

ISSN 0910-2701

經濟經營研究

年 報

第 5 4 号



神戸大学

經濟經營研究所

2004

經濟經營研究

年 報

第 5 4 号



神 戸 大 学

經 濟 經 營 研 究 所

目 次

クルーズの現状と展望	富田 昌宏	1
わが国のマネタリーベース、為替レート およびインフレ率に関するバブル後の検証	井澤 秀記	13
対外直接投資と日本企業の技術力 －「商工業実態基本調査」のマイクロ統計データによる計量分析－	富浦 英一	27
有価証券報告書におけるディスクロージャー制度の整備 －「証券市場の改革促進」に基づく改正を中心として－	関口 秀子	49
米国におけるセグメント情報の規定要因 －SFAS No. 14『企業のセグメントに関する報告』を中心として－	田村真由美	81

クルーズの現状と展望

富田昌宏

I はじめに

クルーズ⁽¹⁾は、定期客船を利用した1960年代の第1世代から、クルーズに特化し船型を大型化した第2世代が1990年代からはじまっている。

世界のクルーズの状況を見ると、2002年に1200万人超のクルーズ利用者があったが、アメリカが865万人で70%以上を占めている。アメリカを除くと、世界第2位のクルーズ国であるイギリスでも、82万人強にとどまり、3番目に位置するドイツでも43万人弱という水準である。同年の日本のクルーズ人口は17万人程度である（表1参照）。

わが国では、1980年代末から本格的なクルーズ客船の建造が始まり、注目を集めたが、バブルの崩壊とともにブームが去り、日本船籍のクルーズ客船は、4隻にとどまっている。

クルーズ人口を所得と関連づけるならば、アメリカの半分といわないまでも1割にあたる80万人位に達しても不思議ではないと思われる。

本稿では、クルーズの現状を分析した後、今後のクルーズの展望について検討する。

(1) 外航クルーズと内航クルーズを含む。通常は、船内1泊以上を対象とし、日帰りクルーズを含まない。ただし、本稿の中に、クルーズ客船及び内航フェリーを利用した日帰りクルーズを含む記述もあることに留意されたい。また、内航クルーズの乗客数には、日本籍の外航クルーズ客船による内航クルーズに、1997年より内航フェリーによるクルーズの乗客数を含んでいる。

表 1 世界のクルーズ人口

国名（又はエリア）	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
アメリカ	3,500,000	4,600,000	5,050,000	5,500,000	6,250,000	6,900,000	6,900,000	8,650,000
カナダ	150,000	250,000	250,000	250,000	250,000	300,000	300,000	300,000
イギリス	180,000	400,000	650,000	635,000	746,000	800,000	776,000	823,000
ドイツ	190,000	309,000	283,000	283,000	283,000	283,000	392,000	428,000
イタリア	—	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
フランス	75,000	200,000	150,000	165,000	223,000	223,000	225,000	225,000
その他欧州	180,000	250,000	100,000	120,000	120,000	250,000	250,000	250,000
オーストラリア	100,000	150,000	200,000	200,000	250,000	200,000	200,000	200,000
キプロス	—	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000	75,000
アジア（除く日本）	75,000	450,000	500,000	800,000	800,000	800,000	849,000	800,000
日本	175,000	225,000	186,000	176,000	169,000	216,000	200,000	169,000
合 計	4,625,000	7,239,000	7,694,000	8,454,000	9,416,000	10,297,000	10,417,000	12,170,000

（出所）国土交通省海事局編『海事レポート（平成16年版）』、日本海事広報協会、2004年、68頁。

II 外航クルーズ

まずクルーズの現状について『海事レポート』の記述に依りながら見ていくこととする。

2002年の我が国のクルーズ人口は、約17万であり、このうち、外航クルーズ乗客数は約9万3千人（対前年比19.0%減）、内航クルーズ乗客数は約7万5千人（同11.2%減）であった。2001年10月に日本発着とする定期クルーズを行っていた外国クルーズ船社が撤退したことより前年に比べ15.7%減少した。しかし、外航クルーズについては日本発着とする定期クルーズがなかった1999年から比べると約7万1千人から約9万3千人と約1.3倍となっており、欧米諸国に比べると伸び悩んではいるが、定期クルーズがなくなっても以前のレベルに戻らなかったことから、クルーズが旅行の一形態として定着しつつある傾

表2 就航中の日本船籍外航クルーズ船一覧

船名	ふじ丸	につぼん丸	飛鳥	ぱしふいっく びいなす
運行会社名	日本チャーター クルーズ	商船三井客船	郵船クルーズ	日本クルーズ客船
総トン数	23,340	21,903	28,856	26,518
乗客（人）	603	532	592	696
満載航海速度 （ノット）	21	21	21	20.8
乗組員（人）	130	190	270	204
就航年月	1989年4月	1990年9月	1991年10月	1998年4月

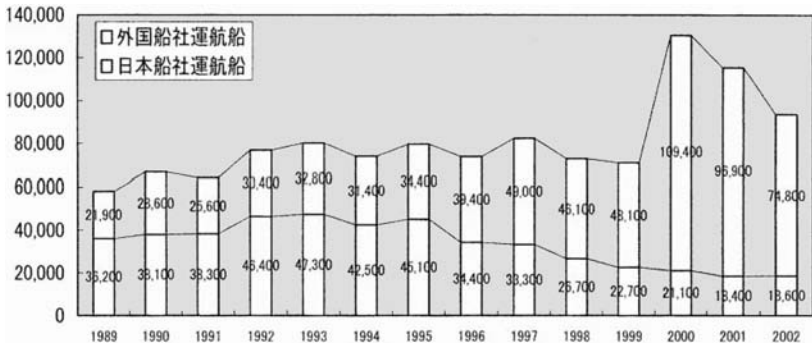
（出所）（社）日本外航客船協会調べ。

向が見受けられる。

日本船社が運航する日本籍外航クルーズ船（表2参照）については、年途中で1隻が減少し5隻から4隻になったにもかかわらず、利用者数は約1万8,600人で前年より微増したことから、1隻当たりの乗船者数は増加した。これは、レジャークルーズを中心に行う会社の他にチャーターを専門とする再編成を行ったための効果も一因として考えられる。

一方、外国船社運航船（日本船社支配外国船を含む）については、利用者は約7万5千人（同22.8%減）と減少した。（表3参照）。ただし、日本発着とする定期クルーズがなかった3年前の1999年から比べると約4万8千人から約7万5千人と約1.6倍となっており、この点でも日本人のクルーズ人口の伸びを示している。また、通常海外パック旅行に組み込まれているバルト海2泊以下のものを除いて考えても、1999年と比べ約2万人から約4万7千人と約2.3倍の伸びを示している。なお、外国船社運航船の大半が日本に寄港していないものであることから、フライ&クルーズが着実に伸びていることが見受

表3 日本のクルーズ人口

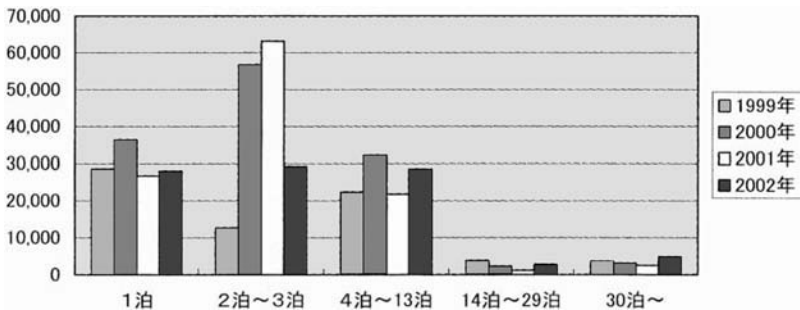


(出所)『海事レポート (平成 16 年版)』、69 頁。

けられる。

また、フライ&クルーズと日本発着クルーズを合わせた外航クルーズ全体の人泊数については、本年は世界一周クルーズを行った船舶が延べ7隻含まれているが、バルト海の2泊以下を除いた約4万7千人のうち3泊から7泊程度の短期クルーズ客が外国船社運航船の過半数と大きな割合を占めたことを受け、平均泊数は前年の5.0泊から4.8泊になったこと等の理由により、約44万9千人・泊(前年比22.1%減)と減少した。(表4参照)

表4 外航クルーズの泊別



(出所)『海事レポート (平成 16 年版)』、69 頁。

目的別に見ると、外航クルーズにおいては、レジャー目的の船客のシェアは変化がなかったが、セミナーは微増、団体旅行は約倍増したもののインセンティブ（販売促進のため販売店等を対象に行う招待または格安旅行）のシェアは皆無となった。個人による観光目的のレジャークルーズは、2002年はクルーズ利用者の89.7%に達し、我が国外航クルーズの利用主体が、企業や団体から個人にシフトしている傾向が定着した。（表5及び図1参照）。なお、クルーズエリアについては、乗客数で見ると、バルト海2泊以下を除くと依然とアジアが大きなシェアを占めているが、リバークルーズが（特に中国三峡下りの他ヨーロッパ及びロシア）が大幅に増加し、北米・アラスカ・メキシコ、カリブ海及び地中海・エーゲ海など主要地域も増加傾向にある。

表5 クルーズの目的別

（単位：人）

目的	2000年	(シェア)	2001年	(シェア)	2002年	(シェア)
レジャー	49,300	57.5%	44,600	52.6%	50,800	67.5%
(うちワンナイト)	19,200	22.5%	20,000	23.6%	15,400	20.5
インセンティブ	14,600	17.1%	14,800	17.5%	7,400	9.8%
セミナー	5,800	6.8%	6,600	7.8%	6,800	9.0%
団体旅行	7,900	9.3%	11,700	13.8%	9,700	12.9%
交 流	7,800	9.1%	7,100	8.4%	600	0.8%
そ の 他	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
計	85,400	100%	84,800	100%	75,300	100%

（注） 日本船社に対するアンケート結果にもとづくもので、日本船社連航の外航クルーズ船及び内航旅客フェリーによる内航クルーズが対象。

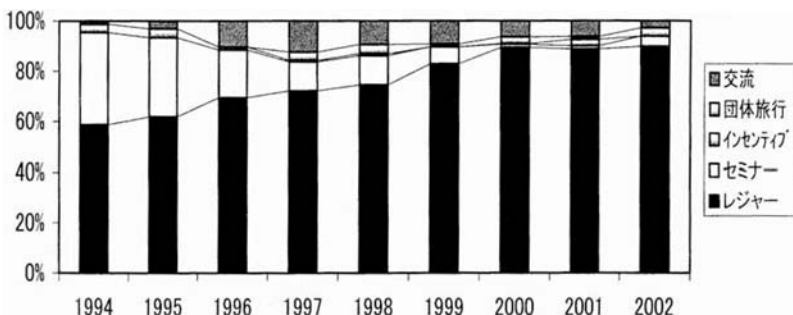
インセンティブは、企業が販売促進のため販売店・従業員等を対象に行う招待または格安旅行。

団体旅行は社員旅行、修学旅行。

交流は、墓参、姉妹港。姉妹都市間の交流を主な目的として行うもので、官公庁、市民団体主催による友好の船、青年の船によるものをいう。

（出所）国土交通省調べ。

図1 クルーズの目的別割合



(出所)『海事レポート(平成16年版)』、70頁。

III 国内のクルーズ業界

内航クルーズ乗客数は、約7万5千人と減少(対前年比11.2%減)した。この減少は、外航クルーズ船社が運航する隻数が1隻減少したことと、内航フェリーによる国内クルーズが代替船の減少・RORO船化等により定期運航以外のクルーズが減少しているためと考えられる。

内航クルーズの泊数別利用者数(2001年より調査開始)については、1~3泊以下が全体の約80%を占め、約18万8千人・泊となり、平均泊数は2.5泊となった。

これは景気低迷等により全体として長期間のものから短期間のものに移行していることが考えられる。泊数別の割合としては、7泊以下のクルーズで約92%を占めている。

また、日本の外航クルーズ船社が運航する内航クルーズの人泊数については、約18万6千人・泊となり、前年に比べて約31.2%の減少となった。平均泊数も3.3泊から2.5泊に減少した。これは、年途中で実質1隻が減少し5隻から4隻になった影響が出ていると見受けられるが、船舶が減少した割には乗客数の落ち込みがなかったことから、乗船率は向上していると思われる。

内航クルーズの目的についても、レジャーが約 67%を占め、そのうちワンナイトによる利用が約 20%となっている。一方、インセンティブ、団体旅行、セミナー等の比率は概ね 10%程度となっている。（表 5 参照）。

IV 今後の課題

世界のクルーズ業界では、表 6 に見られるように船型の大型化が急速に進行している。2004 年にクイーンメリー 2（表 7 参照）が加わったことにより、10 万総トンを超えるクルーズ客船が 10 隻に達している。こうした大型船では旅客定員が 3 千名規模になり、1 隻が週 1 クルーズを実施しただけで年間 15 万名を集客する必要がある。

こうした世界の状況の中で、クルーズの今後の課題としては、次の 2 点が挙げられる。

表 6 世界のクルーズ客船ランキング

2002.4.1 現在

順位	船名	総トン数	船籍国	就航年	旅客定員	乗組員数	運航会社
1	ボイジャーオブザシーズ	142,000	リベリア	1999	3,114	1,181	ロイヤル・カリビアン・インターナショナル
1	エクスプローラーオブザシーズ	142,000	リベリア	2000	3,114	1,181	同上
1	アドベンチャーオブザシーズ	142,000	リベリア	2001	3,114	1,181	同上
4	スタープリンセス	108,806	バミューダ	2002	2,600	1,100	プリンセス・クルーズ
4	グランドプリンセス	108,806	バミューダ	1998	2,600	1,100	同上
4	ゴールドプリンセス	108,806	バミューダ	2001	2,600	1,100	同上
7	カーニバルライアンフ	101,509	バハマ	1999	2,758	1,150	カーニバル・クルーズ・ライン
7	カーニバルビクトリー	101,509	バハマ	2000	2,758	1,150	同上
9	カーニバルデスティニー	101,353	バハマ	1996	2,642	1,000	同上
10	スーパースターリブラ	91,000	バハマ	2001	2,300	1,400	スター・クルーズ
10	ミレニアム	91,000	リベリア	2000	1,950	999	セレブリティ・クルーズ
10	インフィニティ	91,000	リベリア	2001	1,950	999	同上
10	ノルウェージャンスター	91,000	パナマ	2001	2,244	1,100	ノルウェージャン・クルーズ・ライン

（出所）（社）日本外航客船協会調べ。

表7 クイーン・メリー2

会社名	キューナード
船籍	サウザンプトン／イギリス
進水年	2003年
就航年	2004年
全長	345メートル（世界最長）
全幅	39.9メートル（世界最幅）
高さ	71.9メートル（船底から煙突まで）
喫水	10メートル
総トン数	150,000トン（世界最大）
最大速力	30ノット
航海速力	28.5ノット
客室数	1,310室 バルコニー付 …… 944室 オーシャンビュー …… 66室 インサイド …… 300室
定員	2,620名（最大3,090室）
乗組員数	1,253名

1. 新たな需要の創造

わが国のクルーズ客は2002年に年間17万人の水準であったが、20万人を超えていた年についてみると、景況の差と外国船の定期的就航の有無が着目される。

まず景気面であるが、アメリカの例を持ち出すまでもなく、本来もっと高水準のクルーズ利用者があってもよいと思われるので、景気の低迷による影響はあるにしても、中長期的にはクルーズ人口の減少要因ではない。

そこで、新たな需要の創造が不可欠となる。そのために、魅力的なクルーズ

客船の就航と、クルーズ料金の引き下げが必要となる。

5万トンを超える大型のクルーズ客船の就航先は、世界のクルーズ銀座と言われるカリブ海、地中海、夏季のアラスカ・北欧、冬季の南太平洋・オセアニアである。1隻当たり千人を超える旅客を集めなければならないため、アメリカ人客が利用しやすい航路が優先されているのが大きい。

配船先としてのアジア・南太平洋は全体の1割強を占めているものの、そのほとんどは南太平洋周辺であり、わが国を含む東アジアは市場として認められていない。「クルーズの砂漠ないし空白地帯」とも言われる。しかし、新造船の就航によりこの地域が新たな配船先として注目される可能性がある。夏場のアラスカでのクルーズを行った後、冬場の南太平洋・オセアニア周辺でのクルーズに向かう間の繋ぎとして、春と秋に限ってクルーズが企画される可能性がある。相乗的にこれにより外国船社が日本に寄港するようになれば、日本人乗客の増加も期待できる⁽²⁾。

次にクルーズ料金について見ていく。

-
- (2) 小川哲氏（横浜市港湾局）の日本海運経済学会関東部会報告における発言（2004年2月27日）。報告では、クルーズ・マーケットの現状、配船先としてのわが国と東アジア、クルーズボートの条件と適性、クルーズ先としてのわが国が抱える課題、わが国のクルーズ・マーケット拡大のための方策が取り上げられた。報告の要旨は以下の通りである。クルーズ・マーケットは1980年以来需給とも年率で8%を若干上回る割合で成長しているが、わが国のクルーズ人口はこの10年来大きな変化がなくわずかに20万人前後で推移している。供給面では2002年末現在で外航クルーズ客船は約270隻、その後30隻強が就航したと思われる。運航会社は寡占化が進んでおり、カーニバル、RCCL、スターの3グループで全船腹量の3/4を占める。配船先はカリブ海（44%）、地中海（17%）、アジア・南太平洋（12%）、アラスカなどである。今後の課題として、外国のクルーズ船社に対して日本&極東をアピールし配船と寄港を促す努力をしていくと同時に、寄港地が少ない、港湾・ホテル・交通などのコスト高、わが国周遊クルーズが組めないカボタージュ規制、さらには日本人マーケットの開拓が容易でないといった諸課題に取り組んでいかねばならない。

わが国の外航クルーズ客船の乗客をみると、リピーターの比率が非常に高い。これは、料金の高さによるところが大きい。国内の運航船社のマーケティングが豪華な旅行というイメージを重視してきたことも影響している。TV、雑誌等で取り上げられるクルーズもこうしたイメージの醸成に役立っている反面、クルーズを特殊な旅行形態と認識させる側面もあることに注目しなければならない。クルーズのいわば初心者の参加増大がない限り、クルーズ人口の増加は望めないであるから、クルーズ「乗らず嫌い」を減らす努力が求められる。

クルーズのイメージを変えるには、現在のような2万トンクラスの船型では難しい。10万トンとまでいかなくても、5万トンクラスのクルーズ客船の建造が望まれる。このクラスになると、リピーターとクルーズ初心者を満足させる船内設備と、各種の料金設定が可能になる。

国土交通省は、クルーズ旅客の増加をねらいとして、日本外航客船協会と協力してクルーズアドバイザー制度を制定している。

クルーズアドバイザー認定制度は、主に旅行会社等におけるクルーズ旅行に関するスペシャリストを育成し、クルーズの販売促進、マーケット拡大に役立てようという目的で、2003年秋スタートしたもので、「クルーズ・コンサルタント」はクルーズアドバイザーのいわば第1ステップで、認定試験と体験乗船研修などを経て取得できる。合格者には認定証（プレート）とバッジなどが交付される。クルーズ・コンサルタントの上級資格「クルーズ・マスター」は、2年後に導入される予定である。クルーズアドバイザー認定委員会（日本外航客船協会・日本旅行業協会・日本船旅業協会）は、2004年度下期「クルーズ・コンサルタント（C.C）講習」に236人が受講参加することを明らかにしている。

クルーズアドバイザー制度が国土交通省が企図するクルーズ振興に有益であることは間違いないが、クルーズをもっと一般的な旅行商品とするための方策も検討される必要がある。

クルーズ人口の底辺拡大のためには貸し切りクルーズも有効である。わが国の外航クルーズ船は、600人程度の定員であるので、貸し切りクルーズが比較的容易に行える⁽³⁾。貸し切りクルーズであれば、上述のクルーズ経験者と初心者間の壁も乗り越えやすく、クルーズ経験を重ねるいい機会を提供するものといえる。

2. カボタージュ問題

わが国を出発するクルーズの料金が低いのは、日本籍船による運航が最大の理由である。わが国にも日本郵船が全額出資するクリスタルクルーズによる5万トンクラスのクルーズ船が存在するが、バハマ船籍の外国籍船で、国内クルーズに利用することはできない。

そもそも邦船社が運航するクルーズ客船が日本船籍であるのは、通年外航クルーズを行うことが困難で、日本国内クルーズと組み合わせる運航している実態による。

海運界におけるカボタージュ問題がからんでくるので軽々には論じられないが、クルーズに関しては、カボタージュの例外とする法的措置が望まれる。もしそうした措置が講じられると、大型の外国籍船による国内クルーズが実現し、比較的価格の安いプランが計画されるのは間違いない。そうした国内クルーズは、クルーズの入門者向けとしてだけでなく、短期の休暇を利用してクルーズを楽しもうとする人々を引きつけると考えられる。

外国籍船による国内クルーズが解禁されると、日本人船員の就労確保の問題

(3) 日本チャータークルーズのふじ丸のチャーター料は、1日あたり約1,200万円であるので、団体時の田定員である600名乗船すれば、2泊3日のクルーズが一人あたり5～6万円が可能となる。

ふじ丸を利用した同窓会主催の貸し切りクルーズの例もある（大阪府立大手前高校同窓会、金蘭会110周年記念協賛事業。2001年5月実施。）

が生じてくるが、これについても一定以上の日本人船員比率を維持することを義務づければ、解決の道も見えてくるであろう。逆に日本人船員の雇用機会の拡大をもたらすことも期待できる。

【参考文献】

国土交通省海事局編『海事レポート』、日本海事広報協会。

社団法人日本外航客船協会 HP (<http://www.jopa.or.jp/>)

有馬卓男「状況変化の中でのクルーズ船の経営課題」、『海運経済研究』、第36号、2002年。

わが国のマネタリーベース、為替レート およびインフレ率に関するバブル後の検証

井澤 秀 記

1 はじめに

日本経済は近年長引くデフレ（物価水準が継続的に下落している状態）下にある。日本銀行は、デフレ懸念払拭のため1999年2月よりゼロ金利政策を採用し、無担保翌日物コールレートをゼロに引き下げたが、2000年8月にこれを解除した。その後2001年3月に日銀当座預金残高を誘導目標とする量的緩和政策を行うことになった。名目金利をゼロ以下に下げられないが、量的にはより潤沢な資金供給ができるというわけである。当初の5兆円から段階的に引き上げて現在は30兆円から35兆円になっている。ところが、この量的緩和策が思うような効果を発揮しないことや、構造改革を優先して、赤字国債発行による財政支出を増加しにくい状況から、デフレ解消のための一策として、貨幣供給量を増加させて円安に誘導し、物価を押し上げることを提唱する論者（浜田宏一、Svenssonら）がいる。しかし、これは大いに疑問である。本稿は、わが国のバブルが崩壊した1992年以降のデータを用いてこの仮説を実証的に検証することを目的とする。

用いるデータは、マネタリーベース、為替レート（円／ドル）、および国内

本稿は、日本金融学会秋季大会（2003年10月25日、滋賀大学）で報告したものを修正したものである。討論者の小川一夫教授（大阪大学）に謝意を表す。ありうる誤りについてはすべて筆者によるものである。

企業物価指数（2002年11月以前は卸売物価指数に当たる）ないし消費者物価指数である。分析期間は、1992年1月から2003年6月までである。第2節において、まずこれら4変数（対数値）について単位根検定（ADF検定）を行う。次に、3変数についてヨハンセンの共和分検定を行う。もし共和分があればVECM（ベクトル誤差修正モデル）を行う。もし共和分が存在しないならば、1階差をとってグレンジャーの因果性を調べ、VAR（ベクトル自己回帰モデル）モデルによるインパルス応答関数を推計する。量的緩和が、どの程度名目為替レートを円安に誘導し、インフレ率を高めることが可能か検証する。最後に、第3節において、結論と今後の課題について述べることにする。

2 実証分析

実証分析に入る前に、先行研究をサーベイする。まず、粕谷・平形（2002）は、1983年第3四半期から2001年第4四半期までのわが国の消費者物価指数の前期比伸び率（消費税調整済み、生鮮食品を除く）を被説明変数にして、OLSで推計したところ、名目実効為替レートの変動が与える影響は、輸入物価の変動に比して概して小さいことを示し、その要因を検討している。大西（2002）は、1980年第1四半期から2001年第4四半期までの期間でVARモデルを用いて、マネタリーベースを増加する量的金融緩和政策を行うことで、マネーサプライ（M2+CD）を増加させ、物価（GDPデフレーター）を上昇させ、実質GDPを増加させる効果を確認し、その結果、日本銀行がマネタリーベースの伸び率を30%前後とする政策をもっと早い段階で行っていれば、デフレを解消することができたと述べている。ただし、各変数が単位根を持つにもかかわらず、共和分検定を行わずに、一階差をとってVARを行っている。寺井・飯田・浜田（2003）は、円・ドルレートに対して日米のマネタリーベース比がマネーサプライ比よりも重要であることを示して、1987年1月から2001年末までの月次データで、利率、マネタリーベース、期待インフレ率、鉱工業生

わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関するバブル後の検証（井澤）

産指数、および為替レートの5変数からなるVARモデルで累積インパルス応答を推計している。その結果、マネタリーベースおよび期待インフレ率が為替レートに及ぼす影響は大きいと主張している。しかし、マネタリーベースのショックは為替レートに対して有意に正の効果を持っているが、期待インフレ率に対しては信頼区間からみて有意ではない。単位根が存在するにもかかわらず、共和分が存在するかどうかをチェックする前にVARを初めから行っているのも問題である。なお、最近ではマネタリーベースの日米比は、円／ドルレートの動きをうまく説明できなくなっているように見られる。これに関連して、藤井（2003）は、円／ドルレート等についてマネタリーモデル（短期のPPPを仮定しているので、厳密にはマネタリストモデル）の妥当性を1974年1月から2000年12月までの期間について調べ、共和分を見いだしていない。ここでは、マネーサプライとしてM1を用いているが、M2+CDなどを用いて調べてみる必要がある。宮尾（2003）は、1975年第1四半期から2001年第1四半期までのわが国の為替レート、輸出、輸入およびコールレート（あるいは実質GDP生産）に基づくVARモデルを用いて円安誘導の効果を実証的に検討し、円安ショックが輸入を減少させる一方で、プラザ合意後の期間では輸出に対しては有意な影響を及ぼさなくなったことを示している。

わが国のバブル後のマネタリーベース、為替レート、および国内企業物価指数ないし消費者物価指数の間の関係を取り上げた実証分析は、筆者の知る限りこれまで行われてこなかった。

2.1 データ

用いる月次データは、以下のとおりである。

M：マネタリーベース（＝日銀当座預金＋現金発行高、月平均残高、億円、準備率調整後、季節調整済）

S：為替レート（円／ドル、月平均）

P：国内企業物価指数（97年4月の消費税2%アップの影響を考慮して消費税を除く、2000年=100、日本国内市場向けの国内生産品の企業間における出荷・卸売り段階での取引価格を調査対象とした物価指数、季節調整なし）（以上のデータの出所は、日本銀行のホームページからである。）

CP：消費者物価指数（生鮮食品を除く総合、消費税を除く、x-11で季節調整済、2000年=100）、（出所は総務省統計局のホームページからである。）

分析期間は、バブル崩壊後の1992年1月から2003年6月までである。対数表示でのマネタリーベース（m）、為替レート（s）、国内企業物価指数（p）、および消費者物価指数（cp）の推移が、それぞれ図1から図4に描かれている。

2.2 単位根検定

SIC基準でラグ次数を決めてADF検定を行う。定数項とトレンド項を入れ、トレンド項が有意でなければそれを除く。さらに定数項も有意でなければそれも除く。以下のように、m、s、p、およびcpは、それぞれ非定常I(1)であることがわかった。

m：ラグ次数は0、トレンドは有意ではない、定数項あり、検定統計量=2.94

s：ラグ次数は0、トレンドと定数項は5%水準で有意ではない、検定統計量=-0.17

p：ラグ次数は0、トレンド項は有意、定数項あり、検定統計量=-1.98

cp：ラグ次数は0、トレンド項は有意、定数項あり、検定統計量=-2.74

2.3 ヨハンセンの共和分検定

まず、国内企業物価指数（p）を用いて、SIC基準よりラグ次数を1にした場合に、トレース検定、最大固有値検定ともに（m、s、p）の間に共和分関係

わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関するバブル後の検証（井澤）

図1 マネタリーベース (m)

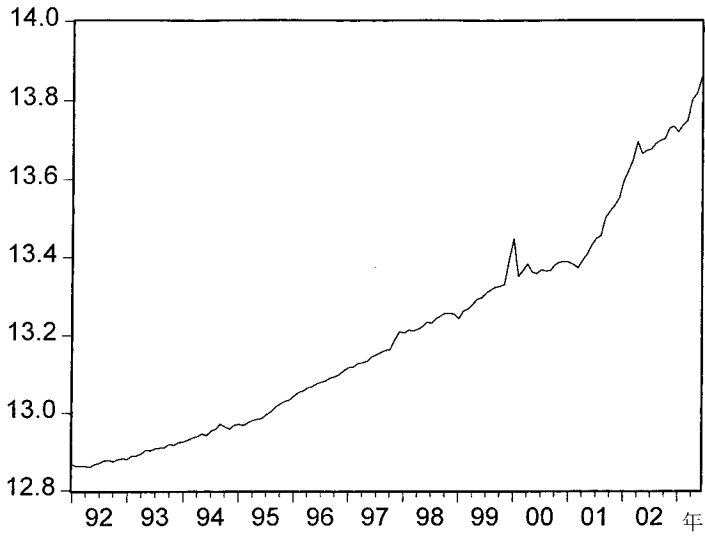


図2 円/ドル (s)

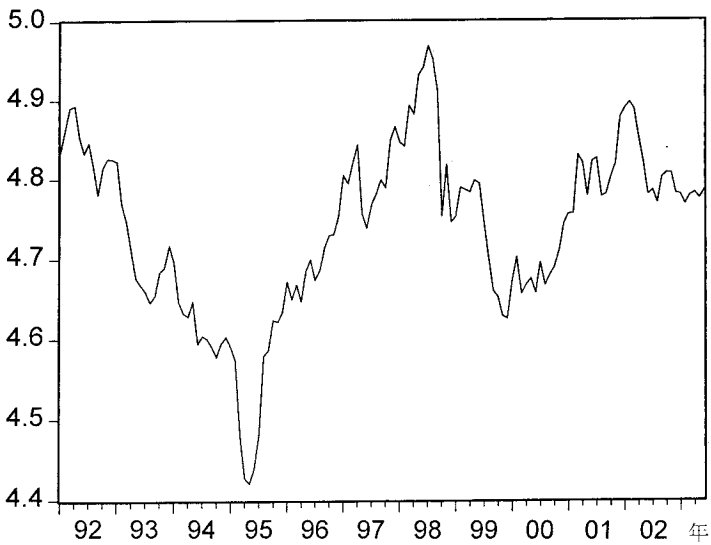


图3 国内企業物価 (p)

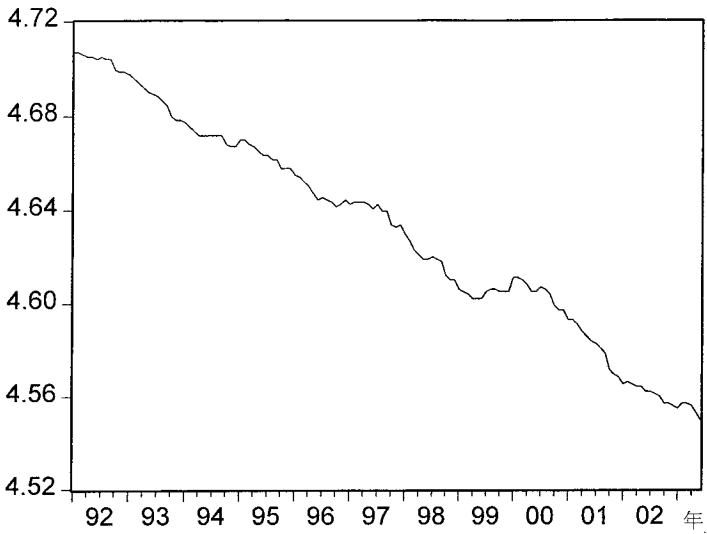
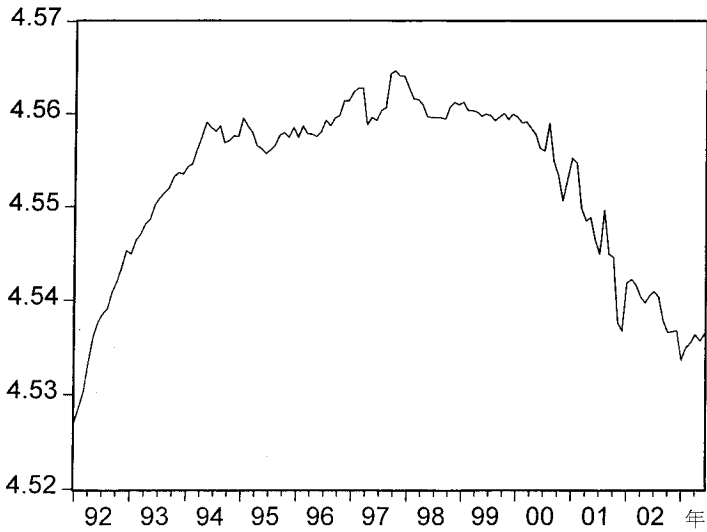


图4 消費者物価 (cp)



わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関するバブル後の検証（井澤）

はなかった。また、AIC 基準よりラグ次数 2 でも調べたが、同じ結果であった。

次に、消費者物価指数（cp）を用いて、SIC 基準よりラグ次数を 1 にした場合に、トレース検定、最大固有値検定ともに（m、s、cp）の間に次のような共和分が 1 つ存在することがわかった。しかし、s の係数はプラスであるが、m の係数はマイナスである。10%の円安は消費者物価インフレ率を 0.3%引き上げることになる。

$$\text{cp} = 5.40 + 0.030s - 0.075m$$

(0.89) (-5.11) ()内は t 値

2.4 VECM

消費者物価指数を用いた場合には共和分が存在するため、次に VECM を推計する。()内は t 値

$$\Delta \text{cp}(t) = 0.00004 - 0.035\text{EC}(t-1) - 0.05 \Delta \text{cp}(t-1) + 0.005 \Delta s(t-1) + 0.003 \Delta m(t-1)$$

(0.28) (-4.75) (-0.57) (1.35) (0.40)

$$\Delta s(t) = -0.002 + 0.160\text{EC}(t-1) + 1.02 \Delta \text{cp}(t-1) + 0.09 \Delta s(t-1) + 0.27 \Delta m(t-1)$$

(-0.78) (0.95) (0.53) (1.05) (1.42)

$$\Delta m(t) = -0.008 + 0.14\text{EC}(t-1) - 0.015 \Delta \text{cp}(t-1) - 0.004 \Delta s(t-1) - 0.04 \Delta m(t-1)$$

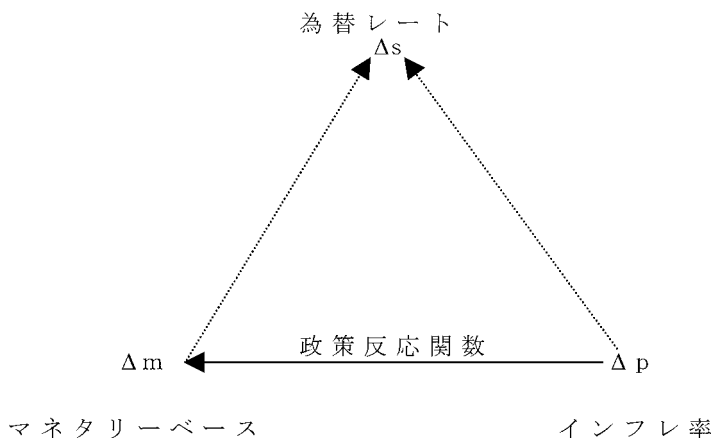
(5.12) (1.81) (-0.02) (-0.11) (-0.49)

ここで、誤差修正項 $\text{EC}(t-1) = \text{cp}(t-1) - 5.40 - 0.030s(t-1) + 0.075m(t-1)$

2.5 グレンジャーの因果性

国内企業物価指数（p）を用いた場合には共和分は存在しなかった。そのた

め、 m 、 s 、および p 各変数の一階差（これを Δ で表す）をとって定常にし、2変数間のグレンジャーの意味での因果性を調べる。ラグ次数は SIC 基準では 0 となるため、AIC 基準を用いて 1 とする。1% 有意水準で Δp から Δm への因果関係があることがわかった。これは、デフレを対処するために通貨当局が Δm を増加するように反応しているからであろう。また、10% 有意水準ではあるが、 Δm から Δs への因果関係と、 Δp から Δs への因果関係があることもわかった。しかし、 Δm から Δp への因果関係や Δs から Δp への因果関係は、ラグ 12 まで調べてみたが全く見いだせなかった¹。



2.6 VARモデルによるインパルス応答関数

以下のような3変量のVAR(k)モデルを推計する。

1 共和分のあるなしに拘わらず因果関係を調べることのできる Toda and Yamamoto (1995) によるレベルでの LA (lag augmented) VAR の手法があるが、消費者物価指数の場合についてこれを用いてグレンジャーの因果関係を調べていない。

わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関するバブル後の検証（井澤）

$$\Delta m(t) = c_1 \sum_{i=1}^k \alpha_1(i) \cdot \Delta m(t-i) + \sum_{i=1}^k \beta_1(i) \cdot \Delta s(t-i) + \sum_{i=1}^k \gamma_1(i) \cdot \Delta p(t-i) + u_1(t) \quad (1)$$

$$\Delta s(t) = c_2 \sum_{i=1}^k \alpha_2(i) \cdot \Delta m(t-i) + \sum_{i=1}^k \beta_2(i) \cdot \Delta s(t-i) + \sum_{i=1}^k \gamma_2(i) \cdot \Delta p(t-i) + u_2(t) \quad (2)$$

$$\Delta p(t) = c_3 \sum_{i=1}^k \alpha_3(i) \cdot \Delta m(t-i) + \sum_{i=1}^k \beta_3(i) \cdot \Delta s(t-i) + \sum_{i=1}^k \gamma_3(i) \cdot \Delta p(t-i) + u_3(t) \quad (3)$$

ラグ次数 (k) は、まず AIC 基準より 1 とする。その推計結果は、以下のとおりである。() 内は t 値

$$\alpha_1=0.013 (0.156), \beta_1=-0.001 (-0.022), \gamma_1=-2.094 (-2.788)$$

$$\alpha_2=0.342 (1.850), \beta_2=0.087 (1.035), \gamma_2=-3.118 (-1.934)$$

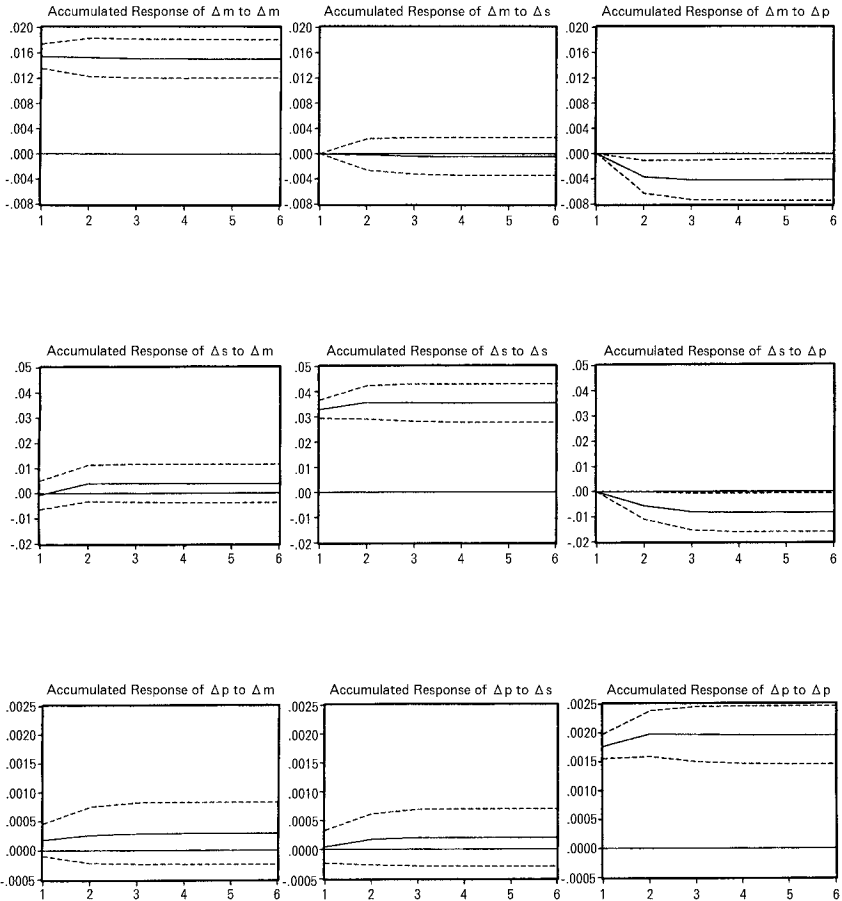
$$\alpha_3=0.004 (0.397), \beta_3=0.004 (0.791), \gamma_3=0.121 (1.401)$$

いま、 Δm の誤差項 (u_1) に 1 標準偏差分のショックが初期 ($t=1$) に 1 回かぎり生じた時に、それが為替レートの変化率やインフレ率にその後どのような影響を及ぼすか（累積）インパルス応答関数を推計した結果が、図 5 に示されている。実線は点推計値で、破線は±2 標準偏差の信頼区間を示している。2 行 1 列目より、為替レートの変化率にプラス（すなわち円安）の効果をもっているが、有意ではない。また、3 行 1 列目より、インフレ率にプラスの効果をもっているが、有意ではない。さらに、3 行 2 列目より、為替レートのショックはインフレ率にプラスの効果をもっているが、有意ではない²。なお、第 2

2 「10%の円安の国内物価デフレーション押し上げ効果は数年後に0.5%～1%ポイント程度に到達するにすぎない。」と、日本銀行の山口泰（日本銀行金融研究所「金融研究」2002年12月、第21巻第4号、p.147）は言及している。問い合わせたところ、日銀内部でケインジアン的なモデルを作成して推計したということである。われわれのようなVARモデルではない。

図5 累積インパルス応答

(Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.)



式と第3式の順番をかえてもほとんど違いはなかった。さらに、ラグ12まで調べたが、同様であった。

為替レートの変動が物価にあまり影響を及ぼさなくなっている点は、粕谷ほか（2002）のOLS推計結果とも一致するものである。伊藤元重（日経新聞、2002年9月2日、経済教室欄）が説明するように、85年のプラザ合意後、企業は為替変動への対応能力を高め、為替レートが大きく動いても様子見（wait and see）できる体質に変わっているのであろう。

ところで、井澤・橋本（2002）は、財務省の公表した1991年4月以降の介入実績の日次データを用いて回帰分析したところ、1兆円規模の（不胎化）介入が、円／ドルレートの終値を70銭あまり、変化率では約0.6%望ましい方向へ変化させることを示した。ただし、90年代前半のように介入が有効でなかった時期もある。30%の円安のためには、50兆円の不胎化介入を必要とする計算になる。現在のような日銀当座預金残高の誘導目標を30兆円から35兆円とするスタンスでは十分ではない。（ただし、介入資金を市中に放置する非不胎化介入のほうが、それを売りオペで回収する不胎化介入よりも理論的には大きな効果を持つと考えられるので、50兆円よりも少なくてもすむかもしれない。）近年は、マネタリーベースの一部である日銀当座預金残高の誘導目標を段階的に引き上げているので、実際には非不胎化介入をしているといえなくもない。要するに、マネタリーベースをふやして円安に大きく誘導することは、1ドル＝150円といった固定相場制度に復帰でもしないかぎり、容易なことではない。また、一時的にしる近隣窮乏化政策を行うには貿易相手国との合意や国際協調が前提となる。

3 結論と今後の課題

日本経済のデフレを克服するために、より一層の量的緩和策により円安を誘導し、インフレ率を高めるという主張は実証的に支持できないことがわかった。

買いオペ等により無利子の日銀当座預金残高の誘導目標を高めたとしても、金融機関の銀行貸出が増加せず、期待インフレ率が高まらずに、設備投資や生産増にはつながっていない中では、デフレ克服（＝インフレ率をマイナスから安定的にゼロにすること）は困難である。かつてマネタリストのミルトン・フリードマンが「インフレは貨幣的な現象である」と述べたことがある。とすれば、デフレも貨幣的な現象ということになるのであろうか。貨幣の流通速度と信用乗数が著しく低下しており、効果が現れにくくなっている。

森本ほか（2003）は、構造型 VAR モデルを用いて先進国のインフレ率の要因分解を行い、生産性ショック、需要ショック、新興国の供給力拡大を背景とした供給ショックのうち日本において最近では需要ショックも大きいことを指摘している。需要不足の側面も無視できなくなっている。

では、いかにしてデフレから脱却できるのだろうか。クルーグマンが提唱するようなインフレ・ターゲットにコミットメントすると日銀がアナウンスしただけでは、その目標を達成するための十分な手段がなければ信認（credibility）を得られず期待インフレ率が高まらず、消費や投資が増えるとは考えられない。なお、本稿では取り上げなかった非伝統的な手段である政府貨幣発行（ステイグリッツ）や、物価水準ターゲット＋国債の日銀引き受けによる財政支出（バーナンキ FRB 理事）など他のデフレ脱却策については別稿に譲ることにする。

参考文献

- Fujii E., “Exchange rate pass-through in the deflationary Japan: How effective is the yen’s depreciation for fighting deflation?” 日本経済学会報告論文（October 13, 2003）
- Svensson L., “Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: the foolproof way and others,” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 17, no. 4 (Fall, 2003) pp. 145-166
- Toda, H. and T. Yamamoto, “Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes,” *Journal of Econometrics*, vol. 66, nos. 1&2 (March/April, 1995) pp.

わが国のマネタリーベース、為替レートおよびインフレ率に関するバブル後の検証（井澤）

225-250

- 井澤秀記・橋本優子、「わが国の為替介入の効果に関する実証研究－1991年5月から2000年4月まで－」国民経済雑誌、第190巻第4号（2004年10月）pp. 59-74
- 大西茂樹、「デフレーションの要因分析」財務省財務総合政策研究所編「フィナンシャル・レビュー」第66号、90年代の金融政策特集（2002年12月）pp. 68-112
- 粕谷宗久・平形尚久、「外国為替レート・輸入物価変動からの国内物価への波及の大きさおよびその要因の分析」日本銀行調査統計局、Working Paper 02-10（2002年11月）
- 寺井晃・飯田泰之・浜田宏一、「金融政策の波及チャンネルとしての為替レート」ESRI（内閣府経済社会総合研究所）discussion paper, no. 59（2003年9月）
- 藤井隆雄、「為替レート決定理論におけるマネタリーモデルの妥当性」金融経済研究、第19号（2003年3月）pp. 29-41
- 宮尾龍蔵、「円安政策の効果」経済研究、vol. 54, no. 2（April, 2003）pp. 114-125
- 森本喜和・平田渉・加藤涼、「世界的なディスインフレ」日本銀行調査月報（2003年5月）pp. 131-175

対外直接投資と日本企業の技術力

——「商工業実態基本調査」のマイクロ統計データ による計量分析——

富 浦 英 一

1. はじめに

海外に進出する企業は相対的に技術力の高い企業であると言われる。その理由としては、外国での事業活動に際して、地元消費者のブランド認知、流通網の整備・維持等の面で地元企業に比べ不利となることが多いため、技術力に代表される市場で入手困難な優位性の保持を求められることがあげられる。海外直接投資に関する経済分析の貴重な教科書である Caves (1996) も、過去の実証分析をサーベイして、研究開発は海外直接投資の最も確実な説明要因であるとしている。海外直接投資の要因をサーベイした国連の報告書でも、この結論はコンセンサスに近いとされている (UN (1992))。ところが、日本の海外直接投資に関する過去の実証分析結果を見ると、確かに先進国向けの直接投資については研究開発集約度との正の関係が明確に見られるが、アジアに対する直接投資については有意な関係がないとされていた (Belderbos and Sleuwaegen (1996)、深尾他 (1994) など)。

しかしながら、これらの日本に関する先行研究は、いずれも 1980 年代のデータに基づくものであった¹。日本企業がバブル崩壊後に研究開発投資を大幅に

1 経済学の国際的な学術誌に掲載された論文の範囲では、これらより後に、日本の対外直接投資と研究開発の関係を企業レベルで実証分析した例は筆者が検索したところでは見当たらない。

節減したこと、アジアの企業が経済危機を挟みつつも研究開発に積極化し生産性を向上させてきていること等を考えると、1990年代の間に、日本企業とアジア企業の技術的競争力は様変わりした可能性がある。即ち、最近では、欧米だけでなくアジアに進出するに当たっても、日本企業は高度な技術力を備えている必要があるようになったのではないかということである。本稿では、より新しい時点でのデータを用いて、この問題を再検討する。

加えて、先行研究で残されているもう一つの課題として、データの代表性または網羅性の問題があげられる。つまり、海外直接投資データを用いたため、自動的に、海外直接投資を行っていない企業を排除した分析になっていることが多い。こうした標本の *selectivity* が結論を左右していないかを、直接投資経験の有無に関わらない広範な 11 万社を超える企業を網羅したデータを利用して確認することとする。

本稿では、以下、まず次節で、日本に関する主要な先行研究を概観し、次に、用いたデータの概要にふれる。データの詳細については、付論を参照ありたい。第 4 節で推定式について説明した後で、第 5 節で推定結果を報告する。最後の第 6 節は結びに当てられる。

2. 日本に関する主な先行研究

日本企業による対外直接投資、特に製造業企業の対アジア直接投資に、企業の研究開発が与えた影響を、計量的に実証分析した主要な先行研究について、その概要を整理することとする。

まず、深尾他（1994）は、研究開発投資と海外生産の関係を企業レベルで正面から実証分析したものである。研究開発集約度²と海外生産比率の関係は、

2 研究開発集約度の指標としては、フローの研究開発支出が売上に占める比率が一般的だが、本来はストック・ベースで技術力を計測すべきである。深尾他（1994）は、有価証券報告書や「会社四季報」から研究開発ストックを推計し粗付加価値に対する

対先進国直接投資においては正であるが、対発展途上国においては負と結論している。この結果について、深尾他（1994）は、複数立地間で生産の配分を決める企業に関するモデルに基づき、「技術知識ストックを蓄積した企業ほど、労働投入が相対的に少なく投資先の高労働コストの影響を受けにくい」（126頁）と説明している。ただ、彼らの理論モデルでは、投資先現地企業との競争は明示的に扱われておらず、先進国への直接投資の動機としては、貿易摩擦が激しかった時代を反映してか関税回避（tariff-jumping）があげられている。

系列関係が日本企業の海外直接投資に与える影響をマイクロ・レベルで分析した Belderbos and Sleuwaegen (1996) は、研究開発集約度も説明変数に含めている。推定結果によれば、研究開発集約度は、北米・欧州への製造拠点保有については有意に正の関係を持つが、東南アジア進出については有意でない。Belderbos and Sleuwaegen (1996) は、日本の総合商社による活発な支援、地域に展開した日本企業のネットワーク、東南アジア諸国の積極的な外資誘致策等が、現地における強力な競合企業の不在と相俟って、こうした違いをもたらしたと論じている。

海外に進出した日本企業の撤退という従来分析されてこなかった重要なテーマに光を当てた洞口（1992）は、その第4章において海外直接投資の決定要因も分析している。その推定によれば、研究開発集約度は、海外派遣従業員数を被説明変数とする場合には統計的に有意となるものの、在外子会社数や海外投融资残高で測った海外直接投資の決定要因として有意でない。言い換えれば、日本本社から人材を派遣しなければ技術的優位性は保持できず、企業の技術力と海外直接投資の間に明快な正の関係は伺えないことになる。

比率を用いている。本稿では、特許件数の使用により研究開発費フローへの依存に問題がないかを確認する。

また、若杉（1997）は、深尾他（1994）と同じ「わが国企業の海外事業活動基本調査」のデータを用いて、海外生産比率を被説明変数として推定したところ、研究開発集約度の係数が意外にも負との結論を得た。これについて、「最も革新的な技術成果を直ちに海外の生産活動に利用することには、多くの困難を伴うことが容易に予想され」「最初に国内における生産活動に利用され」るからであろうと説明している（若杉（1997）52頁）。この解釈も、アジアなど一部の海外で旧式の技術が許容されることを前提としている。

これまでの研究は、日本企業の海外直接投資の解明に大きく貢献したが、依然多くの課題が残されている。まず推定法について、洞口（1992）や若杉（1997）は、最小二乗法を用いているため、データの *selectivity* や *truncation* の問題がある。深尾他（1994）は、海外生産がゼロの点における *truncation* を考慮した Tobit モデルを OLS と併用しているが、海外生産を行った企業のみから構成される標本に依存しているため *selectivity* の問題は避けられない。Belderbos and Sleuwaegen（1996）においては、立地選択の *logit* 推定に集中しているため *truncation* の問題はないが、海外進出度合いの計測は断念されている。また、標本中に海外進出を全くしていない企業を含めているため *selectivity* の問題も深刻でないが、それら企業は全体の約3割にとどまり、母集団における比率を反映させる意図は見受けられない。

また、データの計測時点について、深尾他（1994）は1986年度、洞口（1992）は1987年時点、若杉（1997）は1989年度のデータを用いており、また、Belderbos and Sleuwaegen（1996）は1989年までの直接投資を対象として企業データを集めており、いずれも1980年代のデータに依存している。先駆的研究が行われた各々の分析時点では止むを得なかったとはいえ、バブル崩壊とアジア経済危機を経た今となつては、より近時のデータによる再推定が望まれるところである。

更に、先行研究においては、総じて分析対象企業数は限られている。深尾他

(1994)、若杉(1997)ともに、海外展開が進んだという意味で典型例ではあるが電気機器産業に限定したため、産業間比較や他産業における普遍性の検証は不可能となっている。対象企業数も、一業種なので、それぞれ33社、29社にとどまる。Belderbos and Sleuwaegen(1996)でも、企業数は204社に増え、しかも海外進出をしていない65社を比較対象として含んでいるが、電子・精密機械産業に限られている。製造業全体をカバーした洞口(1992)においても299社にとどまり、いずれの場合も、日本企業全体を表す代表性のある標本とみなすには難があることも事実である。

3. データの概要

本稿では、対外直接投資と技術力の関係を直接に企業レベルで検証すべく、マイクロ統計データを用いた。具体的には、統計法に基づく目的外利用承認の形で「商工業実態基本調査」の企業レベル個票データにアクセスして分析を行った。同統計は、通商産業省(現 経済産業省)によって1998年時点で実施されたもので、広範な企業を対象に、海外関連にとどまらない多様な企業情報を網羅した貴重な調査である。分析対象となった企業数は、製造業企業に限定したにも関わらず、118,300社に及び、従来の標本数に比べ遥かに多数で、小規模企業も裾切りなくカバーしていることもあって、日本の製造業全体を代表するサンプルとみなせる。なお、データの詳細については、付論を参照されたい。

さて、分析に用いた変数について、その平均と標準偏差を表1にまとめた。平均に比べ標準偏差が大きく、企業間の大きなばらつきが伺える。海外直接投資については、海外従業者や海外生産等の連続的指標が本調査にないため、海外子会社の箇所数で把握せざるを得ない。このため、海外直接投資規模の議論はできない。この表からわかることとしては、まず、海外直接投資を行っている企業は、平均して、子会社を3社保有しており、そのうち2社はアジアに所在している。これに対して、平均して2社保有されている関連会社については、

表 1 使用した変数に関する要約統計量

	観測企業数	平均	標準偏差
対外直接投資（世界計、子会社）	2,468	3.32	7.29
対外直接投資（アジア、子会社）	1,862	2.14	3.19
対外直接投資（世界計、関連会社）	1,831	2.15	3.16
対外直接投資（アジア、関連会社）	1,528	1.93	2.60
研究開発集約度(%)	19,314	2.71	15.35
売上高	118,300	2,629	45,976
資本－売上比率	96,515	0.43	3.46
人的資本集約度	118,300	4.11	5.85

(注) 変数の定義については、本文参照。対外直接投資は海外子会社・関連会社の数、他の変数は百万円単位で計測。

そのほとんどがアジアに在る。また、研究開発を行っている企業は、平均して、売上の約3%を研究開発に振り向けている。

4. 推計式

本節では、推定に用いた定式化を説明する。直接投資と研究開発集約度を結びつける以下のような誘導型を用いた。

$$FDI_i = \alpha + \beta_1 \ln\left(1 + \frac{R\&D_i}{Q_i}\right) + \beta_2 \ln Q_i + \beta_3 \ln \frac{K_i}{Q_i} + \beta_4 \ln HS_i + \gamma DUM + u_i$$

変数の概要については、以下のとおりである。横断面データ・セットにおいて企業を i ($i=1, 2, \dots, N$) で示す。まず、対外直接投資 (FDI) については、先進国またはアジアにおける自社保有の海外子会社または関連会社の数が当てられる。2 桁業種ダミーは DUM 、誤差項は u で表されている。

次に、関心事項である研究開発集約度 ($R\&D/Q$) については、通常通り、

研究開発費を売上高で除した比率を用いた。なお、半数を遥かに超える企業が全く研究開発を行っていない事実に鑑み、対象企業数を増やすために、対数変換する前に、研究開発集約度に1を加えた。我々の課題は、この係数が対先進国だけでなく対アジア直接投資を被説変数とする場合でも有意に正であるか、また、係数が対先進国の方が対アジア投資よりも依然として大きいのかどうかを確かめることにある。

次に、企業規模を制御するために、売上高 (Q) を入れた。海外進出に伴う参入障壁は企業規模と比例的に増大するとは考えにくいことから、大企業ほど積極的に海外投資を行うはずで、この係数は正と予想される。

また、資本一売上比率 (K/Q) は、対外直接投資に際して必要となる資本集約度の尺度と見ることができる³。資本市場が不完全な状況では、売上高で測った企業規模に比して資本蓄積が豊かな企業ほど対外直接投資に必要な資金を用意しやすいことから、この係数も正のはずである。

最後に、人的資本集約度 (HS) については、一人当たりの「販売及び一般管理費」として定義したもので、当該企業の広告宣伝集約度と非生産活動支出比率を合成したものと解釈でき、研究開発支出を通じて蓄積される技術力と並んで市場取引費用が嵩む人的資本・経営能力の豊かさを示す尺度と見ることができる。取引が困難な無形財産を多く保有する企業ほど直接投資により、その果実を内部化しようとするので、この係数も正と予想される。

なお、この定式化は多様な説明変数を右辺に含んでいるが、多くの変数は同時決定の関係にあり、あくまで誘導型と見るべきものであって、右辺の要因を結果として左辺の直接投資が生じるという因果関係として解釈すべきものではない。

3 研究開発費データがない場合に、資本一売上比率を企業の無形財産の逆数尺度として用いている例もあるが、本稿では、研究開発集約度や人的資本集約度を別途説明変数として含んでいる。

5. 推定結果

5.1. 変数間の相関

本節では、回帰分析の結果を整理する。ただ、その前に、変数の間の相関を見しておくことは有益である。表 2 に相関係数を整理した。研究開発集約度と各種対外直接投資の間の相関に注目すると、研究開発と対外直接投資を共に行っている少数の企業に限定すると比較的強い相関 (0.239-0.349) が確認できるのでに対し、研究開発や対外直接投資を行っていない大多数の企業を加えると相関が極端に落ちること (0.062-0.080) が見てとれる。このことから、対外直接投資を行った企業のみ限定した推定結果がバイアスをもたらすことが示唆される。

5.2. 限定された標本の OLS 推定

まず、従来の結果との比較のために、対外直接投資・研究開発を実施した企業に限定した標本による OLS 推定結果である表 3 を見てみることにしよう。先行の類似研究に用いられたサンプルに比べれば多いとはいえ、企業数は約 1 千社にとどまる。

子会社について先進国とアジアを比較した第 1 列と第 2 列を比べると、研究開発集約度の係数推定値に著しい違いがあることが確認できる。日本企業の対先進国投資は研究開発に非常に敏感であるが、対アジア投資は感応的でないとした先行研究の結果と整合的である。ただ、アジア直接投資に対する研究開発集約度の係数は、小さいとはいえ統計的に有意である。この点は、1980 年代のデータに基づいてアジアへの直接投資には研究開発集約度は有意な関係を有さないとしていた従来研究とは異なる結果となっている。これは、1990 年代におけるアジアにおける技術力に関する相対的優位性の変動を反映したものの解釈が可能であろう。

ただ、関連会社について比較した表 3 の第 3・4 列からは、こうした対比は伺えない。これは、50%に至らない持分での直接投資には、ポートフォリオ動機

表 2 変数間の相関

研究開発も対外直接投資も行っている企業に限定した場合（464 社）

	<i>MajI</i>	<i>MajA</i>	<i>MinI</i>	<i>MinA</i>	<i>R&D/Q</i>	<i>Q</i>	<i>K/Q</i>	<i>HS</i>
<i>MajI</i>	1.000							
<i>MajA</i>	0.686	1.000						
<i>MinI</i>	0.684	0.512	1.000					
<i>MinA</i>	0.428	0.629	0.560	1.000				
<i>R&D/Q</i>	0.349	0.336	0.249	0.239	1.000			
<i>Q</i>	0.505	0.518	0.466	0.476	0.358	1.000		
<i>K/Q</i>	0.012	0.005	0.056	0.077	0.086	0.132	1.000	
<i>HS</i>	0.231	0.232	0.140	0.179	0.214	0.417	0.011	1.000

研究開発や対外直接投資を行っていない企業を含めた場合（95,143 社）

	<i>MajI</i>	<i>MajA</i>	<i>MinI</i>	<i>MinA</i>	<i>R&D/Q</i>	<i>Q</i>	<i>K/Q</i>	<i>HS</i>
<i>MajI</i>	1.000							
<i>MajA</i>	0.666	1.000						
<i>MinI</i>	0.569	0.463	1.000					
<i>MinA</i>	0.429	0.554	0.478	1.000				
<i>R&D/Q</i>	0.079	0.080	0.062	0.062	1.000			
<i>Q</i>	0.171	0.216	0.156	0.187	0.059	1.000		
<i>K/Q</i>	0.009	0.009	0.010	0.008	0.039	0.072	1.000	
<i>HS</i>	0.055	0.063	0.044	0.053	0.049	0.215	0.046	1.000

(注) 対外直接投資について、*Maj* (*Min*) は子会社（関連会社）を各々表し、*I* (*A*) は先進国（アジア）を表す。対外直接投資は海外会社数だが、他の変数は対数表示。研究開発集約度については、対数をとる前に 1 を加えた。

表3 限定された標本によるOLS推定結果

	(1) 先進国 ・子会社	(2) アジア ・子会社	(3) 先進国 ・関連会社	(4) アジア ・関連会社
研究開発集約度	43.343 (12.530)	9.763 (4.331)	8.559 (2.816)	12.678 (3.699)
売上高	1.486 (0.134)	0.943 (0.092)	0.235 (0.035)	0.505 (0.053)
資本－売上比率	0.185 (0.157)	0.107 (0.102)	0.031 (0.036)	0.066 (0.065)
人的資本集約度	0.472 (0.198)	0.122 (0.112)	0.077 (0.059)	0.106 (0.095)
R^2	0.273	0.276	0.186	0.232
企業数	1,266	1,266	1,056	1,056

(注) 研究開発も対外直接投資も行っている企業のみに限定。カッコ内は分散不均一性を考慮した推定誤差。業種ダミーを使用。

による投資や販売拠点への直接投資が多く含まれる可能性があるからであろう。

この他、同じく表3からは、資本－売上比率については必ずしも有意な結果が得られていないが、企業規模や人的資本が、対外直接投資と予想通りに有意に正の関係にあることも確認できる。

5.3. 全企業に関する推定結果

次に、研究開発や海外直接投資を行っていない企業も含めた全企業をサンプルとした推定結果を見てみよう。以下では、子会社への投資に限定した比較に

絞って議論を進めよう。表4でわかるように、対象企業数は一挙に10万社前後に増加する。海外直接投資はそもそも非負の値しか取り得ずゼロで切斷されており、実際に多数の企業でゼロを記録しているため、OLSではなく、表4では、左側でセンサー（検閲）されたトービット（left-censored Tobit）モデルを用いた⁴。

表4から明らかことは、企業規模による裾切りや、海外直接投資を行っていない企業を排除するといった制約を外した全体の標本を用いて推定しても、研究開発集約度の係数は対先進国直接投資の方が対アジア直接投資よりも遥かに大きいということである。つまり、対外直接投資や研究開発を行っていない企業を含めても、依然として、対外直接投資と研究開発集約度の間には統計的に有意な正の関係があり、かつ、その関係は、対先進国投資の方が対アジア投資よりも強いという結論はロバストであることがわかった。

他の変数も正確に推定されており、資本一売上比率も、ここでは、当初の予想通りに正で有意となっている。

5.4. 特許データによる代替的な研究開発集約度の利用

企業の真の研究開発集約度を把握するには多大な困難を伴う。しかし、過去1年間におけるフロー・ベースの研究開発費支出が完璧な尺度から程遠いことだけは確かである。そこで、同じ統計調査で把握されている当該企業の保有特許件数を用いて、我々の結論の頑健性を確かめることとする。

特許件数については、同じストック・ベースで相対化するため、資本ストック

4 Tobitモデルの前提は、海外直接投資を行うか否かの決定式と投資額の説明式が一致するということであるが、この前提は必ずしも満たされまい。また、ここで用いた海外直接投資データは海外会社数であるため、整数値しかとり得ないという制約もある。これらの問題を考慮した Heckman の2段階推定法や負の二項分布モデルを用いた結果については、拙著別論文に譲ることとする。

表 4 標本全体を用いた推定結果

	(1) 先進国	(2) アジア	(3) 先進国	(4) アジア
研究開発集約度	21.246 (1.764)	9.179 (1.096)	23.665 (1.606)	10.245 (0.987)
売上高	3.974 (0.094)	1.956 (0.042)	4.257 (0.097)	2.025 (0.042)
資本－売上比率	1.397 (0.143)	0.516 (0.057)	-----	-----
人的資本集約度	1.791 (0.157)	0.513 (0.063)	-----	-----
統計量	対数尤度 = 6181.382 擬似 $R^2 = 0.370$	対数尤度 = 8989.287 擬似 $R^2 = 0.285$	対数尤度 = 6306.346 擬似 $R^2 = 0.374$	対数尤度 = 9134.983 擬似 $R^2 = 0.297$
企業数	95,143 (93,860)	95,143 (93,285)	118,300 (117,017)	118,300 (116,438)

(注) 被説明変数は子会社数。左センサー・トービットによる推定。業種ダミーを使用。企業数の下のカッコ内は、左側センサー企業数。

クで除したが、売上高比率を用いても結論に大きな違いは生じなかった⁵。

特許データを用いた推定結果については、表 5 に掲げてある。係数推定値の地域差は小さくなっているが、依然として、対先進国投資の方が対アジア投資よりも研究開発集約度（特許－資本比率）の係数が大きいという結論に変わり

5 特許により価値や償却が当然異なるはずだが、特許件数以外のデータがなかったため、企業が保有する全ての特許の経済的価値は同一と扱った。

表5 特許データを用いた推定結果

	(1) 先進国 (限定企業)	(2) アジア (限定企業)	(3) 先進国 (全企業)	(4) アジア (全企業)
特許－資本比率	13.563 (4.635)	6.600 (2.265)	7.904 (1.383)	3.347 (0.751)
売上高	1.973 (0.215)	1.144 (0.130)	4.052 (0.096)	1.987 (0.042)
資本－売上比率	0.712 (0.253)	0.298 (0.162)	1.585 (0.146)	0.565 (0.058)
人的資本集約度	0.762 (0.330)	0.169 (0.163)	1.892 (0.158)	0.541 (0.063)
統計量	$R^2=0.266$	$R^2=0.285$	対数尤度 = 6214.596 擬似 R^2 = 0.366	対数尤度 = 9002.170 擬似 R^2 = 0.284
企業数	974	974	95,143 (93,860)	95,143 (93,285)

(注) 被説明変数は子会社数。(1)・(2)列は対外直接投資・特許数ともに正の企業に限定した OLS 推定、(3)・(4)列は全企業に関する左センサー・トービットによる推定。業種ダミーを使用。企業数の下のカッコ内は、左側センサー企業数。

はないことが確認できる。即ち、先行研究でも多用されている研究開発費フローに基づく企業の技術能力の把握は主たる結論に影響しないことがわかった。

5.5. 他の地域への直接投資が与える影響

これまで、先進国やアジアといった各地域への直接投資と当該企業の研究開発集約度の関係を分析してきたが、この関係に影響する要因として、他の地域への投資経験は重要であろう⁶。つまり、アジアへの投資を決定するに際して、その企業が全く海外直接投資の経験を持っていない場合には、アジアにおける生産・販売に関する知識だけでなく、そもそも海外における子会社の運営に必要な国際的事業遂行能力自体が問われることになる。これに対して、先進国への投資を考慮している企業が、既にアジアで子会社を保有している場合には、既に国際ビジネス経験の面では問題はなく、残る主なハードルは欧米の地元企業と競争していける技術力を持っているかであろう。このように、ある地域への投資を判断する場合に、自社の技術力が持つ意味は、当該企業の他地域における投資経験と無縁ではない。

そこで、企業を各地域における子会社保有の有無によってグループ分けして分析を試みた結果が表6である。注目すべき結論は主に二つある。まず、先進国に子会社を保有している企業にとっては、アジアへの直接投資と自社の研究開発集約度の関係は有意でない。逆に、研究開発集約度の係数が最も大きいのは、アジアに子会社を保有している企業の対先進国投資においてである。前者については、既に先進国への進出を果たしている企業は、先進国企業と伍していけるだけの技術力を持っているだけに、アジア企業との技術競争に不安がないことを反映していると解釈できるであろうし、後者は、アジアに既に進出し

6 他の地域への投資が与える影響の分析として Belderbos and Sleuwaegen (1996) を参考にした。

表 6 他地域への直接投資の影響

	(1) アジアに 直投してい る企業の先 進国直投	(2) アジアに 直投してい ない企業の 先進国直投	(3) 先進国に直 投している 企業のアジ ア直投	(4) 先進国に直 投していな い企業のア ジア直投
研究開発集約度	56.229 (9.581)	10.212 (1.229)	5.945 (5.639)	3.551 (1.124)
売上高	3.732 (0.176)	1.997 (0.083)	2.226 (0.110)	1.040 (0.035)
資本－売上比率	0.953 (0.357)	0.821 (0.102)	0.094 (0.225)	0.294 (0.039)
人的資本集約度	1.647 (0.434)	0.874 (0.110)	0.121 (0.289)	0.209 (0.043)
統計量	対数尤度 = 2602.048 擬似 R^2 = 0.183	対数尤度 = 3271.671 擬似 R^2 = 0.289	対数尤度 = 2283.674 擬似 R^2 = 0.121	対数尤度 = 6311.211 擬似 R^2 = 0.189
企業数	1,858 (1,181)	93,285 (92,679)	1,283 (606)	93,860 (92,679)

(注) 左側センサー・トービットによる推定。業種ダミーを使用。企業数の下のカッコ内は、左側センサー企業数。

ている企業にとって、先進国への進出に当たって残る大きな問題が技術力であることを示している。対先進国直接投資における研究開発集約度の係数が、アジアに子会社を有する企業の方が有していない企業よりも大きくなっている一見意外な点については、アジアにすら子会社を有していない企業にとって先進国進出に際して検討すべき点が多々あるのに対して、既にアジアで子会社運営経験を積んだ企業にとっての課題は技術力一点に集約されるからであるとの解釈も可能だろう。

5.6. 直接投資の配分との関係

これまで、異なる地域（先進国、アジア）への直接投資を被説明変数として別々に推定して得られた係数を比較してきたが、企業は、各地域への直接投資の配分、子会社と関連会社の配分を全体として統一的に決定しているはずである。そこで、本節では、研究開発集約度を始めとした企業特性が、特に投資先地域の選択に影響しているのか、それとも、出資比率の判断に関係しているのかについて分析することとする。そこで、海外直接投資の絶対水準であった被説明変数を、子会社型直接投資に占める先進国の割合や、対先進国直接投資における子会社投資の割合等、配分比率に改める。

表7に示された推定結果を見ると、次のようなことが見てとれる。まず、研究開発集約度は、出資比率よりも投資先に関係しているようで、研究開発に積極的な企業は、出資比率に関わらず、先進国に進出する傾向が強い。また、出資比率に影響する要素としては、むしろ人的資本集約度が有意である。人的資本が社内に豊かに蓄積している企業は、関連会社形態よりも、過半出資による子会社形態による進出を好むという傾向が、対先進国投資では伺える。前者は、先進国とアジアの技術格差を反映した結果とも解釈可能であろう。後者については、人的資本も、企業にとって取引費用の高い無形財産を考えると、支配力の強い形態で進出して、成果を内部化したいとする企業の誘因が強いのは納得

表 7 対外直接投資の配分

	(1) 子会社にお ける先進国 の比率	(2) 関連会社に おける先進 国の比率	(3) 先進国にお ける子会社 の比率	(4) アジアにお ける子会社 の比率
研究開発集約度	5.482 (1.111)	7.570 (2.633)	1.377 (1.865)	0.887 (2.000)
売上高	0.174 (0.018)	0.185 (0.036)	0.058 (0.030)	0.0892 (0.026)
資本一売上比率	0.180 (0.038)	0.177 (0.082)	0.114 (0.070)	0.137 (0.055)
人的資本集約度	0.228 (0.046)	0.046 (0.089)	0.235 (0.084)	0.005 (0.061)
統計量	対数尤度 = 2332.737 擬似 R^2 = 0.099	対数尤度 = 1419.626 擬似 R^2 = 0.050	対数尤度 = 1351.271 擬似 R^2 = 0.021	対数尤度 = 2903.453 擬似 R^2 = 0.016
企業数	2,464 (左:1,181、 右:606)	1,826 (左:1,271、 右:300)	1,554 (左:271、 右:999)	2,837 (左:979、 右:1,311)

(注) 両側センサー・トービットによる推定。業種ダミーを使用。企業数の下のカッコ内は、センサーされた企業数。

がいく。ただ、センサーされた企業の数之余りにも多く、回帰式の説明力が低いこともあって、直接投資の配分については未だ決定的な結論を得るに至っていないと見るべきであろう⁷。

6. おわりに

本稿では、先行研究に比べ遥かに多数の企業を対象とした企業統計のマイクロ・データを用いて、海外直接投資と企業の技術力の関係を再検証した。ここでの推定結果によれば、1980年代のデータに基づく先行研究とは異なり、いまやアジアへの直接投資も、先進国への投資同様に、日本企業にとって高い技術力の蓄積が要求されるものとなった。とはいえ、技術力との関係は、依然として、先進国向け直接投資の方が大幅に強いことには変わりはなかった。こうした変化は、1990年代における欧米、日本、その他アジアの企業の間での技術力の変化を反映しているものと解釈できよう。

しかしながら、本研究に未だ多くの課題が残されていることも事実である。まず、理論モデルの導入は実証分析結果の解釈に大いに役立つであろう。また、推定法については、海外直接投資を行うか否かの二者択一的決定と投資規模の決定は異なるメカニズムによると考えられることから、筆者は別論文で Heckman 式の二段階推定を別途行ったところである。データ面では、例えば、海外直接投資は子会社の数で測られており、規模が調整されていない。また、投資親企業の要因との関係のみに注目し、投資先の環境の違いを考慮していない。ただ、これらのデータ面での問題は今回用いた統計上の制約によるもので

7 Barbosa and Louri (2002) は、ポルトガル企業について、研究開発は、部分所有直接投資とは有意な関係にないが 100%所有直接投資とは強い関係があることを見出している。研究開発の成果を内部化する行動として合理的である。本論文で用いたデータにおいては、過半所有の中で 100%所有が特記区別されていないので、明確な結論が得られなかった可能性がある。

あり、その解決には、新たな広範かつ詳細なマイクロ・レベルの海外直接投資データが今後別途利用可能となることを期待するしかなかろう。

付論 「商工業実態基本調査」について

本稿でデータを用いた「商工業実態基本調査」（以下、「商工実」と略称。）は、我が国商工業の実態把握を目的とした統計である。事業所単位の統計が伝統的に多い中であって、小規模企業も対象とした大規模な企業単位の調査として貴重なものであったが、1998年6月30日時点の調査が一回実施されただけで、調査予算等の制約のため、その後、現在に至るまで同調査は行われていない⁸。調査結果は、『平成10年商工業実態基本調査報告書』として、中小企業庁・通商産業省大臣官房調査統計部によって2000年にCD-ROM付きで刊行されている。

「商工実」調査は、以前から行われてきた「工業実態基本調査」を基本的には踏襲する調査であるが、「商業実態基本調査」も統合して、卸売・小売業、飲食店に属する事業所を有する企業も調査対象に加えている。ただ、本稿では、製造業企業に絞った分析を行っている。なお、類似の企業単位の調査としては「企業活動基本調査」があるが、従業者50人以上かつ資本金額又は出資金額3千万円以上の会社を対象を限定したもので、時系列変化の把握も可能となっているが、裾切り要件が厳しく、我が国製造業の全貌を代表するサンプルとして設計されていない⁹。これに対し、「商工実」は、全数悉皆調査ではないが、製造業企業全体の母集団を代表する意図で設計された調査である。「事業所統

8 次回は、中小企業に絞った調査として実施する方向で中小企業庁において準備が進められている。このため、類似のデータ収集が可能となるが、今後も同一データの異時点間比較は不可能なままである。

9 重複調査負担を避ける趣旨から、「企業活動基本調査」の対象となった企業については、その調査結果を「商工業実態基本調査」に利用している。

計」等の名簿から、従業者 50 人以上の企業は全数、それ以下の規模の企業については、従業者 1 人の小規模企業も含め、業種、従業者規模区分ごとに精度を設定して、特異値は拾いつつ、標本を決めている。単純な比率による抜き取りでないため、サンプル比率を乗じた単純な補正は難しい。政府から個別セルごとの抜き取り確率が公表されていないこともあって、ここでは、サンプリング頻度を調整していない。このため、本稿における数値の絶対水準の解釈には注意を要する。ただ、多くの場合、本稿で報告した数値は、控えめな推定値となっている。例えば、海外直接投資を行っている企業の少なさについては、海外直接投資を行っている率の低い小規模企業のサンプル比率が相対的に低いことを考慮すれば、母集団における比率は更に低くなり、ここでの結論はむしろ強化される。なお、一部の集計値については、補正後の数値が公表されているが、クロス集計値については、多くの場合、公表されていない¹⁰。

調査項目として、「商工実」は、従業者数、売上高といった基本的事項をおさえているのに加え、損益計算書における「販売費及び一般管理費」、貸借対照表における資産・負債も含む。更に、国際経済関連では、輸出比率、輸入比率、原材料仕入れのうち輸入金額、外注のうち海外企業への外注（企業数、金額）、海外子会社・関連会社の箇所数¹¹といった貴重な項目がカバーされている。米国の製造業に関する最も基本的な統計である *Census of Manufacturers* では輸出比率が把握されているが、対応する日本の「工業統計」では調査されておらず、「商工実」は、この点で貴重である。最近米国等で注目が集まっているオフショアリング（海外へのアウトソーシング）については、産業連関表に

10 また、一部の数値（海外子会社等）については、個人企業を除外し法人企業に限定した集計値しか公表されていない。

11 「子会社」とは過半数所有、「関連会社」とは百分の 20 以上、50 以下の所有として定義されている。全世界に加え、アジアにおける箇所数を特掲している。この他、「海外事業所」（支店、営業所、工場など）も調査されているが、アジアの別はない。

における中間財輸入を以って近似的な指標とされることが多いが、「商工実」において、外注が国内・海外の別に把握されていることは、世界的に見ても稀なデータと評価できよう¹²。この他、研究開発費、工業所有権件数、パソコン台数等、「工業統計」では把握されていない企業の技術力に関連した項目も含まれている。

このような貴重な調査項目を含む「商工実」の企業データを研究に用いるべく、筆者は同調査個票の利用を政府に申請して承認された（平成14年6月26日付け総統審第238号で承認、同年7月22日付け官報掲載の総務省告示第428号で告示）。「商工実」は統計法に基づく指定統計であるため、統計実施官庁である通商産業省（現 経済産業省）に加え、政府統計全般の基準・監督を司る総務庁（現 総務省）の目的外利用承認が必要であった。なお、調査対象秘匿のため、個別企業の特定・識別を可能とするような結果の公表は認められていない。

謝 辞

本稿は、統計法に基づく指定統計個票の目的外利用承認の下での分析成果の一部を報告した未定稿 Tomiura (2003) の推定結果の一部を引用しつつ、文章に大幅な修正を加えたものです。総務省（当時 総務庁）統計局及び経済産業省（当時 通商産業省）調査統計部におけるご担当者、特に元橋一之氏と坂本純子氏を始めとした方々のご協力に改めて感謝致します。なお、本研究は科学研究費補助金（C13630056 及び C16530152）及び日本経済研究奨励財団の助成を受けました。また、Tomiura (2003) の初稿については、国際シンポジウム *New Development in Asia Pacific Region: Economic Analysis using Micro*

12 ただし、製造・加工の外注に限られ、サービスの外注は含まれていない。しかし、大企業に限定して豊富な項目を網羅している「企業活動基本調査」でも対応する数値的な項目はない。また、前身の「工業実態基本調査」でも、外注について国内外の区別はされていなかった。

Data で発表し、Rene Belderbos、Jong Wha Lee、木村福成、若杉隆平を始めとする諸先生から有益なコメントを頂きました。併せて、御礼申し上げます。

参考文献

- Barbosa, Natalia, and Helen Louri (2002) “On the Determinants of Multinationals’ Ownership Preferences: Evidence from Greece and Portugal,” *International Journal of Industrial Organization* 20, 493–515.
- Belderbos, Rene, and Leo Sleuwaegen (1996) “Japanese Firms and the Decision to Invest Abroad: Business Groups and Regional Core Networks,” *Review of Economics and Statistics* 78, 214–220.
- Caves, Richard, (1996) *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, second edition, (Cambridge: Cambridge University Press).
- Tomiura, Eiichi (2003) “Firm-level Relationship between Technological Capability and Foreign Direct Investment,” Discussion Paper No. 138, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe University.
- United Nations Center on Transnational Corporations (UNCTC) (1992) *The Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey of the Evidence*, (New York: United Nations Publications).
- 深尾京司・伊澤俊泰・国則守生・中北徹 (1994) 「研究開発投資と海外生産活動——電気機械器具産業の企業データによる実証分析——」日本銀行金融研究所『金融研究』第13巻第1号117–165頁.
- 洞口治夫 (1992) 『日本企業の海外直接投資——アジアへの進出と撤退——』東京大学出版会.
- 若杉隆平 (1997) 「日本企業の直接投資：市場要因と企業特殊要因の実証分析」『三田学舎雑誌』第90巻第2号40–58頁.

有価証券報告書における ディスクロージャー制度の整備

——「証券市場の改革促進」に基づく改正を中心として——

関 口 秀 子

1. はじめに

金融庁は、「証券市場を幅広い投資家の参加する真に厚みのあるものとし、市場機能を中核とした我が国金融システムの中心を担うものとしていくため、発行体である企業、市場仲介者、市場開設者、投資家に関する制度の改革について、包括的な取組みを迅速に実施する」¹ という主旨のもとに、平成 14 年 8 月 6 日に、「証券市場の改革促進プログラム」² (以下、「プログラム」という) を公表した。この「プログラム」を踏まえて、金融審議会第一部会 (以下、金融審第一部会という) は、平成 14 年 12 月 16 日に報告：「証券市場の改革促進」³ (以下、「報告書」という) を提言した。

これらを受け、制度を整備するための一環として、証券取引法に基づくディスクロージャー制度の整備を行うために、証券取引法施行令等⁴ が改正された

1 金融庁 [13] 証券市場改革促進プログラム (概要)

2 金融庁 [13]

3 金融審第一部会 [8]

4 谷口 [6] 本稿に主に関連する改正は、企業内容等の開示に関する内閣府令及び事務ガイドライン「企業業内容等の開示に関する留意事項について」(企業内容等開示ガイドライン) であり、改正年月日はいずれも平成 15 年 3 月 31 日、平成 15 年 4 月 1 日から施行されている。

のである。

本稿は、「報告書」における「ディスクロージャーに関する制度整備」にある一項目「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」において述べられている「有価証券報告書」に関する制度整備に言及する。検討の対象とするのは、有価証券報告書における制度整備として挙げられ、制度改正が行われた「リスク情報」・「経営者による財務・経営分析（MD&A）」・「ガバナンス関連情報」の開示の充実及び「有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認」の事項⁵である。

その目的は、今回行われた有価証券報告書に関する制度整備によって、ディスクロージャーが一層進展し、「企業に関する情報が投資家に対し正確に、具体的に、かつ、わかりやすく開示」⁶されていることを明らかにすることである。

まず、ディスクロージャー制度における有価証券報告書の位置付けと目的とを明確にする。その後、今回の制度整備が、それ以前の証券取引法におけるディスクロージャー制度の延長線上にあることから、有価証券報告書に関連する同法の変遷を概観する（第2節）。次に、「プログラム」及び「報告書」の背景と概要を明らかにし、有価証券報告書に関するディスクロージャー制度の整備事項と内容を項目毎に検討することにする（第3節）。さらに、「報告書」を受けてなされた改正点に論及した後、調査対象とする企業（以下、サンプル企業という）10社を選び、平成16年3月期分として提出された実際の有価証券報告書について改正点の具体的内容を検討する（第4節）。最後に、今回の制度整備によって、ディスクロージャー制度の一つである有価証券報告書が「企業と投資家の情報の架橋」⁷としての役割を果たし、「企業に関する情報が投資家に

5 制度改正後の有価証券報告書における記載項目は、それぞれ「事業等のリスク」、「財政状態及び経営成績の分析」、「コーポレート・ガバナンス」、添付書類は「代表者による適正性の確認」である。

6 金融審第一部会 [8] 5頁

7 金融審第一部会 [8]

対し正確に、具体的に、かつ、わかりやすく開示」という目的が達成されていることを明らかとする。

2. ディスクロージャー制度と有価証券報告書

2-1 ディスクロージャー制度

証券取引法におけるディスクロージャー制度とは、「有価証券の発行・流通市場において、一般投資者が十分に投資判断を行うことができるような資料を提供するため、有価証券届出書を始めとする各種開示書類の提出を有価証券の発行者等に義務づけ、これらを公衆縦覧に供することにより、有価証券の発行者の事業内容、財務内容等を正確、公平かつ適時に開示し、もって投資者保護を図ろうとする制度」⁸であるとされる。

この定義に従い、証券取引法上のディスクロージャー制度を単に投資者保護を図ろうとする範囲内に留めるとする思考は、その適合性に問題があり、筆者は対象をステークホルダー全体にまで拡大するものである。

何故ならば、ディスクロージャー制度の対象企業が、国民経済に多大の影響を与える大規模会社であり、それら企業の経営実態に関する情報開示は、特に金融ビッグバン以降の我が国資本市場や企業経営のグローバル化といった経済の変化に伴い、国民経済の観点から要請されていると認識することができるからである。

さらに、ディスクロージャー制度を規制する証券取引法は、第1条において、同法の目的を「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、且つ、有価証券の流通を円滑ならしめること」と定めている。この解釈を巡っては議論されてきたが、証券市場を視野に入れた場合、「証券取引法は、国民経済の適切な運営と投資者の

8 財務省関東財務局 [14] 企業内容等の開示。

保護を究極の規制目的とするものである。したがって、証券取引法の規定は、国民経済の適切な運営と投資者の保護を推進し、適合するように、運用されなければならない⁹とする考え方に従うのが適切であり、ディスクロージャー制度の目的も単に投資者保護にのみ留まらない、と考えるのが筋である。

斯くして筆者は、ディスクロージャー制度は投資者のみではなくステークホルダー全体を情報の利用者と認識し、それらの人々に対して、可能な限り、企業の正確かつ迅速で実態を反映した開示を行うことにより、国民経済の適切な運営に資する制度であると理解するものである。

後述するが、ディスクロージャー・ワーキング・グループの報告書では、「証券取引法におけるディスクロージャー制度は、有価証券の発行市場及び流通市場において、投資家が十分に投資判断を行う事ができるような情報を提供するため、有価証券届出書、発行登録書、有価証券報告書、半期報告書、臨時報告書等の開示により、『有価証券の内容』、『有価証券の発行者の財務内容、事業内容等』等の情報を正確、公平かつ適時に開示し、投資家はその責任において投資に必要な判断を行うための機会を与えることにより『投資家保護』を図るとともに、有価証券の発行市場及び流通市場での取引を公平化することにより『有価証券の円滑な流通』を図ろうとする制度である¹⁰、とする見解を示している。

しかしながら、本稿では、ディスクロージャーの対象者について検討することが目的ではないこと、及び実質的なディスクロージャーの効果については、投資者だけを視野に入れた場合とステークホルダー全体を視野に入れた場合との間に「情報の必要性」という観点からは相違がないことから、本稿では、ディスクロージャー制度とは財務省のいう「もって、投資者保護を図ろうとする制度」とし、論を進めることとする。

9 神崎 [2] 33頁。

10 金融審議会第一部会 [10]「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告

2-2 有価証券報告書

有価証券報告書とは、事業年度の企業内容を開示する基本書類としての位置付けにあり、証券取引法に基づき、継続開示会社が、「内閣府令で定めるところにより、事業年度ごとに、当該会社の商号、当該会社の属する企業集団及び当該会社の経理の状況その他事業の内容に関する重要な事項その他の公益又は投資者保護のため、必要かつ適当なものとして内閣府令で定められる事項を記載した報告書」（証取法第24条1項）である。その目的とするところは、継続開示制度における報告書として、有価証券発行者に関する情報を定期的（或いは臨時的）に開示し、証券市場での有価証券の投資判断や証券の円滑な流通に資することである。

記載内容等については、企業内容等の開示に関する内閣府令（平成15年4月1日施行 以下、開示府令という）15条に定められている。最も一般的な内国会社第3号様式による記載内容項目は次のようになっているが、今回改正された項目には網掛け表示をしている。

第一部【企業情報】

第1 企業の概況

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

第2 事業の状況

- | | |
|-----------------|----------------|
| 1 事業等の概要 | 2 生産、受注及び販売の状況 |
| 3 対処すべき課題 | 4 事業等のリスク |
| 5 経営上の重要な契約等 | 6 研究開発活動 |
| 7 財政状態及び経営成績の分析 | |

第3 設備の状況

- 1 設備投資等の概要
 - 2 主要な設備の状況
 - 3 設備の新設、除却等の計画
 - 第4 提出会社の状況
 - 1 株式等の状況
 - 2 自己株式の取得等の状況
 - 3 配当政策
 - 4 株価の推移
 - 5 役員の状況
 - 6 コーポレート・ガバナンスの状況
 - 第5 経理の状況
 - 1 連結財務諸表等
 - 2 財務諸表等
 - 第6 提出会社の株式事務の概要
 - 第7 提出会社の参考情報
- 第二部【提出会社の保証会社等の情報】

2-3 証券取引法の変遷

(1) 制定

我が国の証券取引に関しては、第2次世界大戦以後では、昭和22年3月28日に成立した証券取引法が最初の法典であった。同法は本文92条、附則7条からなっていたが、第5章証券取引委員会の条項のみが実施されただけに終り、昭和23年4月13日「証券取引法を改正する法律」が成立し所謂23年法という現行証券取引法が制定された¹¹⁾。

この23年法は、本文211条、附則9条からなるが、第24条において有価証券報告書によるディスクロージャーが規定されており、事業年度経過後2箇月以内に、証券取引委員会へ報告書を提出する事を義務付けていた。

(2) その後の主要な改正

開示に関する証券取引法の変遷を辿る目的から、その後の主要な改正につい

11 証券取引法の制定については神崎 [2] 56～75頁 参照。

て、有価証券報告書に限定して言及することにする。

① 昭和 28 年の改正により、有価証券報告書記載事項の例示を行うとともに、証券取引所で報告書の写しの縦覧が始まった。また届出制度の簡素化により、届出を要しなくなる有価証券等の発行者は有価証券報告書の提出も免除された。

なお、昭和 27 年改正によって、証券取引委員会が廃止されたのに伴い、有価証券報告書提出先が大蔵大臣となった。

② 昭和 46 年の改正では、証券取引審議会の答申に基づき流通市場における開示制度を改善した。有価証券報告書の提出義務を有する範囲を拡大し、有価証券届出書の提出者以外にも提出を要する会社として上場、および店頭登録証券の発行者を追加した。また報告書の虚偽記載に関しては、損害賠償責任を負わせることで、有価証券報告書の正確性を期すこととした。

なお、この時に半期報告書制度及び臨時報告書制度が創設された。

③ 昭和 63 年の改正は、有価証券発行者の負担軽減のために発行開示と継続開示の調整と統合としての参照方式・組込方式が導入された。また、臨時報告書の提出事由が追加され 11 項目となった。この年「有価証券の募集又は売出しの届出等に関する省令」（昭和 48 年大蔵省令第 5 号）が、「企業内容等の開示に関する省令（開示省令）」と名称が変更された。

④ 平成 4 年の改正では、外形基準による継続開示が求められることになった。

⑤ 平成 10 年の改正は、連結主体の開示への移行である。個別主体から連結主体への移行に影響を与えたのは、企業会計審議会が公表した「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」であり、連結主体の開示によって、国際的に通用するディスクロージャー制度を構築しようとするものであった。

⑥ EDINET

「証券取引法及び金融先物取引法の一部を改正する法律」によって、平成 12 年 5 月には EDINET が導入された。以後、開示書類の種類に分けて電子化が

進められてきた。

ディスクロージャー制度の電子化は、近年の情報技術の進展がもたらした画期的な制度である。コンピュータの普及を視野に入れると、投資家のみならず多くの人に企業情報を提供し、ディスクロージャーの充実という観点からは、画時代的な展開と見なす事ができる。

上述したような過去の有価証券報告書に関する制度整備に加えて、今回の改正がなされたものである。

ちなみに、有価証券報告書は平成 16 年 6 月 1 日以降 EDINET による提出が義務化されている。

3. 金融庁「プログラム」及び金融審第一部会「報告書」

以上のように、有価証券報告書によるディスクロージャーは半世紀余にわたって進展してきたが、一段の進展をはかるため行われた平成 15 年における制度改正の基礎になった「プログラム」の背景と概要及び「報告書」の概要は次のようなものである。

3-1 背景¹²

金融ビッグバンに始まった証券市場の改革が、「プログラム」となるまでの流れとしては、「プログラム」が証券市場の構造改革第 2 弾と位置付けられているように、第 1 段は、金融庁「証券市場の構造改革プログラム」（平成 13 年 8 月 8 日）である。

「証券市場の構造改革プログラム」は、「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（平成 13 年 6 月 26 日 閣議決定、いわゆる「骨太の方針」）を踏まえて、財政経済諮問会議で了承された「改革工程表」に則り

12 金融庁 [11] 参照。

緊急度が高い施策とされた「改革先行プログラム」にある証券市場の構造改革を実施するためのものである。

同プログラムはサブタイトルを「個人投資家が主役の証券市場の構築に向けて」とし、具体的課題として4つの柱を立てていた。それは、①個人投資家の証券市場への信頼向上のためのインフラ整備、②個人投資家にとって魅力ある投資信託の実現、③個人投資家によるリスクキャピタル供給のための税制改革（要望）、④投資家教育の推進の4点であり、その中にEDINETの充実等のディスクロージャー関連の充実・強化をも入れて取りまとめている。

その目的とするところは、「短期的な株価対策ではなく、総合的な『証券市場改革』を行うことにより、証券市場による直接金融の機能を高め、『証券市場の活性化』のための環境整備を図ることを目的とするものである」¹³としている。

さらに、「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2002」（平成14年6月25日閣議決定）を踏まえ、「金融システムと行政の将来ビジョン」（平成14年7月12日日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会報告）をも参考に、有識者、証券市場関係者、一般投資家等からのヒアリングを行う等多面的な視点から証券市場について全体的な見直しをはかり、「プログラム」が提言された。

3-2 「プログラム」概要

金融庁の「プログラム」は、「証券市場を幅広い投資家の参加する真に厚みのあるものとし、市場機能を中核とした我が国金融システムの中心を担うものとしていく」ことを目的に、「発行体である企業、市場仲介者、投資家に関する制度の改革について、包括的な取組みを迅速に実施する」（概要[1]頁）と

13 金融庁 [12] 広報コーナー第14号5頁。

している。

基本的な考え方として、「我が国の金融システムは、有効な価格メカニズムの下でリスクが適切に管理・配分される市場機能を中核としたものとなっていくことが必要である。このような金融システムが実現するためには、投資家のリスク選考やライフスタイルに応じ、市場メカニズムへの信頼が確固としたものとなる必要がある。その上で幅広い投資家層が効率的な市場に参加していくことを通じ、リスクマネーが円滑に供給され、経済の構造改革を支えていくことが期待される」（1頁）という基本認識にたつて、①誰もが投資しやすい市場の整備、②投資家の信頼が得られる市場の確立、③効率的で競争力のある市場の構築という3点を具体的な施策として提示したのである。

具体的施策として、有価証券報告書のディスクロージャーに関しては、「②投資家の信頼が得られる市場の確立ー市場の公正性・透明性の確保ー」（5頁）において、ディスクロージャーの充実・合理化の項目の下で、開示内容の充実として、「リスク情報」「経営者による財務・経営成績の分析（MD&A）」（平成15年3月までに措置）、さらに、コーポレート・ガバナンス（企業統治）の強化では、「ガバナンス関連情報」の開示を充実すること（平成15年3月までに措置）を求めている。

3-3 「報告書」概要

「プログラム」を踏まえて、金融審第一部会では、制度改正を伴う事項について各ワーキング・グループを設けて議論し、「報告書」を平成14年12月16日に提示した。

「報告書」において、金融審第一部会は、ディスクロージャー制度に関する基本的な考え方として、次のように述べている。

「投資家の信頼が得られる市場を確保する観点から、企業の事業や財務に関する情報の開示に関し、開示すべき情報の充実・強化を図るとともに、企業活

動の活性化を通じた経済の活性化を図るという観点から開示規制の整備を行うべきである」（4-5頁）という意図のもとに、「ディスクロージャーは、資金調達者たる企業と資金供給者たる投資家をつなぐ情報の架橋である」（5頁）と位置付け、その充実・強化を求め、「具体的には、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の実体を積極的にディスクロージャーすることにより企業統治の強化への取り組みを市場に明らかにするとともに、企業に関する情報が投資家に対し、正確に、具体的に、かつ、分かりやすく開示されることが重要である」（5頁）としている。さらに時間的観点からは、「充実した情報ができる限り早く、的確に投資家に開示されるよう、その手続等の簡素化・迅速化を図ることも重要な政策課題」（5頁）とも述べている。

具体的なディスクロージャーに関する制度整備としては、①信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化、②経済の活性化に資するディスクロージャー・ルールの整備、③ディスクロージャーに関する手続等の簡素化・迅速化、④その他の4点が挙げられている（10～12頁）。これらの細部は、「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」の報告¹⁴（以下、「WG報告」という）にあり、「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」等他について詳細に報告されている。

3-4 ディスクロージャーに関する制度整備

「報告書」では、ディスクロージャーに関する制度整備として、4点が挙げられているが、ここでは、有価証券報告書関連に限定して論じていることから、

14 金融審第一部会「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告は、金融審第一部会へ報告了承されたものであり、[9]金融審第一部会報告（平成14年12月16日）「資料」2.参照。ディスクロージャーのあり方16頁にその考え方が図示されている。また今回の制度改正の参考となった米国企業会計改革法等の海外の関連事項に対する記載もある。

「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」の項にある「ガバナンス関連情報」、「リスク情報」、「経営者による財務・経営分析（MD & A）」、「有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認」の項目について、「報告書」のもとになったディスクロージャー・ワーキング・グループによる「WG 報告」を中心に検討する。

ディスクロージャー・ワーキング・グループは、金融審第一部会の下に設置されたワーキング・グループであり、「プログラム」を踏まえ、ディスクロージャー制度について審議を行った。その結果は、金融審第一部会に報告され「報告書」に反映されている。

「WG 報告」では、基本的視座として「投資家による『信頼される市場の確立』には、有価証券の発行者として市場に参加する企業に対する信頼を確保する必要がある。そのためには、企業統治（コーポレート・ガバナンス）の強化を図るとともに、企業に関する情報が正確に、具体的に、かつ、分かりやすく開示されることが必要であり、ディスクロージャーの充実・強化が必要であると考えられる」¹⁵としている。

以下は、「WG 報告」及び実際の有価証券報告書に記載される順に説明する立場から、「報告書」記載の順序を変更し、「WG 報告」の主張について述べるものである。

(1) リスク情報

リスクに関する事項については、有価証券報告書において独立した項目を設け一括記載することが適切である。記載すべき内容は、提出会社の自主的な判断に基づき、米国における登録届出書に関する記載内容の実例等の国際的な動向も踏まえ、投資家が提出会社の事業の状況、経理の状況等について適正な判

15 金融審第一部会 [10] 「WG 報告」 II 「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」 総論

断を行い得るよう、具体的に記載することが望ましく、その際、真に重要なリスク情報が分かりやすく簡潔に開示されるように留意する。リスク情報が将来的な事項にまで及ぶ場合には将来情報である旨を明記すること等を提言した。それら提言を踏まえた改正が行われた結果、有価証券報告書上の項目は、「事業等のリスク」となった。

(2) 経営者による財務・経営分析（MD&A）

経営者による財務・経営成績の分析に関する事項については、有価証券報告書において独立した項目を設け一括記載が適切であり、記載すべき内容は、提出会社の自主的な判断に基づき、投資家が提出会社の事業の状況、経理の状況等について適正な判断を行い得るよう、提出会社の財務状況及び経営成績についての経営陣による分析が具体的に記載されることが望ましいとしている。さらに「WG 報告」は記載事項が将来的な事項にまで及ぶ場合には、将来情報である旨を明記すること等を提言した。これらを踏まえた制度改正が行われた結果、有価証券報告書上の項目は「財政状態及び経営成績の分析」となった。

(3) ガバナンス関連情報

コーポレート・ガバナンスに関する事項については、有価証券報告書において独立した項目を「提出会社の状況」の箇所に設け、一括記載することが適切であり、記載すべき内容は、提出会社の自主的な判断に基づき、具体的に記載されることが望ましいとしている。「WG 報告」を踏まえた制度改正が行われた結果、有価証券報告書上の項目は、「コーポレート・ガバナンスの状況」となった。

これらの新設された有価証券報告書上の3項目について、報告書における記載位置は、本稿の「2-2 有価証券報告書」に示されている。

(4) 有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認

「WG 報告」では、市場において、有価証券報告書等の適正性の一層の確保に向けた経営者の姿勢を自らの判断において明確に示すことにより、投資家な

どによる信認の向上が図られ、ひいては市場への信頼性を高めることになるものと考えられることから、有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認を求めることが適切である。具体的には、証券取引法適用会社について、財務諸表を含む有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役による確認書を、任意で、当該有価証券報告書等の添付書類とすることが考えられると提言した。それを踏まえた改正により、代表取締役による確認書は、有価証券報告書の任意の添付書類と位置づけられ、企業内容等開示ガイドライン（5-29-2）で「代表者による適正性の確認」とされた。

4. 記載事例の検討

4-1 調査対象企業

有価証券報告書の開示に関する改正点について、実際の記載事例を検討するためのサンプル企業は、東京証券取引所が行う上場会社表彰制度を参考に選定している。

東京証券取引所の上場会社表彰制度は、「ディスクロージャーに積極的に取り組んでいると認められる上場内国会社の中から、決算短信や株主向け書類における開示内容を選定要素とするが、法定開示の状況等も参考」¹⁶としており、平成7年度を第1回として始められた。現在の第9回（平成15年度）まで毎年継続しており通算55社が表彰されている。それらの企業の中から、①市場第1部上場、②3月期決算、③製造業であること、という明確な限定をした上で、④日常生活で製品を使用している親しみのある会社、⑤同業他社が55社内にあるという基準によってニチレイ、東レ、花王、山之内製薬、第一製薬、藤沢薬品工業、資生堂、日立製作所、松下電器産業、ソニーの10社を選定した。

16 東京証券取引所 [16] 上場会社表彰制度。

4-2 改正点

実際の企業の記載事例検討に先立ち、まず改正による新設4項目（事業等のリスク、財政状態及び経営成績の分析、コーポレート・ガバナンスの状況、代表者による適正性の確認）の記載について確認しておくことにする。

(1) 事業等のリスク

開示府令によれば、第二号様式記載上の注意（32-2）に準じて記載することになっている。具体的な記載内容と方法は、

- a 事業の状況、経理の状況等に関する事項のうち、財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の異常な変動、特定の取引先・製品・技術等への依存、特定の法的規制・取引銀行・経営方針、重要な訴訟事件等の発生、役員・大株主・関係会社等に関する重要事項等、投資者の判断に重要な影響を及ぼす可能性のある事項を一括して具体的に、分かりやすく、かつ、簡潔に記載すること。
- b 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は提出日現在において判断したものである旨を記載すること。

とされている。

なお、臨時報告書との関係については示されていない。

(2) 財政状態及び経営成績の分析

開示府令によれば、第二号様式記載上の注意（34-2）に準じて記載することになっている。具体的な記載内容は、

- a 提出会社の事業の状況、経理の状況等に関して投資者が適正な判断を行うことができるように、提出会社の代表者による財政状態及び経営成績に関する分析・検討内容（例えば、経営成績に重要な影響を与える要因についての分析、資本の財源及び資金の流動性に係る情報）を具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。
- b 将来に関する事項を記載する場合には、当該事項は提出日現在において

判断したものである旨を記載すること。

とされている。

(3) コーポレート・ガバナンスの状況

開示府令によれば、第二号様式記載上の注意（52-2）に準じて記載することになっている。具体的な記載内容は、

- a 提出会社の企業統治に関する事項（例えば、会社の機関の内容、内部統制システムの整備の状況、リスク管理体制の整備の状況、役員報酬の内容（社内取締役と社外取締役に区分した内容）、監査報酬の内容（監査契約に基づく監査証明に係る報酬とそれ以外の報酬に区分した内容））について具体的に、かつ、分かりやすく記載すること。
- b 提出会社の企業統治に関する事項に代えて連結会社の企業統治に関する事項について記載することができる。その場合には、その旨を記載すること。

とされている。

(4) 代表者による適正性の確認

有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認書については、開示府令第17条1項によれば、「当該有価証券報告書の提出者の代表者が当該有価証券報告書に記載された事項が適正であると確認し、その旨を記載した書面を当該有価証券報告書に添付しようとする場合における当該書面」をいうが、添付書類としての提出は任意であるため、具体的な様式・記載内容等は定められていない。

おおむね記載する事項としては、企業内容等開示ガイドライン「代表者による適正性の確認」により示されたものがあり、次の事項

- ① 当該有価証券届出書の記載内容が適正であることを確認した旨
- ② 当該確認を行った記載内容の範囲が限定されている場合はその旨及びその理由

③ 当該確認を行うに当たり、財務諸表等が適正に作成されるシステムが機能していたかを確認した旨及びその内容

④ 当該確認について特記すべき事項

を記載することとされている事に準じて、当該有価証券報告書等に記載された事項が適正であると確認した代表者が、その役職を表示して自署し、かつ、自己の印を押印するもの、とされている。

4-3 記載事例分析

「報告書」で求められた「リスク情報」等は、いずれも基本的には記載内容は各企業の判断に委ねられていたので、その後に実施された改正においても、新規開示4項目は内容項目・記載内容・方法等は基本的には各企業の判断によることとしており、開示府令の記載上の注意では、例示的に記載内容項目等を掲げ、後は企業の判断に任せている。

このことは逆に、当該企業のディスクロージャー姿勢、特に経営者のディスクロージャー意識やディスクロージャーへの対処の判断の一材料となるとする観点が成り立つこととなる。ゆえに、改正後初めての開示ということで、平成16年3月期の有価証券報告書は興味深いものがある。

調査対象企業数がわずか10社ではあるが、10社の有価証券報告書¹⁷を概観したところでは、各企業によって内容項目・記載内容・表現方法等表記は異なるが、それぞれの企業が改正の主旨に沿って、開示府令に指示された方法に準拠したディスクロージャーへの姿勢を示している事が明確である。

サンプル企業10社における平成16年3月期の有価証券報告書上の「第2事業の状況」にある「事業等のリスク」、同じく「財政状態及び経営成績の分

17 実際に使用した有価証券報告書は有価証券報告書縮刷版の『有価証券報告書総覧』（朝陽会発行）平成16年3月期である。

析」、「第4 提出会社の状況」にある「コーポレート・ガバナンスの状況」について、記載状況を主な記載内容の項目毎に、簡明な表にしたものが表1～表3である¹⁸。

それらの表における「総頁数」は有価証券報告書総覧全体の頁数であり、「記載頁数」は、開示府令に示された当該項目の記載頁数である。また、その左に全頁に占める当該項目頁の割合をパーセントで表示した。

量的側面からは、有価証券報告書全体の量において10社内で報告書自体に差が見られ、最大量のソニーは最少量の山之内製菓の約2.8倍となっている。また、改正項目に関する記載頁が、有価証券報告書全体頁数に占める割合は、平均すると約6～7%である。

今回検討している改正事項は、いずれも例示はあるが記載方法の詳細な規定がなく、提出会社の判断に任されている部分も多いことから、有価証券報告書において改正事項が記載されている量も、情報として意味があると考えたため改正事項の記載量に関する表示をしている。

また、表2と表3において、各項目毎の記載内容の項目の後に付けられている「*」の印は、記載の内容の項目についての説明に、図表（グラフを含む）が用いられていることを示している。

次に各項目毎の検討に入るが、「代表者による適正性の確認」は、調査をしたサンプル企業10社全てで提出がみられなかった（平成16年9月時点）ので、検討対象とすることができなかった。

ちなみに、トーマツ企業リスク研究所によれば、平成16年3月期有価証券

18 今回の調査はサンプル企業が10社と少ないため簡単に表化するに留めたが、調査対象企業が多くなれば、記載内容として例示されている事項、例えば事業等のリスクであれば、「財政状態」「経営成績」「キャッシュ・フロー」等の「各例示項目毎」に分けその記載状況を調査・分析することも考えられる。

表1 事業等のリスク

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁 /総頁 (%)	第2 事業の状況	4 事業等のリスク
(株) ニチレイ	132	2	1.52	<ul style="list-style-type: none"> (1) 食品に関する衛生問題等について (2) 商品や原材料の価格変動について (3) 商品回収について (4) 固定資産の保有リスクについて (5) 保有有価証券について (6) 為替変動リスクについて 	
東レ (株)	114	1	0.88	<ul style="list-style-type: none"> (1) 為替レートの変動に関わるリスク (2) 原料価格の上昇に関わるリスク (3) 海外での事業活動に関わるリスク 	
花王 (株)	113	1	0.88	<ul style="list-style-type: none"> (1) 品質管理 (2) 大規模地帯の発生 (3) 輸出入の貿易取引と配当金などの貿易外取引を含めた外国通貨建ての取引 	
山之内製薬 (株)	104	1	0.96	<ul style="list-style-type: none"> (1) 特定製品への依存 (2) 医薬品の研究開発に内在する不確実性 (3) 為替レートの変動 (4) 事業構造改革等 	
第一製薬 (株)	116	1	0.86	<ul style="list-style-type: none"> (1) 研究開発に関するリスク (2) 製造・仕入に関するリスク (3) 販売に関するリスク (4) 法規制、行政動向に関するリスク (5) 知的財産に関するリスク (6) 環境問題に関するリスク (7) 増強に関するリスク (8) 為替変動のリスク (9) その他のリスク 	
藤沢薬品工業 (株)	133	1	0.75	<ul style="list-style-type: none"> (1) 当社グループの事業に関わる法務報酬リスク (2) 医薬品の開発及び発売の過程に係るリスク (3) 他社（外国製薬企業を含む）の医薬品（後発品を含む）との間に激しい競争があるリスク (4) 知的財産権の保護の成否に依存するリスク (5) 訴訟リスク (6) 製造が遅滞または休止するリスク (7) 為替変動によるリスク (8) 他社開発医薬品のライセンス及び販売に一部依存するリスク 	

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁／総頁 (%)	第2 事業の状況	4 事業等のリスク
(株)資生堂	108	1	0.93	コーポレートブランド戦略 国内での事業活動 海外での事業活動 情報セキュリティ 重要な訴訟等	
日立製作所(株)	115	3	2.61	経済の動向 為替相場の変動 急速な技術革新 競争の激化 需要と供給のバランス 原材料・部品の供給に係る第三者への依存 企業買収、合併事業、戦略的提携 事業再構築 優秀な人材への依存 知的財産権 製品の品質と責任 情報システム 公的規制 財務上のリスク 退職給付債務	
松下電器産業(株)	136	5	3.68	経済環境に関するリスク 当社グループの事業活動に関するリスク 中期経営計画等 法的規制・訴訟に関するリスク その他のリスク	
ソニー(株)	294	6	2.04	当社および当社の連結子会社(以下「ソニー」)はエレクトロニクス分野およびゲーム分野を中心に一層激化する価格競争を克服しなければなりません。 ソニーの売上および収益性は、ソニーの主要販売地域の経済動向に敏感です。 外貨建ての売上や資産の割合が高いソニーの業績は、外国為替相場変動の影響を受ける可能性があります。 売上と費用が異なる通貨で発生することにより、ソニーの業績は為替変動の影響を受ける可能性があります。	

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁／総頁 (%)
ソニー（株）	294	6	2.04

第2 事業の状況 4 事業等のリスク

(5) ソニーには、ますます多角化しかつ多額に及ぶ技術開発や生産能力増強のための投資を回収できないリスクがあります。

(6) ソニーの構造改革は多大な費用を必要としますが、その目的が達成できない可能性があまりあります。

(7) ソニーは市況変動が大きい部品の調達および需要変動の大きい商品や部品の在庫管理を効率的に行う必要があります。

(8) ゲーム分野やエレクトロニクス分野においては特に年末商戦の影響を受けます。

(9) ソニーの音楽分野や映画分野は違法デジタルコピーの影響を受けており、新しい技術が開発されることもないリスクは一層高まります。

(10) ソニーの音楽分野は新しいアーティストの確立に依存しており、ソニーの音楽や映画分野はタレント費用増加の影響を受けています。

(11) ソニーの映画分野はストライキによる影響を受ける可能性があります。

(12) ソニーの登録分野は支払請求の変動、評価損、顧客需要の変化、慎重かつ将来を見据えたアセット・ライアビリティ・マネジメント（以下「ALM」）、保険契約者の破産機構への負担金拠出の対象となつています。

(13) ソニーはブランドバンドネットワーク戦略の実行に成功しない可能性があまりあります。

(14) ソニーの第三者との協業・提携および第三者への戦略的出資は、成果を生み出さない可能性があまりあります。

(15) ソニーの設備や情報システムは、災害、停電、違法行為などによる被害を受ける可能性があまりあります。

(16) ソニーは製品品質や製造物責任による財務上のリスクや評判を傷つけるリスクにさらされています。

(17) ソニーは退職給付債務によりマイナスイナスの影響を受ける可能性があります。

(18) ソニーは第三者の知的財産を侵害する可能性があります。

(19) 外部供給業者への依存度が高まることにより、ソニーの財務上のリスクや評判を傷つけるリスク、およびその他のリスクが高まる可能性があります。

(20) ソニーは、環境や労働安全衛生に関する規制の対応となつており、これによりオペレーションにかかるコストが上昇したり活動が制限されたりする可能性があります。

(21) ソニーは、さまざまな国でオペレーションを行うことによるリスクにさらされています。

(22) ソニーは、より高度に専門化した企業との競争にさらされています。

サンブル企業10社の平成16年3月期有価証券報告書の該当箇所から、主要な記載内容項目を抜書きしている。

表2 財政状態及び経営成績の分析

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁/総頁 (%)	第2 事業の状況	7 財政状態及び経営成績の分析
(株) ニチレイ	182	3	2.27	(1) 重要な会計方針および見積もり (2) 財政状態の分析※ (3) 経営成績の分析 (4) キャッシュ・フローの分析 (5) 財政政策※	(1) 重要な会計方針および見積もり (2) 財政状態の分析※ (3) 経営成績の分析 (4) キャッシュ・フローの分析 (5) 財政政策※
東レ (株)	114	2	1.75	(1) 経営成績 (2) 財政状態※	(1) 経営成績 (2) 財政状態※
花王 (株)	113	3	2.65	(1) 経営成績の分析 (2) 財政状態の分析 (3) 重要な会計方針及び見積り	(1) 概要 ②売上高及び営業利益 ③営業外損益及び営業利益 ④特別損益 ⑤法人税等 ⑥当期純利益 ⑦営業外損益 ⑧当期純利益 ⑨法人税等 ⑩当期純利益 ⑪減価償却費用 ⑫減価償却費 ⑬有価証券の評価 ⑭繰延税金資産
山之内製薬 (株)	104	3	2.88	(1) 当連結会計年度の経営成績の分析 (2) 資本の財源及び資金の流動性 (3) 重要な会計方針及び見積り	(1) 概要 ②為替変動の影響 ③売上高 ④売上原価 ⑤販売費及び一般管理費 ⑥営業利益 ⑦営業外損益 ⑧特別損益 ⑨法人税等 ⑩当期純利益 ⑪キャッシュ・フロー ⑫財務政策
第一製薬 (株)	116	2	1.72	(1) 経営成績の分析 (2) 資本の財源及び資金の流動性 (3) 重要な会計方針及び見積り	(1) 収益の認識基準 ②貸倒引当金の計上基準 ③たな卸資産の評価基準 ④退職給付関係 ⑤有価証券の減損処理 ⑥繰延税金資産の回収可能性の判断
藤沢薬品工業 (株)	133	1	0.75	(1) 経営成績の分析 (2) 資本の財源及び資金の流動性 (3) 重要な会計方針及び見積り	(1) 資産、負債及び資本 ②株主資本比率 ③キャッシュ・フローの状況
(株) 資生堂	108	5	4.63	(1) 業績報告 (2) 流動性と資金の源泉 (3) 重要な会計方針	(1) 概要 ②売上高 ③売上原価 販売費及び一般管理費 ④営業利益 ⑤営業外収益、営業外費用 ⑥特別利益、特別損失 ⑦当期純利益 ⑧営業外損益 ⑨当期純利益 ⑩キャッシュ・フロー
日立製作所 (株)	115	4	3.48	(1) 経営成績等の概要 (2) 財政状態等の概要 (3) 重要な会計方針 (4) 将来予想に関する記述	(1) 概要 ②流動性と資金の源泉 ③事業構造改善 ④退職給付債務 ⑤貸倒引当金 ⑥有価証券投資 ⑦営業外損益 ⑧当期純利益 ⑨営業外損益 ⑩当期純利益 ⑪キャッシュ・フロー

有価証券報告書におけるディスクロージャー制度の整備（関口）

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁／総頁 (%)	第2 事業の状況	7 財政状態及び経営成績の分析
松下電器産業(株)	136	3	2.21	(1) 当連結会計年度の経営成績の分析 (2) 財政状態及び流動性	①売上高 ②売上原価 ③販売費及び一般管理費 ④営業利益 ⑤営業外損益 ⑥税引前利益 ⑦法人税等 ⑧少数株主利益 ⑨持分法による投資利益 (損失) ⑩セグメント別売上高・利益 ⑪当期純利益 (損失) ⑫配当方針 ⑬資産 負債及び株主資本 ⑭相当方針 ⑮設備投資額と減価償却費 ⑯キャッシュ・フロー
ソニー(株)	294	23	7.82	(1) 重要な会計方針 (2) 経営成績の分析※ (3) キャッシュ・フロー※ (4) 流動性と資金の源泉	

サンプル企業10社の平成16年3月期有価証券報告書の該当箇所から、主要な記載内容項目を抜書きしている。

表3 コーポレート・ガバナンスの状況

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁 / 総頁 (%)	第4 提出会社の状況	6 コーポレート・ガバナンスの状況
(株) ニチレイ	132	4	3.03	(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方 ① 企業経営(業務執行)と企業統治(内部統制・監理)区別を明確にした経営体制の確立 ② 企業内容の透明性の向上 ③ 法令遵守(コンプライアンス)の強化・徹底 (2) コーポレート・ガバナンスに関する施策の実施状況※ ① 会社経営上の意思決定、執行および監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況 ② 社外取締役および社外監査役の人的関係、資本的関係または取引関係その他の利害関係の概要 ③ コーポレート・ガバナンスの充実に向けた新たな取組みの最近1年間における状況 (3) 役員報酬の内容 (4) 監査報酬の内容	
東レ(株)	114	1	0.88	(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方 (2) 会社の機関の内容及び内部統制システム・リスク管理体制の整備の状況 (3) 役員報酬等の内容 (4) 監査報酬等の内容	
花王(株)	113	2	1.77	[会社の課題の内容] [内部統制システムの整備の状況] ※ [リスク管理体制の整備の状況]	
山之内製薬(株)	104	1	0.96	(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方 (2) 当社の機関の内容※ (3) 内部統制システム及びリスク管理体制の整備の状況 (4) 役員報酬の内容 (5) 監査報酬の内容 [概要]	
第一製薬(株)	116	1	0.86	コーポレート・ガバナンスの模式図※ (1) 役員報酬の内容 (2) 監査報酬の内容	
藤沢薬品工業(株)	133	3	2.26	(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及びその施策の実施状況※ ① 経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況 ② 会社と社外取締役及び社外監査役の人的関係、資本的関係または取引関係その他の利害関係の概要 ③ コーポレート・ガバナンスの充実に向けた取組みの最近1年間における実施状況 (2) 役員報酬及び監査報酬	

会社名	総頁数	記載頁数	記載頁数／総頁 (%)	第4 提出会社の状況	6 コーポレート・ガバナンスの状況
(株) 資生堂	108	1	0.93	【内部統制システムの整備の状況】※	
日立製作所(株)	115	2	1.74	(1) 会社の機関の内容 委員会等設置会社へ移行 (2) 内部統制システム及びリスク管理体制の整備の状況 (3) 役員報酬の内容※ ①委員会等設置会社移行後の取締役及び監査役への支払額 ②委員会等設置会社移行後の取締役及び執行役への支払額 (4) 監査報酬の内容※	①取締役会 ②執行役
松下電器産業(株)	136	4	2.94	(1) 平成15年度導入の経営体制の改革について (2) 会社の機関の内容 ①取締役・取締役会 ②「役員制度」一当社独自の執行責任者体制③監査役・監査役会 ④グループ・マネジメント・コミュニティ・アドバイザリー・ボード等 (3) リスクマネジメント、内部統制、行動基準、取締役・役員倫理規程等 ①リスクマネジメント ②財務報告および開示に関する内部統制体制の構築 ③「行動基準」と「取締役・役員倫理規程」 ④コンプライアンスへの取り組み ⑤ CSRの推進 (4) 取締役・役員の評価・報酬 (5) 監査報酬の内容	③監査役・監査役会
ソニー(株)	294	3	1.02	(1) コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方やその施策の実施状況※ ①コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方や ②コーポレート・ガバナンスに関する施策の実施状況 (2) 取締役、監査役および執行役に支払った報酬の額※ (3) 監査報酬※	

サンプル企業10社の平成16年3月期有価証券報告書の該当箇所から、主要な記載内容項目を抜書きしている。

報告書に代表取締役の確認書を添付した上場企業は51社¹⁹あるとのことである。実際に提出している企業では、「確認書」としているところが多く見られた。

(1) 事業等のリスク —— 表1 参照

改正された記載内容に沿って、連結会社に関する記載がなされている。企業のリスクの内容は各社で異なるが、各企業がリスクと判断した事を簡潔に記載している。

各社ともに、リスク情報をリスク内容が異なってもしっかりと記載している事実は、大企業であっても危機が内在していることを明らかにするものであり、また、各社共通して外国為替相場変動の影響というリスクをあげていることは、企業のグローバル化に起因するものでもある。

ところで、製薬関係では研究開発に関するリスクへの関心度が高く、訴訟問題も大きなリスクとして認識されている。

開示頁数という量的側面からは、松下電器産業が開示に熱心であると判断され、また、ソニーも大量のリスク情報を提示していることが鮮明である。さらに、リスクが提出日現在による判断であることも明示されている。

ちなみに改正前リスク情報は、「有価証券届出書・第一部証券情報」において「事業の概況等に関する特別記載事項」とされていたが、改正に伴い廃止された。

(2) 財政状態及び経営成績の分析 —— 表2 参照

各社ともに、改正された記載内容に沿って連結会社に関する記載がなされている。主として有価証券報告書記載の事業の状況、経理の状況等について、財政状態の分析と経営成績の分析に2大分別し、当該企業の経営者による分析・検討が行われているが、その他分かりやすくするために表示方法に変化を持た

19 トーマツ企業リスク研究所 [15]

せたものも含まれている。

各社の該当項目を概観した範囲では、日立製作所の記載が、経営成績・財政状態等の概要を解説した後、重要な会計方針を平易に説明し将来予想についても言及した分かりやすい記述であると思われた。

従来も連結財務諸表等を始め経理の状況、事業の概況他において、財政状態及び経営成績に関する情報提供は、一部情報を分析・吟味・加工して提供する事を含めて行われていた。分析・加工情報は一部分だけであって、大部分は未加工のままの原情報が提供されており、その情報活用方法は、投資家等の情報利用者次第であったわけである。

今回の改正は、当該企業の経営者に分析・加工する責任を負わせ、原情報も加工結果も提示させようとするものであり、情報利用者にとっては、情報が分かりやすいものになっている。

財政状態の分析では、財政状態を過年度に遡って表にしたものによる説明がなされている企業も半数ある。

また、記載されている頁数も3項目中ではもっとも多く、3項目合計93頁中49頁を占めている。

さらに、将来に関する事項が記載されている場合は、当該事項が提出日現在において判断したものであることが明示されている。この「提出日現在において判断したものであること」の明示は、「事業等のリスク」においてもなされている。明示されている「提出日現在・・・」は、当然のことであるにも拘わらず、特に記載されているということは、情報利用者に対して、将来に関する事項が記載されていることへの注意を促す記述として理解したい、と筆者は考えている。両項目とも不実開示の問題が残るが、今後の議論を待ちたい。

(3) コーポレート・ガバナンスの状況 —— 表3 参照

「WG 報告」が、「記載すべき内容は、提出会社の自主的な判断に基づき、できる限り幅広く、かつ、具体的に」、と要求してなされた制度改正であったこ

とから、各社とも工夫を凝らしている事が読み取れ、改正に沿って、提出会社の企業統治に関する事項について記載している。

提出会社の企業統治に関する事項に代えて、連結会社の企業統治に関する事項を記載する場合は、その旨を記載することとされているが、サンプル企業10社では、ソニーが連結会社に関する事項を、松下電器産業が一部連結会社に関する事項を記載している。

各社ともコーポレート・ガバナンスに関する考え方を表明し、どのように取り組んでいるかを説明している。会社の機関の内容、内部統制システム等の記載内容の性格から、図表による説明が多用されており、東レと松下電器産業の2社のみが記述による説明をしている。

コンプライアンスを項目に挙げ記載しているのは、ニチレイと松下電器産業である。

役員の報酬及び監査報酬については、資生堂を除き各社とも金額を開示している。役員については、社外取締役への報酬を示しているのは、日立製作所、松下電器産業、ソニーの3社であり、監査報酬については、資生堂、第一製薬を除く8社が、監査契約に基づく監査報酬とその他の報酬に分けて表示している。役員報酬及び監査報酬を併せ全体としての開示程度は、日立製作所、松下電器産業、ソニーが詳細である。

また、商法特例法に規定する委員会等設置会社に移行しているのは、日立製作所とソニーである。

5. おわりに

以上、有価証券報告書におけるディスクロージャー制度について、「報告書」に基づく制度整備を中心に検討してきた。

先ずディスクロージャー制度における有価証券報告書が、投資判断に資するために、出来る限り企業実態を正確に反映した企業内容等の開示となるよう

に、継続的に制度の整備がなされてきており情報として有用であること、及びその制度整備の歴史について述べた。そのうえで、今回の「プログラム」及び「報告書」について、背景も含め記述内容を検討した。さらに、「報告書」に基づいた有価証券報告書の新規開示項目に関する改正点を検討するとともに、具体的に実際の有価証券報告書上における新規開示項目の開示状況につき調査・分析した。

その結果、以下の点が明らかになった。

①「報告書」で提言された「信頼される市場の確立に向けたディスクロージャーの充実・強化」のために、企業が投資家の信頼を得るためのディスクロージャーは、より正確に、具体的であり、分かりやすく開示されることが必要である。そのための開示項目として「リスク情報」、「経営者による財務・経営分析(MD&A)」、「ガバナンス関連情報」が提言され、企業情報を最も知りうる位置にあり責任を持つ経営者による分析・開示が求められた。さらに、経営者には「有価証券報告書等の記載内容の適正性に関する代表取締役の確認」としての役割が求められたのである。

②「報告書」を踏まえた制度改正は、「事業等のリスク」、「財政状態及び経営成績の分析」、「コーポレート・ガバナンスの状況」の項目を有価証券報告書に新設し、「代表者による適正性の確認」を規定し、ディスクロージャーの充実・強化の実現を求めている。

③平成16年3月期の有価証券報告書についての新規開示項目の調査では、
a. リスク情報等、情報の多様性があるとしても、過去情報だけでなく予測情報も開示されることになり、
b. 経営者に情報の加工・分析・予測・解釈を委ねることで、投資家はより信頼できる分かりやすい情報が得られることになった。
さらに、
c. コーポレート・ガバナンスの状況は企業統治の実態を開示することになり投資判断の重要情報を提供し、
d. 代表者による適正性の確認は、提出は任意としているものの、有価証券報告書の記載内容の適正性を、代表者が自ら

確認することによって、有価証券報告書の信頼性を向上させることになったのである。

斯くして、「報告書」²⁰が提言したように、市場の信頼性の確立に資するという結果が生じ、「資金調達者たる企業と資金供給者たる投資家の情報の架橋である」ディスクロージャーが機能し、同時にディスクロージャー手段としての有価証券報告書に関する制度整備が、「企業に関する情報が投資家に対し正確に、具体的に、かつ、わかりやすく開示される」ことに寄与していることになる。

有価証券報告書に関するディスクロージャーについては、従来から法的規制を受けており、虚偽の企業内容開示には制裁制度が存在していた。また財務諸表等の経理情報は数量的に把握できる情報であり、加えて報告書が他者との比較可能性をもつというだけでなく、国際的な比較も視野に入れた情報開示が行われ、開示システムとしての電子化が実施されてきた。

さらに、今回検討した制度改正による新設開示事項によって、有価証券報告書におけるディスクロージャーは一層整備されたのである。

西武鉄道(株)による有価証券報告書の虚偽記載問題等も踏まえ、継続したディスクロージャー制度の整備によって、より信頼性のある有価証券報告書が開示されることを期待するものである。

【付】引用及び参考 文献とサイト

- [1] 大蔵省理財局証券課 小田寛他『改正証券取引法・証券投資信託法解説』、港出版
 合作社、1954.
- [2] 神崎克郎『証券取引法 新版』（現代法律学全集 42）、青林書院、1987年.
- [3] 企業財務制度研究会『証券取引法における新「ディスクロージャー制度」詳解』、

20 金融審第一部会 [8] 参照。

税務研究会出版局、2001年。

- [4] 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門 新訂第二版』、商事法務研究会、2003年。
- [5] 証券取引法研究会『平成15年の証券取引法等の改正』、商事法務、2004年、(別冊 商事法務 No. 275)。
報告者：志谷匡史「平成15年の証券取引法等の改正Ⅱーガバナンス情報・リスク情報・MD&Aの開示ー」(平成15年9月26日研究会) 17-36頁。
- [6] 谷口義幸「ディスクロージャー制度の整備に伴う証券取引法施行令等の改正の概要」(上)、『商事法務』、No. 1662、2003年5月5/15日。
- [7] EDINET：<http://info.edinet.go.jp/InfoDisclosure/main.html> 2004年10月
- [8] 金融審議会〔金融分科会〕第一部会：「証券市場の改革促進」(金融審議会第一部会報告) http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/base.html 2004年10月。
- [9] 金融審議会〔金融分科会〕第一部会：「証券市場の改革促進」資料2 ディスクロージャーのあり方
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20021216_sir/06.html
2004年10月
- [10] 金融審議会〔金融分科会〕第一部会：「ディスクロージャー・ワーキング・グループ」報告 http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryu/kinyu/dai1/f-20021216_sir/03.pdf
2004年10月。
- [11] 金融庁：「金融庁の1年(平成13、14年事務年度版)」(資料集)
<http://www.fsa.go.jp/siryu/siryu.html> 2004年10月。
- [12] 金融庁：「広報コーナー」第14号
http://www.fsa.go.jp/kouhou/kouhou_02/014_1309a.html 2004年10月。
- [13] 金融庁：「証券市場の改革促進プログラム」について
<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/14/syouken/f-20020806-2.html> 2004年10月。

- [14] 財務省関東財務局：<http://www.mof-kantou.go.jp/>
財務省関東財務局 企業内容等の開示
<http://www.mof-kantou.go.jp/cgi-bin/to.cgi?/disclo/index.htm> 2004年10月.
- [15] トーマツ企業リスク研究所：<http://www.er.tohatsu.co.jp/general/corp.html>
ニュース <http://www.er.tohatsu.co.jp/news/html/news029.html> 2004年10月.
- [16] 東京証券取引所：<http://www.tse.or.jp/>
上場会社表彰制度 <http://www.tse.or.jp/listing/award/index.html> 2004年10月.

米国におけるセグメント情報の規定要因

—— SFAS No. 14 『企業のセグメントに関する報告』 を中心として ——

田 村 真由美

I 開 題

1929年のニューヨーク証券取引所における株価の大暴落及びそれに続く世界的大恐慌以降、米国においては投資家保護の気運が高まり、会計原則及び基準を設定しようとする動きが起こった。1936年にアメリカ会計学会（American Accounting Association；以下「A. A. A.」と記す）は『会社報告諸表会計原則試案』を公表することでこの動きに対応しようとした。この『試案』の中では、財務諸表は、企業間比較あるいは同一企業において数年度に互る期間比較という目的¹に役立つものでなければならぬと述べられている。会計学に関して考量してみると、現在に至るまでの礎がこの時より築かれたと思われる。

続いて、1941年に公表される『会社財務諸表会計原則』もこの考え方を踏襲するかのよう、序文において、財務諸表は、異なる企業の財務諸表の比較及び同一企業において数年度に互る期間比較という目的²に役立つものでなければならぬと述べている³。さらに、基本的仮定の項においては、「企業の毎

1 A. A. A., *A Tentative Statement of Accounting Principles Affecting Corporate Reports*, 1936.

2 A. A. A., *Accounting Principles Underlying Corporate Financial Statements*, 1941.

3 1936年と1941年の訳が類似しているのは、本文の文言が同一あるいは類似しているからである。

期の財務諸表の目的は、信頼するに足る判断を下すために必要な情報を提供することである。・・・そしてこれらの事実を表示するに当たって、財務諸表は理解しやすく、かつ他期間及び他企業の財務諸表と可能な限り、比較可能なものにならなければならない⁴。」と言及している。

時を経て 1954 年に公表される追補版第 8 号『公表財務報告の公開基準』ではさらに明示的に「財務諸表の有効利用にあたって第一義的な目的は、投資意思決定に資すること⁵」であり、「財務諸表の有効利用には、期間及び企業間比較が含まれ、データの比較可能性こそが重要である⁶。」と述べられているのである。

続いて、1957 年に公表される『会社財務諸表会計及び報告諸基準』では、比較可能性という項が設けられている。その中では、上述の追補版第 8 号「財務諸表の有効利用には、期間及び企業間比較が含まれ、データの比較可能性こそが重要である⁷。」と同様の文言が用いられている。さらに、公開基準という項が設けられ、そこでも類似的に「投資家が財務諸表を利用するにあたっては投資意思決定に資すること等を第一義的に重要視すべきである。・・・期間及び企業間比較という目的の達成に特別の配慮を払うべきである⁸。」と述べられている。

上述してきたことを要約するならば、財務諸表とは、投資意思決定に資する情報を提供するものであり、そのためには、「比較可能性」という要件を満たしていなければならないといえよう。

実務界においては、1967 年に会計原則審議会（Accounting Principles Board ; 以下「APB」と記す）がステートメント第 2 号『多角化企業における補足的な

4 A. A. A., *op.cit.*, 1941.

5 A. A. A., *Standards of Disclosure for Published Financial Reports, Supplementary Statement No. 8*, 1954.

6 *Ibid.*

7 A. A. A., *Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements*, 1957.

8 *Ibid.*

財務情報の公開』を公表している⁹。この中で審議会は、多角化企業に対して産業別セグメントに関する補足的な財務情報を自発的に公開するよう要請しているのである¹⁰。ここで特筆すべき点は、多角化企業について言及していること、及び多角化企業を分析するには従来の会計情報だけでなく、セグメント情報という補足的な情報が必要であることを示唆している点である。

数年後、APBを前身として財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board；以下「FASB」と記す）が発足することとなる。このFASBはAPBの方針を踏襲するかのように、1976年にステートメント第14号『企業のセグメントに関する報告』を公表するのである。この中で、セグメント情報の目的とは、「財務諸表利用者が財務諸表を分析しやすくかつ理解しやすくするのに役立つことにある¹¹。」と述べられている。

従来の会計情報を補足することで、財務諸表を分析しやすくかつ理解しやすくすることに役立つせよとしたのであるが、このセグメント情報には、従来の会計情報と大きく異なる点が存在する。それは、ステートメント5の中盤において「パラグラフ76でも述べるように、本ステートメントに基づいて作成された情報はある企業のセグメントと他の企業の類似のセグメントを比較する際にはその有用性に限界を生じさせるかもしれないであろう¹²。」さらに、パラグラフ76において「本ステートメントに基づいて作成された情報は、ある

9 1960年代半ば頃より、証券アナリスト連合会、財務担当役員研究会及び全米会計人協会を含む専門機関が、外部報告におけるセグメント情報の公開の望ましさや実行可能性を評価する研究調査を支援し始めた。（FASB, *Statement of Financial Accounting Standards No. 14, Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise*, par. 43, December, 1976 より一部抜粋。）

10 APB, *Statement No. 2, Disclosure of Supplemental Financial Information by Diversified Companies*, Interim Recommendation For Disclosure, September, 1967.

11 FASB, *Statement of Financial Accounting Standards No. 14, Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise*, par. 5, December, 1976.

12 *Ibid.*

企業の産業別セグメントと他の企業の類似の産業別セグメントを比較する際にはその有用性に限界を生じさせるかもしれないであろう。(すなわち、企業間比較においては)¹³⁾と述べている点である。つまり、セグメント情報は、「比較可能性」という要件を満たしえない会計情報といえるのである。

「同年、経済協力開発機構が、多国籍企業の行動規範のためのガイドラインを推奨する『国際的投資及び多国籍企業に関する宣言』を採択した。そのガイドラインには次のような事項を公開することが盛り込まれていた。

- a) 親会社及び主要な関係会社が事業活動を行っている地域とその活動内容
- b) 地域別営業収益及び売上高と企業において主要な事業別売上高
- c) 実務上可能な限りの、地域別及び企業において主要な事業別の重要な新規資本投資
- d) グループ間における価格決定方針
- e) 公開情報を作成するにあたっての、連結を含む会計方針¹⁴⁾

これらの事項は、後述する FASB ステートメント第 14 号『企業のセグメントに関する報告』とほぼ同様の内容を指し示している。したがって、国際的にもセグメント情報は必要であると考えられていたのである。

これまで、財務諸表とは、投資意思決定に資する情報を提供するものであり、そのためには、「比較可能性」という要件を満たしていなければならないと考えられてきた。これは前述した 1957 年に公表される『会社財務諸表会計及び報告諸基準』までの基準を鑑みることにより推測することができる。

1967 年に公表される APB ステートメント第 2 号『多角化企業における補足的な財務情報の公開』以降は、従来の会計情報だけでなく、セグメント情報が必要とされるようになったと述べている。しかしながら、セグメント情報は、

13 *Ibid.*, par. 76.

14 *Ibid.*, par. 52.

上述したように、これまで重要視されてきた「比較可能性」という要件を満たしえない会計情報なのである。

したがって、本稿では、「比較可能性」という要件を犠牲にしてまでも、なぜセグメント情報は必要とされるようになったのか、また本当に「比較可能性」という要件は、会計情報の中から失われたのか、というこの二つについて考察することとする。

まず、セグメント情報が必要とされるようになった背景として、APB ステートメント第 2 号が述べていたように、多角化企業の存在を挙げることができる。したがって、第 II 章では、多角化企業について考察することとする。

さらに、セグメント情報が必要となったとしても、情報に対するニーズが発信されなければ、ステートメントとして制度化はされえない。したがって、第 III 章では、そのニーズを発信した、会計情報利用者である投資家について考察することとする。

そして、第 IV 章以降では、FASB ステートメント第 14 号及び本ステートメントに則って作成された企業のセグメント情報を考察することにより、「比較可能性」という要件を本当に満たしていないかという点について改めて言及することとしたい。

II 経営的動向

前章で述べた APB ステートメント第 2 号『多角化企業における補足的な財務情報の公開』の冒頭において、「財務報告の実務は固定的なものではなく、企業環境の変化に対応するべきものである。多角化の増加は企業環境が変化しているという一側面であり、そしてそれは財務報告の実務の在り方を再検討すべきであることを示唆している¹⁵。」と述べられている。ここで着目すべき点

15 APB, *op. cit.*, Introduction.

は、多角化が財務報告の在り方を変えたという点である。つまり、多角化が、従来の会計情報だけでなく、セグメント情報という補足的な情報を加えるべきであるという提言を生み出したといえよう。したがって、本章では、セグメント情報を生み出す要因となった多角化について考察することとする。

多角化は、大きくは事業における多角化と地理における多角化の二つに分類することができる。まずは、前者について述べることにする。

米国企業はこれまで次の三つの段階を経て発展し続けてきた。第一段階、第二段階は、単一の製品ラインを保有する企業であるが、第三段階においては、複数の製品ラインを保有する企業、すなわち、多角化企業となる¹⁶。

さらに、この変遷を詳細に描写する際に用いられる比率として、次の三つの比率が挙げられる。

「第一は、本業比率であり、最大の売上高を示す事業の売上高が企業総売上高に占める比率で測定される。事業区分にあたっては標準産業分類（Standard Industrial Classifications；以下「SIC」と記す¹⁷）ではなく、それぞれ独立に業

16 Jon Didrichsen, “The Development of Diversified and Conglomerate Firms in the United States, 1920–1970”, *Business History Review*, Vol. XLVI, No. 2, (Summer, 1972), p. 205.

17 SICには、1桁、2桁、3桁及び4桁のSICコードがあり、それぞれが詳細に記されている。1桁目では、事業活動を11部門に分類している。A、農業、林業及び漁業、B、鉱業、C、建設業、D、製造業、E、運輸業、通信業、電気、ガス及び下水サービス、F、卸売業、G、小売業、H、金融、保険及び不動産業、I、サービス業、J、公益事業、K、分類不可能分。

これら11部門のそれぞれを2桁目で主要なグループに細分化している。主要なグループは84存在する。例えば製造業における主要なグループは次のとおりである。1、食品及び類似の製品、2、タバコ、3、織物製品、4、織物及び類似の原材料から作られる衣料品及びその他の最終製品、5、家具を除いた木工製品、6、家具、7、紙及び類似の製品、8、印刷物、出版物及び類似の製品、9、化学製品及び類似の製品、10、石油精製及び関連産業、11、ゴム及び各種プラスチック製品、12、皮革製品、13、岩石、粘土、ガラス及びコンクリート製品、14、第一次金属産業、15、機械及び輸送機器を除く加工金属製品、16、電気製品を除く機械、17、電気及び電子機器、18、輸送

務的決定を行いうるという意味での分離可能性が基準とされている。

第二は、関連事業比率であり、最大の売上高を示す関連事業グループの売上高が企業総売上高に占める比率で測定される。関連事業グループとは、技術、使用資源、販売市場または営業目標のいずれかについて何らかのつながりを有する事業からなる集合である。

第三は、垂直比率であり、垂直的に統合された生産活動から産出される副製品、中間製品及び最終製品の売上高が企業総売上高に占める比率で測定される¹⁸。」

これら三つの比率にしたがって、分類を行うと次のようになる。

「(1) 非多角化；基本的に単一事業のみに特化している企業。本業比率が 0.95 以上で垂直比率が 0.7 未満、もしくは垂直比率が 0.7 以上でも単一事業における最終製品の売上が 0.95 以上の企業のことを指す。

(2) 本業重点多角化；ある程度多角化しているが、単一事業における最終製品の売上が大半を占めている企業。本業比率が 0.7 以上 0.95 未満で垂直比率が 0.7 以上の企業のことを指す。

(3) 関連事業重点多角化；全く垂直統合を行っていない企業。かつ本業比率が

機器、19、測定、分析及び制御器具、すなわち写真、医療、光学製品すなわち時計、20、その他。

2 桁目の SIC コードを 3 桁目でさらに細分化している。細分化したグループは 421 存在する。例えば電気製品を除く機械は次のとおりである。1、エンジン及びタービン、2、農業用及び園芸用機械、3、建設用、鉱業用及び原材料運搬用機械、4、金属加工用機械、5、金属加工用機械を除く特殊産業用機械、6、一般産業用機械、7、事務用、計算用及び会計用機械、8、冷蔵用及びサービス産業用機械、9、その他。

3 桁目の SIC コードを 4 桁目で 1,000 以上に細分化している。例えば金属加工用機械は、金属切削用機械、金属組立用機械等に分類される。(FASB, *op. cit.*, par. 93-96 より抜粋。)

18 加護野忠男、「製品市場戦略と企業成果」、神戸大学経済経営学会、『国民経済雑誌』、第 133 巻第 3 号、(昭和 51 年 3 月)、78 頁。

0.7未満で関連比率が0.7以上の企業のことを指す。

(4) 無関連多角化；全く垂直統合を行っていない企業。かつ関連比率が0.7未満の企業のことを指す。さらにこれは、買収・合併活動を基準に次の二つのサブカテゴリーに分類することができる。(a) 消極的無関連多角化、(b) コングロマリットの多角化¹⁹。」

これら多角化の割合の推移を示すと、表1のとおりとなる。

表1 1949年から1969年における“Fortune500”社²⁰

	1949年	1959年	1969年
非多角化	29.2%	16.1%	7.3%
本業重点多角化	38.7%	40.1%	35.8%
関連事業重点多角化	29.2%	38.0%	44.5%
無関連多角化	2.9%	5.8%	12.4%

[出所] Richard P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic performance*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press, 1974, p. 53 より一部抜粋して作成。

この表より、1949年から1969年までの20年の間に非多角化、すなわち、基本的に単一事業のみに特化している企業数の大幅な減少とそれに相対するかのように無関連多角化、すなわち、既存の事業とは無関連の事業を複数取り扱っている企業数の増加が見て取れる。さらに、連邦通商委員会は、1960年代に

19 上掲書及び Richard P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic performance*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press, 1974, pp. 29-32 を参照して作成。

20 Fortune500社のデータは1953年から公開されている。したがって、1949年時のデータは連邦通商委員会の報告に基づいて作成したものである。(Richard P. Rumelt, *Ibid.*, p. 41 より一部抜粋。)

無関連多角化のサブカテゴリーに分類されるコングロマリットの多角化が増加し、特に1968年に行われた多角化のほとんどはこの形態であったとの報告を行っている²¹。

したがって、1960年以降の「多角化とは、企業が従来の事業活動とは異質な事業活動を付け加えていく行動、または、異質な事業が単一の企業内に統合された状態と定義できる²²。」さらに、従来の事業活動に特に異質な事業活動を付け加えていく、コングロマリットの多角化が、セグメント情報という補足的な情報を加えるべきであるという提言を生み出したと言われている²³。

補足を加えるならば、「コングロマリットの多角化とは、過去5年の企業経営において、(i) 1株あたり利益の平均伸び率が少なくとも年10%以上、(ii) 少なくとも5回の買収を行い、そのうちの少なくとも3回が既存の事業活動と無関連の事業を取得している、(iii) 発行済み新株式の総簿価が同一期間内に支払われる総配当額と同じほど高額であるといった特徴を有しているものである²⁴。」

さらに、事業形態の変化は企業の組織構造にも変化をもたらしている。「企業は取り扱う事業が増加するにつれて、すなわち多角化するにつれて、集権的職能別組織から分権的事業部制組織を採用するようになった。集権的職能別組織は、通常社長の下に複数の職能別部門を有する一階層構造である。

しかしながら、分権的事業部制組織は、本社と複数独立事業部（製品、地域、あるいは顧客別）から成る二階層構造である。本社は、事業部の業務を計画、調整、評価し、必要な人員、設備、資金を配分する。事業部は、担当製品ある

21 J. Fred Weston, "Diversification and Merger Trends", *Business Economics*, January, 1970, p. 50.

22 加護野忠男、前掲書、72頁。

23 APB, *opt. cit.*

24 Richard P. Rumelt, *op. cit.*, p. 32.

いは担当地域の業績と市場確保に責任を有する。各事業部は、原則として自己充足的であり、この意味は、事業部は市場に独立して対応できるように最低限必要な製造、販売、管理部門を有しているということである²⁵。」従来までは、集権的職能別組織が主流であったが、多角化するにつれて、分権的事業部制組織が主流となっていったのである。

続いて、このように多角化する理由を考察する。まず、第二次世界大戦後に急速に拡張した生産能力、進展した技術及び政府支援による資本投資等が多角化を推進する原動力となった²⁶。さらに、企業には「その存続または長期利潤最大化のために一定の成長率を維持せねばならないという仮定と、製品市場の成長が一定のライフ・サイクルに従うという仮定が存在する²⁷。」例えば、企業が単一の製品ラインしか保有していない場合、その製品の需要が減少すれば企業は利潤最大化どころか、存続すら危ぶまれるようになってしまう。そのようなリスクを減少させるためにも、企業は複数の製品を保有しようと、すなわち、多角化しようとするのである。

さらに、「多角化という行動は、投資におけるリスクの分散という観点からも説明することができる。投資額の全額を単一のプロジェクトに投資するよりは、相互に関連性の少ない複数のプロジェクトに分散投資した方が投資におけるリスクは小さくなる²⁸。」つまり、企業はリスクを減少させるべく、多角化を行うといえる。しかしながら、このようなリスクは事業に関するものだけに固有に発生するものではない。地理に関しても同様に発生するのである。

続いて、地理における多角化について述べることにする。

地理における多角化とは、企業が様々な国において事業活動を行うようにな

25 野中郁次郎、『経営管理』、日本経済新聞社、1983年、46頁。

26 Jon Didrichsen, *op. cit.*, p. 209.

27 加護野忠男、前掲書、73頁。

28 上掲書。

ることを指す。言うまでもなく、このような企業のことを「多国籍企業²⁹」という。

多国籍企業に関して厳密な定義は存在しないが、**Business Week**によれば、「少なくとも二つ以上の国に製造拠点を有しているか、直接投資を伴うその他の拠点を有していること」及び「経営者が世界的な観点からマーケティング、生産、研究に関する基本的な意思決定を行っている企業のこと³⁰」と定義している。また、「1973年8月に国連が発表した『多国籍企業報告書』では、「二つ以上の国で資産（鉱山・工場・販売その他事務所）を支配する全ての企業」³¹と定義している。つまり、「多国籍企業とは、世界的に資本、人的資源及びその他の資源を配分している企業である³²。」と考えられる。

上述した定義のように、多国籍企業が世界各地で根差すようになったのは、多国籍企業が既存の企業よりも高い賃金を支払う傾向にあり、さらには新しい雇用を創出する機能をも有していたからである。国によっては、戦争、恐慌、大量の失業者問題を解決しえない社会システム等により、労働者が働く場所及び機会を得ることができない国があったからである³³。

また、本国の経済に衰退の兆候が顕われた場合、本国においてのみの事業活動は企業に大きな衝撃を与えるかもしれない。しかしながら、様々な国において事業活動を行っていればその衝撃を和らげる、すなわち、リスクを分散する

29 母国以外に企業を設立するにあたっては、100%出資設立が望ましいと考えられている。なぜならば、所有権が分散している場合、主に配当政策に関して少数株主と衝突する場合が多々見受けられるからである。また、税制、労働法、外貨に関する規制等に熟知したスタッフを配置していなければ問題が生ずる恐れがある。（**Business Week**, “Multinational companies”, April 20, 1963, p. 84, p. 76 より一部抜粋。）

30 **Business Week**, “Multinational companies”, April 20, 1963, p. 63.

31 伊藤光晴、石川博友、植草益編、『世界の企業2 アメリカの産業と企業』、筑摩書房、1975年、14頁。

32 *Ibid.*, pp. 63–64.

33 **Forbes**, “Multinationals: Heroes? Or Villains?”, May 15, 1973, p. 266.

ことができる³⁴。

表2 アメリカ多国籍企業ランキング（単位：100万ドル、%）

	企業名	売上高	海外 売上高	海外売上高 比率	純利益	海外 利益比率
1	エクソン	20,310	NA	—	1,532	53
2	フォード・モーター	20,194	5,100	25	870	17
3	GM	30,435	4,741	16	2,163	8
4	モービル・オイル	9,166	NA	—	574	58
5	IBM	9,533	4,152	44	1,279	54
6	ITT	10,236	4,000	39	483	45
7	テキサコ	8,693	NA	—	889	51
8	ガルフ・オイル	6,243	NA	—	197	47
9	スタンダード・オイル	5,829	NA	—	547	52
10	クライスラー	9,759	2,500	26	220	13
11	GE	10,240	1,830	18	530	19
12	キャタピラー・トラクター	2,602	1,251	48	206	NA

[出所] Forbes, “Multinationals: Heroes? Or Villains?”, May 15, 1973, p. 266 より一部抜粋して作成。

リスクを分散することを目的として発展してきた多国籍企業であるが、「産業によっては、海外からの利益が急激に増加したり、投資利益率に関してはしばしば本国よりも高い数値を示すことがあった³⁵。」表2からも窺えるように、多国籍企業の中には、海外売上高比率や海外利益比率が企業全体の約半分を占めるものが存在しているのである。

34 Business Week, *op. cit.*, pp. 84-86.

35 *Ibid.*, p. 70.

前述してきたことを要約するならば、企業は単一事業及び単一国家における依存度を減少させるべく、すなわち、リスクを分散させるべく、多角化を行ったと思われる³⁶。

しかしながら、この多角化が逆に企業分析を困難にした。このことについては後述するが、企業分析を困難にしたことが、従来の会計情報だけでなく、セグメント情報という補足的な情報のニーズを増大させたのである。さらにセグメント情報に対する強いニーズが、ステートメントとしての制度化につながった。したがって、次章では、そのニーズを発信した、会計情報利用者である投資家について考察することとする。

III 経済的動向

第 I 章で述べた APB ステートメント第 2 号『多角化企業における補足的な財務情報の公開』の冒頭において、「企業分析を行う者にとって、多角化企業におけるセグメントの収益及び費用に関する情報は必要である。さらに、これら情報は財務諸表において公開されるべきである³⁷。」と述べられている。ここで着目すべき点は、会計情報利用者が多角化企業を分析するにあたって、セグメント情報を必要としている点である。したがって、本章では、セグメント情報に対する強いニーズを発信した、会計情報利用者である投資家について考察することとする。

第 I 章でも述べたように、1929 年のニューヨーク証券取引所における株価の大暴落及びそれに続く世界的大恐慌は、米国において投資家保護の気運を高めた。証券市場においては、1933 年に証券法、1934 年に証券取引所法など一連の連邦証券諸法が制定されるに至った。これらは主に証券取引に関する不公正な株価操作、インサイダー取引等から投資家を保護する目的で制定された。特に、1934

36 APB, *op. cit.*, Background.

37 APB, *op. cit.*, Introduction.

年の証券取引所法では、証券市場の規制機関として証券取引委員会（Securities and Exchange Commission; 以下「SEC」と記す）の設立が定められたのである。

「1933年の証券法、1934年の証券取引所法の制定以降も、1935年の公益持株会社法、1939年の信託証券法、1940年の投資会社法、同年の投資顧問法³⁸」といった投資家保護を目的とした数々の法律が制定された。続いて、証券市場において制度的枠組みが確立された後の投資家について考察することとする。

「戦時経済期においては、徴兵や戦時動員が行われ、その一方では軍需を中心とした生産の急速な拡大が起こったため、労働力不足が深刻化した³⁹。」しかしながら、「家計部門では、労働力需給が逼迫したことで賃金水準が上昇し、所得も増大した⁴⁰」のである。この当時の「賃金水準は物価を上回るペースで上昇していた。例えば、週間賃金は1940年の25ドルから1944年には46ドルまで上昇していた⁴¹」のである。「このような賃金の増加は、家計当たりの労働者数の増加も伴って、実質所得を増大させた⁴²。」「税引後所得が4,000ドルから7,500ドル（1953年の水準において）と定義される中所得者層が全家計に占める割合は、1929年から1953年までの間に15%から35%まで増大した⁴³」のである。

実質所得の増大はその後も続くこととなる。「1950年から1965年までの間10,000ドル以上の所得を稼得する階層の構成比は、10.2%から33.3%に増加し、3,000ドル未満の所得しか稼得しえない階層の構成比は、23.4%から12.1%まで減少していた⁴⁴。」

38 神木良三、「アメリカ証券市場の変貌とその構造改革」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第128号、(1979年5月)、79頁。

39 北條裕雄、「連邦証券金融規制の展開過程（1946-65年）[上]」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第172号、(1990年6月)、73-74頁。

40 上掲書、73頁。

41 上掲書、74頁。

42 上掲書。

43 上掲書。

44 上掲書、88頁。

表3 家計部門（個人信託勘定を含む）の金融資産構成比の推移（単位：％）

	定期預金	社債・外債	株式
1946	14.9	2.2	27.0
1947	15.5	2.0	25.8
1948	15.8	1.9	25.1
1949	15.7	1.8	25.9
1950	15.1	1.1	29.2
1951	14.8	1.3	31.4
1952	15.3	1.2	31.9
1953	16.5	1.1	29.6
1954	15.5	0.9	36.5
1955	15.0	0.8	39.3
1956	15.3	0.9	39.3
1957	17.2	1.1	34.9
1958	16.1	1.0	41.0
1959	16.2	1.0	40.8
1960	17.0	1.0	38.9
1961	16.4	0.9	42.8
1962	19.2	0.9	38.1
1963	19.3	0.8	40.0
1964	19.7	0.7	40.2
1965	19.8	0.7	41.0

[出所] Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts, 1946-75*, pp. 98-99. 北條裕雄、「連邦証券金融規制の展開過程（1946-65年）[上]」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第172号、（1990年6月）、92頁より一部抜粋して作成⁴⁵。

45 主要な金融資産のみを抜粋しているため、構成比合計は100%にはならない。

家計分門において増加した所得分は、株式投資に向けられることとなった。株式投資の増加の推移は、表3に示すとおりである。

それではなぜ、家計部門における増加所得分は、安定した利回りをもたらす社債・外債ではなく、株式投資に向けられたのであろうか。これは、次の表4からも窺えるように、株式の収益率（総合利回り）と社債の収益率の間に大きな乖離が見られたせいである。株式の収益率（総合利回り）は多少の変動は見られるものの、全般的に社債の収益率を大きく上回っていることが見て取れる。さらに、この当時の経済的拡張及び企業の収益性の上昇が株価の上昇をももたらしていたのである⁴⁶。

前述したように、個人投資家は増加所得分を株式投資に向けていくのであるが、その一方で、機関投資家に対して株式投資を業務として委託するようになるのである。これは、表5の「機関投資家の保有資産として、商業銀行を除く貯蓄機関の資産合計が、1929年の約371億ドルから1962年の3,765億ドル、非貯蓄機関の資産合計が約71億ドルから1962年の561億ドル⁴⁷」と前者、後者共に著しく増大していることより見て取れる。機関投資家の中では、特にミューチュアル・ファンドが個人投資家から投資ポートフォリオを組むという専門的能力を期待され、急激にその保有資産を増大させていた⁴⁸。また、ミューチュアル・ファンドだけでなく、その他の機関投資家も、個人投資家に比して情報処理能力が高いという理由から、巨額の運用資産を保有するようになっていったのである⁴⁹。

46 Daniel S. Ahearn, "The Changing Nature of the Mutual Fund Industry", *Business Economics*, May, 1970, p. 38.

47 神木良三、前掲書、65頁。

48 Daniel S. Ahearn, *op.cit.*, p. 36.

49 北條裕雄、「アメリカにおける証券規制の転換（1966-1975年）」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第188号、（1994年6月）、5頁。

表4 株式と社債の収益率の比較（単位：％）

	株式収益率（キャピタル・ゲイン）	株式収益率（インカム・ゲイン）	株式収益率（総合利回り）	社債収益率
1952	5.80	9.4	17.8	2.96
1953	5.80	-4.4	-1.2	3.20
1954	4.95	4.0	57.2	2.90
1955	4.08	26.8	31.0	3.06
1956	4.09	2.6	6.4	3.36
1957	4.35	-11.3	-10.5	3.89
1958	3.97	34.0	42.4	3.79
1959	3.23	7.3	11.8	4.38
1960	3.47	-0.5	0.3	4.41
1961	2.98	20.9	26.6	4.35
1962	3.37	-9.4	-5.4	4.33
1963	3.17	17.5	22.5	4.26
1964	3.01	12.9	16.3	4.40
1965	3.00	8.8	12.3	4.49

[出所] R. W. Goldsmith, *Institutional Investors and Corporate Stock*, New York, 1973, pp. 250-251. 北條裕雄、「連邦証券金融規制の展開過程（1946-65年）」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第172号、（1990年6月）、109頁より一部抜粋して作成。

表5 機関投資家の保有資産の成長（単位：100万ドル、%）

	1929年	1945年	1962年
[貯蓄機関]			
生命保険会社	17,482	44,797	133,291
相互貯蓄銀行	9,873	16,962	46,121
貯蓄貸付組合	8,695	8,747	93,816
非保険型企業年金基金	500	2,700	35,999
州・地方公共団体年金基金	424	2,615	24,300
ミューチュアル・ファンド	134	1,284	22,950
計	37,108	77,105	376,477
[非貯蓄機関]			
損害保険会社	4,628	7,851	34,217
大学基金	1,133	1,770	8,043
財団	1,300	1,900	13,810
計	7,061	11,521	56,070

[出所] NYSE: *INSTITUTIONAL SHAREOWNERSHIP, A Report on Financial Institutions and the Stock Market*, pp. 11-13. 神木良三、「アメリカ証券市場の変貌とその構造改革」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第128号、（1979年5月）、65頁より一部抜粋して作成。

上述してきたことを要約するならば、世界的大恐慌以降は、個人投資家が企業にとって主要な株主であったのに対し、1960年以降は、機関投資家が個人投資家に代わって台頭してきたといえる。

おりしも、機関投資家が台頭してきた頃には、前章でも述べたように、企業が行う事業活動は増加しかつ多様化しており、さらには、本国以外でも事業活動を行うようになっていたのである。このような状況を鑑みて、機関投資家は本章の冒頭でも述べたように、企業分析を行うにあたって、連結情報だけでは不十分であると判断し、セグメント情報を要求するようになったのである。このようなニーズの発信を受けて、FASB ステートメント第 14 号『企業のセグメントに関する報告』が制度化されるに至った。次章では、本ステートメントについて考察することとする。

IV 会計的動向

前章でも述べたように、1960年以降は、機関投資家が個人投資家に代わって台頭してきた。おりしも、企業が行う事業活動は増加しかつ多様化しており、さらには、本国以外でも事業活動を行うようになっていた。このような状況を鑑みて、機関投資家は公開情報、すなわち連結情報を、合理的な投資意思決定にあたって必要な情報を含有していないものであると判断した。それではまず、このような批判を受けるようになった連結情報を概観することとする。以下に示すのは、1977年12月31日におけるX社の連結情報である。

1977年12月31日におけるX社の連結損益計算書（単位：ドル）

売上高		4,700
売上原価	3,000	
販売費及び一般管理費	700	
支払利息	200	
		<u>3,900</u>
		800

Z社（25%所有）の純利益に対する持分	100
継続事業から得られる税引前利益	900
法人税	400
継続事業から得られる営業利益	500 ⁵⁰
	以下省略

上掲の連結情報から X 社全体の収益性は把握することができる。しかしながら、X 社が複数の事業を複数の地域で行うことによって、収益を稼得している場合、これらに関する詳細な情報を把握することはできないのである。さらに、既存の事業とは無関連の事業に進出していくコングロマリットの多角化の場合、投資家自身に投資ポートフォリオを組んで分散投資を行う必要性をより一層増大させると思われる⁵¹。より良い投資ポートフォリオを組むためには、より多くの情報が知覚されなければならない⁵²。

これを受けてか、FASB ステートメント第 14 号『企業のセグメントに関する報告』は、冒頭部分において次のように述べている。「近年、多くの企業が、異なる産業や異なる国、異なる市場へと活動範囲を拡大してきた。本ステートメントは、異業種における事業活動、諸外国における事業活動及び輸出高、主要な顧客に関する情報を含んだ財務諸表を企業に要求するものである。また本ステートメントは、単一産業において支配的にあるいは独占的に事業活動を行っていたとしても、その産業を明示することを要求するものである⁵³。」

それでは、本ステートメントに則って作成されたセグメント情報を概観することとする。本ステートメントは、「セグメント情報を次に掲げる情報からな

50 FASB, *op. cit.*, Exhibit A.

51 Joe J. Cramer, Jr. and Thomas Iwand, "A Proposal for Conglomerate Disclosure", *Business Horizons*, April, 1968, p. 50.

52 *Ibid.*

53 FASB, *op. cit.*, par. 1.

ると述べている。

- a) 異業種における事業活動—パラグラフ 9 から 30
- b) 諸外国における事業活動及び輸出高—パラグラフ 31 から 38
- c) 主要な顧客—パラグラフ 39⁵⁴」

上記より本ステートメントが、異業種における事業活動に多くの説明を行っていることが見て取れる。したがって、本稿においても、本ステートメントと同様のスタンスを採り、異業種における事業活動を中心に論述することとする。本ステートメントでは、異業種における事業活動のことを産業別セグメントと呼称している。以下に示すのは、1977年12月31日におけるX社の産業別セグメント情報である。

1977年12月31日におけるX社の産業別セグメント情報（単位：ドル）

	その他修正及び					
	産業 A	産業 B	産業 C	の産業	消去	連結
外部顧客への売上高	1,000	2,000	1,500	200		4,700
セグメント間の売上高	200		500		(700)	
収益合計	1,200	2,000	2,000	200	(700)	4,700
営業利益	200	290	600	50	(40)	1,100
Z社の純利益に対する						
持分						100
全社的一般経費						(100)
支払利息						(200)
継続事業から得られる						
税引前利益						900 ⁵⁵

注記等以下省略

54 *Ibid.*, par. 3.

55 *Ibid.*, Exhibit B.

セグメント情報とは、前掲の連結情報を分解したものである。これにより、企業の収益がどのセグメントからもたらされているのか知覚することができる。しかしながら、セグメント情報自体を単純に比較するということは困難であると思われる。この点については、本ステートメントパラグラフ 76 においても「本ステートメントに基づいて作成された情報は、ある企業の産業別セグメントと他の企業の類似の産業別セグメントを比較する際にはその有用性に限界を生じさせるかもしれないであろう。(すなわち、企業間比較においては)⁵⁶」と述べられている。

セグメント情報は、従来の会計情報とは異なり、単純に企業間比較を行うことが困難な会計情報であるが、これはセグメント情報を作成するにあたっての決定基準に起因する。本ステートメントは、産業別セグメントの決定にあたって普遍的に適用可能な性質を有する基準は存在せず、したがって、決定にあたってはかなりの部分、経営者の裁量に依拠せざるを得ないと述べているのである⁵⁷。

経営者の裁量に依拠せざるを得ないと述べる一方で、決定に際し、主に考慮すべき要素として「製品の品質」を挙げている。ここで、「製品の品質」が類似であると認められる、すなわち、同一の産業セグメントに分類されるためには、目的あるいは最終的な利用において類似性があることが必要であると述べられている。これら類似性とは、同程度のリターン、同程度のリスク、成長に関して同様の機会を有していることである⁵⁸。

したがって、産業別セグメントとは、企業が同程度のリターン、リスク等を有した製品あるいはサービスを一つのカテゴリーとして分類したものであると考えられる。言うまでもなく、これらのカテゴリーは企業により大きく異なるであろう。

56 *Ibid.*, par. 76.

57 *Ibid.*, par. 12.

58 *Ibid.*, par. 100.

それでは、実際の産業別セグメント情報を検証することとする。事例としては、世界においても最も多角化していた企業の一つに挙げられる **General Electric** 社（以下「GE 社」と記す）と **Westinghouse** 社（以下「WH 社」と記す）を取り上げる。

1977年12月31日における GE 社の産業別セグメント情報（単位：100 万ドル）⁵⁹

	収益	セグメントにおける営業利益
消費財及びサービス	4,148	483
産業用機器及び部品	3,698	367
電力システム	3,218	163
技術システム及び原材料	4,145	474
ユタ・インターナショナル社	965	389
諸外国における多様な事業活動	2,562	211
GE クレジット社の純利益	67	67
修正消去分	(894)	(65)
支払利息等		(200)
合計	17,909	1,889

1977年12月31日における WH 社の産業別セグメント情報（単位：100 万ドル）⁶⁰

	収益	セグメントにおける営業利益
電力システム	2,364	114
産業用機器	2,317	221
公共システム	1,416	69
放送	176	52

⁵⁹ GE, 10-k, 1977.

⁶⁰ WH, 10-k, 1977.

その他	75	(15)
修正消去分	(210)	(11)
	6,138	430
	6,138	430

GE社とWH社は、同業種に属し、競争関係にあったとされるのであるが、上記の産業別セグメント情報からも見て取れるように、両社を構成する主要な事業活動は大きく異なっている。なお、本ステートメントにおいて「主要な事業活動とは、以下の一つ以上の条件を満たす事業活動のことを指すものと定義されている。

- a) その収益（外部顧客への売上及びセグメント間の売上高あるいは振替の両方を含む）が、企業の産業別セグメント全体の収益合計（外部顧客への売上及びセグメント間の売上高あるいは振替）の10%以上であるもの
- b) その営業利益あるいは営業損失の絶対値額が10%以上であるもの
- c) その固有の資産が産業別セグメント全体の固有の資産合計の10%以上であるもの⁶¹⁾

さらに、「産業別セグメントの収益とは、外部顧客への売上高（すなわち、損益計算書上に報告される企業外部の顧客からの収益をいう）及び、もし仮にセグメント間において外部顧客への売上と類似の製品及びサービスの売上あるいは振替があれば、それも含むものである⁶²⁾。また、「産業別セグメントの営業利益あるいは営業損失とは、上述の収益から全ての営業費用を差し引いたものである。ここで用いられている営業費用とは、外部顧客への売上に関連する費用及びセグメント間の売上あるいは振替に関連する費用のことを指す。特定の産業別セグメントに直接跡付けられない営業費用は合理的な基準に基づいてその恩恵を受ける産業別セグメントに配分することとなっている⁶³⁾。」

61 FASB, *op.cit.*, par. 15.

62 *Ibid.*, par. 10 (c).

63 *Ibid.*, par. 10 (d).

産業別セグメント情報は、10-k等により入手することができる。1977年の10-kに特化して考察を行うと、GE社とWH社のセグメント情報にはさらに次の二点において大きな乖離が見られる。

まず、第一点目は、セグメント情報を記載している場所である。GE社は巻頭の部分の頁に記載しているのであるが、WH社は後半部分の頁に記載するに留まっている。記載している頁から推測すると、GE社はWH社よりもセグメント情報を重要視しており、この情報を積極的に投資家に知覚させようとしていると思われる。さらに、GE社は巻頭の頁において、次のように述べている。「GE社の事業活動は高度に分権化しており、六つの部門によって組織化されている。それぞれの部門は経営管理及び経営計画レベルでの組織化がなされており、戦略的事業単位（Strategic Business Unit; 以下「SBU」と記す）によって構成されている。・・・産業別セグメントはこのSBUを基礎としている⁶⁴。」

第二点目は、上述の文言からも見て取れるように、GE社の産業別セグメントはSBUを基礎としていることを強調している点である。前述したように、産業別セグメントとは、企業が同程度のリターン、リスク等を有した製品あるいはサービスを一つのカテゴリーとして分類したものである。ここにSBU、すなわち、戦略という要素が加えられると、産業別セグメント全体がポートフォリオとして捉えられるようになるのである⁶⁵。企業はポートフォリオ分析の手法として、ビジネス・スクリーンを使用する。ビジネス・スクリーンとは、市場の魅力度を縦軸に、競争上の地位を横軸にとったマトリックスのことを指す。企業は、このマトリックス上に、個々の産業別セグメントを配置し、この配置により、個々の産業別セグメントにおける今後の方針を決定するのである。ビジネス・スクリーンを示すと、図1のとおりとなる。

64 GE, *op.cit.*

65 Business Week, “GE’s new strategy for faster growth”, July 8, 1972, p. 52.

図1 ビジネス・スクリーン

競争上の地位

		強い	中	弱い
市場の 魅力 度	高	投資成長	投資成長	収益重視
	中	投資成長	収益重視	収穫撤退
	低	収益重視	収穫撤退	撤退

[出所] 加護野忠男、「SBU 管理」、神戸大学経済経営学会、『国民経済雑誌』、第 143 卷第 2 号、(昭和 56 年 2 月)、30 頁を一部改変して作成。

例えば、ビジネス・スクリーン上で市場の魅力度も高く、競争力も強い場所に位置付けられたものは、さらなる成長を目指してさらなる投資が行われる。市場の魅力度は低いが、競争力は強い場所に位置付けられたものは、収益性を高めるよう業務の改善が行われる。市場の魅力度も低く、競争力も弱い場所に位置付けられたものは、撤退するよう業務の整理が行われるのである⁶⁶。

ビジネス・スクリーンを用いたポートフォリオ分析が目的とすることは、全社的な観点からバランスのとれた事業展開を行うことである。この目的が達成されると、自動的に企業は最適ポートフォリオを達成することになるのである。企業が最適ポートフォリオを達成していると仮定した場合、投資家自身が投資ポートフォリオを組む場合よりもリスク・ヘッジができる、さらには、投資ポートフォリオを組むという煩雑な作業からも解放されるというメリットが生じる。

前述してきたことを鑑みると、GE 社はセグメントという概念を用いて最適ポートフォリオを達成し、セグメント情報を通して最適ポートフォリオを達成しているということを積極的に投資家に知覚させようとしているといえる。言うまで

66 加護野忠男、「SBU 管理」、神戸大学経済経営学会、『国民経済雑誌』、第 143 卷第 2 号、(昭和 56 年 2 月)、29 頁。

もなく、このとき対象とした投資家は機関投資家である。機関投資家は、企業が最適ポートフォリオを達成していると判断したならば、リスク・ヘッジ及び煩雑な作業からの解放といったメリットを得るために、当該企業の株式を選好するであろう。この仮説は、GE社とWH社の売上高営業利益率及び株主数の増分率の変遷により、傍証的にはあるが支持される。GE社とWH社の売上高営業利益率及び株主数の増分率の変遷はグラフ1、グラフ2に示すとおりである。

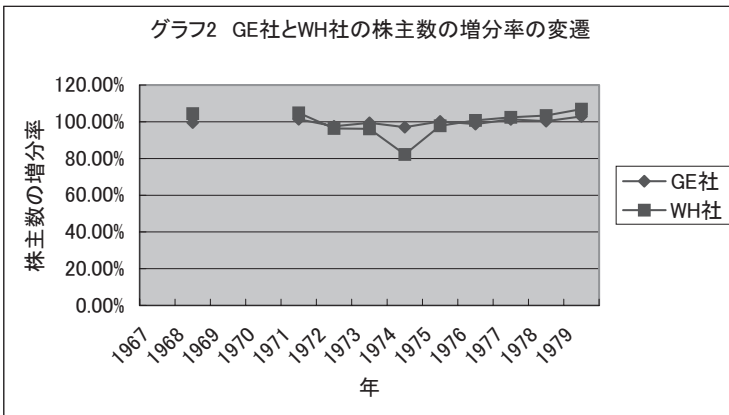
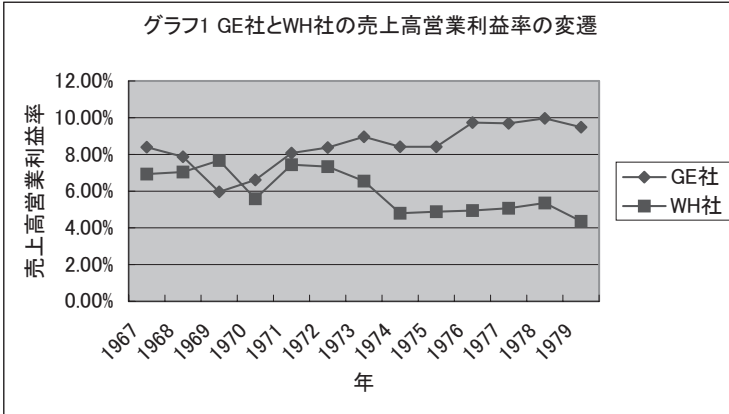
これら二つのグラフからは、1970年以降、売上高営業利益率ではGE社がWH社を大きく上回っているにも関わらず、株主数の増分率は、WH社のほうが上回っていることが見て取れる。株主数の増分率に大きく影響を与えようと思われるのは、個人投資家である。なぜならば、個人投資家は、機関投資家と比較するとその個体数をはるかに多いからである。したがって、株主数の増分率の増加が見られるWH社の株式は主に個人投資家に、増分率の増加が見られないGE社の株式は機関投資家に選好されていたろうと推測できる。しかしながら、このことはあくまでも傍証でしかなく、より詳細な検討が必要である。

次章では、上述してきたことを結論付けることとする。

V 結 語

1960年以降、多角化企業、すなわち、コングロマリットの多角化の増加と機関投資家の台頭という二つの要因が重なって、従来の会計情報を補足するセグメント情報が必要とされるようになった。これは、本稿の第II章及び第III章を鑑みることにより明らかとなったことである。しかしながら、セグメント情報は、従来の会計情報とは異なり、セグメント情報自体を単純に比較するということは困難な情報であった。換言するならば、これまで重要視されてきた「比較可能性」という要件を満たしえない会計情報なのである。

セグメント情報の中でも特に、異業種における事業活動に関する情報、すなわち産業別セグメント情報を中心に論述するならば、「比較可能性」という要



[出所] GE, 10-k, 1967-1979.

WH, 10-k, 1967-1979.

件を犠牲にする要因はセグメント情報を作成するにあたっての決定基準にあった。第IV章で述べたように、産業別セグメントの決定基準とは、同程度のリターン、同程度のリスク、成長に関して同様の機会を有していることである。したがって、産業別セグメントとは、企業が同程度のリターン、リスク等を有した

製品あるいはサービスを一つのカテゴリーとして分類したものであり、言うまでもなく、これらのカテゴリーは企業により大きく異なる。特に、本稿で取り上げた GE 社はこのカテゴリーに、SBU、すなわち、戦略という要素を加えていた。つまり、産業別セグメント全体を投資ポートフォリオとみなしていたのである。さらに、GE 社はセグメント情報を通して最適ポートフォリオを達成しているということを積極的に投資家に知覚させようとしていた。投資家は、企業が最適ポートフォリオを達成していると判断したならば、リスク・ヘッジ及び煩雑な作業からの解放といったメリットを得るために、当該企業の株式を選好するであろう。これは第IV章において、GE 社と WH 社の株主数の増分率の変遷を概観することにより、確認することができる。

上述してきたことを要約するならば、従来 of 会計情報とは異なり、これまで重要視されてきた「比較可能性」という要件を満たしえないセグメント情報とは、異なる観点から企業間比較を行うことができるものであったといえるのである。それは、従来 of 会計的観点からの単純で具体的な生産効率や業務効率の比較ではなく、リスク、リターン、ポートフォリオといった、抽象的なファイナンス的観点からの比較であったのである。したがって、「比較可能性」が犠牲にされたのではなく、抽象的な観点からは担保されていたと考えられる。

本稿においては、経営的動向、経済的動向、会計的動向を概観するに留まった。したがって、今後は、本稿において概観した部分をより詳細に考察すること及びより詳細な仮説の検証を行うことを課題として取り組んでいくこととする。

参考文献

- A. A. A., *A Tentative Statement of Accounting Principles Affecting Corporate Reports*, 1936.
- A. A. A., *Accounting Principles Underlying Corporate Financial Statements*, 1941.
- A. A. A., *Standards of Disclosure for Published Financial Reports, Supplementary Statement No. 8*, 1954.
- A. A. A., *Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements*, 1957.
- APB, *Statement No. 2, Disclosure of Supplemental Financial Information by Diversified Companies*, September, 1967.
- Daniel S. Ahearn, “The Changing Nature of the Mutual Fund Industry”, *Business Economics*, May, 1970, pp. 36–39.
- H. Igor Ansoff, *Corporate Strategy*, New York, McGraw–Hill, Inc, 1965.
- Norman A. Berg “What’s different about conglomerate management?”, *Harvard Business Review*, November–December, 1969, pp. 112–120.
- Paul N. Bloom and Philip Kotler, “Strategies for high market-share companies”, *Harvard Business Review*, November–December, 1975, pp. 63–72.
- Business Week, “Multinational companies”, April 20, 1963, pp. 62–70, 75–86.
- Business Week, “GE’s new strategy for faster growth”, July 8, 1972, pp. 52–58.
- Business Week, “The Opposites: GE Grows While Westinghouse Shrinks”, January 31, 1977, pp. 60–66.
- William L. Cary and Walter Werner, “Outlook for securities markets”, *Harvard Business Review*, July–August, 1971, pp. 16–18, 22–25, 160–161.
- Joe J. Cramer, Jr. and Thomas Iwand, “A Proposal for Conglomerate Disclosure”, *Business Horizons*, April, 1968, pp. 49–59.
- Kenneth N. Davis, “The outlook for the United States and World Trade”, *Business Economics*, January, 1971, pp. 48–50.
- Jon Didrichsen, “The Development of Diversified and Conglomerate Firms in the United States, 1920–1970”, *Business History Review*, Vol. XLVI, No. 2, (Summer, 1972), pp. 202–219.

- Marquis G. Eaton, "Financial Reporting In a Changing Society", *The Journal of Accountancy*, August, 1957, pp. 25-31.
- FASB, *Statement of Financial Accounting Standards No.14, Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise*, December, 1976.
- Forbes, "Multinationals: Heroes? Or Villains?", May 15, 1973, pp. 264-269.
- Frederick W. Gluck, Stephen P. Kaufman, and A. Steven Walleck, "Strategic management for competitive advantage", *Harvard Business Review*, July-August, 1980, pp. 154-161.
- William K. Hall, "SBU's: Hot, New Topic in the Management of Diversification", *Business Horizons*, February, 1978, pp. 17-25.
- R. G. Hammermesh, M. J. Anderson, Jr., and J. E. Harris, "Strategies for low market share businesses", *Harvard Business Review*, May-June, 1978, pp. 95-102.
- Bruce D. Henderson, *Henderson On Corporate Strategy*, Cambridge Massachusetts, Abt Books, 1979.
- G. Kopits, "Multinational Conglomerate Diversification", *Economia Internazionale*, Vol. XXXII, No. 1, (Febbraio, 1979), pp. 99-111.
- James M. and D, Jeanne Patterson, "Conglomerates: The Legal Issues", *Business Horizons*, February, 1968, pp. 39-48.
- Samuel R. Reid, "Is The Merger The Best Way to Grow?", *Business Horizons*, February, 1969, pp. 41-50.
- Richard P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic performance*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press, 1974.
- John K. Shank, "Case of the disclosure debate", *Harvard Business Review*, January-February, 1972, pp. 142-147, 150-158.
- A. A. Sommer, Jr., "Conglomerate Disclosure: Friend or Foe?", *The Journal of Accountancy*, May, 1967, pp. 61-67.
- J. Fred Weston, "Diversification and Merger Trends", *Business Economics*, January, 1970, pp. 50-57.

General Electric, 10-k, 1967-1979.

Westinghouse, 10-k, 1967-1979.

伊藤光晴、石川博友、植草益編、『世界の企業 2 アメリカの産業と企業』、筑摩書房、1975年。

加護野忠男、「製品市場戦略と企業成果」、神戸大学経済経営学会、『国民経済雑誌』、第133巻第3号、(昭和51年3月)、72-82頁。

加護野忠男、「SBU管理」、神戸大学経済経営学会、『国民経済雑誌』、第143巻第2号、(昭和56年2月)、22-46頁。

神木良三、「アメリカ証券市場の変貌とその構造改革」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第128号、(1979年5月)、64-88頁。

中島省吾訳、『増訂 A.A.A.会計原則』、中央経済社、1975年。

日本公認会計士協会 国際委員会、『財務会計基準書 リース会計・セグメント会計他』、同文館、1985年。

野中郁次郎、『経営管理』、日本経済新聞社、1983年。

ノートン・M・ベドフォード著、武田隆二監訳、原田満範訳、『会計ディスクロージャーの拡張』、東洋経済新報社、1980年。

北條裕雄、「連邦証券金融規制の展開過程 (1946-1965年) [上]」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第172号、(1990年6月)、68-154頁。

北條裕雄、「連邦証券金融規制の展開過程 (1946-1965年) [下]」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第173号、(1990年9月)、1-77頁。

北條裕雄、「アメリカの証券規制 (1955-1965年)」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第186号、(1993年12月)、1-19頁。

北條裕雄、「アメリカにおける証券規制の転換 (1966-1975年)」、日本証券経済研究所、『証券経済』、第188号、(1994年6月)、1-23頁。

山地秀俊、『会計情報公開論』、神戸大学経済経営研究所、1983年。

山地秀俊、「会計学説と主体形成」、神戸大学経済経営研究所、『経済経営研究年報第53号』、2003年、63-103頁。

経済経営研究（既刊）目次

第53号 2004年2月刊行

中国企業の市場主義管理

—ハイアールの人事部— ……………蘇 慧文
吉原 英樹

少子高齢化と女性雇用・外国人雇用 ……………後藤 純一

会計学説と主体形成 ……………山地 秀俊

マレーシアにおける資本規制の成長率に

及ぼす効果に関する実証分析 ……………井澤 秀記

企業の変遷概要図（続）

—変遷データの検討— ……………関口 秀子

神戸大学
 経済経営研究所
 所長 山地 秀俊

研究分野と所属教員

<p>情報経済経営研究部門</p> <p>企業ガバナンス 経済情報解析 産業組織 企業会計情報 IT マネジメント ボーダレスマネジメント デジタルエコノミー 情報ディスクロージャー</p>	<p>教授 山地 秀俊 教授 小西 康生 教授 下村 和雄 教授 小島 健司 教授 上東 貴志 教授 利 博友 教授(兼) 石井 淳蔵 助教授 趙 来勲 助教授 下村 研一 講師 天谷 研一 講師 上野 正樹</p>
<p>国際経済経営研究部門</p> <p>国際経営 国際経済 国際通商 環太平洋経済 地域金融協力 経済統合 国際開発戦略 地球環境マネジメント</p>	<p>教授 吉原 英樹 教授 井川 一宏 教授 片山 誠一 教授 西島 章次 教授 後藤 純一 教授 富田 昌宏 教授 井澤 秀記 教授 太田 博史 教授(兼) 高橋 眞一 教授(兼) 伊藤 光利 助教授 藤村 聡 助教授 浜口 伸明</p>
<p>政策研究リエゾンセンター</p> <p>企業ネットワーク研究部門</p> <p>新産業評価 企業情報分析</p> <p>経済政策評価研究部門</p> <p>マクロ政策 ミクロ政策 対外政策</p>	<p>教授 延岡健太郎 教授 富浦 英一 教授 宮尾 龍蔵 助教授 梶原 晃 助教授 伊藤 宗彦 助教授 森田 弘一 助手 関口 秀子 助手 田村真由美 外国人研究員 Lahiri Sajal 外国人研究員 Dasgupta Dipankar</p>

執筆者紹介（執筆順）

富田 昌宏……………教 授 国際経済経営研究部門
修士（経済学）神戸大学

井澤 秀記……………教 授 国際経済経営研究部門
博士（経済学）神戸大学

富浦 英一……………教 授 経済政策評価研究部門
Ph. D.（経済学）マサチューセッツ工科大学

関口 秀子……………助 手 企業ネットワーク研究部門
修士（法学）神戸大学

田村真由美……………助 手 企業ネットワーク研究部門
修士（経営学）神戸大学

平成17年 3月22日 印刷
平成17年 3月30日 発行

経済経営研究 年報 54

編集兼 神戸市灘区六甲台町
発行者 神戸大学経済経営研究所
印刷所 大阪市阿倍野区天王寺町北 2-4-16
信利ビジネス社

Annals of Economics and Business

54
2004

CONTENTS

Crusie and its Prospect Masahiro Tomita

An Empirical Analysis of the Relationship between the Monetary Base, Exchange Rate
and Rates of Inflation in Post-Bubble Japan Hideki Izawa

Foreign Direct Investment and Technological Capability of Japanese Firms:
An Econometric Analysis of Micro Data from Basic Survey of Commercial
and Manufacturing Structure and Activity Eiichi Tomiura

Examination on the Disclosure System of Financial Report:
Revision Based on the Report of Financial System Council,
December 16, 2002 Hideko Sekiguchi

On Determinants of the Segment Information in the United States
..... Mayumi Tamura

RESEARCH INSTITUTE FOR ECONOMICS
AND BUSINESS ADMINISTRATION
KOBE UNIVERSITY