 マネージャー 児玉万里子
- ・ コメント : 関西大学 商学部教授 須田一幸
- ・ コメント : 金融研究所 調査役 米谷達哉

報告論文 2 : 「不良債権の償却情報の意味 “Earnings Response Coefficients”
の検証を通じて 」

- ・ 報告者 : 東京大学 経済学部助教授 大日方 隆
- ・ コメント : 東京大学 経済学部教授 堀内昭義
- ・ コメント : 金融研究所 調査役 木下智博
- ・ コメント (両報告へのコメント) : 慶應義塾大学 商学部教授 深尾光洋

総括コメント :

座長 東京大学 経済学部教授 斎藤静樹

その他ラウンドテーブル参加者

- ・ 中央監査法人 公認会計士 山田辰己
- ・ 武蔵大学 経済学部教授 辻山栄子
- ・ 金融研究所長 翁 邦雄
- ・ 金融研究所 研究第 2 課長 高橋 亘
- ・ 金融研究所 宮田慶一

その他、バックベンチに金融研究所、企画室、信用機構室、考査局、調査統計局スタッフ約20名が参加。

以下では、2 .で報告論文、コメント、リジョインダー、3 .で全体討論、4 .で座長総括コメント、の要旨を紹介する(以下敬称略、文責:金融研究所)。

2. 報告要旨、コメント、リジョインダー

(1) 企業会計情報の有用性と財務諸表の役割

金融資産の時価情報とキャッシュフロー情報を中心に

イ. 秋葉報告の要旨

秋葉は、会計の目的・機能には、投資家の意思決定に対する「事前の有用性」と、企業業績の測定や配当可能利益額の算定等の「事後の測定」という2つの側面があると概念整理した上で、日本における近年の企業財務開示制度の充実・見直しでは、必ずしも新たに開示される会計情報の意思決定有用性が積極的に論証・説明されていないのではないが、会計情報を財務諸表本体で認識すべきか注記・補足情報としての開示で足りるかといった問題は、事前の有用性の観点だけでなく、会計のもう一方の機能である「事後の測定」について考えることが重要ではないか、との問題意識から、会計情報の有用性と財務諸表の役割について検討を加えた。

の観点からは、実証研究の成果が基準設定や改訂に役立つよう実証研究の蓄積と適切なフィードバックが必要であることが主張された。報告では、株式投資家の意思決定は企業の将来キャッシュフローの予測に基づいて行われているという仮定に立ち、これに役立つと思われる会計情報のうち、「金融資産の時価情報」と「キャッシュフロー情報」を取り上げ、これに関する実証研究をサーベイした。その結果、金融資産の時価情報と時価評価損益情報のうち、前者については株価水準との間に統計的に有意な関係が見られるが、後者にはそれが見られず、また、営業活動、投資活動、財務活動に区分されたキャッシュフロー情報については利益情報に追加する情報価値を持つものの利益情報を代替するものではないとの概略が紹介された。

一方 については、ある会計情報を財務諸表上で認識することの意義を検討する際には、意思決定有用性の観点のみならず、例えば社債契約配当制限条項等、契約関係の裁定など会計のもう一方の利用目的である業績の事後的測定との適合性も論理的に検討することが必要と提言した。その上で、「金融資産の時価情報」を財務諸表において認識することは業績評価や利害調整に役立つものと考えられるが、「キャッシュフロー情報」が財務諸表の1つとして取り込まれる積極的な理由を明確にすることはできないとした。

ロ．コメント

秋葉報告に続き、指定討論者である児玉、須田、米谷は、それぞれ以下のようなコメントを行った。

A．児玉コメント

児玉は、投資家に対して公表情報をもとに分析した社債の格付を提供するという自らの立場を踏まえ、次のようにコメントした。

わが国において80年代までは、会計情報への関心が低かったが、この背景には、様々な規制の下で、企業間の信用リスクの格差が顕在化しなかったという事情がある。最近の企業会計情報への関心の高まりには、金融市場の自由化の下で、信用リスクの格差が広がってきていることが指摘できよう。

会計情報のユーザーにとっては、財務諸表本体で提供されるか注記等で示されるかという開示方法の差は、あまり意味を持たないことが多い。もっとも、例えば監査の対象範囲内かどうか、あるいは虚偽記載が刑事罰の対象になる有価証券報告書の範囲内かどうかなど、開示内容の正確さが担保される仕組みが異なるのであれば、それが明示される必要がある。

開示される情報は、基準が頻繁に変更されず、データが時系列で比較可能であることが重要である。基準が変更された際には、遡及してリステート（再提示）されれば有難い。

金融資産の時価評価に関しては、例えば事業債では日本証券業協会の店頭基準気配値による売買が現実には難しい場合など、「時価」の質が問題となり得よう。会計情報の有用性を検討する際には、誰にとっての有用性かを考える必要がある。投資家にとっては企業の将来キャッシュフローの予測が重要である一方、債権者は元利払いの可能性を左右するダウンサイドリスクに関心があり、企業利益の減少可能性の予測が重要であるから、悪いニュースの開示をも求める制度的開示への期待は大きい。

B．須田コメント

須田は、補足情報と財務諸表本体情報の違いおよび企業会計情報開示のあり方に関し、次のようにコメントした。

補足情報が、財務諸表本体による開示か、という問題については、契約関係の裁定に与える影響を考慮すべきである。例えば、米国でSFAS第13号（「リースの会計処理」）が設定され、キャピタル・リースのオンバランス化が求められた結果、財務制限条項を付した社債の発行会社は、負債比率制限条項に抵触する確率が増加し、これが株価の下落を惹き起こしたという。これは、補足情報ではなく財務諸表で開示することにより、本来は投資家のための情報開示が逆に株主・投資家にコスト負担を強いる可能性を示唆している。このように、会計情報の位置付けの差違は契約関係の裁定に影響を及ぼす可能性があるため、こうした会計基準設定・変更にかかる経済的影響を検証していく必要がある。

企業会計情報開示の有効性を全体的に検討するのであれば、開示方法のほか、開示のタイミング、開示される情報の質、開示される情報の量を併せて考察すべきである。例えば、開示方法とタイミングの関係については、年次の場合は補足情報と財務諸表による開示が投資家の意思決定にとって無差別でも、半期や四半期では補足情報の分析にまで十分手が回らないため、差が出るかもしれない。また、開示方法と情報の質との関係では、どのような質を重視するかによって望ましい開示方法は異なると思われる。投資家の意思決定に対する有用性を重視するのならば、補足情報と財務情報による開示は無差別であろう。他方、信頼性を重視すれば、監査の対象とならない補足情報ではなく、財務諸表本体で開示することが望まれる。さらに、開示方法と情報量の関係については、単一の評価基準で財務諸表を作成するシステムを前提とすれば「補足情報が財務諸表か」という問題が生じるが、多元的評価基準で複数の財務諸表を作成するシステムの構築が可能であれば、こうした問題は小さくなるであろう。

C. 米谷コメント

米谷は、秋葉報告を補足する形で、実証研究におけるモデル選択の重要性、またファイナンス研究における株価など市場情報の有用性の検討を踏まえ、会計情報と市場情報との比較についても、以下のようにコメントした。

会計情報の有用性についての実証研究では、何を検証しようとするのかという目的に即してモデルが選択されることに注意する必要がある。すなわち、秋葉報告で示された金融資産の時価評価に関する実証分析を見ても、当該企業の有価証券保有目的や有証利益の性格によって異なるモデルが選択されており、また実証結果も、例えば自己資本比率の高低によりグルーピングするなど、サンプルの選び方によっても異なる可能性がある。

すなわち、Barth教授の94年論文にあるストック情報（資本勘定簿価と有証含み益の合計）の有用性についての回帰分析（式）は、単にバランスシート上の恒等式を素朴に実証したものに過ぎない。これに対し、同じBarth論文では、フローの利益情報と株価との関係についても、フローの利益情報を組み込んだモデル（式）を用いた実証分析を行っている。さらに、Barth教授の95年論文やYonetani and Katsuo論文（式）で扱っている回帰式は、この配当割引モデルの中に利益の標準偏差がリスクとして認識されることによって株価に影響を与えるという点を加味している。

～式は、有価証券関連損益を恒久的利益とは別の一時的な臨時損益として捉える点で共通している。さらに、式は、有価証券関連損益はそのボラティリティを投資家がリスクとして認識するという形で株価に影響すると仮定しており、この意味では「リスク情報」の実証を目的としたものと捉えることができる。

式 株価 = $\alpha_0 + \alpha_1$ （資本 - 有価証券） + α_2 （有価証券 + 有価証券含み損益）

式 株価変化額 = $\gamma_0 + \gamma_1$ （有価証券実現損益考慮前利益の変化額） + γ_2 （有価証券実現損益 + 有価証券未実現損益）

式 株価 = $\delta_0 + \delta_1$ (有価証券実現損益考慮前利益) + δ_2 (有価証券実現損益考慮前利益 × 有価証券実現損益の標準偏差) + δ_3 (有価証券実現損益考慮前利益 × (有価証券時価損益の標準偏差 - 有価証券実現損益の標準偏差))

また同じく企業情報といっても貸借対照表や損益計算書等の会計情報以外に、株価等の市場情報をどのように評価するかという問題がある。仮に企業の財務活動を的確に反映した会計情報が投資家に提供され、かつ市場が効率的であるならば、その結果成立する当該企業に関する株価等の市場価格は、会計情報に含まれている情報を十分に反映していると考えられる。その場合、市場情報は企業の財務活動を評価するに当たって会計情報と同様に有用であろう。また、市場価格の中には、会計情報以外のプライベートな情報等も織り込まれている可能性がある。このような市場情報を使った企業評価手法には、情報の入手頻度が会計情報よりも多いというメリットがある反面、ノイズが大きい、オーバーシュートしやすいといったデメリットもある。そのため、会計情報と市場情報の何れが投資家等にとって有用かは一概には論じられず、ディスクロージャーやインサイダー規制等制度的な要因や流動性等市場の取引状況等によっても異なっよう。こうした点については法律学、ファイナンス等広い分野にまたがった研究の深化が期待されるところである。

(2) 不良債権の償却情報の意味

“Earnings Response Coefficients”の検証を通じて

イ．大日方報告の要旨

大日方は、会計学における最近の実証研究の具体的な事例として、自らの研究成果を報告した。同研究では、債権償却情報が将来キャッシュフローの予測の変化を通じ、株価にどのような影響を与えるかという問題意識に基づき、配当割引モデルを用い、貸倒引当金繰入額、間接償却額（債権償却特別勘定と特定海外債権引当勘定への合計繰入額）、直接償却額、債権の売却損失といった各債権償却情報の株価反応係数（ERC）の大きさを検証している。先行する米国の実証研究では、債権償却情報というニュースが株価の予想外のリターン（abnormal return）を生じさせるか否かを検証するevent studyや、貸倒引当金の繰入額・残高の大きさが良好な業績見通しのシグナルとなるか否かの検証が中心であるが、これに対して本報告はフローとしての利益情報が投資家の将来キャッシュフロー予測に役立つという伝統的な会計学のモデルに立脚し、債権償却情報を利益の一構成要素と位置付けたモデルの定式化を試みたものである。

本報告では、4つの仮説を立て、それぞれにつき検証している。

第1の仮説は、債権償却は将来のキャッシュフローを減少させるため、償却項目のERCは負となるというものである。実証結果は、貸倒引当金繰入額を除いて、他の債権償却額のERCは統計的に有意な負の値になるというものであり、これまで米国のevent study等でしばしば検証されている積極的償却姿勢が市場にポジティブに評価されるとするシグナリング仮説を棄却している。

第2の仮説は、大規模銀行のERCは小規模銀行のそれよりも大きいというもの（規模仮説）である。これまでの実証研究では、利益情報の信頼性が規模の大小によって異なるため、ERCも大規模銀行の方が大きいとの報告が少なくなかった。しかし、実証結果は、小規模銀行のERCはサンプル全体のERCと殆ど同じである一方、大規模銀行の4つの償却項目に係るERCは全て有意ではないというものであった。したがって、小規模銀行の利益情報の信頼性が低いとは言えず、むしろ大規模銀行の利益情報の方が将来の業績を予測する能力が低いことが分かった。これは、大規模銀行の債権償却は裁量的に決められているため、情報への信頼性が低いためではないかと解釈される。

第3の仮説は、自己資本比率の低い銀行においては、自己資本比率が高い銀行に比べて、自己資本比率を高める償却項目（例えば貸倒引当金繰入額）のERCが大きくなり、逆に自己資本比率を低める償却項目（例えば直接償却）のERCが小さくなるというもの（自己資本比率仮説）である。実証結果は、自己資本比率を低める直接償却のERCは自己資本比率が低い銀行ほどマイナス幅が有意に拡大するというものであり、自己資本比率仮説が支持されたが、それ以外の償却項目については明確な結論は得られなかった。

第4の仮説としては、銀行が利益平準化行動をとっていることは償却姿勢が消極的であることを意味する、およびこうした消極姿勢は将来キャッシュフローの一層の減少をもたらすため、償却項目のERCのマイナス幅が拡大する、という複合仮説を検証している、また、裁量による平準化操作は利益情報にノイズを持ち込み、その結果、資本コストを上昇させるため、業務損益や株式売却益といった利益情報のERCのプラス幅が小さくなるという仮説も検証した。実証では、業務純益の範囲内で消極的な償却しかしていない銀行のERCのマイナス幅が拡大すること、株式売却による益出しまでして積極的に償却している銀行のERCのマイナス幅は縮小すること、経常利益のばらつきの小さい銀行ほど業務純益のERCが小さくなること、などどれも利益平準化仮説を支持する結果が得られた。

ロ．コメント

大日方報告に続き、指定討論者である堀内および木下は、それぞれ以下のようなコメントを行った。

A．堀内コメント

堀内は、大日方報告は、特に不良債権問題に対する政策の是非が問われている昨今、銀行の会計情報と市場評価の関係を明らかにすべきとの要請に会計学の立場から本格的に応えたものであり注目すべき研究であると述べた後、経済学者としての観点から、次のようにコメントした。

実証分析の手法に関して、大日方報告では、銀行の株価あるいはその変化率（リターン）が株式に対する予想配当の割引現在価値によって決められるという仮説から出発している。しかし、実はこの仮説は、投資家の期待形成が市場に及ぼす影響に関する仮説（市場効率仮説）と償却という会計処理の在り方が彼らの期待に及ぼす影響に関する仮説の複合仮説となっているのではないだろうか。このため仮説が棄却されても、どちらの仮説が棄却されたのか判別できないという問題がある。また、大日方報告で採られている将来の配当額に対する投資家の期待が今期の利益の線形関数であるとの仮定はやや単純すぎるように感じる。

大日方報告は「将来キャッシュフローの減少を繰上げ計上した損失が株価と負の関係にあると予想するのが常識的な見方」とするが、投資家が合理的であればこのような見方は「常識的」とは言えず、むしろ償却額自体は投資家の期待に織り込みにあるので株価に有意な影響を及ぼさないと見るべきではないか。

「個別の償却方法によって規制上の自己資本比率に対するインパクトが異なる」との指摘は重要である。しかし、例えば自己資本比率の低い銀行ほどセーフティーネットの補助を享受するなど、自己資本比率の多寡がそうした制度的な要因を通じて銀行の株価に複雑な影響を及ぼす可能性がある。より完全な分析をするためには、こうした効果の有無をチェックする必要がある。

「利益平準化仮説」については、「不良債権の償却を先送りするだけの平準化は、将来キャッシュフローの予測に対する利益情報の有用性を低下させる」との仮説が重要であろうが、この仮説の理論的背景が必ずしも明らかではない。投資家は、平準化の有無にかかわらず開示情報から業務損益等の的確な情報を得られるとすれば、平準化の如何は銀行の将来キャッシュフローに関する投資家の予測を妨げるとは思われず、それが業務損益のERCに影響を及ぼすとは言えないのではないかと。

B．木下コメント

木下は、大日方報告が利益の性格（恒久的か否かの程度）により株価に与える影響が異なるといった理論モデルを定式化し、債権償却という会計情報の株価に与える影響を検証した点、また、公表データに制約のある中、分析手法に工夫が施されている点等を評価した後、次のようにコメントし、今後の検討課題を述べた。

大日方報告での重要な指摘には、銀行経営者の裁量が会計情報に影響を与えるという点がある。ただ、ここでいう「経営者の裁量」を注意深く見ると、「取引に関する裁量」（債権や株式の売却など資産の実態を変更する可能性のある取引を行うかどうかという自由）と「評価に関する裁量」（一定の客観的実態を有する貸付資産について、その会計処理をどうするかという自由）の2とおりの意味がある。前者は、将来キャッシュフローの実態を変化させるのに対し、後者はせいぜい投資家の予想形成プロセスに影響するに過ぎないものであるなど、将来キャッシュフロー予想に影響を及ぼす経路が異なるとも考えられることから、その違いを念頭において実証結果を解釈する方が良い。また、債権償却に関する「経営者の裁量」の是非は、規範的な議論であるため、投資家の意思決定有用性の実証分析だけでは決められず、秋葉報告のように別途「償却情報は企業業績の事後的な測定に役立つか」を検討する必要がある。

「利益平準化仮説」において「会計の遅れが実態の遅れをもたらす」とあるが何故か。会計上の積極的な償却姿勢如何にかかわらず、悪い「実態」は元から悪いのではないだろうか。「評価に関する裁量」がどうであろうと実態が変わらないのであれば、会計上の積極償却姿勢が株価にプラスのインパクトを与える理由を説明するには、結局は予想形成への影響など何らかの意味でシグナリング効果を認めざるを得ないのではないか。

実証結果において予想に反し一般貸倒引当金のERCがプラスに出たのは、同引当金が法定繰入率から機械的に決まっているため、実は一般貸倒引当金の多寡が、貸出金残高、資産規模に依存し、その資産規模が株価に反映されるということにすぎないのではないか。

今後の検討課題を指摘したい。第1には、自己査定制度の導入、債権償却特別勘定の貸倒引当金への統合、不良債権償却証明制度の廃止等の一連の制度改正後に、不良債権の償却情報が従来どおりの意味合いを持つのかどうかということ。大日方報告が試みたアプローチを今後もフォローしていくことが望まれる。第2に、償却と引当の概念を改めて整理し、貸借対照表上のストック情報としても捉え得る「貸倒引当金」とフロー情報としてしか認識されない「直接償却」との間に違いがないのかということ。第3に、米谷が指摘したリスク（利益の変動）の問題についても、「引当金」が将来の損失のバッファーであるのならば、信用リスクを含むリスク情報をコンベンショナルなストックの会計情報の枠組みの中に組込んでいくことも可能ではなかろうか。

C. 深尾コメント（両報告へのコメント）

続いて、深尾より、両報告に対してコメントが行われた。深尾は、金融機関や企業金融の動向を分析する会計ユーザーの立場から見ると、両報告ともに重要なテーマを正面から取り上げており大変有益であると述べ、次のようにコメントした。

（秋葉報告に対するコメント）

秋葉報告は、配当可能利益額の算定を巡る利害調整の問題は「市場メカニズムを通じた解決が可能」としているが、債権者には社債やローンだけでなく従業員、納入業者、不法行為による損害賠償請求権者等、契約による債権保全が実際上困難な主体が多いことを考えると、市場メカニズムによらない商法の規定にも意味があろう。

秋葉報告では税法上の会計基準の問題も併せて論じる必要があるだろう。

デリバティブの時価評価については、FASBとFRBの対立が参考となる。米国では、その会計基準が銀行の自己資本比率規制にも適用されている。そこでは、同一の金利リスクに晒された資産・負債を有する金融機関については、その自己資本が同様に表示されることが望ましいが、SFAS第133号（「デリバティブおよびヘッジ活動に対する会計基準」）では、固定金利負債の時価評価が行われない一方で、変動金利負債のキャッシュフローヘッジに使われるデリバティブは時価評価されるため、金利変動による債務の実質価値の変化が異なったものになってしまう。このため、FASBの提案は、企業のヘッジ活動をdiscourageする可能性がある。これに対しては、負債の時価評価も検討に値するのではないか。

（大日方報告に対するコメント）

大日方報告については、実証分析の方法論自体に問題はないか。多様な会計情報が株価に対して大きな影響を与えている中で、償却情報というごく一部の情報だけを取り出して株価との関係を分析しているため、missing variableに伴う問題が計量分析の過程で発生している可能性がある。銀行は現在でも自己資本の1.5倍以上の株式を保有していること、不動産価格の下落に伴い不良債権の回収可能額が大きな影響を受けていることを考えると、最低限これらの要因を考慮した実証分析が必要と思われる。

キャッシュフローの割引率を規定する資本コストは時期によって変化しているはずであり、一定と仮定するのは適当でない。少なくとも金利の変化を考慮すべきである。

株価については、マクロ経済変動や投資家のセンチメントの変化を考慮するために、市場全体のパフォーマンスからの乖離で見た方が適切ではないか。

(3) リジョインダー

以上のコメントに対し、両報告者は以下のリジョインダーを行った。

イ．秋葉のリジョインダー

児玉のコメントにある、開示内容の正確さが担保される仕組みが異なる場合には、財務諸表本体と注記情報との間で信頼性に違いがあるとの指摘は、そのとおりである。また、企業会計情報の有用性を株主だけでなく債権者の観点からも議論する必要があるとの指摘にも異論はない。

須田から提起された多面的な評価基準に基づく複数の開示システムの共存可能性については、今後議論を深める必要がある。また、会計基準設定が事後的な測定、契約の裁定に及ぼす影響についても、実証研究による検証等が必要であろう。

深尾が説明した米国におけるデリバティブの時価評価を巡るFASBとFRBの対立は、まさに規制当局が会計情報を自己資本比率規制に使うとの意味で会計情報の事後的測定に関するものである。株主への情報供与を主眼とする会計情報をブルーデンス規制とリンクさせる場合には、両者の目的の違いを十分勘案した上で利用すべきであろう。

ロ．大日方のリジョインダー

堀内の指摘するとおり、投資家が債権償却を既に織り込んでいる場合には償却が行われたという事実追加の情報としての意味がない。現に、報告には盛り込まなかった別の実証結果からは、償却が行われる前に償却情報が株価に織り込まれていることが判明している。しかし、今回の実証研究では年度ごとの期末決算を扱っており、当該年度中に織り込まれた償却情報の株価に与える影響を対象としている。その点はevent studyとは視点も違うし、両者に矛盾はない。また、投資家が利益平準化による部分とそれ以外の部分を見分けることができれば利益平準化行動が会計情報にノイズを与えることはないが、償却には銀行の裁量による部分が含まれているため実際に両者を見分けるのは困難である。

木下の「会計の遅れが実態の遅れをもたらすことはないのでは」とのコメントについては、報告の趣旨は「会計上の処理が遅れていれば実態も遅れているという程度の連動があろう」というのが本旨である。

深尾からの計量モデルの妥当性に関するコメントに対しては、地価や金利等の説明変数が入っていないため見せ掛けの相関が出ている可能性は否定できない。しかし、今回の実証はあくまでも配当割引モデルを前提としており、ここにモデルからは導き出されない変数を入れても配当割引モデルの線形性が確保される保証がなく、資本コストが一定との仮定には多少の無理があることは認めるが分析の枠組み上やむを得ないものであり、仮に時間ダミーを入れても金利低下の効果を捕捉するだけにすぎない。

3. 全体討論

(1) 財務諸表の本体情報と注記情報

山田は、IAS（国際会計基準）では本体情報と注記情報は全く異質のものと捉えており、注記すれば十分、すなわち注記をしたことが財務諸表本体で認識しないことの原因にはなり得ないとした。さらに、先般、企業会計審議会より公表された「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書（公開草案）」でも、財務諸表の本体情報に特別の意味を見出している。金融商品やリースのように、本来は財務諸表の本体で認識すべきと思われる情報が注記によって開示されていることで、投資家の適正な意思決定が妨げられているようなことはないかと指摘した。

これに対し秋葉は、本体情報が注記情報かとの問題への回答は、情報利用者の質に関してどのような仮定を置くかによって異なり得るとした。すなわち、開示された情報が瞬時に市場全体に行き渡り、市場参加者に的確に利用されるとの仮説に立てば、本体情報と注記情報の間で意思決定有用性の差はなくなる。一方、情報処理能力の低い投資家の存在を前提にするのであれば、意思決定有用性の観点からも本体情報と注記情報に違いが出てくる可能性があるとした。

大日方はこの点に付言し、米国FASBは洗練された投資家、すなわち注記情報での開示であっても適切に情報を加工・分析できる投資家を前提としているのに対し、IASBはそれ程洗練されていない投資家を前提としているのではないかとした。

これに対し山田は、IASBとFASBの前提とする投資家の質にそれ程大きな差は認められないとした。また、須田もこれに補足し、FASBを含め各国の会計基準設定主体は投資家にとっての意思決定有用性だけでなく、事後的な利害調整をも考慮しなければならないため、本体情報にできない情報をやむなく注記情報として開示するといった政治的判断をせざるを得ない場合があるとした上で、IASBは各国内の利害調整といった問題まで考慮する必要がなく、透明性、比較可能性を純粋に追求することに特化できるという背景の違いが大きいのではないかと指摘した。

(2) 会計情報と市場情報の役割の違い

高橋は、格付機関が格付を行う際に、会計情報に加えて株価等の市場情報を用いることはあるのか、有価証券報告書等の公表情報のほかに個別企業に対するヒアリング等、プライベートな情報を格付の際に利用することの功罪をどう考えるのか、質問した。

これに対し児玉は、株価等の市場情報を格付の際に利用することはない、ヒアリング情報等についても、利用者のレベルで格付情報に加味する形で用いられることを想定していると指摘し、むしろ格付機関としてはどこまでの情報を織り込んでいるかを情報利用者に明示する必要があると回答した。

これを受け米谷は、格付機関が株主ではなく債権者の立場にたつとしても、株価情報を用いる余地があるのではないが、それとも格付機関が株価を用いないのはそもそも市場情報にノイズが多すぎるのが問題なのかと質問した。

これに対し児玉は、格付に株価を用いないのは株式投資家と債権者の立場が異なっていることが主因であるが、ノイズが大きいことも市場情報の使い勝手が悪い理由の1つであるとした。

(3) 会計情報と情報利用者

秋葉は、株式投資家と債権者は同じ情報利用者であっても会計情報に対する期待や要請が異なっているとした上で、現行の財務諸表は株式投資家以外には使い勝手の極めて悪いものになっている可能性を指摘した。

これに対し大日方は、次のように回答した。

この問題は会計のパラダイムに関わる問題である。利益計算は会計の本来の目的であるが、この利益は最終的なリスク負担者である株主に帰属するものである。会計が債権者に対しては一次的な情報ではなく、二次的情報を提供するに止まるのは、伝統的なパラダイムを前提とする場合、仕方がない。もし、債権者のための利益計算をするならば、支払利息を費用と捉えることが間違いとなるなど、大きなパラダイム転換が必要になり、現実的に難しいのではないかと指摘した。

これを受けて座長の齋藤は、利益計算をベースにしたパラダイムの中であっても、キャッシュフロー計算書のようなadditionalな情報の開示によって、売上債権の回収が進んでいない企業の信用リスクが判別できるようになるなど、ある程度は債権者に対する情報提供機能も果たすことができるのではないかと指摘した。

さらに須田は、大日方の研究報告について次のような見解を示した。

大日方報告の利益種類別のERCの算定は、それによって利益のコンポーネントごとのearning persistence、すなわち債権者の関心事の1つである利益の安定性を測定することができ、債権者に対する情報提供の拡充に繋がるであろう。

一方深尾は、債権者から見れば劣後債と一般債は企業破綻時の回収可能性の点で異なる性質を有しているが、株主から見れば同じ社債であり区別する意味がないため、区別された開示がなされていない。このように、債権者にとって回収が可能か否かを判断する上で、非常に重要な情報である負債の構成比率や契約内容についての詳細な情報の開示が不十分なものに止まっているとした。

また秋葉も、株式投資家のために提供される会計情報を、自己資本比率の算定や債権者に対する情報提供に利用する場合には、それぞれの目的に応じて何らかの調整を行う必要があるのではないかとした。

これを受けて座長の齋藤は、米国では、配当規制などが全て契約で決められており、それに使われる情報は、会計情報だけでなく、会計情報を加工した情報、および全く別個の基準で作成された情報のそれぞれを組合わせているようだと解説した。

これらに関連して高橋は、情報利用者としては、企業間、もしくは時系列の比較

可能性を確保するためには、選択肢のない統一された会計基準を強制することが有用とも主張できるが、これは一方で、企業の自主性、例えば企業ごとのリスク管理を歪めかねないとして、この点をどう考えるかとの問題提起を行った。

これに対して児玉は、企業間によって採用している会計基準が異なっても、採用している会計基準が明確であれば、情報を加工・分析することで適切な格付は可能であり、むしろ問題なのは、同一の企業が時系列で異なった会計基準を採用しているケースであるとした。

(4) 金融商品の時価評価について

深尾は、報告論文からやや離れた形で負債の時価評価問題を取り上げ、次のようにコメントした。

FASBのSFAS第115号(「持分有価証券および負債性有価証券の会計処理」)では、トレーディング目的以外の売却可能有価証券の時価評価差額を損益計算書上で認識せず、「その他の包括利益」として稼得利益外の純資産の変動とされているが、こうした会計処理が行われている根拠の1つとしては、金融資産のみを時価評価し金融負債を時価評価しないことが挙げられる。資産と負債の差額である純資産の変動が利益と考えれば、負債サイドにもrisk free rateでの割引現在価値を用いた時価評価を導入することができるのではないか。

これに関連して高橋は、資産を時価評価することの問題が、負債の時価評価を行わないことに由来するのであれば、負債は信用リスクを含んだベースで時価評価した上で、時価評価できない部分については注記情報として開示するといった選択肢が考えられないかと指摘した。

これに対して山田は、次のような回答をした。

IASCが昨年3月に発表したDiscussion Paperでは金融負債の時価評価が提言されたが、長期の固定借入を行い有形固定資産に投資した場合、負債の時価評価により損益が生じることが経営者の感覚とそぐわないといった意見がヨーロッパを中心に根強かったということと、いわゆるダウングレーディングのパラドックスの2点に関して結論が出なかったために、98年6月に発表された暫定基準草案ではトレーディング目的、デリバティブ以外の金融負債の時価評価が退けられた。

また辻山も、いずれは資産負債の時価評価を金融商品のみならず、金融商品以外のものまで拡張することがそもそも望ましいのかと指摘した。

これに対して深尾は、時価評価の範囲は流動性により判断すべきだとし、流動性が高いものは時価評価を採用しても良いが、流動性が低いものの時価評価は価格の算定等に問題が生じるため、全ての資産負債に対する全面時価評価は妥当でないと述べた。

(5) 利益平準化仮説について

須田は、大日方が利益平準化の功罪を取り上げていることに即して、事前的に意図された利益平準化と事後的に実現した利益平準化との区別が可能か質問した。

これに対し大日方は、利益平準化の有無の判断は償却財源と債権償却の相関、および経常利益・当期利益の分散の大小によって判断しており、平準化の意図はなくとも偶然利益が平準化されていたといった銀行も利益平準化銀行として扱われてしまうといった統計上の問題は残ったままであると回答した。

ここで堀内から、銀行が利益平準化を行う理由について質問があり、これに対し児玉は、やはり配当可能利益に対する経営者、株主の関心が高く、横並び意識のようなものが働くためではないかと考えられるが、今日では無理な利益平準化は市場に見透かされてしまうことが多くなってきており、こうした行動が行い難くなっているとした。

また須田は、利益平準化仮説に関して次のような見解を示した。

利益平準化は発生主義会計を採用している以上、必然的な行動になる面もあるため、利益項目をnormal accrualsとabnormal accrualsに分類して評価するのが適当である。すなわち、減価償却費のようなnormal accrualsは将来にわたって発生するであろう恒常的利益の一部を形成するので、利益情報の有用性には影響を与えないが、固定資産売却損益のようなabnormal accrualsの部分は「無理な利益平準化」とみなされ、利益情報にとってノイズになると考えられる。

ここで木下は、米谷の紹介した利益の分散をリスクファクターとして配当割引モデルの中に織り込む考え方に即して、このモデルと利益平準化仮説はどのような関係にあるのかとの質問を行った。

これに対し大日方は、現状会計学的に利益を裁量的利益項目と非裁量的利益項目を分類する手法が確立されているとは言えず、本来の意味での利益の分散を抽出するのは困難であると回答した。

(6) その他

翁は、実証研究の枠組みに関して、以下のような見解を示した。

大日方報告に対する堀内・深尾の実証分析の枠組みについてのコメントとリジョインダーには、かみ合っていない部分があるような印象を受ける。市場参加者にとってある情報に有用性があるとは、その情報を用いて利益が上げられるということを目指すはずであり、このため、経済学の実証分析では既知の情報とニュースの区別が重要になる。これに対して、今回提示された実証分析における有用性は、別の判断基準に立っているように見える。その有用性の定義の差を見極めないと、議論はいつまでもかみ合わないのではないか。

これに対し大日方は、次のような見解を示した。

1960～1980年代は会計学においても株式市場に対する一時的なインパクトを検証するevent studyが全盛であったが、ERCに関する研究はこうしたevent studyが理論的裏付けなしにeventに反応するか否かを実証していたのに対する反省から出てきたvalue relevance studyの流れを汲むものである。ERCに関する研究は、会計情報が市場の長期にわたる将来キャッシュフロー予測に影響を及ぼすことを前提とし、市場における会計情報の有用性を検証しようとするものである。

最後に堀内から、今日の銀行の不良債権情報のようにいくら開示しても市場に信頼されない場合があるが、信頼性を回復するための手立てはないのかとの質問が出された。

これに対し、児玉は、今日の銀行の不良債権情報が市場に信頼されないのは虚偽記載に対するペナルティが十分でないことが最大の要因であるとした。

また、児玉は日本企業の情報開示姿勢に関連し、会計情報が投資家や債権者といった情報利用者に広く利用されるためには、開示情報の内容にも増して有価証券報告書のような公式の資料を誰でも容易に低コストで入手できるといった環境整備が重要との見解を示した。

4．座長の総括コメント

座長の齋藤は、秋葉、大日方両報告の学術的な位置付け、および企業会計情報の有用性検証の在り方に関し、以下を要旨とする総括コメントを行いワークショップを締めくくった。

(1) 秋葉、大日方報告の位置付け

日本の会計学の世界には、「あるべき会計」を一義的に決めるのが研究だという考え方に立って、実際には適当なところで自分の結論を決め、後は一面的な理屈で自己正当化に終始する本末転倒の風潮がある。「原価主義会計」とか「時価主義会計」という言葉に見られるとおり、会計の目的や概念よりもルールの方で「主義」にこだわる議論は、それを端的に表している。この点、秋葉、大日方両報告は、与えられたルールについて、その効果・影響の事後的な分析をまず試みようとするものであり、健全な研究のスタイルとして評価できる。

秋葉報告は、投資家による企業価値の評価という観点から、企業の投資をその性格に従って事業投資と金融投資に大別し、前者については従来からの実現利益の会計情報が役立つが、後者については時価で測ったストックの情報に意味があることを指摘している。金融投資に関する限り、その成果としての利益情報でなく、現時点の時価情報が企業の株価を説明するというのである。それは、金融商品の時価情報の価値を確認する一方、時価による損益情報の価値を確認できないという、米国等の実証研究の結果に裏付けられている。

他方、大日方報告は、あくまでも会計の利益情報に注目し、利益と企業価値の関係という理論的な枠組みに基づいて、特に債権の償却による利益の変動が、どれだけ株価の変動を説明するのを実証している。そこでは、銀行の債権を市場で時価評価した損失ではなく、その銀行による減損の評価と開示の情報価値が問われている。これは、貸付債権からの損益が、時価の変動でなく債権者による予測を含めたキャッシュフローで捉えられており、投資家もその損益情報によって債権の価値を評価すると見るものであろう。貸付債権が単なる金融資産ではないという着想である。

これらの報告では、何れも投資家による企業価値の評価と、開示される会計情報との関係が論点である。金融投資については、時価情報に意味があるのに時価による損益情報に意味がないという実証結果をどう見るのか、銀行の貸付債権とその償却については、むしろ事業投資の場合に近い実際の情報開示と投資家の評価をどう考えるのか、前提となるモデルや実証の方法、あるいは実証結果の解釈はどうなるのか、それらの検討がこのワークショップの課題であった。したがって、その点と関係なく時価評価の可否だけを問う議論は、重要な時事問題には違いないが他日を待つほかない。

もし金融商品の時価評価を論ずるのであれば、少なくとも2つの点に注意したい。第1は、時価によるストックの評価と、時価の変動による業績の測定とを区別した上で、両者の関係を検討することである。秋葉報告にあるとおりだが、会計の仕組みの下では、これが意外に分かりにくい。第2は、事実としての企業成果の測定・開示と、機会費用に照らしたその評価とを区別して考えることである。評価は、情報利用者（投資家等）の役割であり、情報開示の局面では、機会費用は評価の基準であって測定の対象ではない。むしろ債権や債務を金融投資として時価評価すれば、それらの価値は貸借対照表に現れる。しかし、発生ベースの金利を事業投資の成果に含めていく場合でも、時価に見合う価値の変動は、オンバランスにならないだけで、投資家による企業価値の評価には反映されるはずである。

（2）企業会計情報の有用性検証の在り方

開示される利益の追加的な情報価値を検証する伝統的なevent studyは、公表利益の実績値と事前の予測との差（利益の予測誤差）と、株式投資収益の実績値と事前の期待との差（異常収益率）との関係を確かめるものであった。この方法では、特に公表利益について、事前の市場期待を推定する困難が問題となってきた。会計情報が市場に与えたショックを分離できなければ、その限界的な情報価値を知るのも難しい。また、このタイプの研究では、個々の要素を統合した最終的な利益で、株価の変動が説明されてきた。そうした利益情報と株価との相関が、因果の検討を抜きにして、専ら統計的に捉えられてきたのである。

その後、利益を構成要素に分解して、統合される前の要素で株価の変動を説明する工夫がなされたが、そうした利益情報の各要素について、事前の市場期待を推定するのはますます困難になる。そのため、差し当たり予測誤差を除かないまま、説明変数に加えた会計情報の株価に対する追加的な説明力を調べる value relevanceの研究が行われてきた。大日方報告も、基本的にこの実証方法を採用している。そこでは、市場が有する全ての情報に対して、ある情報がもたらす追加的な価値を分析することはできないが、event studyに比べると変数間の理論的な関係を考えやすくなっていると言える。もっとも、それがどのような意味で有用性の検証になるのかは、いろいろと議論のあるところであろう。

さらに、こうした実証研究によってある情報の有用性が確認できると仮定しても、それだけでは、その情報を開示するための十分条件とはならない。会計情報は投資家の予想形成に利用されるばかりでなく、例えば企業を巡る人々の契約関係を事後的に裁定する役割も負っている。秋葉報告は、まさにその面の重要性を指摘するものでもあった。また同時に、企業会計が一定の構造を持ったシステムである以上、新たな情報を開示するためには、従来の構造からの制約とか、その制約を取り除いたときの構造変動と、それに伴う別の制約などを十分に検討する必要がある。

