

研究叢書 29

---

# 会計情報公開制度の実証的研究

——日米比較を目指して——

山 地 秀 俊 著

神戸大学  
経済経営研究所

1986

# 会計情報公開制度の実証的研究

——日米比較を目指して——

山地秀俊 著

神戸大学経済経営研究所

1 9 8 6

## は し が き

これまで著者が一貫して研究対象としてきたのは会計情報公開現象である。企業は経済活動と並行して、その経済活動を表象する会計情報を作成して外部に公表するという活動を遂行しているが、当該現象を合理的に説明しようとするのが著者の課題である。

前書ではこのような課題に対して著者は、「民主主義と公開性」という観点から解答を与えようとした。しかし、そのような観点は我々が直接考察の対象とした19世紀末から20世紀初頭のアメリカの会計情報公開現象には適応したが、時代と国を越えて適応されるには現象の一側面——勿論極めて重要な一側面であるが——を強調しすぎた観点であったと思われる。今日の会計情報公開は、さらに多様な機能を遂行しており、それらを総合的に把握しなければ当該現象を十分に理解したことはならないであろう。そこで本書において著者は、会計情報公開制度が今日の経済社会で果たしている機能を三つに集約して検討するという方法を採用した。一つは会計責任機能、一つは証券投資助成機能そしていま一つは前書で提示した民主主義的宥和化機能である。その各々の機能に関する従来の分析理論と最近の分析理論を検討するとともに日米の実証結果をも併せて提示したが、その解釈については本文に譲ることとする。

本書が成るについて、著者は前書と同様に多くの先生方に多くを負っている。特に谷端長、中野勲両先生の学恩については筆舌に尽くしがたいものがある。また神戸大学経済経営研究所及び会計学研究室の諸先生、谷端先生門下の「財務会計研究会」の諸先輩からは、常日頃有益な御教示を頂いている。しかしこれら多くの諸先生から多くの貴重な助言を頂いたにもかかわらず、本書の研究の完成度は高くない。今後の努力を約束するとともに、なお一層の御鞭撻をお願いする次第である。

最後に本書の実証研究におけるコンピューター処理に関しては、神戸大学経

済経営研究所機械室の民野庄造氏及び平田百合嬢にお世話になった。記して深謝することにする。

なお、本書は昭和58年度の文部省科学研究費補助金奨励研究（A）によってなされた研究成果の一部である。

昭和60年10月1日

六甲台の新しい研究室にて  
山 地 秀 俊

# 目 次

## は し が き

### 第一編 会計情報公開制度分析のための基礎理論

開 編 .....	3
第1章 会計情報公開制度の会計責任機能分析 .....	7
I：伝統的理論（ステュアードシップ理論） .....	7
II：新しい理論（エイジェンシー理論） .....	16
III：最近の分析成果 .....	24
IV：結 語 .....	29
第2章 会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能分析 .....	31
I：伝統的理論 .....	31
II：新しい理論 .....	38
III：最近の分析成果 .....	46
IV：結 語 .....	50
第3章 会計情報公開制度の証券投資助成機能分析 .....	51
I：伝統的理論 .....	51
II：新しい理論 .....	60
III：最近の分析成果 .....	72
IV：結 語 .....	78

### 第二編 会計情報公開制度の実証分析

開 編 .....	81
第4章 会計情報公開制度の現状 .....	83
I：開 題 .....	83

II : 米国の会計情報公開制度 .....	83
III : 日本の会計情報公開制度 .....	92
IV : 結 語 .....	111
第 5 章 株式投資収益率の分布特性とマーケット・モデル .....	113
I : 開 題——ポートフォリオと株式投資収益率—— .....	113
II : 日米の株式投資収益率の分布特性 .....	118
III : 日米の株式市場に対するマーケット・モデルの適用 .....	142
IV : 結 語 .....	154
第 6 章 企業の支配構造と会計情報公開制度 .....	155
I : 開 題 .....	155
II : 米国における研究の概観 .....	157
III : 日本の実証研究 .....	164
IV : 結 語 .....	180
第 7 章 企業の社会関係と会計情報公開制度 .....	183
I : 開 題 .....	183
II : 米国における研究の概観 .....	184
III : 日本の実証研究 .....	195
IV : 結 語 .....	216
第 8 章 大衆の証券投資と会計情報公開制度 .....	217
I : 開 題 .....	217
II : 米国における研究の概観 —— 残差分析再論 —— .....	218
III : 日本の実証研究 .....	242
IV : 結 語 .....	265
結 章 会計情報公開制度の実態 .....	267

——日米比較を中心に——

# 第一編 会計情報公開制度分析のための基礎理論



## 開 編

企業がその利害関係者に自社の財務内容に関する情報を伝達するという行為にはすでに、数百年の歴史があるといえよう。このような現象そのものは、歴史的には広い意味での出資者と代理経営者との間の責任関係において発生したものとみることができる。それはいうまでもなく近世会計史が教える通説である。しかしこの時代は未だ会社制度自体が不確実な時代であり、企業を中心とした関係が社会全体としても支配的であったとは考えられない。したがってこのような現象が不特定多数の利害関係者を対象とする公開制度として具現するには、なお長期間を必要とした。

ところが19世紀末から20世紀初頭にかけてのアメリカでは、USスチールを始めとする文字通りの超巨大企業が成立し、大衆の生活に直接影響を与えるほどの諸権力を有するようになった。そうした巨大企業が行う会計情報の開示は、当然、それまでの小企業が行うそれとは、根本的にその機能が、社会構造の変化とともに変質したとみる方が自然であろう。その新しい機能を著者は前書で「民主主義と公開性」の観点から捉えた<sup>(1)</sup>。詳細は略するが、会計情報の開示が巨大企業の一般大衆に対する宥和化のための一種の経営政策として確立したとみられると結論したのである。無論、株主を始めとする一般出資者と経営者の間に会計責任関係がなくなったわけではないが、それ以上に、会計情報の開示に対して、巨大企業の対大衆政策の機能が付与されクローズアップされた時代であった。これによって企業の会計情報の開示が、文字通り、不特定多数の利害関係者を対象とする公開制度として確立するに至ったのである。

さらに1929年に始まる大恐慌によって、アメリカでは経済の種々の領域に国家規制が加えられることになった。その一環として、証券市場に対しても1930

---

(1) 拙著、『会計情報公開論』、神戸大学経済経営研究所、1983年。

年代以降証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）の規制が加えられるようになったのである。この流れに付随して証券市場における会計情報の役割が新たに注目されるようになる。その機能は株主と経営者の関係の延長線上に位置付けられるというよりも、国家の経済政策の中でマクロ的資金循環の円滑化を図るために、証券市場を会計情報の開示を用いて円滑化・透明化しようとしたことに結びつけて理解されるべきであろう。これはそれまでには注目されていなかった会計の新しい機能である。ここでも会計情報の開示が不特定多数の一般投資家層を対象とするに及んで、会計情報公開制度として意義付けられるようになった。さらには、証券所有の民主化によって、経営者一株主間の会計責任に基づいてなされる会計情報の開示ですら、経営者側からみれば、不特定多数の外部一般株主を対象とするに及んで、公開制度として意義付けることが可能となった。したがって今日の会計情報の開示制度（外部報告会計制度）は、「公開制度」として問題にされなければならない。

上でみたような経路を辿って現代的に確立した会計情報公開制度が第二次世界大戦後我が国に本格的に導入され、しかも30年を越えて定着し機能してきたわけであるが、本書の課題はこのような成立経路をもった会計情報公開制度の日本における現状に関して実証的研究を行うことにある。因に著者は前書において、アメリカの19世紀末から20世紀初頭にかけての会計情報公開制度の動向について検討したが、本書においては国と時代が異なった同一対象にアプローチすることになる。これはいうまでもなく会計情報公開制度を歴史的・包括的に捉えて、それがもつ各社会における機能を理解するとともに、現代社会における当該制度の問題を検討する上での一助としようとする考えに依拠している。

以上のようにして、会計責任機能・民主主義的宥和化機能そして証券市場における証券投資助成機能という三つの重要な機能が、現代の外部報告会計（会計情報公開制度）に付与されてきた。現代の先進資本主義諸国の会計情報公開制度は、これら三つの機能に対して置かれるウエイトこそ異なっているが、概

ね、当該三機能を並行して遂行しながら、かつ種々の問題を内包しつつ展開されているといえよう。

そこで本編の以下の諸章では会計情報公開制度の上記三機能がいかに文献史的に認識され、そしていかなる理論によって分析されるようになったかを検討することにしよう。第1章では会計情報公開制度の会計責任機能を採り上げ、第2章では会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能を採り上げ、第3章では会計情報公開制度の証券投資助成機能を採り上げることとする。いうまでもなく各章の分析対象である各機能は相互に排他的ではなく、特定の機能に着目した理論展開であると理解されるべきである。本編におけるこのような分析は、勿論次編における実証分析の基本的視角を形成するためのものである。



# 第1章 会計情報公開制度の会計責任機能分析

## Ⅰ：伝統的理論（スチュアードシップ理論）

本章では会計情報公開制度の一つの機能である会計責任機能の認識過程と分析理論を検討することとする。まず文献史的には、当該機能は会計史上のスチュアードシップ概念を基礎に認識されるようになったとみることができる。歴史的にみて、例えば、イギリスでは不在荘園主の代わりに荘園を管理するものとしてスチュアードが発生したが、彼の荘園主に対する関係がスチュアードシップである。スチュアードは委託された荘園の管理に対する責任から解除されるために、荘園主に対して、ある期間の荘園にかかわる諸事象の報告や、ある時点での財産状態の報告を行っていた。イギリスでは、このスチュアードシップ概念と、他方イタリアから輸入されたイタリア式複式簿記とが結合することにより、イギリス独自の会計（簿記）機能が確立されたのである。<sup>(1)</sup>

このような経緯をもって会計に導入されたスチュアードシップ概念は、近代の株式会社会計の説明にもアナロジーとして用いられる。すなわち、株式会社の経営者をスチュアードに喩えて、経営者は株主から委託された財産（資本）を管理・運用する責任を有している、したがってその財産の運用状況及び成果を株主に対して報告する必要があるとするのである。経営者は財産の管理・運用を委託された義務との関係で会計責任を有している。会計責任機能の認識において、株式会社の財務報告動機の説明は、歴史的には、スチュアードシップ概念を基礎として認識され、それが現代的に会計責任概念として定着すること

---

(1) A.C.Littleton, *Structure of Accounting Theory*, Urbana, AAA, (AAA Monograph No.5), 1953. 大塚俊郎訳、『会計理論の構造』, 東洋経済新報社, 昭和30年, 第二章を参照。

になるのだが、その根底には当初、義務一責任関係が設定されていたといっ  
てよい。

ローゼンフィールド（P. Rosenfield）の指摘を待つまでもなく<sup>(2)</sup>、スチュ  
アードシップ概念あるいはその発展形態である会計責任概念を、企業の会計情  
報公開現象を理解するために用いようとする研究者は数多く見受けられる。し  
かし会計責任概念を自らの学問体系の中心に据えて論理を展開する会計学者は  
意外に数が少ない。伝統的会計責任概念を用いる代表的学者としては、リトル  
トン（A. C. Littleton）及び井尻教授が想起されよう。そこでここではこ  
れら二人の所説を、伝統的会計責任論の検討のためにみておくこととする。

#### I-1：リトルトンの所説

まず、リトルトンの企業観及び会計観を大略的にはあるが漸次明確化し、  
その中にスチュアードシップ概念を位置付けることとする。リトルトンは、企  
業を社会に有用な財・用役を提供しその対価として利益を得る人的集団として  
把握する。したがって株式会社企業もまた、巨大化した協同組合に準ずるもの  
として理解されることになる。このように組合主義的な性格付けを受けた企業  
において、具体的に経済活動を遂行する主体は経営者に求められる。また、こ  
の経営者は、所有主（株主）から財産を委託され、かつ積極的にこの財産を管  
理・増殖する義務を付与された経営主体として規定されている。つまりリトル  
トンは、組合主義的企業観に立脚しつつ、株式会社企業を経営受託制度として  
把握するのである<sup>(3)</sup>。

次にリトルトンの会計観であるが、それは彼の歴史研究の成果を基礎に以下  
のように展開される。近代会計に影響を与えた会計史の流れの中には二大支流

---

(2) P. Rosenfield, "Stewardship," contained in J. J. Cramer, Jr. and G. H. Sorter, eds., *Objectives of Financial Statements*, (Vol. 2), AICPA, 1974.

(3) A. C. Littleton, *op. cit.*, 前掲訳書, 48頁。

がある。一つは、イタリア式複式簿記すなわち資本主簿記であり、他の一つは、荘園管理人の必要から生じたイギリス固有の代理人簿記である。これら二つの簿記の決定的な相違点は、会計主体が、管理・記録の対象である財産に対して所有権を有しているか否かにある。<sup>(4)</sup>リトルトンの説く会計計算構造論は、勿論、イタリア式の資本主中心の資本―利益簿記にその基礎があるのだが、近代会計実務の展開のうちには、イギリス式の代理人簿記思考、つまりスチュアードシップ概念に基づく会計思考が混入していることを見落とすべきでないとする。しかし、会計責任論の観点から論ずる限り、本節の初めに示した一般命題とは異なり、リトルトンは上記のようなイギリスで確立されたスチュアードシップ概念に基づく会計思考を、自らの会計機能観や会計計算構造論から除外する方向にあると見てよい。

彼によれば、会計の構造的な中心である複式簿記機構は、15世紀イタリアにおいてすでにその基本構造が完成されていたとみなされる。さらに、彼は、この複式簿記の完成時点で会計の中心目的が、資本主の管理目的のための利益決定にあったとし、当該目的は以後数百年の間変わることなく続いているとする。逆にいえば、この利益決定のために複式簿記はその体系内に名目勘定群を包摂し、他方、資本の形態及び帰属関係の明確化のために実質勘定群を包摂する。ここに名目勘定群と実質勘定群が取得原価主義を介して統合され、複式簿記が構造的に完成し、また会計的には発生主義―取得原価主義会計が確立することとなる。これがリトルトンの基本的会計観である。

ところが問題は、本来的には資本主の管理目的のための利益決定機構として発展したイタリア式簿記が、イギリスへ輸入されるに及んで、その本来の特質が覆い隠されてしまったという点である。そしてその理由をリトルトンはスチュアードシップ思考に求めるのである。イギリスの中世封建制社会では、管理財

---

(4) *Ibid.*, 上掲訳書, 120頁。

産に対して所有権をもたない荘園管理人は、自らの荘園管理義務の遂行責任を明確にするために委任解任表を作成していた。そして産業革命を経て近代的工業社会へと脱皮し始めた19世紀のイギリスにおいてさえも、スチュアードシップ概念という中世封建制社会の発想が生き続けるのである。イタリア式複式簿記によって導出される近代工業社会の会社財務諸表、特に貸借対照表に対して、中世封建制社会の荘園管理人の作成する委任解任表的性格が付与されてきたことがその証拠である。貸借対照表に対するこの性格付けは、当時の先進資本主義国であるイギリスの監査制度が各国に普及していったこととあいまって、広く世界の会計思考に影響を与えた。これに対してリトルトン<sup>5)</sup>は、会計の本来的在り方を規定するのはイタリア式複式資本主簿記であるとし、したがって会計は本来利益決定のために機能的にも構造的にも存在しているという点を明確化しようとする。ゆえにまた、財務諸表特に貸借対照表も本来的には、スチュアードシップ思考に基づく委任解任表に準じて理解するには余りにも多くの限界があることが、当然の帰結として主張される。このように彼は、イギリスで確立されたスチュアードシップ概念から会計を解釈することを拒否するのである。<sup>(5)</sup>

しかしここで注目すべきは、我々が何度か注意を払いつつ記述したように、「イギリスで確立されたスチュアードシップ概念から会計を理解すること」をリトルトンは拒否しているのであって、厳密にいつて会計責任論思考を会計に導入すること自体を拒否しているわけではないという点である。このように我々が主張する論拠は二つある。一つは、リトルトンが会計の本来的・中心的流れと考えているイタリア式複式簿記の基本構造を解明する場合、その規定要因として現代的に換言するならば会計責任の一形態とみなしうる一つの簿記機能を認めている点である。それは貸借対照表における資本や利益の帰属関係の明確化という機能に他ならない。ただしそれはあくまでも資本主的経営者を中心に

---

(5) *Ibid.*, 上掲訳書, 118頁—119頁。

した限りでの会計責任ではあるのだが……。いま一つは、現代の会計情報公開制度に対する見方として、経営者の受託責任に対する報告という視角が、スチュワードシップ概念とは別個に提示されている点である。だがこの場合、近代的株式会社の経営者は通常、管理対象たる資本に対して所有権を有していない。その意味では中世のスチュワードと同じ概念から把握できるのではないかと思われるが、彼にあっては実はそうではない。というのは「株式会社の取締役および経営者は、投資家の資金の管財人というよりは、全く経済的生産（これは資本主機能である）の運営者、あるいはおそらくそれ以上のものである<sup>(6)</sup>」からである。要するに、近代的株式会社における受託責任概念は、所有権に基づく財へのコントロール権とは別の、ある意味ではより強力なコントロール権を掌握し、かつ資本主の機能たる経済的生産を運営する経営者が、積極的に果たそうとする責任概念へと拡大・変遷しているのである。少なくともリトルトンの所説ではそう理解され、したがってまた、そのような経営者の受託責任に対応する報告書としては、貸借対照表が拒否され、損益計算書が目目されてくるのである。しかしながら、リトルトンのこの受託責任概念に関してなお注意すべき点は、依然として、それが倫理的色彩を帯びた経営者像の備えるべき義務一責任規範としての域を出ていない点である。

以上のように、リトルトンは、一方ではイギリス的スチュワードシップ概念が会計理解に作用することを否定しつつ、他方では、イタリア式複式簿記にみられる実質勘定群の説明には資本主的経営者の会計責任を提示している。その限りにおいて、彼は代理人思考を前提とした場合に適用される利潤獲得を無視した管理義務一責任一解任概念とは一応別個の会計責任論を展開しているといえよう。そしてそうすることが、複式簿記構造の理解には有用であったのである。しかしリトルトンが、イギリス的スチュワードシップ概念を会計理解に導

---

(6) *Ibid.*, 上掲訳書, 125頁。

入することを拒否したにもかかわらず、前述のように彼が導入した経営者の受託責任概念は、企業の会計情報公開現象の理解という観点からみる限り、義務一責任概念から脱却しておらず、したがって客観的・結果的には、スチュアードシップ概念のアナロジーという域を大きく越えるものではないと理解してよいであろう。

### 1-2：井尻教授の所説

次に、現代会計学者の中で特にスチュアードシップ概念を、あるいはその派生的な近代的概念である会計責任概念を前面に打ち出し、自らの会計理論体系を構築している井尻教授の所説を検討してみよう。

井尻教授の思考過程の大筋はこうである。まず、問題意識の出発点として、「いかなる目標を前提とすると、現行会計実務の存在意義が明確になるか<sup>(7)</sup>」と問いかける。次いでその目標、及び目標追及者としての経営主体の行動に関する仮説を帰納的に求める作業を開始する。他方、いま一つの研究として、会計測定<sup>(8)</sup>の構造（会計計算構造）を一般論として公理的に解明する作業を並行して行う。続いてこの公理体系を基礎として、歴史的<sup>(9)</sup>原価主義（取得原価主義）会計をも公理的に解明してみせるのである。その後これらの帰納的研究と公理的研究がさらに合致せしめられる。つまり帰納的研究からは経営主体の目標仮説として受託財産の増加が設定され、その財追及過程での成果報告責任としての会計責任が明確化される。この仮説を他方の公理的研究成果である一般会計測定公理に制約条件として加味すると、一般的会計測定公理は、かなり厳密な規定を受け具体的な形を採るに至る。こうした規定を受けた会計測定の構造及び機能こそは、現行の歴史的<sup>(10)</sup>原価主義会計一複式簿記体系のそれに合致すると主張されるのである。そこで今日の会計測定の構造（会計計算構造）及び会計情報公開現象の解明には会計責任概念を設定すると最も合理的に解明しようと

---

(7) 井尻雄二、『会計測定の理論』、東洋経済新報社、昭和51年、48頁。

というのが教授の結論となる。以上のような井尻教授の論証過程を以下では、より具体的に検討してみることにしよう。

最初に帰納的研究の側面から開始する。井尻教授は、現代企業社会の組織構造を最もよく理解しうるのは、それを会計責任のネットワークという観点から把握した場合であると考ええる。つまり会計責任の履行者、会計責任の受益者そして会計責任の報告者としての会計人、という三者の関係から会計にからむ現代企業社会の組織構造を観察するのである。会計責任関係が成立しているという場合には、当該責任履行者に対してその行動や行動から生ずる成果を当該責任受益者に釈明することを要求するのが常である。わけでも、ここで履行者が釈明すべき対象は、受益者が履行者に対して追及することを要求していた目標の達成度である<sup>(8)</sup>。資本主義社会における企業にこの考え方を適用すれば、典型的には会計責任履行者とは経営主体であり、受益者は投資家一般ということになる。そして目標とは当該企業の所有する財それも貨幣財の増殖となり、目標の達成度とは貨幣財の観点から評価した業績測定ということになる。さらに会計責任関係が成立した企業社会では「経営主体と測定値の受取り手がおのおの自己の利益をまもろうとするために生ずる……圧力と意見の衝突を理解しないで、業績測定を論ずることは実際には不可能<sup>(9)</sup>」と考えられる。また会計情報公開現象の理解という観点からみると、「経営主体から（情報）利用者へ情報が流れるには一定の根拠がなければならない<sup>(10)</sup>」のであるが、その根拠もやはり「経営主体と利害関係者の内の会計責任に求める<sup>(11)</sup>」以外にはないのである。以上が井尻教授の観察する会計責任概念並びにそれが要求する会計の性格規定に関する素描である。

---

(8) 上掲書、51頁—54頁。

(9) 上掲書、54頁。

(10) 上掲書、72頁。括弧内は著者。

(11) 上掲書、72頁。

次に公理的研究の側面であるが、井尻教授は一般論として会計測定構造を理論的・公理的に構成することを企図する。一般に会計測定には、以下の条件が特定化される必要がある。「まず (a) いかなる財が、その主体によって支配されているかを認識できなければならない……次には (b) 財を分類し、各クラスに数量測度を定義して、同じクラスに属し同じ数量をもつ財については、互いに無差別であるようにする……最後に…… (c) どの財が別のどの財と交換されるかを認識できなければならない<sup>(12)</sup>」のである。これら三点が特定化されると、一つの会計測定構造（会計計算構造）が理論的に構築されることになる。井尻教授はこれらを「会計測定をおこなうにあたって要求される三つの基礎的な判断<sup>(13)</sup>」と呼んでいる。

井尻教授は、上でみてきた帰納的な会計責任概念の抽出と公理的な会計測定構造の解明という二つの成果を突き合わせることによって、すなわち一般的・公理的な会計測定構造の中に会計責任概念を加味することによって、現行の会計測定構造（会計計算構造）を特定化することができるとする。まず叙上の (a) 支配の問題との関係では、経営主体が会計責任の履行主体として特定化され、支配される財は会計責任履行主体の責任が及ぶ範囲の財として特定化される。因に責任期間は、原則として会計責任の履行期間が慣習的に採用されることになる。また (b) (c) の問題との関係では、数量測度としての貨幣からみた業績測定が特定化される。さらに「会計測定はあいまいでない測定値を強く要求される<sup>(14)</sup>」という条件をも会計責任概念は伴う。ゆえに価値評価に本来的に付随する効用的側面の評価と犠牲的側面の評価という二元的評価のうち、より評価の確実な方すなわち犠牲的側面の評価が採用される。これが取得原価主義評価の根拠となる。加うるに会計責任は、その履行者の責任履行証明のため

---

(12) 上掲書，105頁。括弧内は著者。

(13) 上掲書，104頁。

(14) 上掲書，99頁。

に、過去の実際の取引がすべて記録されなければならないという条件を要求するのである。<sup>(15)</sup>このような特定化を受けた会計測定構造の全体像とは、すなわち、歴史的原価主義会計と因果式簿記としての複式簿記の統合体である現行会計の計算構造だと井尻教授は結論付けることになる。

上で検討してきた伝統的会計責任論すなわち代理人説を標榜する二人の所説から判明することであるが、一般に会計情報公開制度の機能として会計責任を指摘する仮説が、仮説として通説的に受け入れられてきた理由には、二つの点が考えられる。第一は、この仮説が近代的巨大株式会社に特徴的な「所有と経営の分離」現象と表面的には結びつきやすい点である。今日のように巨大組織化した、また高度な知識・技術を必要とする製品を製造する近代的株式会社は、その管理の面でも高度な技術を必要とし、専門的経営者を要求する。他方、経営的側面に関心や能力のない資本家は、専ら投資した資本に対する配当や証券市場での投機的取引のみにその関心を集中させる。そこに所有と経営が分離する素地が形成されるのである。このような状況下の経営者は、経営から分離した資本家（株主）に対して、受託した資本の運用状況を会計を通して報告する義務を有することになる。所有と経営の分離現象が会計責任論と結合する所以がここにある。このことは、リトルトン、井尻教授の両所説についていえることである。第二は、伝統的会計責任概念にみられる義務一責任思考が、法律規定の規範的根拠として受け入れられやすい点である。例えば、経営者は株主総会において、ある定められた書類等を作成・提出しなければならないという法律規定の根拠には、会計的にみて、株主に対する経営者の会計責任があるとする思考が受け入れられやすいのである。

しかし再論することにもなるが、リトルトンや井尻教授の所説展開から判断しても、会計責任機能の伝統的理解にはどうしても規範的な義務一責任思考が

---

(15) 上掲書、127頁—130頁。

つきまどっている。これは法的根拠としては納得されても、各個人の利己的・合理的動機に基づくと考えられる経済現象としての会計情報公開現象を説明する論拠としてはいささか脆弱であるといわなければならない。このような伝統的理論の限界を克服するものとして、最近台頭してきた新しい代理人説すなわちエイジェンシー理論 (Agency Theory) を理解することが可能になってくる。この新しい理論では経営者—株主の関係が規範的義務—責任関係で捉えられるのではなく、各々の私的効用を極大化する特に経営者の効用を極大化するという理論構造の中で捉え直され、したがって会計責任もまた当該状況下でいかに追及され履行されなければならないかという視点から捉え直されることになる。そこで次節では会計責任の新しい分析理論としてのエイジェンシー理論を検討することとする。

## II：新しい理論（エイジェンシー理論）

本節では、会計情報公開制度の会計責任的側面にある種の合理性——すなわち経営者・出資者各々の効用極大の観点——から説明しようとする、新しい代理人説すなわちエイジェンシー理論を基礎にもつ会計理論についてみておこう。

現代の巨大企業の所有と経営の分離現象を理解するために、本章第I節でもみたように会計学では従来スチュワードシップ概念に源泉をもつ「経営受託制度」という概念を用いてきた。この概念を基礎に伝統的代理人説は、「近代的企業においては所有と経営が分離し、所有主体たる株主は経営の場には不在となった。そのため経営者は自らの受託責任を解除する目的から、不在の一般株主に対して経営成果に関する報告を行う責任が生ずる。その報告の主要手段こそ会計情報公開制度である」と説く。中野教授によれば、これは株主の「不在」概念に対応させて会計情報公開制度を意義付ける考え方として理解できる。このことは前節のスチュワードシップの比喩からも知ることができよう。それに対して本節で採り上げようとする新代理人説（エイジェンシー理論）では同じ

く近代的企業の所有と経営の分離を論拠としていても、投資家（株主・債権者）の経営者に対する「不信」を基礎にして会計情報公開制度を説明するものであると特徴付けられよう。<sup>(16)</sup>

ある人が自分の業務を他人に遂行してもらおうべく契約関係にある状況を指してエイジェンシー関係があるという。この関係の中で、委託者をプリンシパル（Principal）といい受託者をエイジェント（Agent）という。そしてある人は自分の業務を他人に委託してプリンシパルになった時点から、受託者の業務遂行能力や徳性に不信をもち始める。それは委託者と受託者の双方が、利用可能な業務に関する情報について非対称的（asymmetric）であること——通常は受託者に有利——に由来する。事実、受託者は業務情報の作成・伝達に関して自身が有利な地位にあることから、委託者の利害ではなく自身の利害を極大化するように行動することがある。この現象をモラル・ハザードと呼ぶ。したがって当然委託者側としては、両者の情報格差を埋めんとして、一定の期間やルールに基づいて受託者から業務遂行状況に関する報告を受けようと欲する。一般外部株主や債権者と経営者の間にもこのような関係が成立しているとみることができるのであり、委託者たる外部株主や債権者が、受託者たる経営者に関する不信解消のために当該経営者から受け取る業務遂行報告こそ会計情報公開現象に他ならないと理解するのである。

叙上の考え方をいまいし詳細にみておこう。以下の議論ではジェンセン・メックリング（M.C.Jensen and W.H.Meckling）の論稿を参考にする。<sup>(17)</sup>

---

(16) 中野 勲、「新代理人企業観と会計測定——エイジェンシー理論の会計への適用——」、『産業経理』、第42巻第2号（1982年2月）。

(17) M.C.Jensen and W.H.Meckling, "Theory of Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, (October, 1976). あるいは、F.Black and M.Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *The Journal of Political Economy*, Vol.81, No.3, (May-June, 1973).

またここでは問題の核心を明確にするために、次のように考えることとする。まず(1)当該企業には複雑な財務取引は発生しないし、当初は負債もない。(2)また外部株主は、その持分が彼の富やキャッシュ・フローに対してもつ効果以外のいかなる方法でも企業の持分から効用を得ない。さらに(3)多期間問題やダイナミックな側面はすべて無視する。(4)所有主—経営者(所有主であると同時に経営者でもある一個人)の貨幣賃金は一定である。(5)企業規模は一定である。(6)モニタリング、ボンディングの各活動は存在しない、という状況を考える。続いて、 $X = \{x_1, x_2, \dots, x_n\}$ をして、経営者がそこから非金銭的利得<sup>(18)</sup>を引き出すことのできる、企業内のすべての要素と活動の量を示すものとする。また、 $C(X)$ はすべての $x_i$ 項目の任意の所与の量を提供するための企業にとっての総コスト、 $P(X)$ は企業に対して $x_i$ がもつ生産的ベネフィットの総価値、 $B(X) = P(X) - C(X)$ は $x_i$ が企業に対してもつ純価値、を各々示すものとする。純粋に生産効率の側面からのみみて、最適な諸要素と活動の水準は $X^*$ と示され以下のように意義付けられる。

$$\frac{\partial B(X^*)}{\partial X^*} - \frac{\partial P(X^*)}{\partial X^*} - \frac{\partial C(X^*)}{\partial X^*} = 0$$

ところが、所有主—経営者は企業ではなく自分自身の効用を極大化する時には必ずしも $X^*$ を選択せずに、 $\hat{X}$ を選択することがありうる。この時、

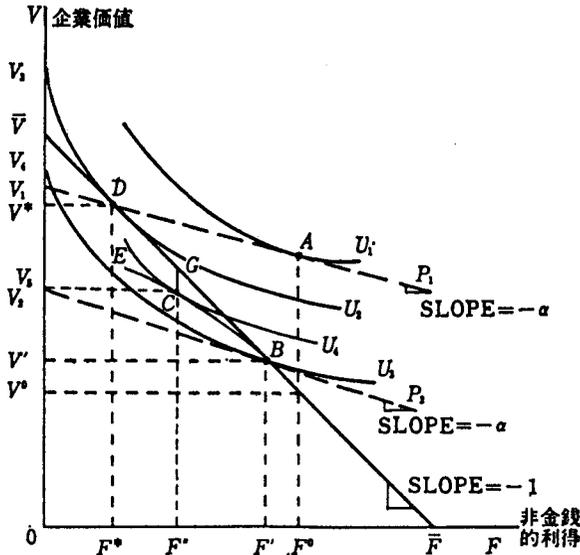
$$F = B(X^*) - B(\hat{X}) > 0$$

は、所有主—経営者に対して効用を生み出す要素と活動の増分( $\hat{X} - X^*$ )を提供するための企業自体にとってのコストになる。

第1-1図<sup>(19)</sup>において縦軸に企業価値( $V$ )をとり、横軸に非金銭的利得( $F$ )

(18) ジェンセン・メックリングは、非金銭的利得の例として、オフィスの大きさ、空調設備、カーペットの厚さ、従業員関係の良さ等を指摘している。パーキジット(Perquisite)とも呼ばれる。M.C.Jensen and W.H.Meckling, *op. cit.*, p. 314.

(19) M.C.Jensen and W.H.Meckling, *op. cit.*, p. 324. 一部著者修正。



第1-1図

をとる。 $0\bar{V}$ は、所有主—経営者が自身の効用極大のためには、全く支出しなかった時の企業価値を示している。 $0\bar{F}$ は、すべての支出を所有主—経営者の個人的支出に充てた時の金額を示している。すなわち $\bar{V}\bar{F}$ は通常の予算制約線のアナロジーになっている。いま所有主—経営者が当該企業の所有権を100パーセント所有しているとすると、当該経営者によって自身の個人的消費を高めるために、換言すれば非金銭的利得を高めるために支出される1ドルは、まさに1ドル分だけ企業価値を低下せしめるので、 $\bar{V}\bar{F}$ の傾は-1である。この100パーセント所有の経営者の効用関数を $U_2$ で示すと、D点において $U_2$ は、直線 $\bar{V}\bar{F}$ と接する。 $V^*$ と $F^*$ が各々企業価値と非金銭的利得の均衡値である。この時の $V^*$ とは、もし所有主—経営者が、すべての持分はこれを売却してしまうけれども、経営者として止るならば、そしてもし持分を買い取った人がコスト0でもって、いままでの経営者に対して彼

が100パーセント所有主一経営者であった時にそうしていたのと同量の非金銭的利得を享受するようにしていることができるならば、その時に、新しい買手が企業の全体持分に対して喜んで支払うであろう価格を意味しているのである。

次にこの100パーセント所有の所有主一経営者が  $(1 - \alpha)$  の割合だけ持分を外部者に売却する場合を考えてみよう。するとここに、すなわち旧100パーセント所有主一経営者と  $(1 - \alpha)$  だけ当該企業の持分を取得した新外部株主との間に、エイジェンシー関係が成立することになる。このような関係が新たに付加された場合、我々のモデルの中ではどこに問題が生ずるであろうか。それは旧100パーセント所有主一経営者が、最早、経営者として彼が消費する任意の非金銭的利得のための全コストを負担しなくてすむようになるということである。すなわち、旧所有主一経営者にとって、非金銭的利得1ドルを消費することのコストは1ドルではなくて  $1 \times \alpha$  ( $0 < \alpha < 1$ ) ですむようになる。その意味は、 $(1 - \alpha)$  分だけ持分を売却した所有主一経営者は、もし前と同じように自由裁量が許されているとすれば、そして外部株主が依然として持分に  $(1 - \alpha) V^*$  を支払うとすれば非金銭的利得 ( $F$ ) を増加せしめることによって、より高い効用 ( $U_1$ ) を得ることができるようになるということである。この場合彼の予算制約線は  $V_1 P_1$  となる。その結果  $F^*$  は  $F^0$  へと増加することになるが、企業価値全体は  $V^*$  から  $V^0$  へと低下する。しかし企業価値の過度な低下を知った外部株主は当該持分に対して 最早、 $(1 - \alpha) V^*$  を支払わなくなる。そして最終的均衡はB点となる。因に、この  $(V^* - V^0)$  を当該状況下でのエイジェンシー・コストと呼ぶのである。

ここで前提 (6) を除いて現実をより考慮するならば、一般外部株主は所有主一経営者のなすがままに企業価値の低下 ( $\rightarrow V^0$ ) を見逃すことはないであろう。つまり外部株主は経営者の利己的行動を抑えるために、——  $F^0$  以下に経営者の非金銭的支出を抑えるために——モニタリング活動を行い積極的に

モニタリング・コスト (Monitoring Cost) を負担することになる。それは具体的には、株主が直接経営の場に出向いて監視するという形を採る場合も考えられるし、報告システムに負う場合もあろう。あるいはエイジェンシー関係に入る前に経営者の自由裁量を規制するような契約条項を付けることも考えられる。それに対して所有主—経営者としても過度な利己的行動によって経営者としての地位・報酬を失う可能性があるために、何らかの行動を通して自身の経営能力や徳性を示すシグナルを一般株主に伝達し、他の代替的経営者の可能性を排除して自分自身を依然として経営者として選抜せしめるという自己選抜 (Self Selection) の行為を採る。このように経営者自身が自らの能力・潔白さを保証するコスト (Bonding Cost) も考え合わせなければならない。しかしこれらのコストをかけてもそれでもなお企業価値低下 ( $V^* - V'$ ) は、0とはならないであろう。すなわち一般株主がモニタリング・コストを負担し経営者がボンディング・コストを負担してもなお生ずる企業価値低下分を残余損失 (Residual Loss) という。したがって、残余損失 ( $R$ ) の減少分がモニタリング・コスト ( $M$ ) とボンディング・コスト ( $B$ ) の合計を上回る限り、一般株主のモニタリング活動と経営者のボンディング活動は発生する。また  $M$  と  $B$  の均衡値は限界原理で決定されることであろう。因に、この状況では、 $(R + M + B)$  をエイジェンシー・コストという。このような状況での均衡値は第1-1図のC点となる。曲線BCEはモニタリング、ボンディングの各活動費用を考慮した時の経営者の予算制約線である。その時の経営者の効用は  $U_4$  で示され、 $(M + B)$  は直線GCで示され、残余損失は  $(V^* - V_5)$  で示される。

次に当該企業が負債を導入した場合のエイジェンシー・コストについて検討してみよう。いま二つの投資機会が企業にとって利用可能であるとす。二つの投資機会から得られる期待収益 ( $V_1, V_2$ ) は同額で、第3章で検討される資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model) に基づいて評

価される当該両投資のシステマティック・リスクも同じであるが<sup>(20)</sup>、投資機会1の危険度（分散 $\sigma_1^2$ ）は投資機会2の危険度（分散 $\sigma_2^2$ ）よりも小さいものとする（ $\sigma_1^2 < \sigma_2^2$ ）。

このような状況下で当初の100パーセント所有の所有主一経営者はどちらの投資機会を利用するであろうか。当該経営者の自己資本で投資計画のすべてを賄うかあるいは投資決定をした後に起債をして資金を調達する場合には、二つの投資がCAPMに従って評価され、かつブラック・ショールズ（F. Black and M. Scholes）のいうコール・オプション評価モデルで確定される総株式価値を経営者が最大化しようとする限り、経営者にとって二つの投資機会は無差別であると考えられる。

ところがまず危険度の低い投資機会1を実行すると公表して起債し資金調達を行い、後に危険度の高い投資機会2を遂行することによって、経営者は債権者の富を自身に移転せしめることができるかもしれない。しかし現実には債権者はこのことを見込んで、投資機会2に向けられる債権に対する支払い（ $D_2$ ）を投資機会1のそれ（ $D_1$ ）よりも割り引いた額にする。そこで結局この場合経営者は負債調達の利点なくなることになる。しかし $V_1$ と $V_2$ が異なる場合（ $V_1 > V_2$ ）、そして投資機会1への債権の支払い額（ $D_1$ ）が投資機会2への債権の支払い額（ $D_2$ ）よりも十分に大きい場合、すなわち、 $(D_1 - D_2) - (V_1 - V_2) > 0$ となる場合が想定できる。この場合にも経営者は投資機会1よりも投資機会2を選択することによって、株主の富（総株式価値）をより増大せしめることができる。したがって債権者は結局このことを見越して、当該負債に対しても $D_2$ しか支払わないであろう。このことからそもそも負債を導入することによって投資機会1を導入できなかったことになるので、

(20) CAPMによる投資（資産）評価の場合、重要なのは当該投資（資産）の収益性そのものではなくて、その他の投資（資産）の収益との共変動性である。

株主は結局、損失 ( $V_1 - V_2 > 0$ ) を被ることになる。これは先の外部株主の例でいえば残余損失に他ならない。ジェンセン・メックリングはこの損失部分を刺激効果 (Incentive Effect) による負債のエイジェンシー・コストと呼んでいる。

また現実には債権者は、自分に不利になるような行動を経営者に採らせないように種々のモニタリング活動を行う。それは報告システムであったり起債時の限定的契約条項であったりする。他方、経営者も例えば報告システムを利用したモニタリング・コストが高い場合には、自ら報告行為を行い積極的に自己の行動を説明しようとする。この場合には、報告システムのコストはボンディング・コストと考えられる。

さらに負債の場合、貸し付けた企業が破産 (Bankruptcy) する危険度を考慮するとその債権の価値は低下する。なぜならば破産は残余財産の一部を侵食し債権者のペイオフを減少せしめるからである。このことはモニタリング・コストと同様に企業の総価値の低下に結びつく。このコストも負債のエイジェンシー・コストの一部分である。すなわち企業が負債を導入した場合のエイジェンシー・コストとは、刺激効果によるコスト+モニタリング・ボンディングの各コスト+破産危険によるコストである。この負債についても当然当事者間の課題は、これらエイジェンシー・コストのトータルとしての削減である。

エイジェンシー理論に基づく会計情報公開現象の説明とは既述のような議論を基礎にして、——特にモニタリング、ボンディングの各コストに注目して——現行の会計情報公開制度の諸側面をある種の合理性によって説明しようとする新しい傾向の理論である。したがって伝統的代理人説と異なって規範的な義務—責任概念は消し去られているとともに、議論の過程で債権者等と経営者の関係にも光を当てることができる。例えば、エイジェンシー・コストの構成要素たるモニタリング・コストとボンディング・コストの具体的な形態はここでは詳しくは議論しなかった。しかし実は両コストが最小になる企業社会における用

途形態こそ長い歴史の中で模索された結果としての現行の外部報告会計制度と会計監査制度に他ならないと意義付けられうるのである。

### Ⅲ：最近の分析成果

次に本節では、新代理人説（エイジェンシー理論）に基づいて会計情報公開制度の諸側面を分析した最近の成果をいくつか検討しておくこととする。

まずワッツ<sup>(21)</sup>(R.L.Watts)やワッツ・チンマーマン<sup>(22)</sup>(R.L.Watts and J.L.Zimmerman)はジェンセン・メックリングの理論的主張をさらに拡張して、19世紀末から20世紀初頭にかけてのアメリカ会計制度史の一齣を説明しようとする。19世紀末から20世紀の20年代にかけては、国家や州政府の対会計規制が比較的緩やかな時代であったが、その当時からすでに、後に1930年代以降のSECの規制によって強固な制度的基盤をもって確立するはずの種々の会計制度・実務が、少なくとも発生史的には認識されえた。その理由として当時の企業経営者と株主・債権者との間のエイジェンシー・コストの削減問題を指摘できるのである。そのために、経営者と株主あるいは経営者と債権者がエイジェンシー関係に入る前に、すなわち具体的には企業設立の際の定款の中に、配当規制条項やより固い(hard)操作しにくい会計利益数値と連動するシェア・クロッピング形態<sup>(23)</sup>を採る経営者報酬の規定条項が盛り込まれたのである。その

(21) R.L.Watts, "Corporate Financial Statements: Products of the Market and Political Processes," *Australian Journal of Management*, (April, 1977).

(22) R.L.Watts and J.L.Zimmerman, "The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses," *The Accounting Review*, Vol. LIV, No.2, (April, 1979).

(23) 「シェア・クロッピング」とは、業務の成果をプリンシパルとエイジェントとが、ある契約の下に分配する方法を指す。当然成果実現の危険を両者で負担し合う形になる。この問題については、以下の文献を参照。S. N. S. Cheung, "Private Property Rights and Sharecropping," *The Journal of Political Economy*, Vol.76, No.6, (November/December, 1978).

際に今日にいう発生主義会計が確立されたとみられる。

会計史の通説では損益計算の基礎として当初現金主義会計が採用されたが、その後発生主義会計に移行したとする。その理由はエイジェンシー理論からは以下のように解される。もし現金主義会計から導出される利益数値に依拠して経営者の報酬が確定されるのなら、経営者は損益計算を行う際に、一般株主よりも有利な地位にあることから、自身に都合が良いように収支の認識・計上時点を操作することができる。そうすることによって経営者は株主の犠牲の上に自己の利益を極大化することができる。それに対して発生主義会計は物財の増加・減少に基礎を置く会計であるために、経営者が利益操作をする機会が少なくなるのである。したがって所有と経営が分離するほどの巨大企業が台頭してくる19世紀末から20世紀初頭にかけて、一般株主は経営者の利己的行動を抑制してエイジェンシー・コストを減少せしめる目的から、他方経営者もボンディング活動の都合上発生主義会計を徐々に利用し始めたのであった。

さらに経営者と債権者の間のエイジェンシー関係を検討してみよう。上の例と同様に、経営者の報酬を現金主義的利益に連動させておくと、先に述べたように経営者は自身の利益を極大化するように利益数値を操作するのであるが、その行動はまた配当可能利益の増大をも意味することになる。それはさらにいえば、債権者の利益を犠牲にしてその上で株主の利益を迫及していることになる。それは経営者と債権者のエイジェンシー関係を良好に保つものではなく、却って債権者の企業評価を悪化させる結果となり、他ならぬエイジェンシー・コストの増大につながる。ここでも経営者あるいはプロモーターは物財の流れに基づく発生主義会計に依拠して株主と債権者の利害調整を行う必要があったとみられる。このような理由により1930年代以前の国家規制が比較的緩やかな時代においてすでに、1930年代以降に国家規制によって強固に確立するはずの発生主義会計が認められることとなる。

また株主と経営者のエイジェンシー関係を基礎に、「経営労働市場」におけ

る会計情報の役割という新しい解釈を示す議論がある。ファーマ (E.F.Fama) の論稿がそれである。<sup>(24)</sup>

ファーマの想定する経営者像は、いままでみてきたエイジェンシー理論が想定していた経営者像と同様に利己的行動を採り自身の利益を極大化しようとする。ところが所謂エイジェンシー理論と異なるのは、ファーマは、一般株主が経営者の行動についてそれほど入念にはモニタリング活動を行わないと考える。たとえ当該企業の業績が悪化して株主の利益が減少しても、現代の株主は資産保有を分散化 (Diversification) しているために、大きな損失は被らないとする。それでは経営者に対するモニタリングは一切行われぬのかといえばそうではない。ファーマは他企業との競争や他の生産要素の保有者によるモニタリングが経営者を律することを指摘する。わけでも「経営労働市場」—— 経営管理サービスを提供する上級管理労働者の市場であり、企業外市場と企業内市場がある——での経営者間の競争こそ経営者に対する最も強い社会的モニタリングになるとファーマは意義付ける。その際、当該経営者の経営管理能力を判断する手段として公開される会計情報わけでも異時点間・企業相互間で比較可能な固い (hard) 企業会計情報が評価されることになる。

さらにレフトビッチ<sup>(25)</sup> (R.Leftwich) らは、債務契約にエイジェンシー理論的考え方を適用することによって、債務契約条項の具体的内容に、すなわち債務者たる企業から債権者に対して行われる特別な財務報告に用いられる会計

---

(24) E.F.Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm," *The Journal of Political Economy*, Vol.88, No.1-3, (April, 1980).

(25) R. Leftwich, "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements," *The Accounting Review*, Vol. LVIII, No.1, (January, 1983). C.W.Smith, Jr., and J.B.Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, Vol.7, No.2, (June, 1979).

処理及び手続の選択問題に関する最近の傾向に、アプローチしている。

先の議論でもみたように、債権の価値もまた株式の価値と同様に経営者の行動によって大きく影響を受ける。経営者が株主に有利な行動を採れば、債権のリスクは増大し価値が低下する可能性がある。そこで債権者は経営者とエイジェンシー関係に入る前に、事後のエイジェンシー・コストを削減する目的から、詳細な債務契約を交わすことになる。その際明記される会計に関する条項には一般に認められた会計原則（Generally Accepted Accounting Principles; GAAP）とは異なる処理・手続が両者の間で採択されるのがむしろ常である。わけても経営者が債権者の犠牲の上に株主指向的会計処理方法を選択することを極端に排除しようとする。レフトピッチによれば、その理由は債権者の目からみればGAAPに依拠した会計数値でさえ種々の操作を受けやすいということによるのである。例えば、債務契約時に交わされる会計条項のうち、資産評価についてみれば固定資産の場合は減価償却費を差し引いた歴史的原価の利用が徹底されているし、棚卸資産や市場性ある有価証券の場合は低価主義が強く要求される。企業の負債の範囲については、一般にGAAPよりも広い定義を債権者は要求しており、債務保証や貸借対照表に記載されていないインフォーマルな負債にまで及んでいる。利益の範囲については、積立金の取崩は利益とは認めない方向にある。

レフトピッチは、既述のような近年の債務契約条項に盛り込まれる具体的会計処理方法の選択傾向を「株主と債権者の利害対立（Conflict of Interests）を減少させるというルールで会計処理方法が選択されている」と命題化しているが、それはこれまでに我々がみてきたようにエイジェンシー・コストの削減

---

(26) J.S.Demski, J.M.Patell and M.A.Wolfson, "Decentralized Choice of Monitoring System," *The Accounting Review*, Vol.LXX, No.1, (January, 1984). なお、エイジェンシー理論に関する包括的研究としては以下の文献が参考になる。岡部孝好、『会計情報システム選択論』, 中央経済社, 昭和60年。

という角度から捉え直せることはいうまでもない。

次に本節の最後に、エイジェンシー理論に基礎を置き、現実の会計制度の在り方をより説明しようとする最近の議論を検討しておこう。デムスキー・パテル・ウォルフソン<sup>(26)</sup>(J.S.Demski, J.M.Patell and M.A.Wolfson)の論稿がそれである。彼らは、いままで我々がみてきたようなエイジェンシー関係からは説明がいま一つ不十分であった現行会計制度の在り方を説明対象とする。すなわち、これまでの説明ではモニタリング・システムとしての報告システム(会計情報公開制度)は少なくともプリンシパルたる株主・債権者とエイジェントたる経営者の協議で決定されることになる。しかし現実には株主・債権者の大方は、このモニタリング・システムたる会計制度の内容に関する選択・決定を経営者に任せてしまっているのである。この現象を彼らは合理的に説明しようとする。

最初プリンシパルたる株主はエイジェントたる経営者と労働契約を結ぶ。その際株主側は、経営者が自らモニタリング・システムの具体的内容である会計処理・手続を選択でき、その報告システムから導出される自然状態(State of Nature)と成果(Outcome)の合成された業績情報に基づいて報酬を支払うという契約内容を決める。続いて経営者は実際に経営活動を遂行し、その過程で当該企業の生産技術に関する知識を私的に獲得する。その後に契約に従って会計処理・手続を経営者自身で選択する。当然その場合には経営者は自然状態の情報、生産技術の情報それに自身の行動に関する情報を独占的に入手しているので、自分に一番都合のよい(自己の効用を極大化するような)会計処理・手続を選択することになる。そこで経営者の株主に対するモラル・ハザードが起こることが予想される。そして最終的には自然状態と成果たるキャッシュ・フローの合成情報が現れ、それに基づいて成果が分配される。企業における一連の行動をこのように考えるならば、一見株主は経営者のモラル・ハザードによって損失を被るのではないかと予想される。しかしそうではない。デムスキー

らの説明のポイントは、株主が自身の会計処理・手続選好に合致したものを経営者が選択した場合としなかった場合とでは、経営者報酬に格差を付けることによって経営者の会計処理・手続選択を自身の都合の良い方向に導きうるという点にある。また経営者が私的に企業の生産技術の知識を獲得できることから、会計処理・手続の選択に際しても経営者の専門知識（Local Expertise）を株主が利用できるとする。そのことによって、経営者は企業の生産効率を適正に表示するとともに、株主にも好ましい会計システムを選択し、自身の効用を高めるとともに、株主もまた経営者のモラル・ハザードによる損害を相殺して余りある便益を得ることができる、と。

以上本節においては、エイジェンシー理論に依拠した新しい会計理論の最近における分析成果を会計情報公開制度に関連させて検討してきた。

#### IV：結 語

本章での検討から、会計情報公開制度の会計責任機能に着目した会計理論の最近の傾向としては、経済学の効用理論の分析ツールを援用して経営者と一般外部株主の関係あるいは経営者と債権者の関係に新しい角度から接近する可能性を付与したエイジェンシー理論を基礎にもち始めたことが指摘できる。そこで我々としても第6章において、このような新しい分析ツールに依拠して、経営者の会計責任問題が、換言すれば会計情報公開制度の会計責任機能がいかにか当該制度に対して影響を与えているかを実証的に分析することとする。そのような実証研究はいうまでもなく、会計情報公開制度をそれが遂行している各種の機能から総合的に分析することによって、当該制度が現代の経済社会において果たしている全体的役割をみようとする我々の意図の一環をなすものである。



## 第2章 会計情報公開制度の 民主主義的宥和化機能分析

### I：伝統的理論

本章では会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能に関する議論を検討することとする。まず明確にすべきは、当該機能の特徴であるが、それは端的に  
いえば、情報公開による社会的・経済的問題（悪）の解消という発想である。  
情報公開が行われることによって、ある時は競争が復活し社会・経済の活性化が達成されたり、ある時は情報公開主体が一般大衆に監視されることによって襟を正す結果になり、いずれも問題が解消するという考え方を指している。  
その基礎には特にアメリカ的な民主主義の思想があり、何らかの形で形成された権力に対する大衆の監視責任の認識が強く出ているといえよう。このような思考は今世紀の初頭にはすでに会計の領域においてもみられるようになり、アメリカ会計学の一つの基礎としてサーベイすることが可能なのである。そこで本節では年代順に、今世紀初頭のハットフィールド（H.R.Hatfield）の所説、1930-'40年代のリトルトン（A.C.Littleton）の所説、そして1960-'70年代のベッドフォード（N.M.Bedford）の所説を検討することとする。

まずハットフィールドについてであるが、<sup>(1)</sup>彼は、20世紀初頭における「株式の水割り」（Stock Watering）問題にからませて、会計情報公開による企業の統制を主張するのである。当時、法律学者であったボンブライト（J.C. Bonbright）も指摘しているように、設立後間もない当時の企業は自社株式を

---

(1) 拙稿、「アメリカ会計理論にみられる基礎的理念の検討——H.R.Hatfieldの所説を中心として——」、『国民経済雑誌』、第141巻第6号（昭和55年6月）を参照。

何とか売却して自己資金を調達するために、額面よりも下回った価格で、あるいは普通株に対してプレミアムとして優先株を付けることによって売却していた。したがって株式の額面金額に基づいて計上される貸借対照表の貸方側の資本金勘定の金額と、借方側に計上される資産の実質的金額との間にはかなりの差があった。すなわち、資産の実体を伴わない過大な資本金額が計上されていたのである。その差を企業は、資産による裏付けが必要でない暖簾勘定を利用することによって埋めたのであった。このような会計処理上の過大な暖簾勘定の計上は、実質的には「株式の水割り実務」の隠蔽行為になっていたのであるが、この点についてハットフィールドは以下のように言及する。「株式の水割りは、それ自体は、それに付随する複雑な事柄を別にすれば、大して悪い事であるとはいえないのである。悪いのは、……その会社が実際にはまったく何も所有していないにもかかわらず、……のれんを取得したとする虚偽のような、いわば『うそを言うこと』にある<sup>(2)</sup>」と。あるいは、このような会計処理及び報告は、「……配当には直接的影響をなんらおよぼさないとしても、債権者、一般大衆、そしてとりわけ株主は、確実に事の真相を知りたがっている<sup>(3)</sup>」と。すなわちハットフィールドの論理は、真相を知ることが欲している一般大衆に真実な情報を公開していないところに問題があるという論理である。逆にいえば、株式の割引分を公開してしまえば、そのような会社の財務健全性は投資家によって批判的にみられるか、あるいはそれを考慮した上で投資家が改めて投資することになる。そうなると株式水割り実務は大した問題ではなくなってしまうというのである。このようなハットフィールドの主張をポンブライトは、その著書において、公開性政策による株式水割りの規制論であると特徴付けて紹介し

---

(2) H.R.Hatfield, *Modern Accounting — Its Principles and Some of Its Problems* —, New York, D.Appleton and Co., 1909. 松尾憲橋訳、『近代会计学』, 雄松堂, 昭和46年, 167頁。

(3) 上掲訳書, 164頁。

ている<sup>(4)</sup>。

さらにハットフィールドが「公開性」問題及び巨大企業の生み出す種々の問題に関心を示していた事実を物語るものとして、当時(1899年)シカゴにおいて、Civic Federation of Chicago が開催した、トラストに関する会議を彼が傍聴したことを指摘することができよう。この会議は、当時の大問題であったトラストの種々の弊害に関して政府・産業界・学者等の代表が集まり、その対策を議論したものであった。それは、1899年の夏において最も大衆の注目を集めた出来事であったとされている。ここで戦わされた種々の議論を傍聴し、*Journal of Political Economy* にその傍聴記を投稿したハットフィールドは、わけても公開性問題に関する議論について以下のように言及している<sup>(5)</sup>。すなわちトラストの弊害としては、株式の水割り、失業(displacement of labour)、収奪(extortion)、そして腐敗(corruption)があると整理して、これら弊害に対して第一に考えられる「最も単純な矯正手段としては、すべての巨大な資本の集中を破壊するか妨げることである」と説く。しかしそれが政治上のキャンペーンならばともかくも、学者の採るべき方向ではないとして、「企業結合を妨げるのではなく、むしろトラストによる誤った行動を妨げる方法」が議論されるべきだとする。そして実際に会議で提唱された具体的ないくつかの手段を要約した後に、そのための実際的な第二の手段として主張された、「最もポピュラーな」、「直接的反対が全くなかった」手段こそ、より多くの会計情報公開(greater publicity of public accounts)であったとハットフィールドは注目している。

---

(4) J.C.Bonbright, "Railroad Capitalization," *Studies in History, Economics and Public Law*, (Columbia University), Vol. 95, 1920-1921, pp. 59-60.

(5) H.R.Hatfield, "The Chicago Trust Conference," *The Journal of Political Economy*, Vol. VIII, (December, 1899).

このような諸事実から、ハットフィールドは会計情報公開によって、一般大衆の巨大企業監視機能を喚起せしめることを意図し、それによってまた世紀転換期頃の巨大企業の財務上の一大問題を解消しようとしたと考えられるのである。このような考え方は、アメリカ的理念としての民主主義思考の影響が強いと推察され、我々が本章でまずこれを採り上げた所以である。

次に、リトルトンの所説をみておこう。<sup>(6)</sup>リトルトン会計学の基本的前提は、「合理的経営者像に立脚して、合理的経営者ならば、発生主義—取得原価主義会計から導出される、事実に依拠した客観的会計資料に基づいて過去の意思決定を省察し、将来の行動へと役立てる」という規範的合理性思考である。すなわち、経営者ならば客観的資料としての会計情報を利用して合理的に経営上の意思決定を行うはずである、そのために会計は客観的資料の提供手段として機能しなければならないというのである。しかしそれは、必ずしもリトルトンの所説が登場してきた時代の会計実務の傾向を反映しているものではない。むしろ現実の経営者、特に20世紀に入ってから巨大企業の事業活動を指揮する経営者については、前述のような合理的精神を有する経営者という認識では把握し切れないことは、他ならぬリトルトン自身も十分に意識していたと思われる。彼はいう、「(個別企業の)財務管理は、しばしば、会計をその企図する方向に向けたり、あるいは法律の境界内において会計理論や実務の弱点を有利に利用しようとする傾向を有していた……」<sup>(7)</sup>このように、会計が、経営者それも合理的精神を有しているとはいえないような経営者の利益操作の手段として利用されているのが、1930年頃までのアメリカ会計実務においては却って通常であったということを、リトルトン自身十分に認識しているのである。そうした現実

---

(6) 拙稿、「会計計算構造の規定要因について(Ⅱ)——A.C.Littletonの所説を中心として——」、『六甲台論集』、第25巻第1号(昭和53年4月)を参照。

(7) A.C.Littleton, "Relation of Function to Principles," *The Accounting Review*, Vol. XIII, No. 3, (September, 1938), p. 234. 括弧内は著者。

を認識した上であえて、彼が合理的経営者仮説に立脚した発生主義—取得原価主義会計を主張している側面があることを、実は我々は見逃すことができない。

19世紀末から20世紀初頭にかけて、いわゆる寡占企業体制の確立、現象的には合併運動による巨大企業の出現に伴って、資本会計領域を始めとする会計実務は、配当問題との関係で混乱をみていた。この事実はいささか誇張ではあるが「会計の自由化」として特徴付けられている。そして、そのような会計の混乱に対する改善策の具体案を提示するという差し迫った課題があったという点、それも会計に関して、一般大衆の同意を得られるような形で改善策を提示することが必要であったという一般的な会計界の状況に注目する必要がある。その結果、会計実務において実施される会計計算構造、そしてそこから導出される利益情報さらに一般的には会計情報が、客観的事実に依拠しているということをやむを得ず強調する必要があったと考えられるのである。すなわち、その当時の混沌とした会計実務を、一般大衆の要求という形で、つまりアメリカ的理念としての民主主義を基調として、客観的・統一的会計実務に整備する必要があったのである。さらにその当時、会計に課せられた課題としては、以上のように整備された会計実務を基礎として、経済社会の良好な運行、特に証券所有の分散化を図ることにより、巨大化した個別企業への資金の循環を保証する必要があったことを考慮すべきである。したがって専門家だけの世界で改善がなされても、それだけでは不十分であった。このような理解によって初めて、リトルトンが、過去における会計の収益力および財政状態表示の改善は、すべて世論(Public Opinion)に依拠して行われてきたという見解をもって、発生主義—取得原価主義会計を力説する動機が理解されるのである。換言すれば、リトルトンの発生主義—取得原価主義会計の主張には、このような世論形成への役割意識があったと解せられる。そこに、我々は、第1章でみた規範的主張としての合理的経営者が引き受ける受託責任制度下の会計情報公開という論理とは別に、リトルトン学説における会計計算構造論並びに会計情報公開論の潜在的な

歴史的規定要因をみるのである。

最後にベッドフォードの所説をみておこう。<sup>(8)</sup>彼は、1900年初頭より1940年代頃までのアメリカ経済を自由競争の貨幣獲得競争が支配していたと理解し、したがって貨幣の流れに着目した取得原価主義が会計において支配的であったと説く。ところが1960年代に入って、コングロマリットの合併運動により寡占化が進むにつれて、貨幣の流れに着目した取得原価主義的会計情報は経済社会において刺激となる情報ではなくなったとする。そこでそれに代わって、発生概念を拡張したオペレイショナル・インカム<sup>1</sup>の測定・公開を主張する。このような会計情報公開の拡大によって現代社会を自由競争の状態に作り直そうとするベッドフォードの意図がみられるのである。

より詳しくみるならば、彼自身論じているように、コングロマリット合併等によって成立した巨大企業が生み出す今日的諸矛盾——例えば寡占経済構造あるいは社会的費用の増大（公害）——は、ベッドフォードも客観的事実として受け止めている。ところが他方において、彼の所説には社会の現時点での価値観たる厚生目標の達成を始めとする非利益目標の追及に動機付けられるはずの経営者資本主義観がある。したがって、個別企業の行動が上記のような、社会の意図しない諸矛盾を生み出すとは考えられない。にもかかわらず、現実には上記のような諸矛盾が現れている。そこで彼は、現実の個別企業あるいはそれを経営する経営者のもっている動機と新しい社会の価値観との間に未だ乖離があると考える。この乖離こそが現実の諸矛盾として現れるのだと考えるのである。そして実はその乖離の生ずる原因として、彼の想定する本来的会計制度の在り方が現実社会において具現せしめられていないという不備を位置付けようとするのである。彼の描く本来的会計制度の在り方とは、社会的に支配的な価値観を

---

(8) 拙稿、「会計計算構造の規定要因について（I）——N.M.Bedfordの所説を中心として——」、『六甲台論集』、第24巻第3号（昭和52年10月）を参照。

個別企業に伝達し、かつ個別企業において、そうした価値観が要求する目標の達成状況の指標としての利益を測定して経済的刺激要因として公開することである。したがって、現実にもられるアメリカ経済の諸矛盾は、会計制度すなわち情報システムの整備・拡大によって解消されるものとして把握されることになるのである。ここに「自由企業体制 (free enterprise system) が存続すべきならば、……」<sup>(9)</sup> 会計公開性の拡大 (extensions in accounting disclosure) が必須であるとするベッドフォードの主張の意図がある。彼のこうした主張は、さらに以下のように展開される。自由主義経済の運行を妨げる、換言すれば個人の自由な経済行動を妨げる、したがって思想的には個の自由を妨げる要因すなわち反民主的な要因が生ずるのは、個別企業が社会の要求する個の自由を尊重していないためである。ゆえに個別企業は少なくとも個人の自由な経済的意思決定と行動を可能にするために、自らの行動状況に関する情報を公開すべきであり、その機能の遂行こそ会計制度に課せられた使命である。このような論理の展開によって、ベッドフォードは、会計公開性の拡大に対する最も強い思想的根拠として民主主義の一前提たる一般大衆の知る権利 (right to know) を主張するのである。<sup>(10)</sup>

経済的次元においては現実経済の諸矛盾を解消せしめ自由競争を具現せしめる刺激要因として、ある特定の計算構造論 (オペレイショナル・インカム測定論) を基礎とした会計公開性の拡大を主張する点、思想的次元においては個別企業の反民主的経済行為に対する批判と一般大衆を個別企業が生み出す種々の問題解決に参加させようとする意図の下に、企業がなしうる民主的行為の実施政策の一環として同じく会計公開性の拡大を説く点に、我々はベッドフォード

(9) N.M.Bedford, *Income Determination Theory; An Accounting Framework*, Massachusetts, Addison-Wesley, 1965, p. 207.

(10) N.M.Bedford, *Extensions in Accounting Disclosure*, New Jersey, Prentice-Hall, 1973, p. 145.

学説からアメリカ会計学の典型的思考の一つを読み取ることができる。

叙上によって、アメリカの会計学者の思想的基盤に民主主義的公開性思考があることが如実に窺えた。しかし彼らの主張はすべて大衆の側の論理のみによるものであった。換言すれば、企業の側からの公開性の論拠が欠如しているように思われる。そこで次節では、大衆民主主義社会における近代的巨大企業の経営政策の一環として会計情報公開を意義付ける我々の立場をみておこう。

## II：新しい理論

前節でみたアメリカの会計学者の民主主義的宥和化機能の理解は、極めて規範性の強い大衆の側からの主張であった。そこで本節では、企業の側の論理とでもいうべき視点を併せて考慮しつつ当該機能の分析に関する我々の仮説を新しい理論として提示することにしよう<sup>(11)</sup>。

会計情報公開現象を説明するに際して、第一に、企業の側の情報公開動機としては、民主主義的宥和化機能からの動機をアメリカの各論者はこれまで明示的に認識してはこなかった。一般的には、第1章でみた受託責任的要素あるいは第3章でみるはずの証券市場における資金調達の要素がこれまで主張されてきたのである。しかし企業あるいは経営者の動機としては受託責任動機よりも一層積極的な情報公開動機が現に含まれていることがありうるし、また資金調達が容易にするという動機よりはより広範な意図の下に会計情報公開が営まれているようにも思われる。ゆえに、特定の利害関係者とは別に、一般大衆の支配的理念・思考を看取して、それとの対応において積極的に情報公開を行うという巨大企業（組織）維持に通ずる経営政策的動機が新たに考えられうるのである。

第二に、大衆の情報公開要求動機を改めて考えても、証券発行主体たる企業

---

(11) 拙著、『会計情報公開論』、神戸大学経済経営研究所、1983年、第3章を参照。

に関する情報公開要求動機は勿論重要であるが、さらには現代社会の中心的存在である巨大株式会社の行動を監視・批判せんとする動機が、個別の直接的利害による動機とは別個に十分想定されうるのである。

第三に、以上のような企業と一般大衆の情報公開に関する動機・利害がある範囲内において衝突し合い妥協点を求めつつ展開していくような経済社会構造が明確化されなければならないであろう。そのためには、一方では一般大衆としての圧力を形成しうるほどに大衆のかんりの部分が組織化されて、何らかの階層を作り出すような状況が必要であるし、他方では、そうした大衆の動向を考慮しなければ存続しえないほどに、また逆に大衆の批判をある程度吸収しうるほどに企業が巨大化している必要がある。つまり我々がここで明確化しようとしているような情報公開動機を考えるためには、寡占企業体制の確立が必須であると思われる。この条件によって、巨大株式会社と一般大衆の関係の存り方こそが企業の情報公開動機を考察する上で重要な要因になっていることが判明する。

以上のような考察を前提にして、我々は会計情報公開の民主主義的宥和化機能を以下のように規定しうる。「会計情報公開の民主主義的宥和化機能とは、大衆民主主義社会において、寡占企業体制下の大企業（あるいはその経営者及び経営者層）が、政府及び一般大衆（あるいは種々の利害関係者）に対して、会計情報を用いて支持獲得を行うことにある」と。このような規定について、以下でもう少し詳細にみておこう。

第一に、「大衆民主主義社会において」という限定条件について。この限定条件は、会計情報公開が、大衆のもつ民主主義的理念と結びついているということ、そして大衆が企業や政府に対して、自ら要求を主張しうるほどに組織された社会状態である時に、会計情報公開の当該機能が問題化してくるということとを意味する。第二に、「寡占体制下の巨大企業が」という限定条件について。この限定条件は、経済が小企業による自由競争状態にある時には、会計情報の

開示制度が公開制度として問題化することはなく、寡占の巨大企業の出現によって初めてそれが問題化してくることを意味する。第三に、「政府及び一般大衆に対して行う支持」という限定条件について。この限定条件は、叙上の大衆民主主義社会であるがために、大衆の要求を巨大企業が考慮する必要があるということ、そして政府・大衆の側にも巨大企業に対する要求が存在しており、その要求は単に会計責任や証券市場の問題のみに結びついたものではなく、より広い諸々の問題と結合しているということ、さらにそれらの要求は民主主義的理念と結びつきつつ会計情報公開を要求するということの意味する。最後に、「大企業が………行うことにある」という限定条件について。この限定条件は、会計情報公開は一般大衆及び政府の意識や要求を反映・考慮するとはいうものの、あくまでも巨大企業（あるいはその経営者）が行う経営活動の一環であるということの意味する。

そこで次に、以上のような我々の仮説を支持するいくつかの理論的基盤について述べてみよう。第一は「経営者像」の問題、第二は「理念」の問題、第三は「民主主義」の問題である。

#### 【「経営者像」の問題】

我々の仮説では、会計情報公開の民主主義的宥和化機能を意義付ける際に、巨大企業（の経営者）が、かなり積極的な役割を果たしている。このことは政府・一般大衆の意識・要求を考慮しつつ、それに積極的に対応するという経営者像を我々が想定していたことに現れている。しかし実は、巨大企業あるいはその経営者を経済・経営に関する歴史解釈において積極的に評価するということは、従来それほど一般的であったわけではない。コルコ（G. Kolko）によれば、「巨大企業が、学会において何らかの意義をもって受け入れられたのは、ここ数十年のうちでしかない。このことは特に歴史家にとってそうだったのであり、さらにそのことは、一般的には歴史家が民主主義の展開過程で巨大企業の行動様式や機能を批判的にみていたことを意味す

る」<sup>(12)</sup>のが通説的状况であったのである。したがって「経営者像」の問題については一言する必要がある。

コルコのいう従来の歴史家の立場とは、「革新主義的歴史観」(Progressive History)と呼ばれる歴史観である。この立場によれば、歴史は保守的勢力と革新的勢力の対立・闘争とみられ、常に後者の勝利として把握されるのである。ガランボス(L. Galambos)によると、<sup>(13)</sup>この歴史観は近代アメリカ史の解釈において長い間支配的見解であったとされる。それはさらにいえば、保守的勢力は悪であり、革新的勢力は善である、そして最終的には善である革新的勢力が勝利するという価値判断を含んだ歴史の見方であるといえるかもしれない。このような歴史観を経済社会に適用するならば、保守的悪とはすなわち巨大企業であり、革新的善とは国家や大衆に対応することになる。「歴史におけるヒーローは、リベラルな陣営に住んでいる、敵は保守的勢力内で彼らの陣をはっている。これら両陣営のメンバーシップは刻々と変化しているのであるが、通常、知識人は革新的運動の中で支配的役割を付与されている。それに対して企業は、保守的な対立者として立ち現れることになる。特に企業は革新の敵として認識されるのである。」<sup>(14)</sup>

叙上のような歴史観は、現代(20世紀)における会計の発展過程を理解するに際しても、かなり深い影響を与えてきたように思われる。すなわち我々がよく目にする現代会計史に関する叙述の中には、会計に関する企業の保守的態度に対抗して、知識人・革新主義者としての会計士が、いかに努力して会計を改善してきたか語られることが決して稀ではないのである。

---

(12) G.Kolko, "The Premises of Business Revisionism," *Business History Review*, Vol. XXXIII, No. 3, (Autumn, 1959), p. 25.

(13) L.Galambos, "Parsonian Sociology and Post-Progressive History," *Social Science Quarterly*, Vol. 50, No. 1, (June, 1969).

(14) *Ibid.*, p. 25.

現代会計史はいうに及ばず、現代アメリカ史のあらゆる領域で支配的であった革新主義的歴史観に続いて、経営者の役割を積極的に評価する立場が、アメリカ史においてもその後出現した。それは修正主義的歴史観（Revisionism）として言及される立場である。<sup>(15)</sup>しかしこの立場もまた革新主義的歴史観に対立する形で提示されたという性格上、逆に、経営者特に世紀転換期頃の経営者を「善」として積極的に評価する傾向があった。このようなアメリカ史に関する歴史観の展開から学ぶこととして、我々は、その価値判断の作為的介入に関しては、これを回避しなければならないが、経営者の役割の積極的評価については、これを考慮する必要があると考えることができる。つまり我々は、経営者を経営政策（活動）を方向付ける主体として積極的に評価し、さらに特定の問題領域についてであっても、例えばそれが産業社会で支配的な一つの経営政策であっても、当該政策の方向付けに際しては、いくつかの多岐性の中から一つを選択して以後の歴史的趨勢を方向付ける主体として経営者を評価しようと考えるのである。それはしかし、採用された経営政策が社会的厚生に鑑みて役立ったか否かという価値判断とは直接結びつかない。

#### 【「理念」の問題】

前項の問題とも関連があるが、一方において会計情報公開を企業の積極的行為であるとする理解は、会計情報公開が企業の側の論理のみによって規定されているという逆の極端な結論に導きかねない。しかし他方において大衆の側の論理のみで会計情報公開現象を理解することは第Ⅰ節で検討したアメリカの会計学者と同次元に陥ることになる。そこでこの問題に関連して、大衆の「意識」あるいは「理念」をどのように会計情報公開現象理解に反映させるかという問題について付言されなければならないであろう。

前者の企業の側の論理のみを尊重する理解の例としては、日本の批判会計学

---

(15) *Ibid.*, pp. 26-30.

の立場がある。通常、従来の批判会計学では、認識対象（客体）の中に客観的に存在している法則性が——それは企業の資本蓄積動機として現象するが——、認識主体——例えば会計政策立案者や会計研究者——に対して及ぼす規定の方向のみが問題となっており、認識主体から認識対象への働きかけの方向が見落とされていたと思われる。それに対して我々は、主体から客体への方向つまり認識主体の積極的作用を評価したいと考えるのである。この方向を強調するために、認識対象の中の経済的利害とは直接的関係を見出しえないある理念を体化した研究者——彼らは、彼らの思考過程が論文等の形を採って残っているという意味において社会的エリートである——の所説を通じて、彼らの価値意識の中に、会計情報公開要求が生じてくる過程を分析することが必要となる。その一例は、第1節で検討したアメリカ会計学者の思考であろう。

しかしそれではアメリカ会計学者の理解とどう一線を画するのか。そこでさらに我々は以下のように考える。すなわち、上述のような社会的エリートの価値意識は、また中産階層の社会意識にも作用するとともに、逆にそうした社会意識の反映でもあったと理解され、そこで社会的エリートの価値意識から発展して、同様の発想を中産階層の社会意識の中にも求めるべきであると考え。このような社会的エリートの価値意識や中産階層の社会意識こそ、一方における経済的利害と並行して、多岐性を包摂しつつもある幅をもった経済的必然性を規定するいま一つの大きな要因であると思われるのである。

理論構造としては、経済的利害と価値意識・社会意識（あるいは理念）が二極的に形成するある程度の必然性（傾向性）の中に、多岐性がなおも潜み、それが問題化してくる転換期において、この多岐性を選択・決定する主体的人物が存在すると我々は理解するのである。そしてその主体的人物として近代的経営者を理解しようとするのである。

#### 【「民主主義」の問題】

我々は、会計情報公開に関する規定の中で、「民主主義」という用語を用い

た。しかしこの言葉は、用いる者と同じ数だけの概念規定があるといわれるほど多義性を秘めている。逆にいえば、それだけ多義的であるゆえに用いられるという側面もある。そこで我々としては、ここでこの概念について少し検討を加えておくのが適切であろう。

民主主義の概念規定には大別して二つの方向性がある。それは民主主義の発展過程に対応しているものであり、古典的民主主義論の概念規定と現代的民主主義論のそれである。そしてこの区分を画したのが他ならぬシュムペーター(J.A.Schumpeter)である。したがってここではシュムペーターの民主主義論<sup>(16)</sup>を中心に、我々の用いる用語の大略的意味を提示しておこう。

シュムペーターは、民主主義に関する18世紀哲学を基礎として、いわゆる古典的民主主義論における民主主義の概念理解を以下のように要約する。「すなわち、民主主義的方法とは、政治的決定に到達するための一つの制度的装置であって、人民の意志を具現するために集められるべき代表者を選出することによって人民自らが問題の決定をなし、それによって公益を実現せんとするものである」と。だが、この古典的民主主義論の規定には、「経験上非現実的な基礎に依拠している」という欠陥——すなわち人民の総意なるものの存在の仮定——があることをシュムペーターは指摘する。そこから続いて、自らがその嚆矢となる現代民主主義論の基礎的思考が明確化される。すなわち政治的決定に到達するための制度的装置という彼の民主主義への接近視角を中心に民主主義の新しい定義が述べられることになるのである。具体的には、リーダー（政党）間の投票獲得競争として民主主義的方法が定義付けられるのである。

シュムペーターが示した古典的民主主義論に対する疑問は、『資本主義・社会主義・民主主義』の初版から約10年後に、より高度の論理的精密性をもって

---

(16) J.A.Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy*, 3rd edition, 1950. 中山伊知郎・東畑精一訳、『資本主義・社会主義・民主主義』, (第3版), (上)(中)(下), 東洋経済新報社, 昭和37年, の民主主義に関する諸章。

語られることになる。それはアロー（K.J.Arrow）の研究<sup>(17)</sup>に他ならない。直接には経済学における社会的厚生関数存在の有無に関する議論を課題としたアローの『社会的選択と個人的評価』は、民主主義論に対しても大きな影響を与えたことはいまさらいうまでもない。それは、シュムペーターの提起した古典的民主主義論に対する疑問を、論理学を手段として改めてより厳密に突きつけたという意義を有している。アローの証明は、本来的にはどの次元の問題についても適用さるうるのではあるが、いま、シュムペーターの主張と並行させて読み取ってみよう。するとアローの証明は、古典的民主主義論が暗黙のうちに含んでいるような一般的前提——大衆（人民）の総意（意志）なるものの存在の仮定——が満たされることは不可能であることを物語っている。それにもかかわらず、例えば実際には、一国の経済において一義的な経済政策——政府の会計規制も含まれようが——が実施されているとすれば、それは古典的民主主義論のように、一般大衆の総意から意義付けることは不可能だということになる。そこに、民主主義国家の諸政策といえども、何らかの過程によって、政治におけるリーダーシップを獲得した政党、あるいは個人的リーダー間で選挙による政策実施上の賛成票獲得競争が行われた結果であるというシュムペーター的解釈が成り立つのである。無論、一般大衆は自分たちの主張をできうる限り政治に反映させようとする。他方、政治的リーダー（政党あるいは個人）は、投票獲得競争に勝って自らの政権を維持するために一般大衆に迎合する。また場合によっては、同じく投票獲得競争に用いる政治資金調達のために、企業に迎合したりする。こうした過程の総和こそ現実の民主主義であろう。

しかし問題はさらに展開する。というのは、上記のような政治上の民主主義の現実が、20世紀では、経済問題の解消に関連して、企業領域においてもみら

---

(17) K.J.Arrow, *Social Choice and Individual Value*, London, Yale University Press, 1951. 長名寛明訳、『社会的選択と個人的評価』, 日本経済新聞社, 昭和52年。

れるようになったからであろう。ある問題の解消のために、政治の次元では、その解消策に関して各リーダーが主張を掲げ、投票獲得競争を行い、いずれかのリーダーの主張が貫徹される。同様に、巨大企業（あるいはその経営者）は、企業と一般大衆との間の問題に対する解消手段に、一般大衆を参加させて——その手段の一つに情報公開による参加がある——問題解消のための経営政策選択の支持を獲得しようとする。それに成功するような経営政策を採り続ける企業のみが、漸次生き残っていくのである。我々は、このような現象を民主主義の経済次元への拡大——すなわち経済民主主義——と考える。

なお注意を要するのは、実質的には我々が論じたような意味での民主主義ではあっても、そのような状況下で企業・一般大衆・政府の各側の主張が展開される場合には、必ずといっていいほどに、古典的民主主義論の性質——一般大衆あるいは人民の総意の重視——を備えた極めて倫理的な民主主義論が、理念として作用してくるということである。そうした意味では、古典的民主主義論は、20世紀の問題、我々の取り扱う経済問題においてさえも理念として存続しているのである。例えば第Ⅰ節での会計情報公開に関するアメリカ会計学者の各所説の中にも、そのような理念を読み取ることは可能である。

### Ⅲ：最近の分析成果

本節では、前節で提示したような分析視角から検討された最近における二つの成果を概観しておくこととする。一つは20世紀転換期頃のアメリカにおける会計情報公開現象の理解についてである。<sup>(18)</sup> いま一つは最近の問題として多国籍企業の会計情報公開に関する国連の対応についてである。<sup>(19)</sup>

---

(18) 拙著、前掲書、第3部を参照。

(19) 拙稿、「多国籍企業の情報公開問題について——特に国連の報告書を中心として——」、井上・山本・下條・井川・山地共著、『企業の国際化をめぐる特殊研究』、神戸大学経済経営研究所、1983年、第3章に所収。

周知の通り、アメリカの20世紀転換期にはUSスチールを始めとするいくつかの巨大企業が自主的にながりの会計情報公開を遂行し始めた。この現象をどう理解すべきかということに関連して、我々はそれ以前の鉄道会社規制に関する会計情報公開現象から着目することにした。すなわち19世紀後半のアメリカにおける鉄道は文字通り経済発展の中心的役割を担っていた。しかし個々の鉄道会社はその発展に必要な資本蓄積を積極的に果たすために、その他の種々の社会階層にかなりの経済的圧力を及ぼしていた。それに対して、例えば農民階層は州政府に鉄道会社規制を要求する運動を起こした。このような動向を受けて各州政府は独自に鉄道会社規制に乗り出したのであるが、結果的には各州の採った鉄道会社規制には大別して二種類の規制方法があった。我々はそれを、鉄道会社の業務規制にまで及ぶ直接的規制と、鉄道会社の会計情報公開を促す間接的規制に分類した。そして各々の規制を採った州のうちから典型的な二州を選択して各州の経済社会構造の差異について着目した。直接的規制を採った典型的州としてイリノイ州を、間接的規制を採った州としてマサチューセッツ州を選定した。イリノイ州では当時主要産業といえば農業であり、したがって州の規制は専ら農民の利害を守ることにその主眼があった。すなわちイリノイ州においては農民と鉄道産業という二極的対立構造がみられたのであった。州の採った規制は鉄道会社の料金を規制するという直接的な業務規制にまで及んで、両陣営の対立が顕在化していった。このような直接的業務規制を採用したのは、イリノイ州と同様に農業中心の経済構造をもった中西部諸州であった。規制の結果は、鉄道会社を始めとする東部資本の当該州への投資の中断となって現れた。それは直接的規制を採った州の経済の停滞を意味した。ゆえにこのような規制方法を採用した諸州のうち、若干の例外を除いて19世紀末頃までにはかなりの州が間接的規制に転換したのであった。

それに対して、マサチューセッツ州では当初より鉄道会社規制方法として会計情報公開を利用した間接的規制を採用していた。マサチューセッツ州はその

歴史にはいわゆる独立当時の東部13州の一つとしてかなり長いものがあり、また産業についてもアメリカで逸早く産業革命を経験した州として多様な産業が成熟していた。このような経済社会構造はあえていうならば、アメリカ経済が20世紀初頭に国全体として移行したような経済構造であり、マサチューセッツ州は当時すでに規模こそ小さいがそのような経済構造を実現していたといえるであろう。このような経済構造をもったマサチューセッツ州では、鉄道会社規制において、いずれかの産業の唯一の経済的利害が鉄道会社規制の性格や手段を規定するものではなかった。ゆえにイリノイ州においてみられたような強い直接的業務規制は採用されることなく、間接的規制手段としての会計情報公開が規制手段として採用されたのであった。注目すべきはこのような間接的規制手段としての会計情報公開がマサチューセッツ州ではかなりの規制効果を有していたということである。それは鉄道会社の側にも理由の一端があり、マサチューセッツ州の鉄道会社は当時すでに寡占的地位を享受していたため、州内の各利害関係者層の要求を受け入れなければならないし、また受け入れるだけの財務的余裕がみられたということである。そしてまたそのような方策を支持する鉄道経営者が存在していたのである。ところがイリノイ州を始めとする中西部諸州の鉄道会社は各鉄道会社の西部への拡張競争のためこのような財務的余裕がみられず、加えてイギリスからの資金導入によって会社経営が営まれていたので、財務的余剰の獲得がより急務の課題となり対農民対策等の大衆対策を採ることができなかつたのであった。

鉄道産業での会計情報公開に関するこのような漸進的傾向を受けて、20世紀の合併運動により成立したいくつかの巨大産業会社は、今度はトラスト問題との関係で対大衆・政府対策の必要性に直面したが、その際に、積極的に会計情報公開を行うようになった。その典型例を我々はUSスチールの事例で分析した。またそのような政策の方向付けを行った近代的経営者として、USスチールのゲーリー（H.Gary）を指摘したのである。

以上のように、19世紀におけるアメリカ鉄道会社規制に関して代表的な二州の対照的経済構造に着目することによって、そして後のUSスチールを始めとする産業社会の分析によって、我々は前節で検討したような会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能の存在を実証したのであった。

第二の成果として、我々は、上でみたような19世紀のアメリカにおける二州の経済構造の差異とそこから生ずる会社規制に関する差異——直接的業務規制と間接的会計情報公開——という理解を、現代における多国籍企業の情報公開問題の解明に応用した。国際連合は1970年代の初めから、特に先進資本主義国を母国とする多国籍企業が経済的発展途上国において行う経済活動の消極的側面に注目し始めていた。当初、国連はこのような多国籍企業の行動規制のために、直接的業務規制を採ることを検討していた。例えば、現地資本の強制的参加とか国有化すら検討していたのである。そしてそのような強力な規制手段の補助として多国籍企業の会計情報の収集を考えていた。ところが1978年頃からこのような方策よりもむしろ間接的な規制手段を選好する方向に転換した。間接的手段とは勿論会計情報公開による企業規制に他ならない。このような政策転換の理由として国連における南北諸国間の均衡の変化が指摘されている。そして以後も基本的にはこのような間接的企業規制の方向で多国籍企業の会計情報公開に関する各国の合意作りがなされている。

叙上の傾向に対して、発展途上国側の経済構造が未だ先進資本主義的構造を採るに至っていないにもかかわらず、先進資本主義的経済構造の成立を必須とする会計情報公開制度による企業の規制という発想——すなわち民主主義的宥和化機能への着目——は、先進諸国側の口実以外に意義をもたないのではないかと我々は疑問を投げ掛けた。すなわち現地国の政府と結んで圧力的経済行動を採る多国籍企業に対して、それに拮抗する力（Countervailing Power）を有していないし、大衆としても組織化されていない発展途上国の人々に多国籍企業の会計情報を公表しても意義は殆どないのではないだろうか。むしろ国連

等の力によって途上国側の有利なように直接的業務規制を行う方がより成果のあがる行動であろう。ただし一時的には途上国への投資が中断するために多国籍企業が確保していた途上国での雇用が低下するかもしれない。しかし途上国の自生的経済発展によって大衆民主主義社会が確立する以外には間接的企業規制は非力であろう、と結論した。

以上本節では、会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能の分析視角による最近の我々の成果を概観した。

#### IV：結 語

本章では、会計情報公開制度のもつ民主主義的宥和化機能についての分析理論とその成果に関して検討した。ここでの検討によって、会計情報公開制度には企業の財務的・経済的分析とは違った社会学的な分析を要する機能があることがわかった。そこでこのような分析視角に基づいて、第7章で現代の日本における企業の会計情報公開制度の中に、このような機能がどのように現れているかを実証的に検討することとする。

### 第3章 会計情報公開制度の 証券投資助成機能分析

#### I：伝統的理論

本章では会計情報公開制度が、大衆の証券投資助成機能を有しているという考え方及びその機能の分析理論について検討する。学史的にアメリカ会計学をみる時、このように会計情報と証券投資（家）との関係、あるいは巨視的には、会計情報と社会的な資金配分問題との関係を会計上の第一の問題と考える立場としては、いくつかの所説が想起されうる。というよりもそれがアメリカ会計学の共通項の一つといえるかもしれない。例えば、ペイトン・リトルトン（W. A. Paton and A. C. Littleton）は以下のようにいう、「資本は公共の利益に役立つような産業に、また同一産業のなかでは経営が資本を有効に利用しうる企業に流入すべきである。もしもある企業における資本が相当期間にわたって利潤をあげているならば、このことは多分、その資本が現存する需要に役立つような産業のなかで有効に使われていることを意味するであろう。もしも、資本が長期間利潤をあげていないならば、それは多分資本が無能な者に委ねられているか、または持続的な需要に役立つ産業に使われているということの意味するだろう。……収益力についての信頼しうる情報は、資本が有能な者の手中へ流入し、また不要産業から流出することに対して重要な助けとなりうる<sup>(1)</sup>」と。さらに、1936年以来アメリカ会計学会が会計原則及び基準に関して公表してきた一連の報告書の中にも、同様の方向性を読み取ることが可能である。この方向性とは、従来からアメリカ会計学では会計情報公開を、証券市場での情報伝達のための一手段と解することによって、それに社会的意義を付

---

(1) W. A. Paton and A. C. Littleton, *Introduction to Corporate Accounting Standards*, Chicago, AAA, 1940, (AAA Monograph No. 3). 中島省吾訳、『会社会計基準序説』（改訂版）、森山書店、昭和33年、5頁。

与してきたことを意味する。特に、社会的次元でいえば資本の最適配分に資するものとして、会計利益情報の公開が位置付けられてきたといってもよい。そこで以下では、このような伝統的認識を、アメリカ会計学会の会計原則試案の概観を通じて抽出しておこう。

しかし会計原則に関するアメリカ会計学会の一連の報告書の公表に先駆けて、会計原則作成を試みたものとしてアメリカ会計士協会（American Institute of Accountants）の「証券取引所との協力特別委員会」（Special Committee on Cooperation with Stock Exchange）が、1932年に、ニューヨーク証券取引所（New York Stock Exchange）の「証券上場委員会」（Committee on Stock List）に送付した書簡があり、その中にいわゆる「会計五原則」が存在している。そしてそれは後のアメリカ会計学会の会計原則試案に少なからぬ影響を及ぼしたと考えられる<sup>(2)</sup>。したがって本節において、アメリカ会計学会の会計原則に関する試案を概観しつつ、そこにみられる会計情報公開に関する事実認識を抽出・整理しようとする時、我々はまずこの「会計五原則」の検討から開始しなければならないのである。

「会計五原則」は、上記の草案年度からもわかるように、きわめて特殊な状況の中で作成されたものである。それゆえに当該書簡が交わされた時期について、そしてその時期自体がもつ会計への意義について、大略的になりともまず最初に把握しておく必要がある。周知のように、1929年のニューヨーク証券取引所における株式価格の大暴落及びそれに続く世界的大恐慌の影響には測り知れないものがあつた。いま被害の状況を証券市場のみに限定したとしても、1920年代の好況期に大量に発行された証券は、アメリカの一般大衆の間にかなり浸透していたとみることができるが、例えばフォークナー（H.U.Faulkner）によれば、「(1920年代の)自由公債の時代や、従業員持株所有の運動がおこる

---

(2) 藤田友治、『アメリカ会計原則論』、中央経済社、昭和45年、3頁。

までは、1枚の社債も1枚の株式もみたことのなかった何百万という労働者や中間階級のひとびとが……株式市場を意識する<sup>(3)</sup>ようになって、彼らの所得の一部分を証券投資していたのである。したがって、証券価格暴落による彼らの被害には甚大なものがあつた。このような一般投資大衆の被害という点に着目して、大恐慌後の会計原則制定運動が開始されることになつたのである。つまり、「会計五原則」草案の場合には、「一般投資家のための会計の重要性が改めて認識され、投資家保護のために上場会社の会計及び財務諸表に対していかなる処置をとるべきか<sup>(4)</sup>」という問題が、草案者の念頭にあつたのである。

ところが、以上のような会計原則制定運動の端緒となつた特殊歴史的要因は、ただ単に「会計五原則」のみに影響を与えたに止まらず、我々のみるところでは、以後のアメリカ会計学会の会計原則試案にそしてまたアメリカの会計思想全体にも大きな影を落としているといえよう。会計情報公開制度の機能理解という観点からみる時、その影の意味するところは 規範的次元では投資家保護のための会計情報公開、事実認識の次元では投資家への情報提供のための会計情報公開という会計機能観が、以後の会計諸原則あるいはアメリカ会計学会全体に影響を与えているということである。それはさらに角度を変えていうならば、大恐慌という巨大な特殊要因が、会計を一般投資家保護のための情報提供手段として確立しなければならないとする規範的動機を会計関係者に与えたことは否定できないにしても、それ以上に意味あることは、その規範的会計観の基礎として、本来的に会計は投資家を指向して存在するものであるとする事実認識としての会計機能観までも、アメリカの会計関係者間に再確認せしめたと考えられることである。この再確認された認識こそが、その後の会計原則試案や会計理論に作用しているとみることができる。「会計五原則」の作成時期

(3) ハロルド・U・フォークナー著、小原敬士訳、『アメリカ経済史(下)』、至誠堂、1969年、830頁。括弧内は著者。

(4) 藤田友治、前掲書、3頁-4頁。

は、以上のような意義を会計情報公開論に対してもっているといえよう。

それでは具体的に「会計五原則」を含む書簡の内容を検討しよう。「会計五原則」それ自体は、未実現利益・資本剰余金・利益剰余金・自己株式・受取勘定に関する問題を対象としており、公開する会計情報の内容について議論している。情報公開問題との関係からは、むしろ書簡の途中の部分の以下の文言が関心を引く。「大規模な近代的株式会社の貸借対照表は会社の資産および負債の時価を表示しようとする意図を示していないし、また、そのような表示を期待すべきではないという事実を、投資大衆に、より一層認識させること。」<sup>(5)</sup>また次の文言もみられる、「記述書（各上場会社が、その採用する会計及び報告方法について記載したもの）を証券取引所に提出させ、株主の要求に応じて、必要があれば適当な料金にて、いかなる株主も閲覧しうようにすること。」<sup>(6)</sup>この書簡が交わされた時期が、大恐慌後間もなくであったということ、そしてまた交わした両主体がニューヨーク証券取引所と会計士協会という証券市場に深いかわりのある団体であったということ、これら二つの特殊要因が作用しているとはいうものの、「会計五原則」が展開された書簡の中では、会計情報公開—証券市場—投資家（株主）という関係が、第一義的重要性をもって位置付けられているといえよう。

次に考察されるべきは、1936年にアメリカ会計学会より公表された「会計報告諸表会計原則試案」<sup>(7)</sup>と、アメリカ会計士協会の依頼によりサンダース（T.H. Sanders）・ハットフィールド（H.R.Hatfield）・ムーア（U.Moore）の三人によって作成され、1938年に公表された「会計原則の表明」（A State-

---

(5) G.O.May, *Financial Accounting: A Distillation of Experience*, New York, The Macmillan Company, 1943, p 79.

(6) *Ibid.*, p.80. なお邦訳は、藤田友治、前掲書、4頁—5頁を参照した。脚注（5）（6）における傍点及び括弧内は著者。

(7) AAA, *A Tentative Statement of Accounting Principles Underlying Corporate Reports*, 1936.

ment of Accounting Principles), いわゆる「SHM会計原則」であろう。

まず1936年会計原則試案についてみてみよう。この原則の中においても、「債権者および出資者の持分の変動ならびにその現状を、財務的に表現すること」<sup>(8)</sup>に会計の本質があるとする文書が見受けられる以上、債権者・出資者すなわち広義の投資家に対する報告という点を原則作成者が念頭に置いていたということは容易に想像のつくところである。しかしここで我々は、上で検討した会計士協会の書簡の中で提示されていた会計情報公開の機能と、アメリカ会計学会の会計原則の中で提示されているそれとは、同じく投資家を対象とした会計情報公開を主張しつつも、その機能認識に微妙な食い違いがあることに気付くのである。それは、1936年会計原則試案が、上述の債権者及び出資者の持分変動の測定・報告に先だって、「企業の所有する経済的諸財の活用」<sup>(9)</sup>状況の測定、つまり企業の経済的資源の利用効率を会計を用いて公表することを主張している点、あるいは、「会計上の情報が会社企業間の比較という目的あるいは同一企業の数年度にわたる財務諸表相互間の比較という目的」<sup>(10)</sup>に役立つことを主張している点に着目する時に判明する差異である。すなわち会計士協会が披瀝した会計情報公開論が株主・投資家に対して情報を提供するための会計という時、それは個人的次元での投資を念頭に置いたものであるのに対して、会計学会の原則試案が株主・投資家に対して情報を提供するための会計という時、それは近代経済学的な立場からの市場の資源配分機能を想定して、全体経済的な次元での資金（資本）の配分ということを意図する傾向にあるという差異である。この差異は、この場合に限っては、両団体の立場の相違に起因しているのであろうが、興味深いものがある。しかし一般的にいうならば、ここにみられる会計情報公開制度の証券投資助成機能に関する二つの異なった認識は、同

---

(8) 中島省吾訳編、『増訂A. A. A.会計原則』, 中央経済社, 昭和39年, 27頁。

(9) 上掲訳編書, 27頁。

(10) 上掲訳編書, 26頁。

じく証券投資意思決定の助成を念頭に置いて議論する場合にも区別される必要があると思われるのであるが、各論者によって意識されることは殆どなく、以後の会計原則試案の中に、あるいはアメリカ会計諸理論の中に、混在することになるのである。

次に「SHM会計原則」の検討に移ろう。この会計原則に関して、会計情報公開機能という観点からみて特徴的と思われることは以下の点にある。すなわち、会計が「投資家や債権者のような外部集団……に対して、情報要求を満たす<sup>(11)</sup>」ために存在する、あるいはそうした目的をもっていることを主張する前に、まず何よりも会計は、「企業経営管理者……に対して、情報要求を満たすこと<sup>(12)</sup>」を第一義としていることを主張している点である。この主張の意味するところは、会計遂行主体が経営者の代理としての会計担当者であるとする認識から、会計を取り巻く情報要求者から一応独立した存在としての会計担当者であるという認識に変化したということである。ただしそのような会計担当者が行う会計情報公開の目的とはいっても、対政府目的等への配慮がみられるものの、やはり投資家への情報提供目的にかなりの重要性が付与されているのは否定しがたい事実である。

そこで続いて1940年に出版されたペイトン・リトルトン共著の『会社会計基準序説』について若干触れておこう。この著作については、本節の最初においてその主要部分を引用しておいたので、改めて引くことはしない。それにしても、資本が効率性の高い産業・企業に流入し、効率性の低い産業・企業から流出することを促進する手段として会計情報公開を意義付ける個所は、アメリカ会計学説史の中でも極めて象徴的であると我々は考える。この主張によって、

---

(11) 山本・勝山・小関共訳、『SHM会計原則』、同文館、昭和54年、12頁。

(12) 上掲訳書、12頁。

会計の社会的機能が初めて明確な形で位置付けられたとみられるからである。その主張には多少の規範性はあるものの、むしろ近代経済学が描き出す市場経済モデルの中で、現実の社会経済的機能を会計情報に付与したとみるべきであろう。これは我々のいう、全体経済を指向した証券投資助成機能の理解といつてよいであろう。

次に1941年の「会社財務諸表会計原則」を検討しよう。<sup>(13)</sup> 会計計算構造的には、ここに至って取得原価主義会計が確固としたものとして主張されることになるのであるが、会計情報公開論の観点からみる限り、この1941年の会計原則は、1936年会計原則の立場・認識をそのまま受け継いでいるといえよう。つまり個人的次元での投資家への情報提供機能を意識しつつも、それに先駆けて、企業の資源利用効率の測定・公開機能を認識しており、さらに、企業間・時点間の財務諸表比較の意義についても言及している。したがって、それは、全体経済指向的な証券投資助成機能を認識した会計情報公開論を踏襲したものであるといえよう。すなわち、「会社の経済的な諸財の取得の起源およびその消費と、その会社の債権者および出資者の持分がこれによって蒙った変化との知識」が、会計情報の主要内容をなすものであるとする。

なお続けて1948年の「会社財務諸表会計諸概念および諸基準」を分析してみよう。<sup>(14)</sup> この会計原則に関して我々の観点からみて興味を引く点は、対株主報告目的が、いくつか並列列挙された情報公開目的の一つにまで後退しているという点である。「非常に多くの決定が、会社報告諸表の解釈に依存して行われるので、個々の企業に関するあるいはまた国全体の経済に関する一層広範な諸問題に関心をもつ人々が、その報告諸表を用いるに当たっては、統一的な、客観

---

(13) AAA, *Accounting Principles Underlying Corporate Financial Statement*, 1941.

(14) AAA *Accounting Concepts and Standards Underlying Corporate Financial Statements*, 1948.

的な、又よく概念規定のゆきとどいた会計諸基準を設けてあることが、基本的な要件となっている。<sup>(15)</sup>あるいは、「企業の構造がますます複雑になるにつれて、出資者、経営者、労働者、および政府の特別な、そして屢々食い違ふ諸利害は、ますます会計および会計士に多くを求めることとなろう。」<sup>(16)</sup>しかしこのように拡大された報告対象の認識によって、アメリカ会計原則における会計情報公開論は、一見、証券投資助成機能指向から離反して、広く大衆を意識した方向へと転化したように思えるのであるが、実はそうではない。その理由は以下のようなものである。1948年会計原則に対して、1950年のボストンの常務委員会において、「サプリメントリ・ステイトメント」が公表されることが決定された。このステイトメントの目的は、「……1948年に最近の改定版の公表をみた、会社財務諸表会計諸概念および諸基準に関する総括的ステイトメントが今後改定される場合にその改定版作成<sup>(17)</sup>」の基準となるべき点にある。そのような意図をもつ一連のサプリメントリ・ステイトメント第8号において、投資意思決定指向から離反したとみられた1948年会計原則に歯止めを掛ける形で、再度 財務諸表公開の中心は対投資家にあることが確認されたのである。「……諸グループの必要をただ一組の計算諸表によって、同じように都合よく全部みたとすることは、どうみても不可能なようであるから、いずれか一群の大衆の利害を主要なもののみなすべきである。伝統的には、この大衆は株主グループである。……伝統的に株主グループの要求に重点をおいてきていることは健全と思われる。……当委員会は、主として、(1) 投資上の決定が行われるに当たっての、……財務諸表の利用に関心をもっている。」<sup>(18)</sup>この文章には上述のように、1948年会計原則が証券投資助成機能指向から離反するという傾向をもっていたことに対

---

(15) 中島省吾訳編，前掲書，59頁。

(16) 上掲訳編書，67頁。

(17) 上掲訳編書，73頁。

(18) 上掲訳編書，121頁。傍点は著者。

する歯止めの意義があることは、いまさというまでもないことであるが、さらに注目すべきは、従来アメリカ会計学会が公表してきた会計原則試案が、同じく証券投資機能を指向しつつも、極めて全体経済指向を強くもっていたのに対して、ここに至って初めて個人的投資家の意思決定への役立ちという方向性が、より明確な形で窺えるようになったという点である。

次に、1957年「会社財務諸表会計および報告諸基準」の検討に移ろう。<sup>(19)</sup>叙上で我々は、1948年会計原則が証券投資助成機能指向から離反し始めたのに対して、サプリメント・ステイメント第8号が、歯止めを掛けたという点を見た。この歯止め効果は、1957年会計原則にもそのまま影響しているといえよう。いわく、「このステイメント（1957年会計原則）の目的は、会計の基本的諸概念を明らかにし、株主その他会社企業に利害関係を有するひとびとへの一般目的向け報告諸表が準拠すべき、……諸基準を提示することに存する。<sup>(20)</sup>「公表財務諸表については、投資家たちが、投資上の決定を下した経営者にたいして支配権を行使するに当たってこれを利用するという事実を第一に重視すべきである。」<sup>(21)</sup>以上のように、ここでは、投資家に対する報告という点、それも証券投資に役立つということを第一に考慮する点、すなわち証券投資意思決定に対する情報提供機能を会計情報公開の本来的機能として再確認する点が目立つのである。また本会計原則試案においても、証券投資助成機能指向が前のサプリメント・ステイメントと同様に、個人主義化しつつある傾向がみられる。

以上のような傾向を決定的にしたのが1965年に公表された『基礎的会計理論』であろう。<sup>(22)</sup>本報告書それ自体は会計を単に証券市場との関係のみに止めずに、

---

(19) AAA, *Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements*, 1957.

(20) 中島省吾訳編、前掲書、129頁。傍点及び括弧内は著者。

(21) 上掲訳編書、140頁—141頁。傍点は著者。

(22) AAA, *A Statement of Basic Accounting Theory*, Illinois, AAA, 1966.  
飯野利夫訳、『アメリカ会計学会基礎的会計理論』、国元書房、1969年。

広く意思決定に資するための情報システム——今日的に言えば意思決定サポート・システム——として意義付けようと試みたものであった。しかし本報告書以後は、個人的意思決定への役立ちという側面が会計に関して強調されるとともに、それが最も端的に現れたのが他ならぬ証券投資意思決定の側面であった。

本節ではアメリカ会計学会の一連の会計原則試案の中に、会計情報公開制度に関する伝統的な証券投資助成機能の認識過程をみてきた。当該会計学会のこのような活動がなされていた時点では、当該機能の存在は、一つの考え方としては明確な立場として一般に受け入れられていたと思われるが、第1章の会計責任機能を対象とした伝統的会計理論と同様に、アナリティカルな分析ツールを伴った新たな理論構築の作業は未だ行われてはいなかった。このような伝統的理論の限界に対して1960年代後半から証券市場と会計情報の関係を、財務論の分析用具を基礎として分析的・実証的に研究する立場が認められるようになってくる。そこで次節では、このような新たな傾向の基礎にある理論を検討しておくこととする。

## II：新しい理論

本節では、証券市場における会計情報の役立ちを実証的に検討する新しい会計情報公開の分析理論をみていこう。そのためにはまず新しい分析傾向の基礎となっているポートフォリオ理論の概略を知る必要がある。<sup>(23)</sup>

---

(23) 本節での議論は、以下の文献を参照した。H.M.Markowitz, *Portfolio Selection — Efficient Diversification of Investment —*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1959. 鈴木雪夫監訳、『ポートフォリオ選択論』, 東洋経済新報社, 昭和44年。E.Fama, *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*, Basic Books, Inc., New York, 1976. 邦訳は、日本証券経済研究所計測室訳、『証券市場分析の基礎』, 昭和54年。R.C.Merton, “An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. VII, No.4, (September, 1972). 桐谷 維著、『ポートフォリオ・セレクション——金融資産選択の理論——』, 春秋社, 1968年。

そこで次の点から考察を開始しよう。すなわちポートフォリオ理論を検討するに際して、そこで議論の対象となっている、証券市場で会計情報を利用して証券投資を行う代表的個人とはどのような個人なのだろうかという点である。まず当該個人は一定の富をもっており、その富を現在消費と将来消費に配分するという問題に直面している。彼は現在の富をすべて今期の消費に振り充ててしまうことはせずに、一定の割合を貯蓄して将来の消費に備えようと合理的に考える。ところが将来の消費に備えるための貯蓄をする個人でも、現金をそのまま保有しておくことはせずに、銀行等の貯金に回したり、あるいは各種株式を購入したりする。それらへの配分割合は当該個人の危険に対する態度しだいで決定される。このように、一方においてある程度消費余剰が生ずるような所得を得ている個人が多数存在し、他方において多数の企業が証券発行を行っているような経済社会における、当該個人の証券投資行動の分析がポートフォリオ理論として形成されているのである。

具体的に個人が株式投資をどのように行うかという問題を最初に理論的に定式化したのが、マルコビッツ (H.M.Markowitz) であった。彼は株式の収益性の大きさとリスクを当該株式の収益率の平均と標準偏差 (分散) で表わすという方法を用いた。後に平均—分散分析あるいは2パラメータ・ポートフォリオ理論として特徴付けられる分析理論に他ならない。そこで以下ではマルコビッツの定式化したこのポートフォリオ理論を概観することとする。

最初に、以下で用いる株式投資収益率を定義しておこう。ある株式 ( $i$ ) の  $t$  期末の株式投資収益率 ( $R_{i,t}$ ) とは、

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}) / P_{i,t-1}$$

$P_{i,t}$ :  $t$  時点における株式 ( $i$ ) の価格

$D_{i,t}$ :  $t$  期間における株式 ( $i$ ) への配当

そして  $t$  の期間をどのように設定するかによって日次、週次、月次、年次等の収益率を定義することが可能になる。

そこでいま、1, 2 という二種類の証券(株式)が存在する場合を考えてみよう。以下のようなノーテーションを利用する。期間については必要に応じて定義する。

$R_1, R_2$ : 株式 1, 2 の株式投資収益率(確率変数)

$E(R_1), E(R_2)$ : 株式 1, 2 の株式投資収益率の平均(期待収益)

$\sigma(R_1), \sigma(R_2)$ : 株式 1, 2 の株式投資収益率の標準偏差

さらに個人が株式 1, 2 という二種類の銘柄を  $X_1, X_2$  の割合でもつものとする。空売りはできないものとすれば、 $X_1, X_2 > 0$  であり、 $X_1 + X_2 = 1$  という条件式になる。このような当該個人の保有するポートフォリオを  $P$  で示すこととする。叙上のノーテーションに準じて、

$R_p$ : ポートフォリオ  $P$  の投資収益率

$E(R_p)$ : ポートフォリオ  $P$  の投資収益率の平均

$\sigma(R_p)$ : ポートフォリオ  $P$  の投資収益率の標準偏差

と示すことができる。ゆえに

$$R_p = X_1 R_1 + X_2 R_2$$

$$E(R_p) = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2)$$

$$\sigma(R_p) = [X_1^2 \sigma^2(R_1) + X_2^2 \sigma^2(R_2) + 2\rho X_1 X_2 \sigma(R_1) \sigma(R_2)]^{\frac{1}{2}}$$

となる。ただし、 $\rho = \text{Cov}(R_1, R_2) / \sigma(R_1) \sigma(R_2)$

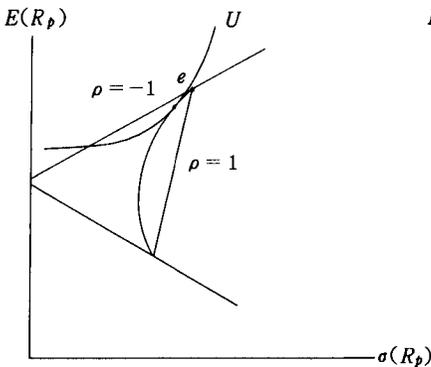
上式からも分かるように、ポートフォリオの収益率( $R_p$ )の平均( $E(R_p)$ )と標準偏差( $\sigma(R_p)$ )は、組み入れ比率を変えることによって、変化させることができる。そして  $\rho$  は  $R_1$  と  $R_2$  の相関係数であるから、 $-1 \leq \rho \leq 1$  の区間を動く。そして  $\rho = -1$  の場合、 $\sigma(R_p)$  は

$$\begin{aligned} \sigma(R_p) &= [X_1^2 \sigma^2(R_1) + X_2^2 \sigma^2(R_2) - 2 \cdot X_1 X_2 \sigma(R_1) \sigma(R_2)]^{\frac{1}{2}} \\ &= [X_1 \sigma(R_1) - X_1 X_2 \sigma(R_1) \sigma(R_2) + X_2 \sigma(R_2) - X_1 X_2 \sigma(R_1) \sigma(R_2)]^{\frac{1}{2}} \\ &= [X_1 \sigma(R_1)(X_1 \sigma(R_1) - X_2 \sigma(R_2)) + X_2 \sigma(R_2)(X_2 \sigma(R_2) - X_1 \sigma(R_1))]^{\frac{1}{2}} \end{aligned}$$

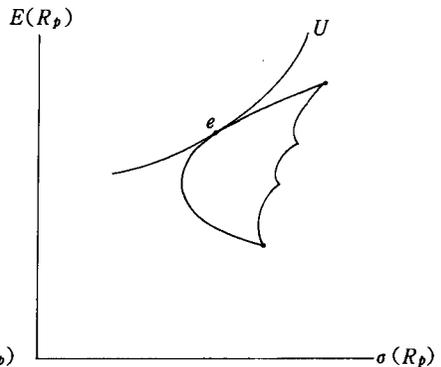
となり、 $X_1/X_2 = \sigma(R_2)/\sigma(R_1)$  となる組み入れ比率を採ることによって、 $\sigma(R_p)$  を 0 とすることができる。逆に  $\rho = 1$  の場合は、いかに  $X_1, X_2$  を選択しようとも、 $\sigma(R_p)$  を二つの株式投資収益率の標準偏差の加重和よりも小さくすることはできない。実際にはこの二つの極端な場合を除くと、 $\sigma(R_p)$  は

$$|X_1\sigma(R_1) - X_2\sigma(R_2)| \leq \sigma(R_p) \leq (X_1\sigma(R_1) + X_2\sigma(R_2))$$

となる。その時の二種類の証券——あるいはポートフォリオと考えてもよい——からなるポートフォリオの収益率と標準偏差の関係を図示すると第3-1図のようになる。 $\rho$  の各値によって  $E(R_p)$  と  $\sigma(R_p)$  の関係が異なる。そしてさらに多様な投資機会を考慮して投資可能曲線を描き、個人の効用関数 ( $U$ ) を書き入れることによって、我々は当該個人のポートフォリオの組み合わせ比率の確定点を図示することができる。第3-2図がそれである。第3-2図の接点  $e$  で示される期待収益と危険度をもった株式の組み合わせ (ポートフォリオ) を個人は保有することになるのである。この単純な例示からもわかるように、個人が将来消費に備えて貯蓄をし、それを株式投資する時、ただ一つの銘柄を保有するよりも分散投資を行った方が同一の報酬をより少ないリスクで獲



第3-1図



第3-2図

得することが可能となるのである。

次にこのような問題はさらに一般的に考えることが可能である。すなわち当該個人が直面している問題とは、ある期待される収益値( $E(R_p)$ )を獲得するために、 $N$ 種類の証券をどのような比率( $x_{ip}$ )で保有すれば、危険度( $\sigma^2(R_p)$ )最小でもってそれを獲得することができるかということである。ただしここでは空売りが可能であるとする。当該個人が直面している問題とは数学的には条件付の最適化問題に他ならない。すなわち、

$$\text{Minimize } \sigma^2(R_p) \quad \dots\dots\dots ①$$

$$x_{ip} \quad (i = 1, \dots, N)$$

$$\text{Subject to } \sum_{i=1}^N x_{ip} \cdot E(R_i) = E(R_p) \quad \dots\dots\dots ②$$

$$\sum_{i=1}^N x_{ip} = 1.00 \quad \dots\dots\dots ③$$

この問題を解くために、以下のようなラグランジュ関数 ( $L$ ) を作る。

$$L = \sigma^2(R_p) + 2\lambda_p [E(R_p) - \sum_{i=1}^N x_{ip} \cdot E(R_i)] + 2\phi_p [1 - \sum_{i=1}^N x_{ip}]$$

①を②③の条件の下で最小にするには、ラグランジュ関数 ( $L$ ) を  $2\lambda_p$ ,  $2\phi_p$  および  $x_{ip}$  ( $i = 1, \dots, N$ ) に関して偏微分し、偏微分係数を 0 とおけばよい。

$$\text{すると、} \frac{\partial \sigma^2(R_p)}{\partial x_{ip}} - 2\lambda_p E(R_i) - 2\phi_p = 0$$

$$\text{つまり、} \sum_{i=1}^N x_{ip} \sigma_{ij} - \lambda_p \cdot E(R_i) - \phi_p = 0 \quad (i = 1, \dots, N) \quad \dots\dots\dots ④$$

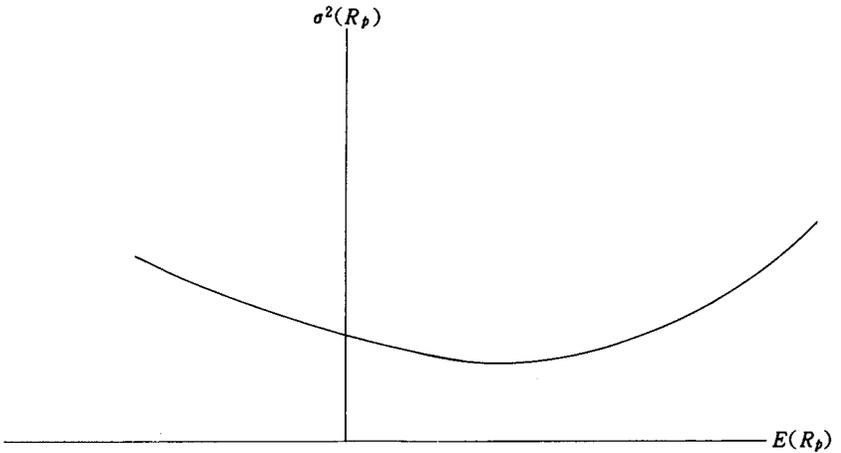
$$E(R_p) - \sum_{i=1}^N x_{ip} \cdot E(R_i) = 0$$

$$1 - \sum_{i=1}^N x_{ip} = 0$$

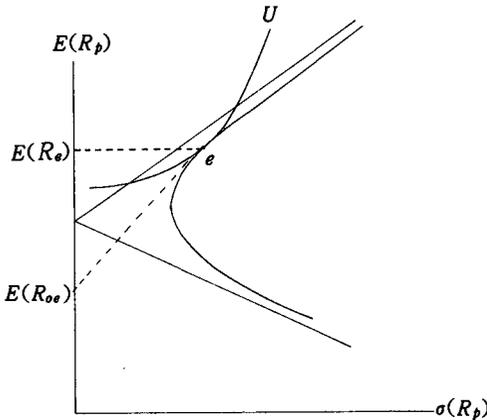
という条件式が得られる。この三本の方程式を連立させて解くことによってある所与の期待収益での  $N$ 種類の証券保有の割合 ( $x_{ip}$  ( $i = 1, \dots, N$ )) が確定されることとなる。

それでは次にこのような極小分散ポートフォリオにおける期待値と分散の関係はどうなっているのか。マートン (R.C.Merton) によってそれが以下

のような二次曲線（包絡線）になることが示されている。<sup>(24)</sup>



第3-3図



第3-4図

このようなポートフォリオの期待値と分散の関係を先の例示で我々が用いてきた期待値と標準偏差の座標での関係図に変換すると、第3-4図のようになる。すなわち漸近線に接近する双曲線となる。さらに、極小分散ポートフォリオのうち、期待収益が高い方が有効ポートフォリオ（Efficient Portfolio）になるので上図の曲線のうち上半

(24) R.C.Merton, *op. cit.*, p.1855.

分が有効ポートフォリオ・フロンティアを示すこととなる。そしてこのフロンティアと個人の効用曲線 ( $U$ ) が接する点 ( $e$ ) が、個人が選考する  $N$  種類の証券の組み合わせ比率 ( $x_{ip}$ ) の下での期待収益と危険度を示している。

④式は  $N$  個の方程式であるが、それはまた個々の証券の投資比率について、極小分散ポートフォリオが満たさなければならない条件を示しているとともに、期待収益  $E(R_e)$  をもつ極小分散ポートフォリオ ( $e$ ) に含まれる各証券の期待収益と危険の関係をも示している。④式を変形・整理すると、

$$E(R_i) = [E(R_e) - \frac{dE(R_e)}{d\sigma(R_e)} \cdot \sigma(R_e)] + \frac{dE(R_e)}{d\sigma(R_e)} \cdot \frac{1}{\sigma(R_e)} \text{Cov}(R_i, R_e) \dots\dots\dots ⑤$$

ここで  $[E(R_e) - \frac{dE(R_e)}{d\sigma(R_e)} \cdot \sigma(R_e)]$  とは、点  $e$  で有効フロンティアに接している直線の  $E(R_p)$  軸上の切片である。それは極小分散ポートフォリオ ( $e$ ) の収益とは無相関な収益をもつ証券 (あるいはポートフォリオ) の期待収益である。そこで  $[ ]$  を  $E(R_{oe})$  とおくと、⑤式は

$$E(R_i) = E(R_{oe}) + [E(R_e) - E(R_{oe})] \beta_{ie} \dots\dots\dots ⑥$$

$$\beta_{ie} = \text{Cov}(R_i, R_e) / \sigma^2(R_e) \quad \text{となる。}$$

⑥式の意味は、証券 ( $i$ ) の期待収益はポートフォリオ ( $e$ ) の収益とは無相関な証券 (ポートフォリオ) の期待収益に、ポートフォリオ ( $e$ ) の中での証券 ( $i$ ) の相対的危険度に応じてリスク・プレミアムを加えたものであることを示している。

以上では危険証券のみが利用可能であるとして議論を進めてきたが、次に、ある期間保有することによって確実に収益 ( $R_f$ ) を得られるような危険のない証券が存在するとすれば、個人のポートフォリオ構成はどのようになるかについてみてみることにする。

個人のもつポートフォリオの収益は、

$$R_p = xR_f + (1-x)R_g \quad \text{となる。}$$

ただし  $R_g$  は危険資産のみからなるポートフォリオの収益率である。ポートフォリオ ( $P$ ) の収益率の期待値は、

$$\begin{aligned} E(R_p) &= E[xR_f + (1-x)E(R_g)] \\ &= xR_f + (1-x)E(R_g) \quad \dots\dots\dots ⑦ \end{aligned}$$

その分散は、

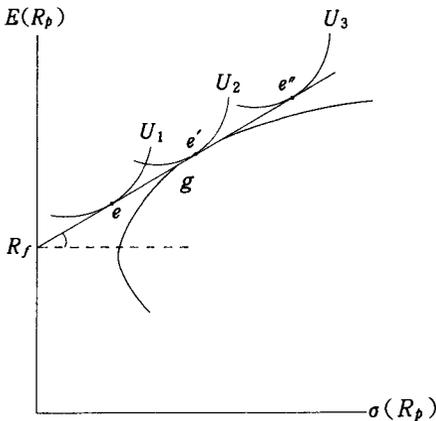
$$\begin{aligned} \sigma^2(R_p) &= E[(R_p - E(R_p))]^2 \\ &= (1-x)^2 \sigma^2(R_g) \quad \dots\dots\dots ⑧ \end{aligned}$$

ゆえに標準偏差は、 $(1-x)\sigma(R_g)$  となる。

⑦式と⑧式から  $x$  を消去して  $E(R_p)$   $\sigma(R_p)$  の関係を求めると、それはこのポートフォリオの投資機会の軌跡となる。

$$E(R_p) = R_f + \left[ \frac{E(R_g) - R_f}{\sigma(R_g)} \right] \cdot \sigma(R_p)$$

この投資機会は線型で、その傾きは  $\left( \frac{E(R_g) - R_f}{\sigma(R_g)} \right)$  となり、 $E(R_p)$  の切片は  $R_f$  となる。危険回避的の投資家にとっては同一期待収益の下では標準偏差の小さい



第3-5図

ポートフォリオを選好するので、当該直線の傾きが大きいほど好ましい。その最大値は第3-5図で示せば、危険資産のみの有効ポートフォリオ曲線と接する接線の傾きであろう。ゆえに危険のない資産が存在する場合には各個人のポートフォリオ構成の決定は、危険のない資産と危険資産のみを含むポートフォリオへの支出の比の決定と

ということになる。それは最終的には各個人にとって、第3-5図の点 $e(e', e'')$ であろう。ここでの各証券の期待収益と危険の関係は、

$$E(R_i) = R_f + [E(R_g) - R_f] \beta_{ig} \dots\dots\dots \textcircled{9}$$

$$\beta_{ig} = \text{Cov}(R_i, R_g) / \sigma^2(R_g)$$

と示せる。⑨式は⑥式の理解と同様に、各証券の収益が無危険証券の収益に加えて、ポートフォリオ( $g$ )の中での各証券の相対的危険度に応じたりスク・プレミアムが付与されたものであることを物語っている。

それでは続いて、以上のようにポートフォリオ行動を採った個人が参加している証券市場の動き(均衡)は、どのように描写できるのであろうか。これに対しては財務論(Finance)の領域でいくつかの理論が形成されているので、次に、本書における議論に関連する限りにおいて、それを検討しておこう。

第一に、上でのポートフォリオの議論でみたように、個々の証券の収益率が相互に全く独立に動くのであれば、 $\rho$ は0の値を採るはずであり、それは $N$ 種類の証券についても同じである。ところが、現実にはそのようなことは起こりえず、したがってポートフォリオ戦略によって危険を完全に消去することはできない。換言すれば、証券市場の各証券の収益率は何らかの共通要因で動いている部分が少なくとも存在するということである。この市場の共通変動部分を象徴するために、証券市場に上場されている全証券を含んだポートフォリオの収益率の変動を考える。すると個々の証券の収益率の変動というのは、市場の共通変動部分によって作用される部分である市場ポートフォリオとの共変動部分とそうでない部分によって規定されているとみることができる。すなわち、

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_m + e_i$$

と示される。個別証券の収益率と市場ポートフォリオの収益率の線型関係式はマーケット・モデル(Market Model)と呼ばれる。

このモデルには、以下のように考えることによって統計的基礎を与えること

ができる。いま市場に上場されている株式の収益率が多変量正規分布していると仮定すれば、それら収益率の一次結合である市場ポートフォリオの収益率と個々の収益率は二変量正規分布していると考えられる。そしてまたそう仮定すれば、市場収益率が与えられた時の個々の収益率 ( $R_{i,t}$ ) の条件付分布すなわち回帰関数は以下のような線型式で表されうる。

$$E(R_{i,t} | R_{m,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad \text{あるいは推定形で書けば,}$$

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t} \dots \dots \dots \textcircled{10} \quad \text{となる。}$$

⑩式は  $R_{i,t}$  が  $R_{m,t}$  の動きとそうでない部分の動きによって規定されて動いているという因果関係のステートメントとも理解することができる。すなわちこれは上でみたマーケット・モデルに他ならないのである。

第二に、上で我々がみてきたようなポートフォリオ行動を各個人が採るとともに、各個人が各証券の収益率分布について同一の予想をもったならば、個々の証券の均衡価格はどうなるかという市場均衡の理論がある。資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model; CAPM と通常略記される) といわれる理論である。

先のポートフォリオ理論のサーベイで、投資家個人の観点から各証券の期待収益と危険がどのような関係にあるかが判明した。そこで次に問題となるのは、個々の投資家が行うポートフォリオ決定を同時に考慮する時、市場で叙上と同様の期待収益と危険の関係が当てはまるように証券価格が形成されるか否かということになる。

まず市場が均衡するためには、すべての需給が満たされるように証券価格が決定されなければならない。そのためには各株式については、発行済み株式数に比例して需給されることになる。このことは各個人が需給する各株式の価値総額は、(発行済み株式数×各株式の市場価値)であることを意味する。したがって例えば危険証券のみから構成される市場を考えれば、市場全体の結果として⑥式の  $e$  は、市場ポートフォリオということになる。それも市場全体の

発行済み株式総価値に対する各株式の発行済み総価値でウェイトされた市場ポートフォリオでなければならない。そして  $R_{oe}$  は市場ポートフォリオ収益とは無関係なゼロ・ベータ・ポートフォリオ ( $z$ ) の収益率ということになる。そこでこの関係を改めて書くと、

$$E(R_i) = E(R_z) + [E(R_m) - E(R_z)] \beta_{im} \dots\dots\dots \textcircled{11}$$

$$\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m) \quad \text{となる。}$$

⑪式は、市場の均衡条件が要求する市場全体の観点からみた個別証券の収益率の満たさなければならない条件式である。通常2ファクター・モデルといわれる。

また安全資産(証券)が存在する場合にも、均衡条件を加味すると、同様に⑨式から、

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_{im} \quad \dots\dots\dots \textcircled{12}$$

$$\beta_{im} = \text{Cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m) \quad \text{となる。}$$

⑪式⑫式が、証券市場の均衡条件下での個別証券収益率の条件式である。因に⑫式は、シャープ(W. Sharpe)・リントナー(J. Lintner)によって展開されたものであり、狭義に資本評価モデル(CAPM)と呼ばれている。また議論の都合上順序が逆になったが、⑪式は⑫式における非現実性——無危険証券( $f$ )の存在——を指摘して、ブラック(F. Black)によって展開されたモデルである。

最後に、上で検討した証券価格に関する財務論の諸成果がどのように会計学において用いられているかについてみておこう。具体的にはその利用方法とは残差分析といわれる手法である。まず叙上の三つのモデルを最小二乗法を用いて推定するのであるが、マーケット・モデルの場合は定数項をもった通常の単純回帰であり、推定される係数は  $\alpha_i$  と  $\beta_i$  である。

次にシャープ・リントナー型の資本資産評価モデルから導出される個別株式投資収益率の決定モデルは以下のものであった。いま期間を考慮して書き直すと、

$$E(R_{i,t}) = R_{f,t} + [E(R_{m,t}) - R_{f,t}] \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) / \sigma^2(R_{m,t})$$

そしてこのモデルを推定するわけであるが、推定に際しては安全資産の収益率 ( $R_{f,t}$ ) に対応する現実のデータとして、例えば政府証券の利子率を用いる方法がみられる。その際の回帰式は以下ようになる。

$$R_{i,t} = \lambda_i R_{f,t} + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots ⑬$$

ここで推定されるのは  $\lambda_i$  と  $\beta_i$  である。

それに対して狭義のCAPMが仮定する安全資産の非現実性を修正したブラックのモデルに対応して以下の推定式が考えられる。

$$R_i = r_0 + r_1 \beta_i + e_i \quad \dots\dots\dots ⑭$$

⑭式の推定は二段階に分けてなされる。まずマーケット・モデルで各証券のベータ ( $\beta_i$ ) を推定し、その値と当該期間の各平均収益率のペアーによりクロス・セクションで市場全体における  $r_0$  と  $r_1$  を推定する。 $r_0$  はゼロ・ベータ・ポートフォリオ ( $Z$ ) の収益率を意味し、 $r_1$  は  $E(R_m) - E(R_z)$  を意味する。

さらに、各モデルにおいて各回帰係数が比較的長期間にわたって安定しているとすれば、⑩⑬⑭式を実際のデータを用いて推定して各係数を求めた後に、サンプルを採った期間以後 (外) の  $R_{i,t}$  の理論値を計算することができる。続いてこの理論値と実現値から残差 (実現値－理論値) が計算される。この一個別証券の残差を様々な観点から加工・集計して会計に関する諸命題を立証しようとするのが、会計研究における残差分析に他ならないのである。この残差には市場要因の変動によっては説明されえない特殊要因に基づく収益率の変動が含まれている。その特殊要因を証券市場に伝達するのは他ならぬ会計情報公開制度の機能である。ゆえにこの残差を様々な観点から加工することによって、会計情報公開制度の研究に意義のある命題を導出することが可能になるのである。

また残差分析は、証券市場の情報的効率性を支持する間接的証拠ともなりうる。この証拠によって証券市場で成立している価格が利用可能なすべての情報

を反映して形成されていることがいえる。この理論的主張は第Ⅰ節で触れたペイトン・リトルトン流の会計情報の社会的意義付けと関連させて理解するならば、会計情報を反映させた証券価格が資金配分のマクロ的指標となりうるという議論を支持していると解することができる。その意味では、会計情報公開制度の社会的資金配分への役立ちが理論的に主張されたといえるのである。

### Ⅲ：最近の分析成果

本節では、第Ⅱ節でみた残差分析法を用いたいくつかの分析成果をみていくこととする。

以下、いくつかの実証研究をみていく上で注目すべき点が四つある。第一は、残差分析にどのモデルを用いているかという点である。第二は、残差をどのような形で利用するのかという点である。第三は、残差を生み出す情報——会計情報——をどのように定義するのかという点である。第四は、各論文の目的に関連するが、残差と情報をどのように関連させて結論を導くかという点である。

最初に、この領域における先駆的業績であるボール・ブラウン (R. Ball and P. Brown) の論稿<sup>(25)</sup>からみていこう。彼らの論文の意図は、年次会計情報の潜在的有用性を示すことにある。彼らの用いた会計情報は当期純利益とEPS（一株当たり利益）である。会計情報の有用性は株式を「良い証券」と「悪い証券」に分類する際に発揮される。その方法は次のようである。当期の会計情報を過去の当該情報と当該情報の市場平均値との回帰モデルによって推定する。その推定値を当期実現値から差し引いた差がプラスである証券は「良い証券」と判別され、マイナスの場合は「悪い証券」と判別される。次に良い証券群と悪い証券群の各々についてマーケット・モデルを用いて残差を月次で

---

(25) R. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, (Autumn, 1968).

求め、会計情報公表月を中心にその前後の月次残差を問題とする。残差の利用方法としては $m$ 月の異常業績指数 (Abnormal Performance Index) を以下のように定義する。

$$API_m = 1/N \sum_{i=1}^N \prod_{t=-11}^m (1+e_{i,t}) \quad N: \text{良い (悪い) 証券数}$$

この指標はいわば異常収益率 (残差) の複利計算であり、 $e_{i,t} = 0$  である限り、1.00の値をとり、プラスの場合は1.00よりも大きくなり、マイナスの場合は1.00よりも小さくなる。ポール・ブラウンは具体的に上で判別した良い証券群と悪い証券群について決算情報公表月前12カ月後6カ月分のAPIを計算してその動向を調べた。すると良い証券のAPIは良い証券と判別する基準となった会計情報が公表される12カ月前から上昇し始め、情報が公表されると同時に上昇はストップする。逆に、悪い証券群のAPIは、会計情報が公表される前12カ月については下降し公表と同時に下降はストップする。この事実から会計情報は証券の質を判断する基礎資料として有用であることが判明した。

年次会計情報に関する同様の研究としてゴーンエ德斯<sup>(26)</sup> (N. Gonedes) は、財務諸表から得られる七つの財務比率についてその情報内容の有無を検討している。ただし残差分析ではマーケット・モデルではなくブラック型CAPMが利用されている。また会計データの意外性を導出するための七つの財務比率の予測モデルとしてはポール・ブラウンと同様に過去データを当該データの市場平均値に回帰せしめるモデルが利用されている。さらに実際値と予測のズレの符号が「良い証券」「悪い証券」の判断基準となっていることもポール・ブラウンと同様である。ゴーンエ德斯は、残差の利用方法について以下のような指標を定義している。

$$CAE_m(CAR_m) = 1/N \sum_{i=1}^N \sum_{t=-8}^m e_{i,t}$$

(26) N.Gonedes, "Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence," *Journal of Accounting Research*, Vol. 12, No.1, (Spring, 1974).

これは先のAPIが残差の複利計算としての性格を有していたのに対して、単利計算としての性格をもつ。CAEmは一般には $m$ 月の累積平均残差 (Cumulative Average Residuals; CAR) と呼ばれ、APIとともに残差分析の主要指標である。ゴーンデスの結論はCAEの性格上ボール・ブラウンのそれほど明確ではないが、当該残差を基礎として、ある特定の株式売買戦略の超過収益率を計算して会計情報の証券判別への有用性を結論付ける。

続いて、上で述べたような手法、すなわち会計上のイベント——単に現行会計制度が行う年次会計情報の提供であったり、新しい質の情報提供であったり、測定手続の変更情報であったりするが——と残差を結び付けるというアイデアの下に遂行されるいくつかの研究をテーマごとにみていくことにする。

まず「会計方針の変更」(Changes in Accounting Policy) に関する研究をみよう。その初期のものには例えばサンダー (S. Sunder) <sup>(27)</sup> の論稿があるが、彼が対象とした棚卸資産の評価方法の変更 (→LIFO) に関する研究は、以後も散見されることになる。サンダーは、ある評価原則から後入先出法 (LIFO) へと棚卸資産の評価原則を変更した企業の証券について、その収益率のマーケット・モデルの残差を分析した。すると変更時点前の12カ月の累積平均残差 (CAR) は漸次増加傾向にあった。そしてLIFOへの変更情報が公表されるとその後の12カ月についてはCARの増加傾向は検出されなかった。この事実に対する解釈に際してサンダーは慎重ではあるが以下のように主張する。一つの可能性としては、実際の変更以前に次期のLIFO変更情報が漏れて、この手続の採用が次期以降のTAX DEFERMENT をもたらし、企業価値が上昇するとの予測が株主間に広まった結果である、とする。いま一つの可能性として

---

(27) S.Sunder, "Relationship between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement: Some Empirical Evidence," *Supplement to Journal of Accounting Research*, 1973. *Empirical Research in Accounting; Selected Studies*.

は、LIFOを採用する直前の企業は一般的に好業績をあげており、この傾向を基礎に経営者はLIFO採用に踏みきり、売上原価の上昇をカバーしようとした結果である。このような可能性からして、いずれにしてもLIFOへの変更情報は株主に対してある程度の情報内容をもっている、とする。

最近の同種の研究としては、リックス (W. E. Ricks) の論稿<sup>(28)</sup>がある。彼は、1974年にアメリカで企業が大挙してLIFOを採用したことに対する証券市場の反応を検討したが、ここでは逆にLIFO情報がCARを低下させている事実が指摘されている。この事実をリックスは、「LIFOは、企業が業績悪化から回復するための節税目的で採用されたとの株主の判断結果である」と解釈した。しかしビドル・リンダール<sup>(29)</sup>(G. C. Biddle and F. W. Lindahl)は、再度サンダーと同様な結果を導出している。

いま一つのテーマは、取替原価会計情報の有用性に関する実証研究である。例えば、*Journal of Accounting and Economics* は、特集記事としてSECとFASB (Financial Accounting Standards Board) によって会計実務界に形成された取替原価会計 (Replacement Cost Accounting; 以下RCと略す) に関する情報公開実務の意義を検証しようとしている。そこでここに掲載されている論文のうち結論が対照的な二つの論文をみておこう。

SECの会計連続通牒190号により強制されるにいたったRCデータが公表された日を基準としてゲヤラ・ボーツマン<sup>(30)</sup>(K. Gheyara and J. Boatsman)

---

(28) W.E.Ricks, "The Market's Response to the 1974 LIFO Adoptions," *Journal of Accounting Research*, Vol.20, No.2, (Autumn, 1982), Part I.

(29) G.C.Biddle and F.W.Lindahl, "Stock Price Reactions to LIFO Adoptions: The Association between Excess Returns and LIFO Tax Savings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, No. 2., (April, 1982), Part II.

(30) K.Gheyara and J.Boatsman, "Market Reaction to the 1976 Replacement Cost Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.2, No.2, (August, 1980).

は、日次の収益率データを用いたマーケット・モデルによる残差分析を行っている。残差の利用方法としては、SECによりRC情報の公表を強制された企業群と強制されなかった企業群についてRC情報公表日前30日後20日の残差がフォローされている。その結果、公表日前後50日間については、RC情報の公表に起因したと考えられる残差の傾向的変動が認められなかった。すなわちRC情報が投資家にとって有用であったという有意な結果は得られなかったとする。

また他方、ラストガルテン<sup>(31)</sup>(S. Lustgarten)は、CAPMの残差分析から得られた各企業の残差——RC情報公表月9カ月前から1カ月後までの累積平均残差(CAR)——を取得原価情報( $x_1$ )とRC情報( $x_2$ )それに規模情報( $x_3$ )によって説明できるとして、以下の回帰式から各パラメータ( $b_0, b_1, b_2, b_3$ )を推定した。

$$CAR_i = b_0 + b_1 x_{1i} + b_2 x_{2i} + b_3 x_{3i} + e_i$$

もしRC情報——具体的には減価償却累計額——が有用であれば、 $b_2 = 0$ という帰無仮説が有意に棄却されるはずである。検証結果はやはり帰無仮説が棄却されRC情報は有用であったと結論される。

次に四半期データの有用性を検証した論稿をみておこう。その初期のものとして、ブラウン・ケネリー(P. Brown and J.W. Kennelly)の論稿<sup>(32)</sup>がある。彼らの実証手続はボール・ブラウンのそれに従っている。まず各企業の四半期ごとのEPSデータを当該データの市場平均値に回帰せしめ、その推定パラメータを用いて予測EPSを導出し、続いてそれと実現値を比較する。実現

(31) S. Lustgarten, "The Impact of Replacement Cost Disclosure on Security Prices: New Evidence," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, No. 2, (October, 1982).

(32) P. Brown and J.W. Kennelly, "Information Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence," *Journal of Business*, Vol. 45, 1972.

値が予測値と比較して大であれば「良い証券」、小であれば「悪い証券」と判断される。さらに「良い証券ならば買い、悪い証券ならば空売り」という戦略の下に、CAPMによる残差を用いて各証券群についてAPIを計算する。他方、年次EPSについても同様にAPIを計算する。ただし年次EPSに基づくAPIは年次EPSデータによる回帰によって証券を判断した結果であるので、同一証券・同一期間でも四半期EPSデータに基づくAPIと年次EPSに基づくAPIは異なる。その結果、四半期EPSデータに基づく証券売買判断によるAPIは、年次EPSに基づくそれよりも有意に高いことが判明した。したがって四半期データ（EPS）は有用であると判断される。

同じくリッツェンベルガー・マッケナリ<sup>(33)</sup>(R.H.Litzenberger and R.W.McEnally)は、四半期報告書の情報内容を残差分析を用いて分析している。彼らの独自性は以下の諸点にある。四半期EPSを予測するモデルにマーチンゲール形のもを二種類用い、かつ「良い証券」「悪い証券」を判断する基準を単に実現値と予測値の差の符号のみに求めず、その差の大きさにも着目して三種類の判断基準を検討していること、さらに残差分析には週次のデータによるブラック型CAPMを用いるが、その際のベータ値にはマーケット・モデルにより推定されるベータ値にバシセック(O.Vasicek)<sup>(34)</sup>の提唱したベイジアン調整法による修正を加えたベータ値を用いていること、またAPIとCARの両残差指標を用いて慎重を期していること、が挙げられる。その結果、四半期データの情報は否定できないものの、それに対する市場の反応は漸進的なものとされる。

(33) R.H.Litzenberger and R.W.McEnally, "The Adjustment of Stock Prices to Announcements of Unanticipated Changes in Quarterly Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol.15, No.2, (Autumn, 1977).

(34) O.Vasicek, "A Note on Using Cross-Sectional Information in Bayesian Estimation of Security Betas," *The Journal of Finance*, Vol. XXVIII, No.5, (December, 1973).

以上、本節においては財務論の分析ツールに基礎を置く会計情報公開に関する研究をテーマごとにみてきた。そのうちのあるものは現行会計情報公開制度が提供する種々の情報を有用と判断し、あるものは否定的判断を下していた。しかし注目すべきはその有用性判断は、個人投資家視角からするといずれも潜在的なものであったということである。すなわち特定の会計情報を用いて証券を判断する場合、それは、もし当該情報を私的に公表前に入手しえたならば、他人に先んじて自分に有利なように利用しえたという潜在的可能性を示しているにすぎない。そこで本節で検討したような研究方法を利用しようとするならば、その実証方法がもつ意味を改めて考察した上で用いる必要がある。

#### IV：結 語

本章での検討から、会計情報公開の証券投資助成機能に着目した会計理論の最近の傾向としては、財務論の分析ツールを援用して、証券市場に対する会計情報の影響力を実証的に測定するという方向を指摘することができよう。そこで我々としても第8章において、このような新しい分析ツールに依拠して、日本の証券市場のデータを用いつつ、会計情報公開制度と証券市場の関連性について若干の実証的検討を加えることとする。ただしその際には残差分析の意義と限界について再度考察する必要がある。

## 第二編 会計情報公開制度の実証分析



## 開 編

本編においては、日本の会計情報公開制度に関する実証研究を行うこととする。いうまでもなく、実証を行うにあたっての視角は、前編においてみてきた三つの理論である。すなわち第6章においては、会計情報公開制度と企業の所有構造の関係についてエイジェンシー的視角から分析を加える。第7章においては、企業と社会・一般大衆との関係が会計情報公開制度にどのような影響を与えているかをみる。第8章においては、大衆の証券投資と会計情報公開制度の関連性についてみることにする。そして各章における実証研究は日本の制度を対象とするのであるが、参考のためにアメリカにおける同種の研究も概観する。その限りでは、日米比較が可能となっている。

また三種類の実証研究に先駆けて、第4章においては、日米の会計情報公開制度の現状をサーベイしておくこととする。それによって、研究対象となる「制度」の確定を行うものである。第5章においては、それ以降の三つの章での実証研究のデータ的中心になる株式投資収益率の基本的な統計上の諸性質及び当該データを用いたマーケット・モデルの推定結果を検討しておくこととする。

結章では、実証研究の結果を振り返りつつ、会計情報公開制度が果たす経済社会における役割について日米比較を試みてみたい。



## 第4章 会計情報公開制度の現状

### I：開 題

我々は第一編において会計情報公開制度の分析のための基礎理論を検討してきたが、その際に用いた「会計情報公開制度」という用語については、何ら特定化しなかった。当該用語は単に漠然と、企業が外部に会計情報を公表しているという程度の意味でしか用いられなかった。しかし実際に会計情報公開制度に関して実証的検討を加えようとするならば、現実企業はどのような情報公開実務を遂行しているかについて、基礎的な知識を必要とするのである。そこで本章においては、以下に続く実証研究の予備的考察として現行の会計情報公開制度・実務をサーベイしておくこととする。

アメリカあるいは我が国において我々の関心の対象となる会計情報公開制度には大きく分けて三種類のものがある。一つは証券取引に関する法律に基づくもの、一つは商法あるいは会社法に基づくもの、いま一つは証券取引所の自主規制等に基づくもの、の三種類である。そこで本章の以下の各節では主としてこの三種類の制度を中心に、日米の各々の公開制度について検討を加えることとする。

### II：米国の会計情報公開制度

まずアメリカにおける会計情報公開制度の現状からみていくこととする。情報公開制度そのもののアメリカにおける歴史にはかなり古いものがあるが、現在のような形を採るに際して大きな影響力を有したのは、一方での1933年及び1934年の両証券法そしてそれによって設立された証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）の存在と他方での職業会計士団体の存在である

う<sup>(1)</sup>。1930年代以降これらの諸団体が相互に影響し合うことによって、いわゆる“Generally Accepted Accounting Principles ; 以下GAAPと略す”が形成された。したがって今日のアメリカ企業が遂行している会計実務・制度の基礎にはこの“GAAP”が強い規定要因として存在していることをまず認識しておかなければならない。

より具体的には、職業会計士団体としては Committee on Accounting Procedures, Accounting Principles Board, Financial Accounting Standards Board と漸次その会計原則制定団体を変遷せしめていったのではあるが、その各々の委員会によって会計原則が公表され、それらがGAAPを形成していくことになる。他方またSECも「会計連続通牒」(*Accounting Release Bulletin*)を公表することによって、GAAPの形成に継続的影響力を行使し続けてきた。このようにして形成された、漠然とはしているが確かに存在するGAAPが前述のようにアメリカにおける会計情報公開制度の基礎になっているのであるが、ここで「基礎になっている」という意味は以下のものである。今日のアメリカの会計情報公開制度には、実に様々の規制主体——それは独立規制機関 (Independent Regulatory Agency) であったり、政府内の一部門であったりするが——が、独自の観点から規制を加えている。独自の観点とは、連邦議会によって当該規制機関に与えられた規制任務に他ならない。そのために各規制機関は規制効率の達成度監視の目的から、独自の会計制度を規定している。当然、ある規制機関の監督下に入った企業は、その規制機関が定める会計ルールに従わなければならない。しかし通常種々の規制機関が種々の会計ルールを制定するといっても、それは当該機関が直接的関心と利害を有している一部の企業活動に関する会計ルールである。換言すれば、残りの

---

(1) この間の経緯は、拙稿、「会計情報の選択問題について——最近のアメリカ会計学の動向を中心に——」、『神戸大学経済経営研究年報』、第33号 (I, II), 1983年、第II, III節を参照。

かなりの部分の企業活動に関する会計ルールは、殆どそのままGAAPに従っているのである。例えば、銀行を始めとする金融機関、鉄道を始めとする州際活動を行う交通機関、通信機関、民間航空機関、都市交通機関、海運機関、エネルギー機関、電気事業機関、等には各々当該産業を規制する政府機関があり、その詳細度は別にすると各々独自の会計制度を有している。しかしかなりの部分の会計制度はGAAPに従うことになっているのである。因にこうした規制状況の中であって、証券市場での企業の証券発行・売買を規制する証券取引委員会（SEC）、独占禁止法関係を担当する連邦取引委員会（Federal Trade Commission; FTC）、そして租税関係の規制を行う内国歳入局（Internal Revenue Service; IRS）が、自らの規制目的達成度を監視するために考案してきた会計制度が、過去のアメリカ会計の歴史において、大きな影響を与えてきたのである。

SECは、職業会計士団体と並んで、アメリカ会計実務の発展に大きく貢献してきた歴史を有していることから、当該委員会が行う会計に対する規制の内容は極めて詳細である。かつ今日の大部分の企業は、証券取引所で大衆に証券を売却することによって資金を調達していることから、当該機関の規制対象となる企業数もかなりの数に昇るとともに、規模からいってもアメリカの主要企業は殆ど当該委員会の規制下にある。ゆえに今日でも当該委員会が定める会計制度が企業の遂行する会計実務に対して与える影響力は他の規制機関の比ではない。

そこで具体的にSECの会計規制の検討に入ることとする。SECの会計情報公開規制としては、SECに提出する年次報告書の種類と様式を規定した“Form-10-K”とそこに含まれる財務諸表の表示形式を主として規定した“Regulation S-X”に注目する必要がある。まず“Form-10-K”の内容を概観しておこう。1980年の改正によって規定された新しい規制内容の概要は以下の第4-1表のようである。またそれ以前の制度に関する実証研究を

## 第4-1表 改正規則による様式10-Kの概要

一般的指示（現行規定を改正）

\* 表紙（現行規定を改正）

## 第Ⅰ部

1. 事業（改正され、改正レギュレーションS-Kの項目1による）
2. 資産（現行の項目3から内容を改正することなく移す）
3. 訴訟等（現行の項目5から内容を改正することなく移す）
4. 名義人および経営者による有価証券の所有（現行の項目15から内容を改正することなく移す。なお、改正案では、第Ⅲ部の項目10に含まれていた）

## 第Ⅱ部

- \*5. 登録有価証券の市場価値および有価証券の所有者に関する事項（新設。但し、後半は現行の項目9として開示されていた情報を含む。なお、改正案では、「登録有価証券の市場価値と配当政策の説明」となっていたが、確定規則では「配当政策の説明」が除外された）
6. 主要財務データ（新設。現行の項目2「経営成績の要約表」の拡充、移行）
7. 財政状態および経営成績についての経営者の説明と分析（現行のガイドの「経営成績についての経営者の説明と分析」の拡充）
- \*8. 財務諸表および補足的データ（現行の項目12の一部を改正の上、移す。改正案には「補足データ」は含まれなかった）

## 第Ⅲ部

9. 登録会社の上級役員（現行の項目14から内容を改正することなく移す）
10. 経営者の報酬と取引（現行の項目15から内容を改正することなく移す）

## 第Ⅳ部

11. 添付書類、財務諸表の付属明細書、様式8-Kによる報告書（現行の項目12の一部を改正の上移した部分がある。改正案では、項目名に付属明細書を含んでいなかったが、その内容には含まれていたもので、実質的な変更ではない）
- 署名（登録会社の業務執行役員、財務担当役員、経理責任者、取締役の過半数が、様式10-Kに署名するように改正）

## 補足的情報

\* =改正案と相違している点があることを示す。

なお、現行規則が廃止され、削除された事項は、次の通りである。

- 現行 2. 経営成績の要約表（新項目6により代替）  
 現行 4. 親会社および子会社（但し、添付書類には含まれる）  
 現行 6. 社外発行済有価証券と債務の増減  
 現行 7. 有価証券の変動と登録済有価証券の変動  
 現行 8. 上位有価証券に関する契約事項の不履行  
 現行 9. 株主の概数（但し、新項目5に同様な情報を開示）  
 現行10. 上位有価証券の所有者の議決権行使の対象となる事項  
 現行11. 取締役と役員との補償  
 財務諸表に関する指示

検討する意味からも改正によって廃止されたり削除されたりした項目も同時に掲げておこう。<sup>(2)</sup>項目8において財務諸表の添付が義務付けられていることが判明する。この“Form-10-K”は、1940年に採用されて以来、1950年と1972年に大きな改正がなされ、1980年に最も最近の改正が加えられている。

そしてこの財務諸表の作成に際しての計算的基礎はいうまでもなくGAAPであるが、計算結果の表示のための基準は“Regulation S-X”である。ゆえに次に、当該規則が定める損益計算書と貸借対照表の雛形をみておこう<sup>(3)</sup>（第4-2表-第4-4表）。

SECへの年次報告書の提出期限は“Form-10-K”の場合、決算期終了後90日以内となっている。したがってそれ以降、一般投資大衆に当該データが閲覧可能になる。それ以外にもSECは期中報告書として、半期報告書（1970年まで）や四半期報告書（1971月以降、“Form-10Q”により規制）の公表を義務付けている。

これに対して会社法（商法）に基づく株主への会計情報公開は、アメリカの会社法が各州ごとに制定されているという事情もあって、各州の会社法の中にはSECの規制ほどの詳細な規定は認められない。そのために逆に、各企業ごとにかなり独自性をもったアニュアル・レポートが株主に対して提出されている。しかし1980年の“Form-10-K”の改正によって、株主に提供されるアニュアル・レポートに対しても“Regulation S-X”の強制的適用が決定された。したがって、1980年以降はSECへの提出書類に含まれる財務諸表も株主へのアニュアル・レポートに含まれる財務諸表も実質的には差異がなくなりつつある。またニューヨーク証券取引所の上場規定でも、SECへの提出書類と対株主レポートの間に、記載情報の詳細程度に差異が認められないのが「建

(2) 協和銀行調査部編、『海外企業会計の実務』、日本経済新聞社、昭和56年、65頁。

(3) 上掲書、66頁-68頁。

## 第4-2表 損益計算書

Regulation S-X による勘定科目 (Rule 5-03)

No.		
1 A	Net sales of tangible products	有形製商品純売上高
2 A	Cost of tangible goods sold	販売された有形製商品の売上原価
1 C	Other revenues	その他の収益
2 C	Costs and expenses applicable to other revenues	その他の収益に係る原価及び費用
3	Other operating costs and expenses	その他の営業費用及び経費
3 A	Research and development expenses	試験研究費及び開発費
4	Selling, general and administrative expenses	販売費及び一般管理費
5	Provision for doubtful accounts and notes	貸倒引当金繰入
6	Other general expenses	その他の一般経費
	<Other income>	<その他の利益>
7	Dividends	受取配当金
8	Interest on securities	有価証券受取利息
9	Profits on securities	有価証券売却益等
10	Miscellaneous other income	その他の雑収入
	<Income deductions>	<その他費用損失>
11	Interest and amortization of debt discount and expense	支払利息及び社債発行差金償却等
12	Losses on securities	有価証券損失
13	Miscellaneous income deductions	その他の費用損失
14	Income or loss before income tax expense and appropriate items below	法人所得税及び下記諸項目控除前利益
15	Income tax expense	法人所得税費用
16	Minority interest in income of consolidated subsidiaries	連結子会社利益に対する少数株主持分
17	Equity in earnings of unconsolidated subsidiaries and 50 percent or less owned persons	非連結子会社及び50%以下所有の関連会社の利益に係る持分
18	Income or loss before extraordinary items	異常項目前当期利益
19	Extraordinary items	異常項目
20	Cumulative effects of changes in accounting principles	会計処理の変更による累積的影響額
21	Net income or loss	純利益又は損失
22	Earnings per share data	1株当たり利益のデータ

## 第4-3表 貸借対照表(資産の部)

Regulation S-X による勘定科目 (Rule 5-02)

No.	ASSETS	資 産
	<b>Current Assets:</b>	<b>流動資産:</b>
1	Cash and cash items	現金及び現金項目
2	Marketable securities	市場性ある有価証券
3	Accounts and notes receivable	売掛金及び受取手形
4	△Allowance for doubtful accounts and notes receivable	△貸倒引当金
5	△Unearned income	△前受収益
6	Inventories	棚卸資産
7	Other current assets	その他の流動資産
8	Prepaid expenses	前払費用
9	Total current assets	流動資産合計
	<b>Investments:</b>	<b>投 資:</b>
10	Securities of affiliates	関係会社有価証券
11	Indebtedness of affiliates	関係会社貸付金
12	Other security investments	その他投資有価証券
13	Other investments	その他の投資
	<b>Properties:</b>	<b>有形固定資産:</b>
14	Property, plant and equipment	有形固定資産
15	△Accumulated depreciation, depletion and amortization of property, plant and equipment	△減価償却及び減耗償却引当金
	<b>Intangible assets:</b>	<b>無形固定資産:</b>
16	Intangible assets	無形固定資産
17	△Accumulated depreciation and amortization of intangible assets	△減価償却引当金
	<b>Other Assets and Deferred Charges:</b>	<b>その他の資産及び繰延資産:</b>
18	Other assets	その他の資産
19	Prepaid expenses and deferred charges	前払費用及び繰延費用
20	Preoperating expenses and similar deferrals	繰延開業費等
21	Deferred organization expense	繰延創業費
22	Deferred debt expense	繰延社債発行費等
23	Deferred commissions and expense on capital shares	繰延新株発行費等
24	<b>Total Assets:</b>	<b>資 産 合 計:</b>
No.	<b>LIABILITIES &amp; STOCKHOLDERS' EQUITY</b>	<b>負債及び資本の部</b>
	<b>Current Liabilities:</b>	<b>流動負債:</b>
25	Accounts and notes payable	買掛金及び支払手形
26	Accrued liabilities	見越債務
27	Other current liabilities	その他の流動負債
28	Total current liabilities	流動負債合計

	<b>Long-Term Debt:</b>	<b>長期債務:</b>
29	Bonds, mortgages and similar debt	社債、担保付社債等
30	Unamortized debt discount and premium	社債発行差金
31	Indebtedness to affiliates	関係会社借入金
32	Other long-term debt	その他の長期債務
	<b>Other Liabilities and Deferred Credits:</b>	<b>その他の負債及び繰延負債:</b>
33	Other liabilities	その他の負債
34	Commitments and contingent liabilities	契約及び偶発債務
35	Deferred credits	繰延勘定貸方
	<b>Reserves:</b>	<b>諸引当金:</b>
36	Reserves	諸引当金
	<b>Minority Interests:</b>	<b>少数株主持分:</b>
37	Minority interests in consolidated subsidiaries	連結子会社の少数株主持分
	<b>Stockholders' Equity:</b>	<b>資 本:</b>
38	Capital shares	株式資本金
39	Other stockholders' equity	その他の株主持分
40	<b>Total Liabilities and Stockholders' Equity:</b>	<b>負債及び資本:</b>
		<b>資 本 合 計</b>

第4-4表 Rule 3-16 財務諸表に対する一般的注記

- (a) 連結または企業結合についての基準の記述
- (b) 外貨建項目の換算についての基準の記述
- (c) 担保提供資産とそれにかかる債務の記述
- (d) グループ内未実現利益または損失で消去されなかったもの
- (e) 債務不履行の事実とその内容の記述
- (f) 優先株式の内容条件の説明
- (g) 年金および退職金制度の概要説明
- (h) 配当拘束性利益剰余金の内容と記述
- (i) 契約責務および偶発債務の内容と記述
- (j) 賞与、利益分配参加制度等の概要
- (k) 社債、長期借入金等の決算日後の重要な変動
- (l) 収益計上基準
- (m) 減価償却、減耗償却、不良資産償却等の基準
- (n) ストックオプション、役員、幹部従業員等に対する株式付与
- (o) 法人所得税費用の内容
- (p) ワラント等の概要
- (q) リース資産およびリース契約の概要
- (r) 資産計上された利息
- (s) 会計士との間の会計処理または表示上の見解の不一致
- (t) 四半期財務データの開示

て前」になっている<sup>(4)</sup>。しかし非会計情報項目については依然として企業間格差が存在する可能性は残されている。

ここでSECへの報告書と株主へのアニュアル・レポートとの差異について考察しておこう。SECへの報告書の内容は、以下でも引用するように、年次比較等の財務情報がかなり詳細に掲載されている。これに対して、株主へのアニュアル・レポートには財務情報に加えて、企業全体の規模イメージを伝える種々の情報が掲載されている。例えば、従業員、工場設備、研究開発等の記載は株主へのレポートの方が詳細である。いま両者の異同を箇条書きすれば、

- i) 財務諸表自体の様式・内容では両者間に本質的差異はない。ただ記載してある内容はSECレポートの方が詳しいケースが多い。
- ii) 財務諸表の注記記載項目も両者はほぼ同一である。
- iii) 株主報告書にはSECレポートに記載されている付属明細表が原則として添付されていない。
- iv) 生産性の検討などに使われる人件費、材料費、租税公課、賃借料、金融費用、特許使用料、減価償却費などの費用情報については、人件費、材料費を除く項目がSECレポートの付属明細表に記載されており、一方、人件費、材料費は株主報告書に記載される場合が多い。
- v) 一般的には、SECレポートには生産販売、工場設備などのいわゆる企業活動の実態的側面に関する情報は殆ど記載されていない<sup>(5)</sup>。

さらにこれら二つの制度的報告に先だって、*Wall Street Journal* 紙上に、決算後直ちに会社経営者によってなされる *Forecast of the Year's Income* ——これは後にみる日本の経営者予測とは異なり終了した年度の決算の内容を予測するものである——、あるいは続いて *Preliminary Reports* が

---

(4) 上掲書、78頁。

(5) 上掲書、77頁-78頁。

掲載される。フィリップとブラウンによれば、前者の予測は不正確な場合があるが、後者の報告はかなり本決算の数値と合致しているという意味において信頼性があり、したがってその株式市場への影響力も後者の方が高いとされている。<sup>(6)</sup>ただし最近の *Wall Street Journal* 紙で我々が確認できるのは、ダイジェスト・オブ・アーンニングス・レポート (Digest of Earnings Reports) といわれる報告のみである。

最後に、会計情報公開制度の下に提供される報告書の実例として、SECへ提出される書類と株主に対するアニュアル・レポート、それに *Wall Street Journal* 紙に記載されるダイジェスト・オブ・アーンニングス・レポートの実例を掲載しておこう。それらは1978年度のIBMの報告書である。ただしダイジェストは資料の都合上、1985年のものを掲載する。またダイジェストは、12月31日決算の企業であれば、早い企業で1月の最初の週に公表されている。そして2月末から3月初めまで、当該決算期を採用する企業のダイジェストが記載されることになる。

### Ⅲ：日本の会計情報公開制度

次に本節では我が国における会計情報公開制度の現状についてみておこう。

我が国において考察対象となる制度もまた前節で述べたアメリカの制度とはほぼ同様に、証券取引法に基づくもの、商法に基づくものそして証券取引所の自主規制に基づくものから構成されている。<sup>(7)</sup>

証券取引法の情報公開規制には、有価証券の発行市場に関する規制と流通市場

---

(6) R. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, (Autumn, 1968), p. 166.

(7) 日本の制度に関する以下での素描は、下記の文献に依拠した。桜井久勝、「ディスクロージャーの制度と理論」、『経営学・会計学・商学研究のために』(増補改訂第三版)、神戸大学経済経営学会、1983年。

FD 28909

I 510 600

**SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION**  
WASHINGTON, D. C. 20549

**FORM 10-K**

**ANNUAL REPORT**

pursuant to Section 13 or 15 (4) of the  
 Securities Exchange Act of 1934

FOR THE YEAR ENDED DECEMBER 31, 1978

1-62899

(Check one box)

**International Business Machines Corporation**

(Exact name of registrant as specified in its charter)

New York 23-687295  
(State of incorporation) (ISS employer identification number)

Armonk, New York 9194  
(Address of principal executive office) (City, State)

914-795-4899  
(Registrant's telephone number)

Securities registered pursuant to Section 12(b) of the Act

Title of each class	Shares outstanding as December 31, 1978	Shares of each exchange on which registered
Capital stock, par value \$1.00 per share	145,818,304	New York Stock Exchange Midwest Stock Exchange Pacific Coast Stock Exchange

Indicate by check mark whether the registrant (1) has filed all reports required to be filed by Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934 during the preceding 12 months (or for such shorter period that the registrant was required to file such reports), and (2) has been subject to such filing requirements for the past 90 days. Yes  No



**INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION  
AND SUBSIDIARY COMPANIES**

**CONSOLIDATED STATEMENT OF EARNINGS**  
For the year ended December 31:

	1978	1977
	(Thousands of Dollars)	
Gross income from Sales, Rentals and Services:		
Sales .....	\$ 8,754,794	\$ 7,090,157
Rentals and services .....	12,321,395	11,043,087
	<u>\$1,976,089</u>	<u>18,133,184</u>
Cost of sales .....	\$3,838,585	\$3,256,135
Cost of rentals and service .....	4,945,000	4,042,446
Selling, development and engineering, and general and administrative expenses .....	8,131,128	7,177,080
Interest on debt .....	36,178	40,250
	<u>15,869,239</u>	<u>13,516,013</u>
Other income, principally interest .....	5,265,780	4,617,171
Earnings before income taxes .....	5,797,568	5,082,414
Provision for U.S. Federal and non-U.S. income taxes — Notes 1g and 7 .....	2,697,000	2,373,000
Net Earnings .....	<u>\$ 3,110,568</u>	<u>\$ 2,719,414</u>
Per share .....	821.29	818.30
Average number of shares out- standing:		
1978 — 146,107,149		
1977 — 142,574,818		

(See notes to consolidated financial statements)

F-1

INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION  
AND SUBSIDIARY COMPANIES

CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION  
at December 31:

	ASSETS	
	1978	1977
	(Thousands of Dollars)	
<b>Current Assets</b>		
Cash .....	\$ 273,799	\$ 231,291
Marketable securities — at lower of cost or market (market values: 1978 \$3,767,225; 1977 \$5,173,948) — Note 8 (Schedule I) .....	3,738,267	5,154,738
Notes and accounts receivable — trade, less reserves: 1978 \$174,133; 1977 \$181,147 — Note 9 (Schedule XII) .....	3,806,179	3,849,789
Other accounts receivable .....	325,579	323,590
Inventories — at lower of average cost or market — Note 10 .....	1,381,728	903,613
Prepaid expenses .....	394,325	528,079
	<u>10,329,911</u>	<u>10,078,670</u>
Plant, Rental Machines and Other Property — at cost — Notes 1d and 1i (Schedule V) .....	15,175,171	17,070,297
Less — Accumulated depreciation (Schedule VI) .....	9,878,943	9,181,541
	<u>5,300,228</u>	<u>7,889,269</u>
Deferred Charges and Other Assets .....	1,146,826	1,016,449
	<u>\$20,771,374</u>	<u>\$18,978,445</u>

(See notes to consolidated financial statements)

F-2

INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION  
AND SUBSIDIARY COMPANIES

CONSOLIDATED STATEMENT OF FINANCIAL POSITION  
at December 31:

	LIABILITIES AND STOCKHOLDERS' EQUITY	
	1978	1977
	(Thousands of Dollars)	
<b>Current Liabilities:</b>		
U.S. Federal and non-U.S. income taxes .....	\$ 1,430,710	\$ 1,468,225
Accounts payable .....	544,011	470,948
Short-term borrowings .....	291,788	153,285
Current portion of long-term debt .....	39,723	19,42
Dividend payable .....	301,810	453,129
Salaries, commissions, etc. .....	1,003,181	842,583
Amounts withheld from employees for taxes, stock purchase plans, etc. ....	138,399	118,948
Taxes, other than U.S. Federal and non-U.S. income taxes .....	644,897	550,028
Deferred income under service contracts .....	315,008	182,209
Other accrued expenses and liabilities .....	1,693,532	973,791
	<u>5,810,128</u>	<u>5,908,597</u>
Deferred Investment Tax Credits .....	109,825	87,298
Reserves for Employees' Indemnities and Retirement Plans (Schedule XI) .....	1,078,228	808,003
Long-Term Debt — Note 1b (Schedule IX) .....	285,534	953,778
<b>Stockholders' Equity:</b>		
Capital stock — par value \$1.00 per share — Note 15 .....	3,942,164	3,991,470
Shares authorized — 168,500,000 .....		
Shares issued: 1978 — 145,993,499 .....		
1977 — 147,548,714 .....		
Retained earnings .....	6,578,454	6,077,689
	<u>12,517,618</u>	<u>12,638,159</u>
Less: Treasury stock, at cost .....	24,006	50,877
Shares: 1978 — 86,188 .....		
1977 — 77,828 .....		
	<u>\$20,771,374</u>	<u>\$18,978,445</u>

(See notes to consolidated financial statements)

F-3

INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION  
AND SUBSIDIARY COMPANIES

CONSOLIDATED STATEMENT OF CHANGES IN FINANCIAL POSITION  
For the year ended December 31:

	1979	1977
	(Thousands of Dollars)	
<b>Source of working capital:</b>		
Net earnings	\$ 3,110,568	42,719,414
Depreciation and other items not requiring the current use of working capital	2,672,753	2,553,852
Total from operations	5,783,321	5,273,266
Proceeds from stock sold under employee plans	341,064	305,996
Long-term borrowings	74,148	22,701
	<u>6,198,537</u>	<u>5,601,663</u>
<b>Application of working capital:</b>		
Investment in plant and other property	1,329,162	919,780
Investment in rental machines	2,723,437	2,474,581
Less: Depreciation of manufacturing facilities capitalized in rental machines	4,045,339	3,394,741
	<u>346,363</u>	<u>180,353</u>
Increase in deferred charges and other assets	3,799,146	3,201,288
Cash dividends paid or payable	131,786	178,251
Reduction of long-term debt	1,783,162	1,910,747
Treasury stock purchased for employee plans	44,284	42,028
Capital stock purchased and canceled	373,183	340,841
	<u>440,530</u>	<u>804,329</u>
	6,551,811	8,575,717
Increase (decrease) in working capital	\$ (353,284)	\$ (974,052)
<b>Changes in working capital:</b>		
Cash and marketable securities	\$ (1,375,943)	\$ (749,033)
Notes and accounts receivable	1,030,109	478,364
Inventories and prepaid expenses	594,075	423,618
U.S. Federal and non-U.S. income taxes	6,515	(82,329)
Accounts payable and accruals	(493,473)	(504,254)
Loans payable	(69,077)	(58,539)
Dividend payable	(78,490)	(423,180)
Increase (decrease) in working capital	(353,284)	(974,052)
Working capital at beginning of year	4,894,073	5,868,125
Working capital at end of year	\$ 4,540,789	\$4,894,073

(See notes to consolidated financial statements)

F-4

INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CORPORATION  
AND SUBSIDIARY COMPANIES

CONSOLIDATED STATEMENT OF STOCKHOLDERS' EQUITY  
For the year ended December 31:

	Capital Stock	Retained Earnings	Treasury Stock	Total
	(Thousands of Dollars)			
<b>1977</b>				
Balance, January 1, 1977	94,001,628	63,737,346	\$(18,713)	\$12,769,261
Net earnings		2,712,414		2,712,414
Cash dividends declared (\$423,180, payable March 10, 1978)		(1,910,747)		(1,910,747)
Capital stock issued under employee plans (43,419 shares)	9,644			9,644
Purchases (1,285,400 shares) and sales (1,279,941 shares) of treasury stock under employee plan -- net		(51,197)	(964)	(32,091)
Capital stock purchased and canceled (3,261,269 shares)	(87,330)	(817,228)		(904,558)
Tax reductions applicable to stock related to employee plans		7,504		7,504
Balance, December 31, 1977	3,291,470	6,077,880	(93,677)	13,614,473
<b>1978</b>				
Net earnings		3,110,568		3,110,568
Cash dividends declared (850,610, payable March 10, 1979)		(1,783,162)		(1,783,162)
Capital stock issued under employee plans (75,978 shares)	17,876			17,876
Purchases (1,328,775 shares) and sales (1,255,487 shares) of treasury stock under employee plan -- net		(38,911)	(3,231)	(38,948)
Capital stock purchased and canceled (1,759,500 shares)	(48,440)	(383,781)		(432,221)
Tax reductions applicable to stock related to employee plans		9,888		9,888
Balance, December 31, 1978	23,942,104	29,375,454	(494,028)	53,823,530

(See notes to consolidated financial statements)

F-5

**Annual Report for the year ended December 31, 1978 International Business Machines Corporation**

**Contents:**

2 Letter to Stockholders	20 Financial Review
Management comments on the year's financial results, business conditions affecting IBM and significant developments within the company	21 Report of Independent Accountants Report of Independent Accountants
5 Innovation in many forms is hastening the cost of information processing for the benefit of people in all parts of the world	22 Earnings
18 Stockholder Information	23 Financial Position
19 IBM Organization	24 Changes in Financial Position
	25 Stockholders' Equity
	26 Notes to Financial Statements
	31 Five-Year Summary of Operations
	32 Management's Discussion and Analysis of the Summary of Operations
	34 Reports on other 1978 developments involving IBM employees and business programs
	36 Directors and Officers

**Highlights of the year:**

	1978	1977
	(Dollars in thousands, except on share amounts)	
Gross income from sales, rentals and services	\$ 21,076,089	\$ 18,132,184
Earnings before income taxes	\$ 5,797,668	\$ 5,092,414
U.S. Federal and non-U.S. income taxes	\$ 2,987,000	\$ 2,373,000
Net earnings	\$ 2,810,668	\$ 2,719,414
Per share	\$ 18.29	\$ 18.30
Cash dividends paid	\$ 1,684,612	\$ 1,487,823
Per share	\$ 11.52	\$ 10.00
Investment in plant, rental machines and other property	\$ 4,045,539	\$ 3,394,741

**At end of year:**

Total assets	\$ 20,771,374	\$ 18,876,445
Net investment in plant, rental machines and other property	\$ 9,302,228	\$ 7,889,326
Long-term debt	\$ 265,534	\$ 295,778
Working capital	\$ 4,610,788	\$ 4,884,973
Number of employees	325,517	310,156
Number of stockholders	580,572	581,513

**IBM's Operations:**

IBM's operations, with very minor exceptions, are in the field of information-handling systems, equipment and services to solve the increasingly complex problems of business, government, science, space exploration, defense, education, medicine, and many other areas of human activity. IBM's products include data processing machines and systems, information processors, electric and electronic typewriters, copiers, dictation equipment, educational and training materials, and related supplies and services. Most products are both based and sold through IBM's worldwide marketing organizations.

**International Business Machines Corporation and Subsidiary Companies  
Consolidated Statement of Earnings  
For the year ended December 31:**

	1978	1977
	(Dollars in thousands, except on share amounts)	
<b>Gross Income From Sales:</b>		
Ready and Services:		
Sales	\$ 6,794,794	\$ 7,096,197
Rentals and services	17,281,295	11,035,027
	24,076,089	18,132,184
Cost of sales	\$ 2,498,229	\$ 2,296,185
Cost of rentals and services	4,645,800	4,042,649
Selling, development and engineering, and general and administrative expenses	6,151,126	7,177,880
Interest on debt	55,176	49,350
	15,350,329	15,566,013
	8,625,760	4,817,171
Other income, principally interest	411,888	476,242
Earnings before income taxes	\$ 5,797,668	\$ 5,092,414
Provision for U.S. Federal and non-U.S. income taxes	\$ 2,987,000	\$ 2,373,000
<b>Net Earnings</b>	<b>\$ 2,810,668</b>	<b>\$ 2,719,414</b>
Per share	\$ 21.29	\$ 18.30
Average number of shares outstanding:		
1978-198,107,148		
1977-148,574,812		

The notes on pages 26 through 30 are an integral part of this statement.

International Business Machines Corporation  
and Subsidiary Companies  
Consolidated Statement of Financial Position at December 31:

	1978	1977
	(Dollars in thousands)	
<b>Assets</b>		
<b>Current Assets:</b>		
Cash	\$ 272,799	\$ 251,891
Marketable securities, at lower of cost or market	3,756,897	5,154,736
Notes and accounts receivable, less reserve 1978, \$174,132; 1977, \$161,147	4,134,458	3,104,349
Investments, at lower of average cost or market	1,561,322	922,612
Prepaid expenses	594,385	568,079
	\$ 10,320,911	\$ 10,072,670
<b>Plant, Rental Machines and Other Property, at cost</b>	<b>18,179,171</b>	<b>17,070,567</b>
Less—Accumulated depreciation	(8,873,942)	(9,181,241)
	9,302,228	7,889,326
<b>Deferred Charges and Other Assets</b>	<b>1,148,228</b>	<b>1,018,649</b>
	\$ 20,777,276	\$ 18,979,442
<b>Liabilities and Stockholders' Equity</b>		
<b>Current Liabilities:</b>		
U. S. Federal and non-U. S. income taxes	\$ 1,468,710	\$ 1,466,225
Accounts payable and accruals	2,627,318	3,146,863
Loans payable	241,464	172,407
Dividend payable	501,610	423,120
	\$ 5,810,122	\$ 5,208,597
<b>Deferred Investment Tax Credits</b>	<b>128,862</b>	<b>87,599</b>
<b>Reserves for Employees' Indefinite and Retirement Plans</b>	<b>1,079,226</b>	<b>933,023</b>
<b>Lease/Tax Rate</b>	<b>265,544</b>	<b>255,776</b>
<b>Stockholders' Equity:</b>		
Capital stock, par value \$5 per share	3,942,164	3,261,470
Shares authorized, 162,500,000		
Issued, 1978—146,695,490; 1977—147,548,714		
Retained earnings	9,375,454	8,677,980
Less: Treasury stock, at cost	12,517,818	12,628,150
Shares: 1978—85,128; 1977—77,828	(2,008)	(20,677)
	12,493,610	12,618,473
	\$ 20,777,276	\$ 18,979,442

The notes on pages 28 through 30 are an integral part of this statement.

International Business Machines Corporation  
and Subsidiary Companies  
Consolidated Statement of Changes in Financial Position  
for the year ended December 31:

	1978	1977
	(Dollars in thousands)	
<b>Source of Working Capital:</b>		
Net earnings	\$ 3,110,669	\$ 2,718,414
Depreciation and other items not requiring the current use of working capital	2,672,753	2,663,892
Gain from operations	5,763,351	5,273,268
Proceeds from stock sold under employee plans	341,084	305,698
Long-term borrowings	72,702	22,701
	11,960,557	10,927,973
<b>Application of Working Capital:</b>		
Investment in plant and other property	1,322,102	918,760
Investment in rental machines	2,752,437	2,474,981
	4,074,539	3,393,741
Less: Depreciation of manufacturing facilities capitalized in rental machines	(248,292)	(163,252)
Increase in deferred charges and other assets	3,769,146	3,307,368
Cash dividends paid or payable	131,288	178,251
Reduction of long-term debt	1,783,102	1,910,747
Treasury stock purchased for employee plan	46,364	42,062
Capital stock purchased and canceled	373,183	340,841
	(6,657,291)	(6,078,717)
<b>Increase (Decrease) in Working Capital</b>	<b>\$ 5,303,266</b>	<b>\$ 4,849,256</b>
<b>Changes in Working Capital:</b>		
Cash and marketable securities	\$1,375,842	\$ 1,749,622
Notes and accounts receivable	1,038,100	476,264
Investments and prepaid expenses	884,676	423,818
U. S. Federal and non-U. S. income taxes	8,816	392,589
Accounts payable and accruals	660,478	528,278
Loans payable	(89,277)	(68,822)
Dividend payable	(70,590)	(162,120)
Increase (decrease) in working capital	(523,259)	(774,042)
<b>Working Capital at beginning of year</b>	<b>4,868,073</b>	<b>5,628,128</b>
<b>Working Capital at end of year</b>	<b>\$ 4,344,814</b>	<b>\$ 4,854,072</b>

The notes on pages 28 through 30 are an integral part of this statement.

International Business Machines Corporation  
and Subsidiary Companies  
**Consolidated Statement of Stockholders' Equity**  
for the year ended December 31:

		Capital Stock	Retained Earnings	Treasury Stock	Total
(Dollars in thousands)					
<b>1977</b>	Balance, January 1, 1977	\$ 4,031,862	\$ 6,737,348	\$ 119,712	\$ 12,748,287
	Net earnings		2,719,414		2,719,414
	Cash dividends declared (\$423,120, payable March 10, 1978)		(1,910,747)		(1,910,747)
	Capital stock issued under employee plans (43,416 shares)	9,664			9,664
	Purchases (1,295,400 shares) and sales (1,278,941 shares) of treasury stock under employee plan-net		(5,127)	(864)	(5,991)
	Capital stock purchased and cancelled (3,381,639 shares)		(917,208)		(914,536)
	Tax reductions applicable to stock related to employee plans	2,624			2,624
	Balance, December 31, 1977	<u>3,061,470</u>	<u>6,677,886</u>	<u>(20,877)</u>	<u>12,618,479</u>
<b>1978</b>	Net earnings		3,110,568		3,110,568
	Cash dividends declared (\$501,610, payable March 10, 1978)		(1,763,102)		(1,763,102)
	Capital stock issued under employee plans (75,978 shares)	17,275			17,275
	Purchases (1,392,775 shares) and sales (1,385,487 shares) of treasury stock under employee plan-net		(55,911)	(3,331)	(59,242)
	Capital stock purchased and cancelled (1,729,200 shares)		(283,781)		(440,231)
	Tax reductions applicable to stock related to employee plans	9,888			9,888
	Balance, December 31, 1978	<u>\$ 3,082,194</u>	<u>\$ 8,578,454</u>	<u>\$ (4,006)</u>	<u>\$ 13,484,611</u>

The notes on pages 26 through 30 are an integral part of this statement.

DIGEST OF EARNINGS REPORTS

--- Highlights ---

Selected summaries for the quarter ended Dec. 31, 1984 unless noted. Percentage changes are from the corresponding year-ago quarter.

Company	Revs (in mil.)	% Chg.	Net (in thou.)	% Chg.
AMR Corp	\$1,351.0	+ 5.4	\$23,576	- 79.6
Abbott Laboratories	850.3	+ 6.0	123,074	+ 16.0
Burlington Industries	653.0	- 15.4	a4,590	- 84.0
Great Northn Nekosoa	465.0	+ 11.2	24,700	- 19.0
Honeywell Inc.	1,749.5	+ 8.3	c31,800	- 65.4
Intl Business Mach	14,496.0	+ 12.4	2,172,000	+ 16.6
Reynolds Metals	839.6	- 0.8	b38,400	+ 21.2
Santa Fe So. Pacific	1,653.7	+ 3.8	103,400	+ 21.2

a-Includes pretax gain of \$2.7 million. b-Includes extraordinary credit of \$6.3 million. c-Includes loss from discontinued operations of \$78.6 million.

**INDEPENDENCE BANCORP (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$14,795,000	\$13,265,000
Shr earnings	4.51	4.08
Quarter:		
Net income	3,653,000	2,968,000
Shr earnings	1.11	.91

**NASHVILLE CITYBANK & TR (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$4,931,476	\$3,667,417
Avg shares	2,378,258	42,720,772
Shr earnings	2.07	a1.66
Quarter:		
Net income	1,150,560	1,054,246
Avg shares	2,420,160	47,234,138
Shr earnings	.48	a.47

**REPUBLIC NEW YORK CORP. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$96,530,000	\$84,665,000
Avg shares	13,774,000	12,678,000
Shr earnings	6.99	6.68
Quarter:		
Net income	25,153,000	21,979,000
Avg shares	14,788,000	13,408,000
Shr earnings	1.70	1.64
Net income	1.33	1.34

**INT'L BUSINESS MACHINES (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Revs	\$45,977,000	\$40,000,000
Net income	\$1,528,000	\$1,000,000
Avg shares	311,400,000	260,400,000
Shr earnings	4.91	3.84
Quarter:		
Revs	14,676,000	13,997,000
Net income	472,000	488,000
Avg shares	317,200,000	269,200,000
Shr earnings	1.50	1.81
Net income	1.25	1.56

**NATIONAL CITY BANCORP (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$4,455,000	\$45,792,000
Shr earnings	1.65	b2.15
Quarter:		
Net income	1,278,000	1,512,000
Shr earnings	.47	b.56

**RESEARCH INC. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$6,098,000	\$5,262,500
Net income	485,400	257,300
Shr earnings	.30	.16

**JOHNSON CONTROLS INC. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$386,769,000	\$364,135,000
Net income	\$23,779,000	\$23,204,000
Shr earnings	1.68	1.64

**NOEL INDUSTRIES INC. (A)**

Year Oct 31:	1984	1983
Sales	\$35,425,474	\$35,993,162
Net loss	886,799	a412,706
Shr earnings	-.37	-.37
Quarter:		
Sales	8,738,943	7,918,003
Net loss	570,629	a166,140
Shr earnings	-.15	-.15

**REYNOLDS METALS CO. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$3,798,200,000	\$3,340,800,000
Income	131,000,000	970,800,000
Shr earnings	6.07	17.77
Quarter:		
Sales	839,600,000	846,600,000
Income	32,100,000	12,300,000
Shr earnings	1.77	.52

**JOSTENS INC. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$127,117,000	\$109,800,000
Net income	\$7,900,000	\$7,158,000
Shr earnings	.36	b.33
Quarter:		
Sales	28,319,000	199,432,000
Net income	1,015,000	1,015,000
Shr earnings	.36	b.33

**NOEL INDUSTRIES INC. (A)**

Year Oct 31:	1984	1983
Sales	\$35,425,474	\$35,993,162
Net loss	886,799	a412,706
Shr earnings	-.37	-.37
Quarter:		
Sales	8,738,943	7,918,003
Net loss	570,629	a166,140
Shr earnings	-.15	-.15

**REYNOLDS METALS CO. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$3,798,200,000	\$3,340,800,000
Income	131,000,000	970,800,000
Shr earnings	6.07	17.77
Quarter:		
Sales	839,600,000	846,600,000
Income	32,100,000	12,300,000
Shr earnings	1.77	.52

**JOHNSON CONTROLS INC. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$386,769,000	\$364,135,000
Net income	\$23,779,000	\$23,204,000
Shr earnings	1.68	1.64

**NOEL INDUSTRIES INC. (A)**

Year Oct 31:	1984	1983
Sales	\$35,425,474	\$35,993,162
Net loss	886,799	a412,706
Shr earnings	-.37	-.37
Quarter:		
Sales	8,738,943	7,918,003
Net loss	570,629	a166,140
Shr earnings	-.15	-.15

**REYNOLDS METALS CO. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$3,798,200,000	\$3,340,800,000
Income	131,000,000	970,800,000
Shr earnings	6.07	17.77
Quarter:		
Sales	839,600,000	846,600,000
Income	32,100,000	12,300,000
Shr earnings	1.77	.52

**KREISLER MANUFACTURING (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$1,737,000	\$1,548,000
Net income	179,000	277,000
Shr earnings	.22	a.35
Quarter:		
Sales	2,899,000	2,904,000
Net income	356,000	322,000
Shr earnings	.44	a.66

**NORTHWEST NATURAL GAS (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Revenues	\$417,504,000	\$384,194,000
Net income	\$19,757,000	\$17,207,000
Avg shares	9,020,000	8,645,000
Shr earnings	2.19	1.99
Quarter:		
Revenues	111,797,000	103,869,000
Net income	4,771,000	4,624,000
Avg shares	9,228,000	8,789,000
Shr earnings	.52	.53

**RHYM FINANCIAL CORP. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Income	\$16,678,000	\$5,223,000
Shr earnings	6.83	2.46
Quarter:		
Income	5,251,000	2,520,000
Shr earnings	2.13	1.7

**KREISLER MANUFACTURING (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$1,737,000	\$1,548,000
Net income	179,000	277,000
Shr earnings	.22	a.35
Quarter:		
Sales	2,899,000	2,904,000
Net income	356,000	322,000
Shr earnings	.44	a.66

**NORTHWEST NATURAL GAS (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Revenues	\$417,504,000	\$384,194,000
Net income	\$19,757,000	\$17,207,000
Avg shares	9,020,000	8,645,000
Shr earnings	2.19	1.99
Quarter:		
Revenues	111,797,000	103,869,000
Net income	4,771,000	4,624,000
Avg shares	9,228,000	8,789,000
Shr earnings	.52	.53

**RHYM FINANCIAL CORP. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Income	\$16,678,000	\$5,223,000
Shr earnings	6.83	2.46
Quarter:		
Income	5,251,000	2,520,000
Shr earnings	2.13	1.7

**KRUEGER (W.A.) CO. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$271,546,000	\$216,548,000
Net income	\$15,516,000	\$10,981,000
Shr earnings	1.05	a.75
Quarter:		
Sales	74,362,000	99,782,000
Net income	3,400,000	3,400,000
Shr earnings	1.05	a.75

**NORTHWEST NATURAL GAS (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Revenues	\$417,504,000	\$384,194,000
Net income	\$19,757,000	\$17,207,000
Avg shares	9,020,000	8,645,000
Shr earnings	2.19	1.99
Quarter:		
Revenues	111,797,000	103,869,000
Net income	4,771,000	4,624,000
Avg shares	9,228,000	8,789,000
Shr earnings	.52	.53

**RHYM FINANCIAL CORP. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Income	\$16,678,000	\$5,223,000
Shr earnings	6.83	2.46
Quarter:		
Income	5,251,000	2,520,000
Shr earnings	2.13	1.7

**SOUTHWEST BANCORP (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Income	\$64,000	\$51,895,000
Shr earnings	-.25	1.89
Quarter:		
Income	17,000	13,462,000
Shr earnings	-.25	1.89

**STAUFFER CHEMICAL CO. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$327,628,000	\$375,422,000
Net income	\$22,000,000	\$16,250,000
Shr earnings	1.26	1.54
Quarter:		
Sales	89,107,000	1,461,000,000
Net income	13,940,000	160,880,000
Shr earnings	1.26	1.54

**TANDY CORP. (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Sales	\$893,233,000	\$891,266,000
Net income	\$6,549,000	\$1,241,000
Shr earnings	1.26	1.54
Quarter:		
Sales	223,000,000	1,461,000,000
Net income	1,680,000	160,880,000
Shr earnings	1.26	1.54

**TELKON CORP. (O)**

Year Dec 31:	1984	1983
Income	\$16,629,000	\$9,321,000
Shr earnings	1.26	1.54
Quarter:		
Income	4,150,000	454,000
Shr earnings	1.26	1.54

**TOKHEIM CORP. (M)**

Year Nov 30:	1984	1983
Sales	\$157,500,000	\$117,813,000
Net income	\$2,516,000	\$7,346,000
Shr earnings	2.84	1.68
Quarter:		
Sales	47,320,000	38,629,000
Net income	3,934,000	3,341,000
Shr earnings	.89	.77

**TRANSAMERICA REALTY INV (M)**

Year Nov 30:	1984	1983
Income	\$2,799,000	\$56,199,000
Shr earnings	1.26	1.54
Quarter:		
Income	711,000	14,619,000
Shr earnings	1.26	1.54

**TRANSAMERICA REALTY INV (M)**

Year Nov 30:	1984	1983
Income	\$2,799,000	\$56,199,000
Shr earnings	1.26	1.54
Quarter:		
Income	711,000	14,619,000
Shr earnings	1.26	1.54

**TRANSAMERICA INCO SHRS (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$8,807,205	\$6,552,649
Shr earnings	1.67	1.62

**TRANSAMERICA INCO SHRS (M)**

Year Dec 31:	1984	1983
Net income	\$8,807,205	\$6,552,649
Shr earnings	1.67	1.62

**ABBREVIATIONS**  
A partial list of frequently used abbreviations: Net inc (net income); Loss dis op (Loss from discontinued operations); Inc cont op (income from continuing operations).

**REYNOLDS METALS CO. (M)**  
Includes a net gain of \$631,000 from sale of land. b-Adjusted for a 10% stock dividend paid in May 1984.

**RHYM FINANCIAL CORP. (O)**  
Includes a charge of \$61,700,000 related to facility closing. c-Includes a charge of \$9,000,000 on facility closing. f

に関する規制がある。発行市場に関する規制は、会社が新たに大量の証券を売却することによって資金を調達する場合に適用される。その具体的手段としては、大蔵省で一般投資家が閲覧可能な有価証券届出書と投資家に直接交付される目論見書がある。その中には、財務諸表・連結財務諸表・中間財務諸表及び監査報告書が掲載されている。他方、流通市場に関する規制は、証券取引所上場会社や店頭売買証券の発行会社等が、定期的あるいは必要に応じて情報公開すべき場合に適用される。その具体的手段としては、毎決算期ごとの有価証券報告書・半期報告書及び臨時報告書がある。これらはいずれも大蔵省・証券取引所・会社本店などで一般投資大衆が閲覧可能である。有価証券報告書には財務諸表・連結財務諸表及び監査報告書が含まれる。また半期報告書には中間財務諸表と中間監査報告書が含まれる。なおこれらの財務諸表の作成に際して準拠すべき会計ルールが企業会計審議会と大蔵省から公表されている。第4-5表はそれらを表示したものである。

第4-5表 財務諸表作成の諸基準

	作成の基準	表示の基準	監査の基準
財務諸表	企業会計原則	財務諸表規則	監査基準
連結財務諸表	連結財務諸表原則	連結財務諸表規則	監査基準
中間財務諸表	中間財務諸表作成基準	中間財務諸表規則	中間財務諸表監査基準

次に商法に基づく会計情報公開制度（昭和57年10月1日施行）をみておこう。ここでは大会社（資本金5億円以上または負債総額200億円以上の株式会社）の場合を検討しよう。第一は、定時株主総会の招集通知への所定の書類の添付、という制度があり、これには計算書類・会計監査人と監査役の監査報告書及び議決権行使の参考書類（株主数1,000人以上の場合）が含まれる。ここにいう計算書類とは貸借対照表・損益計算書・営業報告書・利益金処分案である。なお会計監査人監査は昭和49年の商法改正によって導入された。第二は、総会の

2週間前から所定の書類を会社に備えて、株主と債権者の閲覧を可能にする制度がある。ここには上述の計算書類と監査報告書の他、付属明細書が含まれる。第三は、総会后貸借対照表等を新聞に公告する制度がある。この他に法定制度ではないが、会社は事業報告書（あるいは営業報告書他の名称もある）及び中間事業報告書と題する会社概要を記載した書類を株主に送付している。なおこれらの書類の作成に際して準拠すべき基準としては、商法と監査特例法の関連条文の他、計算書類規則・監査報告書規則・参考書類等規則と略称される三つの法務省令がある。

さらに、証券取引所の自主規制としては、取引所への決算短信・中間決算短信・連結決算短信の提出と取引所記者クラブでの決算発表の制度がある。これは取引所が、上場会社に対して、取締役会での決算案承認後直ちに決算概要の報告を要求するもので、この情報は翌日の新聞で報道されている。決算短信には当期の業績を示すものとして売上高・経常利益・当期利益等の主要項目が含まれるとともに、これら諸項目についての次期の経営者予測も公表される。

以上でみた三つの会計情報公開制度は、各々その目的が異なっているが、いま一点本書の分析目的上重要な点は、そのタイミングが異なっているということである。まず制度的に一番早い情報公開は証券取引所の自主規制である。これは企業の決算日から約1—2カ月のうちに遂行される。続いて商法そして証券取引法に基づく情報公開が実施されるが、一般株主に完全に利用可能となるのは決算後3カ月過ぎてからである。

最後に、事業報告書・有価証券報告書・決算短信の日本経済新聞での記事の雛形を以下に掲載しておく<sup>(8)</sup>。

---

(8) 富士通の事業報告書及び有価証券報告書そして日本経済新聞の記事より引用した。

# 事業報告書 第79期

自 昭和53年 4月 1日 至 昭和54年 3月 31日

富士通株式会社

# 貸借対照表

(昭和54年3月31日現在)

科目	金額	科目	金額
円		円	
(資産の部)	442,382,514,054	(負債の部)	328,672,230,300
流動資産	268,323,733,151	流動負債	213,356,261,628
現金及預金	55,438,389,960	支払手形	20,729,000,000
受取手形	6,667,956,411	買掛金	35,348,539,013
売掛金	84,646,427,230	短期借入金	88,865,211,301
有価証券	13,906,516,147	社債(1年以内償還)	1,250,000,000
製品	41,044,813,918	未払金	28,359,397,472
仕掛品	50,552,713,652	前受金	6,191,047,393
貯蔵品	8,149,295,924	従業員預り金	20,711,984,795
その他流動資産	9,013,551,495	納税充当金	4,555,129,827
貸倒引当金	△1,095,931,586	その他流動負債	7,345,951,737
固定資産	174,058,780,903	固定負債	108,684,800,517
有形固定資産	94,440,850,701	社債	28,630,727,100
建物及構築物	28,490,754,586	長期借入金	34,382,028,114
機械装置	15,602,879,294	退職給与引当金	11,279,294,300
工具器具及備品	39,212,855,491	電子計算機買戻引当金	34,392,751,003
土地	9,040,654,304	特定引当金	6,631,168,155
建設仮勘定	2,093,707,026	価格変動準備金	2,244,311,155
無形固定資産	1,872,420,114	海外投資等損失準備金	4,386,857,000
投資有価証券	77,745,510,088	(資本の部)	113,710,283,754
子会社株式	18,298,251,659	資本金	36,486,412,100
投資有価証券	49,394,399,314	法定準備金	18,499,929,218
長期貸付金	5,642,455,338	資本準備金	13,630,909,231
その他投資	4,420,403,777	利益準備金	4,469,019,387
		剰余金	58,723,942,436
		別途積立金	27,942,058,998
		電算機積立金	19,250,000,000
		当期末処分利益	11,531,883,438
		(当期利益)	(10,732,235,638)
合計	442,382,514,054	合計	442,382,514,054

注記 1. 有形固定資産の減価償却累計額 113,710,376,338円  
 2. 子会社に対する金銭債権 短期 10,857,009,349円  
 長期 3,844,029,825円  
 3. 子会社に対する金銭債務 短期 5,939,239,997円  
 長期 7,808,052,965円  
 4. 担保に供している資産 有形固定資産 8,564,811,008円  
 有価証券及投資有価証券  
 上記のほか、企業担保法に基づく企業担保が設定されている。  
 5. 保証債務残高 82,520,582,426円  
 6. その他流動負債中の固定資産権戻金特別勘定 1,969,525,495円  
 7. 取引所の相場のある有価証券の評価は商法第295条ノ2第2項の評価基準によった。

# 損益計算書

(自 昭和53年4月1日 至 昭和54年3月31日)

科目		金額	
		円	円
経常損益	1. 営業収益		
	売上高		440,920,757,395
	営業費用	288,774,120,962	
営業外損益	2. 営業外収益		
	売上原価	129,770,684,762	
	販売費及一般管理費		418,544,805,724
特別損益の部	3. 営業利益		22,375,951,671
	1. 営業外収益		
	受取利息及配当金	4,452,139,000	
特別損益の部	2. 営業外費用		
	雑収入	6,364,510,112	10,816,649,112
	支払利息	11,482,266,233	
特別損益の部	雑支出	5,234,098,912	16,716,365,145
	経常利益		16,476,235,638
	1. 特別利益		
特別損益の部	価格変動準備金戻入額	418,000,000	
	海外投資等損失準備金戻入額	55,700,000	473,700,000
	2. 特別損失		
特別損益の部	海外投資等損失準備金繰入額		165,700,000
	税引前当期利益		16,784,235,638
	法人税等充当額		6,052,000,000
当期利益		10,732,235,638	
前期繰越利益		3,112,146,782	
中間配当金		2,102,271,801	
利益準備金積立額		210,227,181	
当期未処分利益		11,531,883,438	

注記 子会社との間の取引高 仕入高 49,161,670,744円  
 売上高 37,766,520,076円

## 利益金処分

摘 要	金 額
当 期 未 処 分 利 益	11,531,883,438 円
これを次のとおり処分いたします。	
利 益 準 備 金	220,000,000
別 途 積 立 金	3,500,000,000
電 算 機 積 立 金	2,300,000,000
利 益 配 当 金	2,189,184,726
ただし1株につき 3円	
役 員 賞 与 金	60,000,000
次 期 繰 越 利 益	3,262,698,712

注記 昭和53年12月1日に2,102,271,801円（1株につき3円）の中間配当を実施した。

## 会計監査人の監査報告書 謄本

### 監 査 報 告 書

昭和54年5月16日

富士通株式会社

代表取締役社長 小林 大祐 殿

昭和監査法人

代表社員 公認会計士 田代 宗光 ㊟

関与社員 公認会計士 信 広 守 人 ㊟

#### I 監査概要

当監査法人は、「株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律」第2条の規定に基づき富士通株式会社の昭和53年4月1日から昭和54年3月31日までの第79期営業年度の貸借対照表、損益計算書及び利益金処分案について監査した。

この監査に当って、当監査法人は、一般に公正妥当と認められる監査基準に準拠し、通常実施すべき監査手続を実施した。

#### II 監査意見

監査の結果、貸借対照表及び損益計算書は法令及び定款に従い会社の財産及び損益の状況を正しく示しており、また、利益金処分案は法令及び定款に適合しているものと認める。

#### III 利害関係

会社と当監査法人または関与社員との間には、公認会計士法により記載すべき利害関係はない。

以上

## 監査役の監査報告書 謄本

### 監 査 報 告 書

われわれ監査役は、昭和53年4月1日から昭和54年3月31日までの第79期営業年度における取締役の職務の執行を監査しましたので、これにつき次のとおり報告いたします。

#### 1. 会計に関する監査

会計監査人である昭和監査法人の監査の方法および結果は相当であると認めます。

#### 2. 会計以外の業務に関する監査

会計以外の業務執行については取締役会およびその他重要な会議に出席し、随時取締役より営業の報告を聴取し、重要な書類を閲覧しその他適宜必要と認める方法により監査を行いました。

その結果、

(イ) 営業報告書の内容は真実であると認めます。

(ロ) 利益金処分に関する議案は、会社財産の状況その他の事情に照らし指摘すべき事項はありません。

(ハ) 取締役の職務の遂行に関し、不正の行為または法令もしくは定款に違反する事実は認められません。

昭和54年5月22日

富士通株式会社

常任監査役 渕 澤 寛一郎 ㊟

監 査 役 敷 納 清 ㊟

監 査 役 六 戸 福 重 ㊟

有価証券報告書

※富士通\*

目 次

第1 会社の概況	1頁
1. 会社の設立年月日	1
2. 資本金の増減	1
3. 株式の増減	1
4. 株式の状況	1
5. 1株当たり配当等の増減	2
6. 取締役及び株式買戻しの増減	2
7. 役員の変更及び特約株式	3
8. 従業員数の状況	7
第2 事業の概況	8
1. 会社の目的及び事業の内容	8
2. 経営上の重要な目的	10
第3 営業の状況	11
1. 概況	11
2. 生産能力	11
3. 生産費	12
4. 売上高と売上計画	13
5. 販売費	14
第4 設備の状況	15
1. 設備	15
2. 設備の増設、重要な改良若しくは改修又はこれらの計画	16
3. 固定資産の売却、増減又は減価	16
第5 借入の状況	17
1. 貸借内容	18
2. 財務比率	19
3. 主な借入・負債及び返済の内容	26
4. 資金繰り状況	40
5. その他	40
第6 税金及び子会社に関する事項	41
1. 税金に関する事項	41
2. 子会社に関する事項	41
3. 連結財務諸表に関する事項	42
第7 株式買戻しの概要	43

※富士通\*

第1 会社の概況

1. 会社の設立年月日 昭和18年6月30日

2. 資本金の増減

年月日	増	減	増減累計額	期末額
昭和52年3月31日	14,000千円	33,920,943千円	株式売却の株式への増減 (第77期、51.4.1～52.3.31)	
昭和53年3月31日	81千円	33,021,063千円	株式売却の株式への増減 (第78期、52.4.1～52.3.31)	
昭和54年3月31日	1,065,340千円	34,486,412千円	株式売却の株式への増減 (第79期、53.4.1～54.3.31)	

繰上利益、昭和54年5月31日までの増減の増減

年月日	増	減	増減累計額	期末額
昭和54年5月31日	307,945千円	35,094,357千円	株式売却の株式への増減	

繰上利益の有効化が認められる

銘柄	発行日	償還日	発行額	昭和54年3月31日現在		昭和54年5月31日現在	
				残高	利率	残高	利率
銀行借入金(短期借入金)	46.2.5	54.2.5	5,000,000千円	2,204,000千円	306.00%	2,154,500千円	309.00%
三菱銀行借入金	51.12.23	57.6.30	100,000千円	47,300千円	342.00%	39,160千円	343.00%
三菱銀行借入金	53.3.1	61.4.1	50,000千円	22,402千円	2.00%	19,272千円	2.00%

3. 株式の増減

期末が減少する株式の数量	発行済株式数量
1,300,000,000株	739,728,242株

株式の種類	株式の種類	発行額	発行日	利率	支払利息(千円)	備考
株式	株式	739,728,242株	50円	固定、変動	739,728,242株	アランフロント証券株式会社、昭和51年4月1日より増設済み株式としてあります。

※) 繰上利益、繰上利益の株式への増減により昭和54年5月31日現在の発行済株式総数は733,667,142株であります。

4. 株式の状況

① 所有株式状況

氏名	住所	株数	取得割合	取得年数	その他の個人	合計		
						株数	割合	
株主	一人	91	91	277	217	48,870	48,660	
年有株式	一人	342,135,972	19,739,696	236,137,876	16,645,733	118,109,884	739,728,242	
発行済株式	一人	46.00	2.70	32.30	51,959	2.20	10,071	100.00

監 査 報 告 書

●富士通●

富士通株式会社  
代表取締役社長 小 林 大 祐 郎

作 成 日 昭和54年6月29日

監査役人名稱 堀 和 監 査 役 人

代表社員 田代 崇 光

副代表社員 金田 幸 子

定たる事務所 東京都港区/門1丁目9番2号  
用 意 地 所/門東側ビル  
電 話 東京 (504) 1961 (代番)

I. 監 査 要 旨

当監査役人は、証券取引法第193条の2に基づく監査証明を行うため、この有価証券報告書に記載されている富士通株式会社の昭和53年4月1日から昭和54年3月31日までの第79期事業年度の財務諸表、すなわち、貸借対照表、損益計算書、利益金処分計算書及び附属明細書について監査を行った。

この監査によって、当監査役人は、一般に公正妥当と認められる監査基準に準拠し、通常実質すべき監査手続を実行した。

II. 監 査 意 見

監査の結果、会社の採用する会計手続の適用及び手続は、一般に公正妥当と認められる会計の基準に準拠し、かつ、従事実態と同一の基準にしたがって適用して適用されており、また、財務諸表の表示方法は、「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則(昭和36年大蔵省令第59号)」の定めるところに準拠しているものと認められた。

したがって、当監査役人は、上記の財務諸表が富士通株式会社の昭和54年3月31日現在の財政状態及び同日をもって終了する事業年度の経営成績を適正に表示しているものと認める。

III. 附 属 記 載

会社と当監査役人または副代表社員との間は、会社会計士法により起訴すべき利害関係はない。

以上のとおり報告する。

●富士通●

I. 財 務 諸 表

(1) 貸 借 対 照 表

科 目	昭和53年3月31日		昭和54年3月31日		比較対照	
	金額	構成比	金額	構成比	増減率(%)	比率増減率(%)
資 産 の 部		5		5		
I 純 資 産 部						
1 純 資 産 金 部	52099		58420			
2 資 産 多 歩	5757		4309			
3 未 償 還 借 入 金	57,403		69,745			
4 債 権 金 部	1,732		1,501			
5 有 価 証 券 部	18,976		12,097			
6 債 権 金	26,518		41,048			
7 債 権 金	6,504		7,547			
8 債 権 金	4,641		9,653			
9 債 権 金	760		902			
10 債 権 金	1,900		2,620			
11 債 権 金	1,559		2,966			
12 未 償 還 借 入 金	2074		2,628			
13 債 権 金	23,619		26,420			
14 債 権 金	△ 889		△ 1,096			
純 資 産 金 部 計	237,222	50.0	268,224	60.7	11.9	
II 貸 借 部						
(1) 有 価 証 券 部						
L 債 権 部	44022		47,222			
債 権 部 計 債 権 部	△ 10019	20.0	△ 21,265	20.0		
L 債 権 部	4018		4134			
債 権 部 計 債 権 部	△ 1,621	2.8	△ 1,711	2.8		
L 債 権 部	2,252		2,377			
債 権 部 計 債 権 部	△ 2,782	12.7	△ 2,640	12.7		
A 未 償 還 借 入 金	495		442			
債 権 部 計 債 権 部	△ 256	1.0	△ 277	1.0		
L 未 償 還 借 入 金	9,624		10,120			
債 権 部 計 債 権 部	△ 12,772	28.0	△ 8,817	28.1		
A 未 償 還 借 入 金	8,041		9,041			
7 債 権 金 部	2225		2,094			
債 権 部 計 債 権 部	57,446	21.7	64,411	21.5	6.9	
(2) 有 価 証 券 部						
L 債 権 部	902		1,104			
L 未 償 還 借 入 金	775		688			
債 権 部 計 債 権 部	1,677	0.4	1,792	0.4	1.9	
(3) 未 償 還 借 入 金 部						
L 債 権 部	3,226		3,624			
L 債 権 部	2,590		2,662			



●富士通●

※6 当連結会計年度の9ヵ月間の平均給与は、前年度(53年3月)4,222円、前年度(54年3月)4,778円と増減あり。

※7 当連結会計年度の平均給与は以下の表の通りとなっております。

(単位:百万円)

期 間 別 給 与	前 7 年 間 ( 5 3 年 3 月 )	前 7 年 間 ( 5 4 年 3 月 )
常 務 執 行 役 員 給 与	16,235	18,368
常 務 員	-	4,000

※8 当連結会計年度には、役員報酬の増減は、前年度(53年3月)355百万円、前年度(54年3月)4,370百万円となっております。

※9 当連結会計年度の平均給与は、前年度(53年3月)3,000円、前年度(54年3月)3,200円、前年度(55年3月)3,400円と増減あり。

給 与 内 容	前 年 度 内 容	前 年 度 内 容	前 年 度 内 容	前 年 度 内 容
役員報酬(百万円)	16,235	18,368	16,235	18,368
役員報酬(百万円)	16,235	18,368	16,235	18,368
役員報酬(百万円)	16,235	18,368	16,235	18,368
役員報酬(百万円)	16,235	18,368	16,235	18,368

- ※10 当連結会計年度の9ヵ月間の平均給与は、前年度(53年3月)4,222円、前年度(54年3月)4,778円と増減あり。
- ※11 当連結会計年度には、役員報酬の増減は、前年度(53年3月)355百万円、前年度(54年3月)4,370百万円となっております。
- ※12 当連結会計年度の平均給与は、前年度(53年3月)3,000円、前年度(54年3月)3,200円、前年度(55年3月)3,400円と増減あり。
- ※13 当連結会計年度には、役員報酬の増減は、前年度(53年3月)355百万円、前年度(54年3月)4,370百万円となっております。
- ※14 当連結会計年度には、役員報酬の増減は、前年度(53年3月)355百万円、前年度(54年3月)4,370百万円となっております。

(単位:百万円)

期 間 別 給 与	前 7 年 間 ( 5 3 年 3 月 )	前 7 年 間 ( 5 4 年 3 月 )
常 務 執 行 役 員 給 与	16,235	18,368
常 務 員	-	4,000

- ※15 当連結会計年度には、役員報酬の増減は、前年度(53年3月)355百万円、前年度(54年3月)4,370百万円となっております。
- ※16 当連結会計年度の平均給与は、前年度(53年3月)3,000円、前年度(54年3月)3,200円、前年度(55年3月)3,400円と増減あり。

●富士通●

損 益 計 算 書

(単位:百万円)

科 目	前 7 年 間 1969年4月1日～1970年3月31日	同 上 前 年 度	前 7 年 間 1969年4月1日～1970年3月31日	同 上 前 年 度	同 上 前 年 度	同 上 前 年 度
1 売上高	9	9	9	9	9	9
2 売上原価	207,420	1000	448,981	1000	5,801	5,801
3 売上利益	48,520	26,310	21,253	26,310	21,253	26,310
4 営業利益	16,102	16,102	16,102	16,102	16,102	16,102
5 営業外利益	32,418	10,208	32,418	10,208	32,418	10,208
6 営業外損失	29,726	14,071	29,726	14,071	29,726	14,071
7 営業外利益	36,510	16,045	36,510	16,045	36,510	16,045
8 営業外損失	17,735	21,758	17,735	21,758	17,735	21,758
9 営業外利益	15,685	26,1	15,685	26,1	15,685	26,1
10 営業外損失	4,800	3,781	4,800	3,781	4,800	3,781
11 営業外利益	1,735	1,694	1,735	1,694	1,735	1,694
12 営業外損失	3,067	4,000	3,067	4,000	3,067	4,000
13 営業外利益	12,800	10,220	12,800	10,220	12,800	10,220
14 営業外損失	1,570	1,412	1,570	1,412	1,570	1,412
15 営業外利益	2,203	3,219	2,203	3,219	2,203	3,219
16 営業外損失	410	481	410	481	410	481
17 営業外利益	121	227	121	227	121	227
18 営業外損失	181	180	181	180	181	180
19 営業外利益	22,224	20,224	22,224	20,224	22,224	20,224
20 営業外損失	613	824	613	824	613	824
21 営業外利益	4509	5,201	4,509	5,201	4,509	5,201
22 営業外損失	6,047	6,614	6,047	6,614	6,047	6,614
23 営業外利益	2,944	4,194	2,944	4,194	2,944	4,194
24 営業外損失	300	423	300	423	300	423
25 営業外利益	1,415	1,466	1,415	1,466	1,415	1,466
26 営業外損失	888	1,056	888	1,056	888	1,056
27 営業外利益	6144	6,009	6,144	6,009	6,144	6,009
28 営業外損失	24,792	26,278	24,792	26,278	24,792	26,278
29 営業外利益	1,844	1,971	1,844	1,971	1,844	1,971
30 営業外損失	3,710	11,947	3,710	11,947	3,710	11,947
31 営業外利益	2,820	6,2	2,820	6,2	2,820	6,2
32 営業外損失	3,628	310	3,628	310	3,628	310
33 営業外利益	392	448	392	448	392	448
34 営業外損失	513	667	513	667	513	667
35 営業外利益	1,164	3,493	1,164	3,493	1,164	3,493
36 営業外損失	2,220	7,926	2,220	7,926	2,220	7,926

●富士通●

(単位：百万円)

種 目	第 7 8 期 (昭和54年4月1日～昭和54年3月31日)		増減 率	第 7 9 期 (昭和54年4月1日～昭和54年3月31日)		増減 率	前年増減率
	金額	増減率		金額	増減率		
1 営業外費用							
1.1 支払利息	12335			11482			
2 金融資産売却損	631			12			
3 売却損益	3875			3056			
4 雑損益	1119	16360	4.7	2166	16716	3.6	▲ 1.644
5 雑費用		13814	3.8		16476	3.7	1.962
6 雑費用控除金							
7 雑費用控除金	126			410			
8 雑費用控除金	7	123	-	56	474	6.1	341
9 雑費用控除金		749	0.2		166	-	▲ 583
10 雑費用控除金		13899	3.3		16704	3.8	2.890
11 雑費用控除金		4781	1.2		6032	1.4	1.231
12 雑費用控除金		6197	2.1		16732	2.4	2.825
13 雑費用控除金		3100			2113		5
14 雑費用控除金		2181			2103		3
15 雑費用控除金		210			210		0
16 雑費用控除金		6994			11832		2.338

注) 1) 1) 当期損益の増減は、主に営業外費用、雑費用、雑費用控除金等の増減によるものである。

2) 2) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

3) 3) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

4) 4) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

5) 5) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

6) 6) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

7) 7) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

8) 8) 雑費用控除金の増減は、主に雑費用控除金の増減によるものである。

●富士通●

損益計算書摘要

種 目	第 7 8 期 (昭和53年4月1日～昭和53年3月31日)		第 7 9 期 (昭和53年4月1日～昭和54年3月31日)		前年増減(%)
	金額	増減率	金額	増減率	
1 営業外費用	123,844	412.4	118,574	658.9	340.22
2 支払利息	95,106	200	81,740	261	2,895
3 雑損益	18,096	0.2	15,229	6.1	2,833
4 雑費用	29,299	100.0	32,694	100.0	3,216
5 雑費用控除金	4,340		4,441		
6 雑費用控除金	247,149		276,406		
7 雑費用控除金	45,441		6,652		
8 雑費用控除金	15,805		1,500		
9 雑費用控除金	184,102		212,552		

注) 1) 1) 当期損益の増減は、主に営業外費用、雑費用、雑費用控除金等の増減によるものである。

損益計算書の方法

当社の損益計算書は、貸借対照表に基づいて作成されたものである。損益計算書については、貸借対照表を基に作成されたものである。なお、表中の増減率は、前年増減率に比較して算出されている。

損 益 計 算 書 要 要

(単位：百万円)

種 目	第 7 8 期 (昭和53年4月30日)	第 7 9 期 (昭和54年4月28日)	増減率 (%)
1 営業外費用	69.4	115.22	2.638
2 支払利息	220	220	
3 雑損益	60	60	
4 雑費用	20.0	25.00	
5 雑費用控除金	12.00	12.00	0.269
6 雑費用控除金	2.113	2.103	1.90

注) 1) 昭和53年12月1日～昭和54年3月31日(120.3百万円)を算出いたしました。



## IV：結 語

以上本章では、以下の諸章での実証研究の対象となる会計情報公開制度の内容について概観した。したがって、以下の諸章で具体的な議論をする場合には必ず、公開制度のどれを対象にしているかに注意を払う必要がある。著者自身の実証研究との関連では、第6章では有価証券報告書に記載される財務諸表を、第7章では事業（営業）報告書を、第8章では本章第Ⅲ節でみた三つの制度全体と決算短信の日本経済新聞での記事を各々取り扱うこととする。また特に第7章での議論は、制度自体はそれを規定する法律の立法目的によって遂行されているとはいえ、各企業が立法目的を越える情報内容を公開している可能性があるという考え方に立脚している。



## 第5章 株式投資収益率の分布特性 とマーケット・モデル

### I：開 題——ポートフォリオと株式投資収益率——

会計情報に対する株式市場の反応を株価の動きを通して分析するという会計学上の研究方向については、すでに第3章でサーベイした。このような研究方向は、1960年代後半にベンストン (G.J.Benston) やボール・ブラウン (R. Ball and P.Brown) によって先鞭がつけられ、以後今日に至るまでそれが支配的一方向になっているように思われる。<sup>(1)</sup> いうまでもなく、こうした実証研究にあって中心的な基礎資料は株式投資収益率データである。アメリカの場合は、フィッシャーとローリーによってシカゴ大学の株価研究所 (CRSP) において1926年以降の月次データが計算されている。それはニューヨーク証券取引所に上場されたすべての普通株式を対象としている。日本の場合は、(財) 日本証券経済研究所において、1952年以降の東京証券取引所一部上場企業に関する月次株式投資収益率が計算されている。<sup>(2)</sup> 本書の以下での実証研究は、この株式投資収益率データに依拠するところ大であるので、本章では予備的考察として、日本の収益率データについてその分布特性を考察する。さらに当該データを用いたマーケット・モデルの推定を行う。

いま各種の権利落ち問題を無視すれば、株式 ( $i$ ) の期間 ( $t$ ) における株

---

(1) G.J.Benston, "Published Corporate Accounting Data and Stock Prices," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1967. R.Ball and P.Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, (Autumn, 1968).

(2) (財) 日本証券経済研究所、『株式投資収益率』, 1952年—。なお磁気テープ版も市販されている。以下の実証には磁気テープ版を利用した。

式投資収益率 ( $R_{i,t}$ ) は、

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}) / P_{i,t-1} \dots\dots\dots \textcircled{1}$$

と示すことができた。ただし①式において、 $P_t$  は  $t$  期末における株式 ( $i$ ) の価格を、 $D_{i,t}$  は期間 ( $t$ ) における株式 ( $i$ ) に対する配当を示している。この収益率の定義ではキャピタル・ゲインと配当が同質的に捉えられている。

株式投資を行おうとする者は現在の消費を犠牲にして将来のより多くの消費を企図する。したがって、現在の余剰貨幣を株式に投資することによって、より多くの将来貨幣を獲得しなければならない。そのためには、当然、各株式に有効に組み合わせ投資することによって、できるだけ危険を少なく目標金額を入手しようとするであろう。だが、各株式の将来収益率は現時点では未知であるので、どうしても不確実性が伴う。そこで各株式の収益率を確率変数と考えることによって危険の問題を体系的に考えるのが自然であろう。合理的な株式投資を行おうとする者は、最初に何らかの方法で各株式の将来収益率の分布形状を推測しなければならない。その具体的な手段としては、過去における当該株式の収益率に関する時系列データを用いることができる。過去のデータは証券の収益率分布を推測する標本として理解できるからである。しかし投資家にとって、収益率分布を一義的に確定する確率密度関数を見出して確率密度関数そのもので意思決定を行うのはかなり複雑な問題である。そこで当該分布の特性を示す特性値の比較を行う方が簡便でかつ直観にも訴えることになる。具体的に分布の特性を示す特性値としては、中心的代表値（位置）やバラツキ等が考えられる。

まず中心的代表値を示す指標としては、一般には平均、メディアン、モードがあるが、数学的な取り扱いが便利であるという理由によって通常平均が用いられる。またバラツキを示す指標としては、集中度、4分位偏差、分散（標準偏差）が考えられるが、ここでも数学的操作性の観点から分散が用いられる。平均と分散は各分布と一義的に対応する特性がある。しかし数学的操作性以外に、別段、平均と分散が利用されなければならない積極的な理由はない。

以上のような理由により、理論的というよりも数学的便宜性から、ある確率分布の特性を議論する場合、平均と分散が用いられるのが常である。したがってある個人もまた証券に投資しようとする時、当該株式の過去の収益率データの平均と分散を用いて意思決定を行うのが便利である。すなわち、将来どれほどの大きさの収益が期待できるかという中心的代表値を示す指標として平均を、またその大きさの収益はどれほどのバラツキで——危険性をもって——得られるのかに関する指標として分散を受け入れることとなる。しかしモードやメディアンあるいは集中度や4分位偏差を用いても株式投資意思決定を行うことは可能である。

さらに続けて投資家の意思決定過程について記述すれば、各株式の収益率分布の特性値（平均・分散）及び各証券間の共分散を調べた上で、何種類かの証券を適当に組み合わせてポートフォリオを形成し危険を分散する方（ポートフォリオ分散の最小化）が合理的である。いうまでもなくその最適（有効）ポートフォリオ（Efficient Portfolio）の選択方法の研究は、平均一分散分析としてマルコビッツ（H.M.Markowitz）によって先鞭がつけられた。この点については第3章でみた。注意すべきはマルコビッツの定式化では収益率分布の形状については何ら特定化されていないことである。すなわち収益率分布が正規分布であるという仮定は設けられていない。

ところがマルコビッツ以降のポートフォリオ研究あるいは証券価格に関する研究では、証券市場に上場されている $n$ 種類の証券の投資収益率が多変量正規分布していると仮定することによって重要な結論を導出している。このような仮定を設けることによって、統計的側面に限っても以下のことがいえるようになる。<sup>(3)</sup>

i)  $R_{1,t}, \dots, R_{n,t}$  の結合分布が多変量正規分布であれば、 $R_{1,t}, \dots, R_{n,t}$  の任意の一次結合 ( $R_{m,t} = \sum_{i=1}^n a_i R_{i,t}$ ) は正規分布する。すなわち株式市場におけ

(3) E.F.Fama, *Foundation of Finance, Portfolio Decisions and Securities Prices*, New York, 1976. 邦訳は、(財)日本証券経済研究所計測室訳、『証券市場分析の基礎』、(財)日本証券経済研究所、昭和54年、68頁。

株式投資収益率の結合分布が多変量正規分布であれば、そこからある数だけ取り出した $n$ 種類から構成されるポートフォリオの収益率は一変量正規分布する。

ii) 多変量正規分布では、各々の変数が統計的に独立であれば各収益率の共分散が0となり、逆に各収益率の共分散が0であれば各変数は相互に独立である。つまり収益率相互間の共分散が0であれば、

$$F(R_{i,t} | R_{1,t}, \dots, R_{i-1,t}, R_{i+1,t}, \dots, R_{n,t}) = F(R_{i,t})$$

といえ、条件付分布は周辺分布に等しくなる。

iii)  $R_{1,t} \dots R_{n,t}$  が多変量正規分布すれば、個々の  $R_{i,t}$  は一変量正規分布する。

さらに以上のことから、株式投資収益率の動向に関するあるモデルが導出される。いま  $R_{1,t}$  から  $R_{n,t}$  までの  $n$  個の収益率が多変量正規分布しているならば、その中から任意に二つの一次結合を作り出せば、これらの二つの一次結合の結合分布は i) より二変量正規分布することになる。一種類の個別株式は特殊ポートフォリオであると考えれば、任意の一株式の収益率と任意のポートフォリオの収益率が二変量正規分布するというようにも理解できる。

一般に一方の確率変数 ( $x$ ) をある特定の値に固定した時の、他方の確率変数 ( $y$ ) の条件付期待値 (条件付分布の平均) を、 $y$  の  $x$  に対する回帰関数 (Regression Function) という、すなわち、

$$E(y | x) = \int y F(y | x) dy$$

そして叙上の二変数の確率変数の結合分布が二変量正規分布であれば、その回帰関数は線型となる。そこで一方の変数を特定の一株式の収益率とし、他方の変数を市場全体の全証券からなるポートフォリオの収益率であるとすれば、以下のことがいえる。

$$\begin{aligned} E(R_{i,t} | R_{m,t}) &= \int_{R_{i,t}} R_{i,t} F(R_{i,t} | R_{m,t}) dR_{i,t} \\ &= [\sigma^2(R_{m,t}) E(R_{i,t}) - \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) \cdot E(R_{m,t})] / \sigma^2(R_{m,t}) \\ &\quad + \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) \cdot R_{m,t} / \sigma^2(R_{m,t}) \end{aligned}$$

ここで

$$\alpha_i = [\sigma^2(R_{m,t})E(R_{i,t}) - \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) \cdot E(R_{m,t})] / \sigma^2(R_{m,t}),$$

$$\beta_i = \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) / \sigma^2(R_{m,t})$$

とおくと、

$$E(R_{i,t} | R_{m,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad \dots\dots\dots \textcircled{2}$$

と示されうる。また  $F(R_{i,t} | R_{m,t})$  の分散は、

$$\sigma^2(R_{i,t} | R_{m,t}) = \int [R_{i,t} - E(R_{i,t} | R_{m,t})]^2 F(R_{i,t} | R_{m,t}) dR_{i,t}$$

$$= \sigma^2(R_{i,t})(1 - \rho_{im}^2) \quad \dots\dots\dots \textcircled{3}$$

となる。ただし、

$$\rho_{im} = \text{Cov}(R_{i,t}, R_{m,t}) / \sigma(R_{i,t})\sigma(R_{m,t})$$

このことは  $R_{i,t}$  の条件付分布が  $R_{m,t}$  とは独立の分散をもつ正規分布であることを意味している。ゆえに、 $R_{i,t}$  の条件付期待値からの偏差 ( $e_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t})$ ) は、平均0で③式の分散をもつ正規分布に従う。さらにこのことは、 $e_{i,t}$  と  $R_{m,t}$  が独立であることを意味している。以上のことによつて、 $R_{i,t}$  と  $R_{m,t}$  が二変量正規分布しているならば、一般に、

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t} \quad \dots\dots\dots \textcircled{4}$$

$$E(e_{i,t} | R_{m,t}) = E(e_{i,t}) = 0$$

と書くことができる。個別証券の収益率 ( $R_{i,t}$ ) と市場ポートフォリオの収益率 ( $R_{m,t}$ ) の線型関係式をマーケット・モデル (Market Model) と呼んでいる。これは第3章でみた当該モデルの統計的基礎の詳細である。<sup>(4)</sup>

(4) 上掲訳書、72頁。本来的にはマーケット・モデルからの残差を異常収益率として意義付けるために、資本資産評価モデル (CAPM) の事後モデルとしてマーケット・モデルを意義付けるのが適当であるが、ここでは統計的な基礎のみで議論を進める。CAPMの日本における実証については、榊原茂樹、「株式市場におけるリスクとリターンに関する計量分析」(I)(II),『インベストメント』,第34巻第2号,第3号,1981年,を参照。

このマーケット・モデルを利用すれば、 $R_{i,t}$ の動向を市場全体の動きの部分( $\alpha_i + \beta_i R_{m,t}$ )とそうでない個別の部分( $e_{i,t}$ )に分割することができた。このことは、証券市場に関する種々のテストに応用されることについても第3章で述べた。またベータは市場ポートフォリオ収益率の分散に対する個々の証券の収益率と市場ポートフォリオ収益率との共分散の比であるから個々の証券の相対的危険度と理解することが可能であった。

以上、極めてプリミティブではあるが、株式市場の収益率に関する現実描写のための仮定とそこから導かれるモデルについてみてきた。そこで以下の節では、まず証券市場の収益率分布が正規分布であると仮定して議論することの妥当性を検討するために、日米の証券市場におけるデータを利用して株式投資収益率データの正規性について実証的に検証しておこう。続いてそのことから導かれるマーケット・モデルの当てはまりについても検討してみることにする。なぜなら以下の本書での実証研究では、専らマーケット・モデルから導出される残差を利用するからである。なおアメリカのデータはファーマ (E.Fama)の著作に依っている。

## II：日米の株式投資収益率の分布特性

### II-1：加重ポートフォリオ収益率（市場ポートフォリオ収益率）の変動性

前節で導出したマーケット・モデルが妥当するためには、個々の証券の市場収益率分布及び加重ポートフォリオ収益率（市場収益率）の分布がいずれも正規分布である必要がある。そこで本節では日米の株式投資収益率の変動性をみるとともに、その分布の正規性について検討してみよう。

第I節で株式投資収益率を定義した際には、各種の権利落ち問題については触れなかった。しかし現実の計算過程では市場で具現した株価に種々の修正が加えられた上で収益率が計算される。例えば日本証券経済研究所作成の日本の月次収益率データをみると、無償増資・有償増資・株式配当・現金配当などの影響を考慮した修正株価を用いて計算されている。現実株価 ( $P_i$ ) の修正後の

株価 ( $\bar{P}_t$ ) は以下の修正式に従っている。

$$\begin{aligned}\bar{P}_{i,t} &= P_{i,t} \cdot Q_{i,t-1} \\ &= P_{i,t} \cdot \left\{ \prod_t (1 + \beta_{i,t} + r_{i,t} + \delta_{i,t}) \cdot P_{i,t} \cdot \lambda_{i,t} \cdot \mu_{i,t} / \right. \\ &\quad \left. (P_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot A_{i,t} - \alpha_{i,t}) \right\}\end{aligned}$$

ただし

- $\bar{P}_{i,t}$  :  $t$ 期末の修正株価                       $P_{i,t}$  :  $t$ 期末の一株当たり株価  
 $Q_{i,t-1}$  :  $t$ 期末の一株当たり株価に乗ぜられる修正係数  
 $P_{i,t}$  :  $t$ 期の権利付き最終株価               $\alpha_{i,t}$  :  $t$ 期の一株当たり現金配当  
 $\beta_{i,t}$  :  $t$ 期の有償増資割当比率               $r_{i,t}$  :  $t$ 期の無償増資割当比率  
 $\delta_{i,t}$  :  $t$ 期の一株当たり株式配当               $A_{i,t}$  :  $t$ 期の有償増資払込金  
 $\mu_{i,t}$  :  $t$ 期の合併比率 (新株数/旧株数)  
 $\lambda_{i,t}$  :  $t$ 期の額面変更率 (旧額面/新額面)

したがって月次収益率 ( $R_{i,t}$ ) は、

$$R_{i,t} = (\bar{P}_{i,t} - \bar{P}_{i,t-1} + D_{i,t}) / \bar{P}_{i,t-1}$$

となる。<sup>(5)</sup>なお理論的には期間 ( $t$ ) は任意に決定することができる。その長さによって例えば、日次・週次・月次等の各収益率が定義される。また日本の場合、東京証券取引所一部上場企業の各株式の月次収益率を、個々の株式の市場総価値 (株式の時価 × 上場株式総数) の全体株式市場総価値に対する比率で加重した平均値が月次市場収益率 (加重ポートフォリオ収益率) と定義され公表されている。

最初に株式投資収益率の長期的・全体的動向を把握するために、上述の月次市場収益率データを分析しておこう。当該データの標本平均と標本標準偏差 (分散) を計算した結果は第5-1表<sup>(6)</sup> (USA) 及び第5-2表 (日本) のよ

(5) 日本証券経済研究所、前掲書を参照。

(6) 日本証券経済研究所計測室訳、前掲訳書、13頁。

第5-1表 等加重ポートフォリオの月次収益率( $R_m, t$ )の標本平均( $\bar{R}_m$ )と標本標準偏差  $s(R_m)$ , 1926年2月-1968年6月(USA)

期 間			
統計量	2/26- 6/68	2/26- 12/45	1/46- 6/68
$\bar{R}_m$	.0138	.0162	.0117
$s(R_m)$	.0853	.1165	.0413

期 間								
統計量	2/26- 12/30	1/31- 12/35	1/36- 12/40	1/41- 12/45	1/46- 12/50	1/51- 12/55	1/56- 12/60	1/61- 6/68
$\bar{R}_m$	-.0019	.0313	.0075	.0274	.0077	.0147	.0090	.0141
$s(R_m)$	.0686	.1822	.1135	.0577	.0520	.0325	.0337	.0433

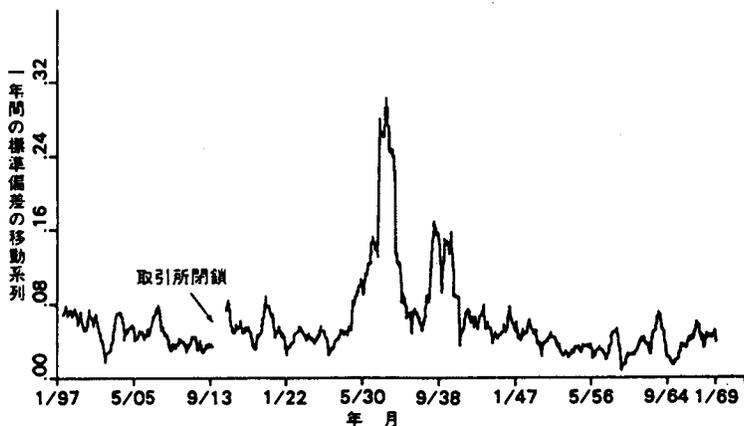
第5-2表 月次市場収益率( $R_m, t$ )の標本平均( $\bar{R}_m$ )と標本標準偏差  $s(R_m)$ (日本)

	$\bar{R}_m$ (%)	$s(R_m, t)$ (%)
1952/1-1955/12	2.675	7.210(51.978)
56/1- 60/12	2.350	4.717(22.253)
61/1 65/12	0.547	5.425(29.435)
66/1- 70/12	1.055	4.091(16.742)
71/1- 75/12	1.688	5.501(30.257)
76/1- 80/12	0.907	2.478( 6.144)
52/1- 59/12	2.381	6.055(36.664)
60/1- 69/12	1.252	4.890(23.909)
70/1- 79/12	1.108	4.525(20.473)
52/1- 80/12	1.498	5.063(25.674)

うである。アメリカの場合は1926年からのデータを利用することが可能であり、長期間の変動と5年区切りの変動を示している。日本の場合は西暦で5年ごと10年ごとの平均・標準偏差(分散)と1952年1月から1980年12月までのそれが示されている。大略的にいって、市場ポートフォリオを構成する全証券を1年

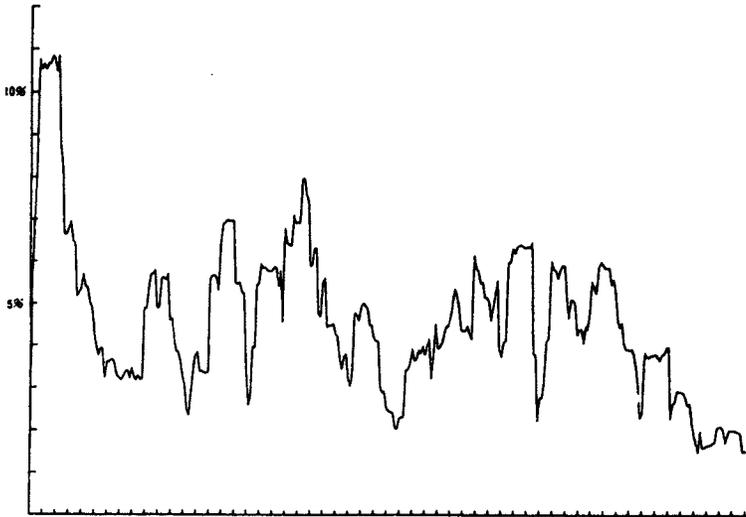
間保有しかつ月次に買い替えるという戦略を採ることによって、一年でアメリカの場合平均  $(1 + 0.0117)^{12}$ 、日本の場合平均  $(1 + 0.0149)^{12}$  の元利合計になり、収益率は約15.0%と約19.4%になる。

次に収益率のパラッキを標準偏差でみてみると、アメリカの場合、1926年から1968年までの期間の平均月次収益率は1.38%で標準偏差は8.53%である。特に第二次世界大戦後の収益率の変動が戦前よりも低いことを示している。戦後の市場収益率 ( $R_{m,t}$ ) の標準偏差は4.13%であり戦前・戦中の11.65%の約1/3という結果になっている。日本の場合は第二次大戦後のデータしかないのであるが、1952年から1975年までは4.0%から7.2%水準であったが、1975年以降はかなり小さい値 (2.5%) を示している。標準偏差の動向をより詳細にみるために、月次市場収益率データを初めの12カ月分採り標準偏差を計算し、以後1カ月ずつずらしながら期間1年の標準偏差の時系列を計算してみた。アメリカの場合、例えば、1897年1月から1897年12月までの12個のデータを用い次に1897年2月から1898年1月の12個のデータを用いて計算している。その結果は第5-1図で



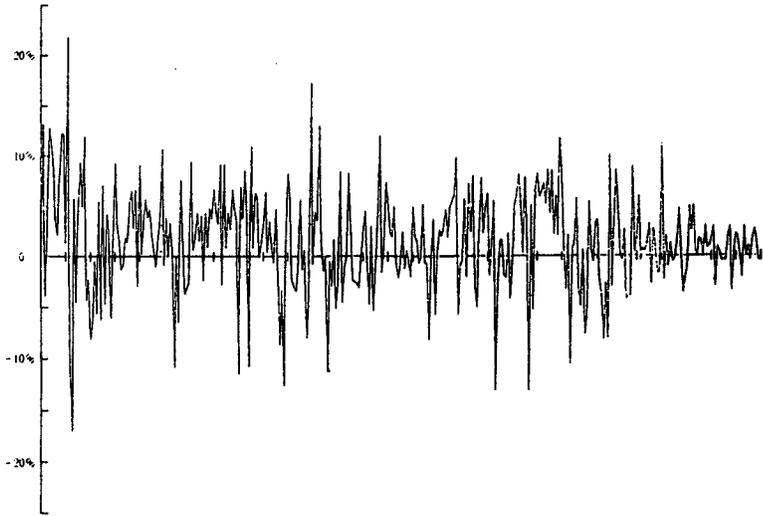
第5-1図 月次市場指標の1年間の標準偏差の動き (1897年—1969年) (USA)

示される。<sup>(7)</sup>ただし各標準偏差の推定結果は、計算に用いられた12個のデータの7番目の月の偏差として記してある。日本の場合も同様に、1952年1月から1980年12月までの月次収益率の年間標準偏差の時系列を計算してみた。一番目の計算値は1952年1月から1952年12月までの月次収益率12個の標本標準偏差を7番目の月（1952年7月）の偏差として示した。2番目の数値（1952年8月）は1952年2月から1953年1月までの12カ月についての同様の計算結果である。したがって1952年1月から1980年12月までの月次データを用いると、1952年7月から1980年7月までの標本標準偏差337個の値が計算される。第5-2図はその結果を図示したものである。横軸の目盛りは6カ月単位である。なお第5-3図は月次市場収益率そのものの動きを1952年1月から図示したものである。横軸の目盛りは1年単位である。



第5-2図 年次標準偏差の動き（日本）

(7) 上掲訳書, 15頁。



第5-3図 月次収益率の動き（日本）

## II-2 : 収益率分布の正規性

次に収益率分布の正規性について分析しておこう。何故に現実の株式投資収益率の分布を描写する仮定として正規分布を挙げることができるのだろうか。それは統計学でいう「中心極限定理」に依拠しているように思われる。中心極限定理によれば、母集団の形のいかんにかかわらず、無限母集団から抽出した（有限母集団からの復元抽出を含める）標本和  $\left(\sum_{i=1}^N X_i\right)$  の分布は、和の項数  $(N)$  が大きくなるにつれて正規分布に近づく。すなわちある母集団からサンプルを抽出してその平均を  $X_1$  とする。これを  $k$  回繰り返すと  $X_1, \dots, X_k$  が得られるが、この  $X_k$  もまた確率変数とみなしうる。そして  $X_k (k=1, \dots, k)$  は各  $X_k$  の和を構成する項数が多くなるにつれて正規分布に近づくというのである。したがってまず日次、週次、月次の各株価変化を、絶えず行われている取引における株価変化の和とみなすならば、その分布は和の項数が多くなるに

つれて正規分布に近づくことになる。ところが我々が用いるデータは株価変化額ではなく株式投資収益率である。そして例えば $t$ 月一月の株価の変化は、その月の日々のあるいは毎週の株価変化の和であると考えられるが、月次株式投資収益率は日次収益率あるいは週次収益率の積である。すなわち、

$$1 + R_{i,t} = \prod_{k=1}^t (1 + r_{i,k}) \quad (\text{ただし } t > k) \dots\dots\dots \textcircled{5}$$

積の形を対数の形に改めれば、

$$\ln(1 + R_{i,t}) = \sum_{k=1}^t \ln(1 + r_{i,k})$$

したがって、 $\ln(1 + R_{i,t})$ は、 $\ln(1 + r_{i,k})$ の和の形で表現することができる。ゆえに中心極限定理により月次収益率の複利形 ( $\ln(1 + R_{i,t})$ )は、日次収益率数十個の和であるので正規分布であると仮定されうる。そして  $R_{i,t}$  と  $\ln(1 + R_{i,t})$ の大きさは  $R_{i,t}$ の絶対値が0.15以下の場合には殆ど近似している。このことから一般に単純収益率もまた近似的には正規分布していると期待されるのである。

## II-2-i : アメリカの日次収益率

第5-3表はアメリカのダウ・ジョーンズ工業株の1957年末から1962年5月26日までの連続複利計算された日次収益率の度数分布である。度数は平均から(0.5×標準偏差)ずつ区切った区間での度数表となっている(以下、度数表はすべて同じ)。第5-3表で明らかなように、日次収益率の頻度分布はその中心部分と両裾の部分において正規分布から期待されるよりも多数の観察値があるということである。より厳密な正規性の検定のためにスチューデント化された範囲についての検定を行った。その結果はここにリストされているすべての証券の収益率は正規性の検定を満たしていない。ここに列挙された収益率相互間での作用もあるので全く統計的に独立な30のサンプルが正規性を満たしていないというわけではない。つまり何か市場に共通した要因の作用によって全体的に正規性からズレている可能性もあるということである。しかし他方収益率間の共変動部分がそれほど大きいものではないことが知られているので、

第5-3表 ダウ・ジョーンズ工業株の日次収益率の頻度分布

	区 間																
			$\bar{R}-1.0s(R) \leq R < \bar{R}-.5s(R)$ および		$\bar{R}-1.5s(R) \leq R < \bar{R}-1.0s(R)$ および		$\bar{R}-2.0s(R) \leq R < \bar{R}-1.5s(R)$ および		$R < \bar{R}-2s(R)$ および		$R < \bar{R}-3s(R)$ および		$R < \bar{R}-4s(R)$ および		$R < \bar{R}-5s(R)$ および		
	$\bar{R}$	$\bar{R} \leq R \leq \bar{R} + .5s(R)$	$\bar{R} + .5s(R) < R \leq \bar{R} + 1.0s(R)$	$\bar{R} + 1.0s(R) < R \leq \bar{R} + 1.5s(R)$	$\bar{R} + 1.5s(R) < R \leq \bar{R} + 2.0s(R)$	$R > \bar{R} + 2s(R)$	$R > \bar{R} + 3s(R)$	$R > \bar{R} + 4s(R)$	$R > \bar{R} + 5s(R)$	期待数	実現数	期待数	実現数	期待数	実現数	期待数	実現数
r	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
Allied Chemical	1.223	468.5	562	366.5	349	224.8	163	107.7	94	55.5	55	3.3	16	.08	4	.0007	2
Alcoa	1.190	455.8	521	356.6	343	218.7	172	104.8	85	54.1	69	3.2	7	.07	0	.0007	0
American Can	1.219	466.9	602	365.1	336	224.1	157	107.4	62	55.5	62	3.3	19	.08	6	.0007	3
AT & T	1.219	466.9	710	365.1	285	224.1	131	107.4	42	55.5	51	3.3	17	.08	9	.0007	6
American Tobacco	1.283	491.4	692	384.4	311	235.8	138	113.0	73	58.4	69	3.5	20	.08	7	.0008	4
Anaconda	1.193	456.9	513	357.4	331	219.3	204	105.1	88	54.3	57	3.2	8	.08	1	.0007	0
Bethlehem Steel	1.200	459.6	575	359.5	307	220.6	180	105.7	67	54.6	62	3.2	15	.08	4	.0007	1
Chrysler	1.692	648.0	736	506.9	493	311.0	259	149.1	117	77.0	87	4.6	16	.11	4	.0010	1
Du Pont	1.243	476.1	539	372.4	363	228.5	195	109.5	80	56.5	66	3.4	8	.08	3	.0007	1
Eastman Kodak	1.238	474.2	546	370.9	379	227.5	162	109.1	85	56.3	66	3.3	13	.08	2	.0007	2
General Electric	1.693	648.4	784	507.2	479	311.2	222	149.2	111	77.0	97	4.6	22	.11	5	.0010	1
General Foods	1.408	539.3	632	421.8	423	258.8	194	124.0	84	64.1	75	3.8	22	.09	3	.0008	1
General Motors	1.445	553.8	682	433.2	396	265.8	203	127.4	103	65.8	62	3.9	13	.09	6	.0009	3
Goodyear	1.162	445.0	539	348.1	331	213.6	164	102.4	71	52.9	57	3.1	10	.07	4	.0007	2
International Harvester	1.200	459.6	529	359.5	365	220.6	182	105.7	61	54.6	63	3.2	15	.08	4	.0007	1
International Nickel	1.243	476.1	587	372.4	362	228.5	149	109.5	72	56.5	73	3.4	16	.08	6	.0007	0
International Paper	1.447	554.2	643	433.5	442	266.0	180	127.5	100	65.8	82	3.9	19	.09	5	.0009	0
Johns Manville	1.205	461.5	526	361.0	363	221.5	163	106.2	91	54.8	62	3.2	11	.08	3	.0007	1
Owens Illinois	1.237	473.7	591	370.6	323	227.4	188	109.0	69	56.3	66	3.3	20	.08	3	.0007	1
Procter & Gamble	1.447	554.2	726	433.5	389	266.0	171	127.5	71	65.8	90	3.9	20	.09	6	.0009	2
Sears	1.236	473.4	666	370.3	305	227.2	144	108.9	58	56.2	63	3.3	21	.08	8	.0007	5
Standard Oil (California)	1.693	648.4	776	507.2	468	311.2	233	149.2	121	77.0	95	4.6	14	.11	5	.0010	1
Standard Oil (New Jersey)	1.156	442.8	582	346.3	314	212.6	139	101.8	70	52.5	51	3.1	12	.07	3	.0007	2
Swift & Co.	1.446	553.8	672	433.2	409	265.8	194	127.4	85	65.8	86	3.9	18	.09	4	.0009	0
Texaco	1.159	443.9	533	347.3	311	213.0	164	102.1	95	52.7	56	3.1	14	.07	2	.0007	0
Union Carbide	1.118	428.1	466	335.0	338	205.5	178	98.5	69	50.9	67	3.0	6	.07	1	.0007	0
United Aircraft	1.200	459.6	550	359.5	348	220.5	165	105.7	77	54.6	60	3.2	11	.08	3	.0007	1
U.S. Steel	1.200	459.6	495	359.5	337	220.6	219	105.7	90	54.6	59	3.2	8	.08	1	.0007	0
Westinghouse	1.448	554.6	636	433.8	424	266.1	221	127.6	95	65.9	72	3.9	14	.09	3	.0009	2
Woolworth	1.445	553.5	718	432.9	390	265.6	170	127.3	91	65.7	76	3.9	23	.09	5	.0009	2

第5章 株式投資収益率の分布特性とマーケット・モデル

日次収益率はアメリカの証券については実質的には非正規であると結論してもよいであろう<sup>(8)</sup>(第5-4表)。

以上のようにアメリカのデータによれば、日次収益率データは正規性を満た

第5-4表 ダウ・ジョーンズ工業株の日次収益率の最小値、  
最大値とスチューデント化された範囲

	(1) 最小収益	(2) 最大収益	(3) スチューデント 化された範囲	(4) $T$
Allied Chemical	-.0718	.0838	10.83	1.223
Alcoa	-.0531	.0619	7.33	1.190
American Can	-.0623	.0675	11.30	1.219
AT & T	-.1038	.0989	20.07	1.219
American Tobacco	-.0800	.0724	12.62	1.283
Anaconda	-.0573	.0600	7.87	1.193
Bethlehem Steel	-.0725	.0619	10.32	1.200
Chrysler	-.0805	.1008	10.51	1.692
Du Pont	-.0599	.0515	10.79	1.243
Eastman Kodak	-.0443	.0779	9.23	1.238
General Electric	-.0647	.0565	9.59	1.693
General Foods	-.0468	.0625	9.00	1.408
General Motors	-.0976	.0829	14.31	1.446
Goodyear	-.0946	.1743	16.79	1.162
International Harvester	-.0870	.0687	11.17	1.200
International Nickel	-.0592	.0567	9.36	1.243
International Paper	-.0507	.0533	8.67	1.447
Johns Manville	-.0687	.1193	11.96	1.205
Owens Illinois	-.0637	.0606	10.08	1.237
Procter & Gamble	-.0635	.0656	11.06	1.447
Sears	-.1073	.0606	14.48	1.236
Standard Oil (California)	-.0633	.0674	9.85	1.693
Standard Oil (New Jersey)	-.1032	.1007	18.29	1.156
Swift & Co.	-.0675	.0628	9.18	1.446
Texaco	-.0593	.0548	8.84	1.159
Union Carbide	-.0456	.0394	8.17	1.118
United Aircraft	-.1523	.0849	13.81	1.200
U. S. Steel	-.0539	.0555	8.06	1.200
Westinghouse	-.0804	.0863	11.22	1.448
Woolworth	-.0674	.0896	13.63	1.445
平均	-.0727	.0746	11.28	1.310

(8) 上掲訳書, 21頁-26頁。

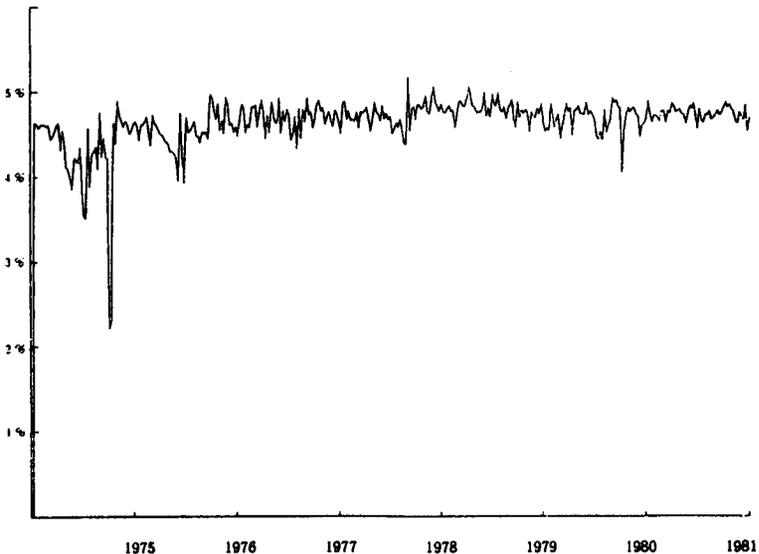
していないという結果になっている。当然のことながら長期間の収益率の方が正規性を満たす可能性が強い。そこでこの点を踏まえて、また研究やデータの都合上、日本の日次データの分析は省略する。

### II - 2 - ii : 日本の週次収益率

本項では日本の証券の週次収益率の分布特性について検討してみることにする。<sup>(9)</sup>データの利用可能性の限界から、我々の用いる週次収益率は以下のようにホールディング・ゲインからのみ形成されているように定義し直されている。

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

ただ  $P_t$  は有償・無償の増資及び減資について修正済みの株価である。具体的には1974年3月から1981年3月まで(363週)の東京証券取引所一部上場企業の週次収益率が計算された。第5-4図は、その単純平均市場収益率の動向



第5-4図 週次単純市場収益率の動き

(9) 週次株式投資収益率計算の基礎となった週次株価データについては、日本経済新聞社作成のデータ(磁気テープ版)を利用した。

を示している。横軸の目盛りは1年単位である。2, 3の週の例外を除けばかなり安定していることがこの図から窺える。単純平均市場収益率の分布状況についてみれば、第5-5表が示すように、適合度検定( $\chi^2$ 検定)( $\alpha=0.05$ )及びスチューデント化された範囲(上方, 下方 $\alpha=0.025$ )ともにパスしない。分布上の特徴としては、平均の近傍で正規分布から期待されうるよりも高い度数を示しているとともに、極端に悪い値が正規分布から期待されるよりも高い。それに対して、極端に良い値が、正規分布から期待されるよりも低いといえよう。

第5-5表 週次単純平均市場収益率の分布状況(理論値)

-2.0 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0 以上	$w$ (適合度)	SR
11 (8)	6 (16)	12 (33)	34 (54)	72 (70)	126 (70)	89 (54)	12 (33)	1 (16)	1 (8)	129.24	10.650

次に代表的企業(東証指定銘柄)についてその証券の週次収益率の分布状況を見たのが第5-6表であり、全体の趨勢を要約したのが第5-7表である。代表的企業の株式投資収益率についていえることは、収益率の平均の近傍での度数が正規分布から期待されるよりも高く、極端に悪い値が正規分布から期待されるよりも低いものに対して、極端に良い値が正規分布から期待される度数よりも高いということである。すなわちここに掲げた東証の指定銘柄の収益率分布は右に歪んでいる(skew to the right)とみられる。これは一般に指摘されている現象であり、日本の当該企業に独特のものではない。このことは数値的により確実に確かめられうる。各分布が正規分布であるか否かの検証のためにここでも適合度検定値( $w$ )とスチューデント化された範囲(SR)について計算してみた。するとこの代表的企業の週次収益率は、適合度検定( $\alpha=0.05$ )

第5-6表 主要企業の週次収益分布状況

	平均からの標準偏差単位の乖離											最小値 (%)	最大値 (%)	w (適合度)	SR	サンプル 数
	-2.0 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0 以上						
平和不動産 (8803)	5	7	18	58	121	76	45	17	8	8	-10.96	41.93	64.23	13.230	363	
東レ (3402)	10	7	32	56	102	56	46	24	16	14	-11.39	11.93	31.23	6.114	363	
武田薬品 (4502)	4	13	23	65	107	67	39	19	11	15	-11.15	23.39	45.31	8.311	363	
富士写真 (4901)	5	13	27	69	87	62	48	23	11	18	-9.38	15.17	29.74	6.224	363	
日石 (5001)	3	11	25	66	107	62	46	19	11	13	-18.03	27.40	41.57	8.065	363	
日電 (6701)	5	13	35	53	91	74	35	32	15	10	-8.09	15.56	15.63	6.235	363	
松下電器 (6752)	3	14	35	72	81	57	44	29	16	12	-8.11	13.03	17.97	5.997	363	
三菱重工 (7011)	7	9	35	49	112	56	48	22	9	16	-11.63	14.06	47.16	6.955	363	
トヨタ (7203)	5	10	23	73	89	70	52	19	10	12	-12.17	16.47	28.51	7.596	363	
三井物産 (8031)	7	8	15	58	125	73	31	28	6	12	-15.06	30.88	76.38	11.710	363	
東京海上 (8751)	3	4	15	66	115	89	35	17	9	10	-8.99	48.30	76.70	14.410	363	
日本郵船 (9101)	7	12	25	59	100	74	36	24	13	13	-10.06	20.99	28.75	7.620	363	
平均	6	10	25	62	103	68	42	23	11	13			31.87		363	
理論値	8	16	33	54	70	70	54	33	16	8						
確率	0.0228	0.0440	0.0919	0.1498	0.1915	0.1915	0.1498	0.0919	0.0440	0.0228						

第5-7表 週次収益率データの正規性

スチューデント化された範囲 (SR)		適合度検定 (w)	
パスした 企業数	パスしなかった 企業数	パスした 企業数	パスしなかった 企業数
86 (17.8%)	396 (82.2%)	9 (1.9%)	473 (98.1%)
全サンプルの揃った企業数 (482社)			

については日本電気がパスしており、スチューデント化された範囲（上方・下方  $\alpha = 0.025$ ）については東レ、富士写真、日本電気、松下電器がパスしている。市場全体の傾向としては、1974年3月から1981年3月までの363週全部の週次収益率データが揃っている482社について、86社（17.8%）がスチューデント化された範囲について検定をパスしているのに対して、適合度検定では僅か9社（2%）しかパスしているにすぎない。

以上のことから、日本の証券の週次収益率の分布状況は、市場収益率も個々の証券の収益率の分布もともに正規性を仮定することは、困難なように思われる。

#### II - 2 - iii : 日米の月次収益率

続いて日米の月次収益率の分布特性についてみてみることにしよう。アメリカの場合は1951年1月から1968年6月までの210カ月分についての単純月次収益率の分布特性が検討されている。日次収益率の場合と同様にダウ・ジョーンズ30社株の頻度分布が計測されている。区間は平均から  $(0.5 \times \text{標準偏差})$  ずつの幅である。その結果が第5 - 8表である。<sup>(10)</sup> アメリカの月次収益率の頻度分布について特徴的なことは分布の裾が右に引っ張られている (skew to the right) ということである。その理由の一つは、月次収益率が単純収益率として計算されていることである。もし  $I_n(1+R)$  とすれば、正規分布の形状に近づくであろう。そこで月次収益率についてもスチューデント化された範囲について計算してみた。その結果が第5 - 9表である。

以上でみたアメリカの証券のサンプルから判断して、月次収益率は日次収益率よりもその分布が正規分布に近いといえよう。

次に日本の場合について検討してみよう。まず前述した月次市場収益率の分布特性を検討する。1952年から1980年までの期間を種々の区間に区切って、

(10) 上掲訳書、29頁—30頁。

(11) 上掲訳書、35頁。

第5-8表 ダウ・ジョーンズ工業株の月次収益率の頻度分布（1951年1月—1968年6月）

	区間（平均からの標準偏差単位の乖離）															
	≤-5	≤-4	≤-3	≤-2	-2.0から -1.5	-1.5から -1.0	-1.0から -.5	-.5から 0	0から .5	.5から 1.0	1.0から 1.5	1.5から 2.0	>2	>3	>4	>5
Allied Chemical				2	6	19	44	38	42	27	17	12	3	1	1	1
Alcoa			1	3	11	15	33	42	34	32	21	12	1	1		
American Can				5	8	16	37	45	40	25	16	13	5	1		
AT & T				8	1	11	36	56	49	25	11	4	9	3	1	
American Tobacco				4	8	18	40	41	29	34	24	7	5			
Anaconda				3	12	18	33	42	40	28	15	12	7			
Bethlehem Steel					10	19	33	50	42	28	17	5	6	3	1	1
Chrysler		1		1	6	30	30	39	44	28	17	11	4	1		
Du Pont				3	10	19	37	33	48	30	15	10	5	2		
Eastman Kodak				4	10	12	37	46	39	32	12	13	5	1		
General Electric				3	11	23	25	46	35	40	12	10	5	1		
General Foods			1	4	5	19	31	55	34	34	18	3	7	1	1	
General Motors				1	9	20	34	49	40	24	18	8	7	1	1	
Goodyear				4	8	21	30	47	37	36	14	4	9	2		
International Harvester			1	3	3	27	37	41	37	31	15	8	8			
International Nickel			1	5	8	21	28	47	38	30	20	8	5	1		
International Paper				5	7	18	37	42	42	30	11	11	7	1		
Johns Manville				4	6	22	34	46	38	33	12	7	8	2		
Owens Illinois				3	7	31	26	34	48	28	21	4	8			
Procter & Gamble				7	5	12	41	48	38	27	15	9	8	1		
Sears		1		7	7	9	31	56	45	24	19	7	5	2		
Standard Oil (California)				5	5	23	36	37	35	34	23	6	6	1		
Standard Oil (New Jersey)				1	8	23	41	40	37	29	14	10	7	1		
Swift & Co.				4	9	23	27	46	42	30	17	5	7	1		
Texaco				4	9	26	29	36	36	34	23	11	2			
Union Carbide				2	11	19	35	44	35	24	26	8	6			
United Aircraft				3	8	22	30	48	39	32	15	8	5	3		
U.S.Steel			1	3	4	24	30	49	39	33	18	6	4	3	1	
Westinghouse				2	13	18	34	50	25	30	26	8	4	1		
Woolworth				5	8	11	28	64	47	22	9	7	9	3	2	
期待頻度	.000	.007	.28	4.78	9.25	19.29	31.47	40.21	40.21	31.47	19.29	9.25	4.78	.28	.007	.000
平均実現頻度	.000	.000	.23	3.60	7.77	19.63	33.47	45.23	39.13	29.80	17.03	8.23	5.90	1.27	.270	.067
平均実現頻度 マイナス期待頻度	-.000	-.007	-.05	-1.18	-1.48	.34	2.00	5.02	-1.67	2.00	1.26	1.02	1.12	.99	.263	.067

第5-9表 ダウ・ジョーンズ工業株の月次収益率の標本計量  
1951年1月-1968年6月、 $T=210$

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	最小収益率	最大収益率	スチューデント化 された範囲 (SR)	$\bar{R}$	$s(R)$
Allied Chemical	-.1451	.2917	7.75 *	.0061	.0563
Alcoa	-.2440	.2912	7.00 *	.0113	.0765
American Can	-.1185	.1542	5.86	.0084	.0465
AT & T	-.0855	.1499	7.25 *	.0081	.0325
American Tobacco	-.1291	.1619	5.65	.0097	.0515
Anaconda	-.1610	.2031	5.18	.0120	.0703
Bethlehem Steel	-.1178	.3650	7.30 *	.0127	.0661
Chrysler	-.2369	.2668	6.51 *	.0131	.0773
Du Pont	-.1061	.1873	5.87	.0091	.0500
Eastman Kodak	-.1163	.2289	6.49 *	.0175	.0532
General Electric	-.1374	.2431	6.35 *	.0123	.0599
General Foods	-.1460	.2388	7.47 *	.0140	.0515
General Motors	-.1216	.2520	7.00 *	.0139	.0534
Goodyear	-.1465	.2185	5.62	.0169	.0649
International Harvester	-.1474	.1502	6.03	.0088	.0494
International Nickel	-.1702	.2287	6.91 *	.0133	.0577
International Paper	-.1296	.2059	5.77	.0097	.0581
Johns Manville	-.1162	.1993	5.68	.0101	.0556
Owens Illinois	-.1420	.1586	5.87	.0096	.0512
Procter & Gamble	-.1379	.1697	6.12	.0117	.0502
Sears	-.1538	.1687	6.49	.0139	.0497
Standard Oil (California)	-.1081	.1609	5.71	.0106	.0471
Standard Oil (New Jersey)	-.1104	.1511	5.73	.0121	.0456
Swift & Co.	-.1429	.2149	5.99	.0076	.0598
Texaco	-.1226	.1577	5.25	.0148	.0534
Union Carbide	-.1158	.1362	4.82	.0061	.0522
United Aircraft	-.2074	.2903	6.51	.0159	.0764
U.S. Steel	-.1848	.3004	7.61 *	.0092	.0637
Westinghouse	-.1250	.2046	5.13	.0116	.0642
Woolworth	-.1386	.2228	6.88 *	.0081	.0526
平 均	-.1421	.2124	6.26	.0113	.0566

\* スチューデント化された範囲の分布の0.9分位を超えているもの

その分布特性をみてみた。全般的には、異常に悪い収益率の発生頻度が、正規分布から期待されるよりもかなり高いということである。これは単純平均週次収益率と同じ傾向である。分布特性の検証のために適合度検定の値とスチューデント化された範囲について計算してみた。その結果が第5-10表から第5-12表であ

第5-10表 月次市場収益率の分布状況 (理論値)  
1960年～1980年

-2.0 以上	-2.0～ -1.5	-1.5～ -1.0	-1.0～ -0.5	-0.5～ 0	0 0.5	0.5～ 1.0	1.0～ 1.5	1.5～ 2.0	2.0～ 以上	
9 (6)	3 (11)	16 (23)	39 (38)	64 (48)	50 (48)	34 (38)	19 (23)	12 (11)	6 (6)	
1952年～1980年										
10 (8)	10 (15)	23 (32)	49 (52)	85 (67)	73 (67)	52 (52)	25 (32)	13 (15)	10 (8)	

第5-11表 月次市場収益の正規性検定 (適合度検定)

	$w$	サンプル数	基準値
1952/1～80/12	12.86	348	16.90
52/1～59/12	6.78	96	14.07
60/1～69/12	5.84	120	14.07
70/1～79/12	4.99	120	14.07
60/1～80/12	16.10	252	16.90

第5-12表 月次市場収益率のステューデント化された範囲による正規性の検定

	最小値	最大値	標準偏差	SR	サンプル数
1952/1～1980/12	-17.0	21.9	5.063	7.683	348
52/1～59/12	-17.0	21.9	7.210	5.400	96
60/1～69/12	-12.6	17.2	4.890	6.094	120
70/1～79/12	-13.0	11.7	4.525	5.459	120
52/1～55/12	-17.0	21.9	7.210	5.322	48
56/1～60/12	-11.4	10.7	4.717	4.685	60
61/1～65/12	-12.6	17.2	5.425	5.493	60
66/1～70/12	-13.0	9.8	4.091	5.573	60
71/1～75/12	-13.0	11.7	5.501	4.490	60
76/1～80/12	-3.6	11.2	2.478	5.970	60
56/1～80/12	-13.0	17.2	4.593	6.575	300

第5-13表 主要企業の月次収益率分布状況

	平均からの標準偏差単位の乖離										最小値 (%)	最大値 (%)	w (適合度)	S R	サンプル 数
	-2.0 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0~ 以上					
平和不動産(8803)	1	4	12	54	75	66	13	12	3	12	-19.42	55.00	64.36	7.925	252
東レ(3402)	5	7	13	46	71	50	29	15	7	9	-26.67	38.65	26.90	7.314	252
武田薬品(4502)	2	6	19	50	63	55	25	13	11	8	-26.65	38.32	24.43	7.694	252
富士写真(4901)	2	10	13	57	54	47	35	18	7	9	-32.80	41.07	20.43	7.597	252
日石(5001)	2	4	23	44	76	46	28	13	4	12	-22.77	51.97	31.52	6.696	252
日電(6701)	3	5	23	43	68	53	24	16	6	11	-30.77	45.32	28.00	7.241	252
松下電器(6752)	2	10	20	48	53	57	24	19	9	10	-29.81	37.52	15.59	7.376	252
三菱重工(7011)	3	6	15	51	63	63	26	8	8	9	-22.81	77.54	36.26	9.312	252
トヨタ(7203)	3	7	25	44	55	53	33	14	11	7	-24.98	46.82	9.83	7.336	252
三井物産(8031)	5	4	17	45	84	35	26	13	12	11	-29.90	40.84	49.54	6.846	252
東京海上(8751)	4	3	15	50	75	48	30	9	8	10	-31.58	66.03	45.66	9.219	252
日本郵船(9101)	1	8	13	51	74	49	25	15	6	10	-23.68	78.82	38.83	8.993	252
平均	3	6	17	49	68	52	26	13	8	10			28.81		252
理論値	6	11	23	38	48	48	38	23	11	6					
確率	0.0228	0.0440	0.0919	0.1498	0.1915	0.1915	0.1498	0.0919	0.0440	0.0228					

る。この検討結果から判断すると、1950年代には若干異常な値がみられるものの、月次市場収益率は概ね正規性を満たしているといえよう。

続いて個別株式の月次収益率の分布状況についてみておこう。できるだけ多くの企業サンプルを利用したいので、1960年から1980年までの月次収益率データを用いた。第5-13表は代表的企業の月次収益率の分布状況である。この表には各証券の収益率分布についての適合度検定とスチューデント化された範囲の計算結果が付与されている。

代表的企業の株式投資収益率の分布特性としては、異常に悪い収益率の頻度が正規分布から期待されるよりも低いのにに対して、異常に良い収益率の頻度が正規分布から期待されるよりも高くなっている。そして平均の近傍で収益率の頻度がやはり高いといえよう。これは週次収益率についてもみられた現象であり、細型で裾が厚く右に歪んだ分布となっている。因に、適合度検定とスチューデント化された範囲の検定で、前者については松下電器とトヨタがパスしているが、後者については、代表的企業はすべてパスしていない。さらに全サンプル252カ月のデータが揃っている企業数は372社であり、そのうちスチューデント化された範囲については39社（10.5%）がパスしており、適合度検定については24社（6.5%）がパスしている（第5-14表）。週次収益率と同様に検定をパスした証券の比率は低い。

第5-14表 月次収益率データの正規性

スチューデント化された範囲 (SR)		適合度検査 ( $w$ )	
パスした 企業数	パスしなかった 企業数	パスした 企業数	パスしなかった 企業数
39	333	24	348
(10.5%)	(89.5%)	(6.5%)	(93.5%)
全サンプルの揃った企業数 (372社)			

以上の検討から月次収益率の分布は、一次結合としての市場収益率についてはほぼ正規性を満たしていたといつてよいであろう。それに対して、個々の証券の収益率については、週次に比較すれば正規性を満たす割合はスチューデント化された範囲の検定では低く、適合度検定では高くなっていた。しかし依然として、正規性を現実の描写の仮定として受け入れうるほどには高くないといえよう。

#### II-2-iv: 複利としての収益率

前にも触れたように本来的に正規性が期待できるのは、単純収益率ではなく  $t$  期間の連続複利収益率である。ただ両者の値にはそれほどの差はないであろうという仮定の下でここまで単純収益率の分布の正規性を検討してきた。しかし日次、週次、月次の収益率ともに正規性を主張するには検定をパスする証券数が少ない。そこで本項では、改めて日米のデータについて単純収益率と同一期間同一サンプルで、連続複利収益率の分布特性について調べてみることにする。

まず日本の週次単純平均市場収益率の複利形データの分布は、適合度検定・スチューデント化された範囲による検定ともにパスせず、正規性を主張することはなお困難である。また極端に悪い値の度数が正規分布から期待されるよりも依然としてかなり大きい(第5-15表)。主要企業の株式投資収益率については、適合度検定をパスするものが日本電気と松下電器の二社に増えた。スチューデント化された範囲による検定には東レ、富士写真、日本電気、松下電器の四社がパスしており変化がない(第5-16表)。全体の動向は、第5-17表が

第5-15表 週次単純平均市場収益率(複利形)の分布状況

-2.0 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0 以上	$w$ (適合度)	SR
11	4	14	32	70	135	85	11	1	1	143.04	10.940

第5-16表 主要企業週次複利収益率の分布状況

	平均からの標準偏差単位の乖離										最小値	最大値	w	SR	サンプル
	-2.0~ 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0 以上					
平和不動産(8803)	7	7	23	55	117	74	43	21	8	8	-11.61	35.01	50.62	12.330	363
東レ(3402)	11	7	31	54	103	56	47	25	16	13	-12.10	11.27	30.63	6.156	363
武田薬品(4502)	4	15	21	64	96	77	40	20	11	15	-11.82	21.02	35.07	8.107	363
富士写真(4901)	5	14	27	67	84	65	49	24	10	18	-9.84	14.13	26.42	6.168	363
日石(5001)	5	12	23	63	100	68	48	20	11	13	-18.89	24.22	30.04	8.048	363
日電(6701)	7	12	35	52	84	76	40	32	16	9	-8.44	14.47	8.419	6.120	363
松下電器(6752)	3	14	35	72	80	58	43	31	16	11	-7.37	12.25	16.46	5.928	363
三菱重工(7011)	7	9	35	49	112	56	47	23	9	16	-12.36	13.16	46.77	6.982	363
トヨタ(7203)	7	10	25	68	88	69	52	22	11	11	-12.98	15.25	19.01	7.618	363
三井物産(8031)	8	8	14	57	112	86	30	30	6	12	-16.32	26.91	63.15	11.250	363
東京海上(8751)	4	5	16	66	111	85	38	15	13	10	-9.42	39.41	63.83	13.320	363
日本郵船(9101)	8	11	26	58	100	70	38	26	14	12	-10.60	19.06	24.67	7.394	363
平均	6	10	26	60	99	70	43	24	12	12	24.61			363	
理論値	8	16	33	54	70	70	54	33	16	8					
確率	0.0228	0.0440	0.0919	0.1498	0.1915	0.1915	0.1498	0.0919	0.0440	0.0228					

第5-17表 週次複利収益率データの正規性

スチューデント化された範囲(SR)		適合度検査(w)	
パスした 企業数	パスしなかった 企業数	パスした 企業数	パスしなかった 企業数
97	385	15	467
(20.1%)	(79.9%)	(3.1%)	(96.9%)
全サンプルの揃った企業数(482社)			

示す通りである。依然、検定をパスする証券数の割合は小さいといえよう。

続いて月次収益率の複利形データについて、アメリカの場合、その検討結果は第5-18表のようである<sup>(12)</sup>。僅かではあるが、連続複利収益率形を用いると分布の歪みを減少せしめることができている。

日本の場合、市場収益率はやはりほぼ正規性を満たしているといえよう(第5-19表)。主要企業の株式投資収益率については、松下電器とトヨタの二社が適合度検定をパスしていることは単純収益率データの場合と変わらない。スチューデント化された範囲の検定については、日本石油が新たにパスしている(第5-20表)。

第5-19表 月次市場収益率(複利形)の分布状況

1960年～1980年

-2.0 以上	-2.0～ -1.5	-1.5～ -1.0	-1.0～ -0.5	-0.5～ 0	0～ 0.5	0.5～ 1.0	1.0～ 1.5	1.5～ 2.0	2.0 以上	w (適合度)	SR
11	3	14	38	62	52	36	22	7	7	19.69	5.448

1952年～1980年

11	10	22	46	81	76	54	28	13	7	12.14	7.609
----	----	----	----	----	----	----	----	----	---	-------	-------

(12) 上掲訳書、37頁。

第5-18表 ダウ・ジョーンズ工業株の月次単純収益率と月次連続複利収益率の比較  
1951年1月—1968年6月

	単 純 収 益 率			連 続 複 合 収 益 率		
	最小収益率	最大収益率	差	最小収益率	最大収益率	差
Allied Chemical	-.1451	.2917	.4368	-.1568	.2560	.4128
Alcoa	-.2440	.2912	.5352	-.2797	.2556	.5353
American Can	-.1185	.1542	.2727	-.1261	.1434	.2695
AT & T	-.0855	.1499	.2354	-.0894	.1397	.2291
American Tobacco	-.1291	.1619	.2910	-.1382	.1501	.2883
Anaconda	-.1610	.2031	.3641	-.1755	.1849	.3604
Bethlehem Steel	-.1178	.3650	.4828	-.1253	.3112	.4365
Chrysler	-.2369	.2668	.5037	-.2704	.2365	.5069
Du Pont	-.1061	.1873	.2934	-.1122	.1717	.2839
Eastman Kodak	-.1163	.2289	.3452	-.1236	.2061	.3297
General Electric	-.1374	.2431	.3805	-.1478	.2176	.3654
General Foods	-.1460	.2388	.3848	-.1578	.2141	.3719
General Motors	-.1216	.2520	.3736	-.1297	.2247	.3544
Goodyear	-.1465	.2185	.3650	-.1584	.1976	.3560
International Harvester	-.1474	.1502	.2976	-.1595	.1399	.2994
International Nickel	-.1702	.2287	.3989	-.1866	.2060	.3926
International Paper	-.1296	.2059	.3355	-.1388	.1872	.3260
Johns Manville	-.1162	.1993	.3155	-.1235	.1817	.3052
Owens Illinois	-.1420	.1586	.3006	-.1532	.1472	.3004
Procter & Gamble	-.1379	.1697	.3076	-.1484	.1567	.3051
Sears	-.1538	.1687	.3225	-.1670	.1559	.3229
Standard Oil (California)	-.1081	.1609	.2690	-.1144	.1492	.2636
Standard Oil (New Jersey)	-.1104	.1511	.2615	-.1170	.1407	.2577
Swift & Co.	-.1429	.2149	.3578	-.1542	.1947	.3489
Texaco	-.1226	.1577	.2803	-.1308	.1464	.2772
Union Carbide	-.1158	.1362	.2520	-.1231	.1277	.2508
United Aircraft	-.2074	.2903	.4977	-.2324	.2549	.4873
U.S.Steel	-.1848	.3004	.4852	-.2043	.2627	.4670
Westinghouse	-.1250	.2046	.3296	-.1335	.1861	.3196
Woolworth	-.1386	.2228	.3614	-.1492	.2011	.3503

第5-20表 主要企業月次複利収益率の分布状況

	平均からの標準偏差単位の乖離										最小値 (%)	最大値 (%)	w (適合度)	SR	サンプル 数
	-2.0~ 以上	-2.0~ -1.5	-1.5~ -1.0	-1.0~ -0.5	-0.5~ 0	0 ~ 0.5	0.5~ 1.0	1.0~ 1.5	1.5~ 2.0	2.0 以上					
平和不動産(8803)	4	3	13	53	70	60	22	11	4	12	-21.59	43.82	53.28	7.601	252
東レ(3402)	6	8	12	38	72	51	33	16	9	7	-31.02	32.68	21.58	7.301	252
武田薬品(4502)	5	5	18	48	60	53	30	14	11	8	-30.99	32.44	16.55	7.848	252
富士写真(4901)	6	6	13	54	53	49	35	21	7	8	-39.76	34.41	16.43	7.816	252
日石(5001)	4	8	18	42	73	46	28	17	4	12	-25.84	41.85	30.74	6.512	252
日電(6701)	3	7	21	40	68	51	29	16	6	11	-36.77	37.38	22.45	7.392	252
松下電器(6752)	6	8	18	42	56	58	25	22	7	10	-34.80	31.86	14.35	7.525	252
三菱重工(7011)	7	3	16	49	57	63	29	10	9	9	-25.89	57.40	29.01	8.344	252
トヨタ(7203)	6	5	27	39	51	55	36	15	12	6	-28.74	38.40	8.181	7.110	252
三井物産(8031)	6	5	17	41	80	40	27	14	12	10	-35.53	34.24	37.20	6.916	252
東京海上(8751)	4	8	12	46	70	51	32	11	8	10	-37.95	50.70	29.39	8.941	252
日本郵船(9101)	2	13	13	45	68	50	26	18	7	10	-27.03	58.12	26.08	8.076	252
平均	5	7	17	45	65	52	29	15	8	9			18.06		252
理論値	6	11	23	38	48	48	38	23	11	6					
確率	0.0228	0.0440	0.0919	0.1498	0.1915	0.1915	0.1498	0.0419	0.0440	0.0228					

全体的傾向として複利収益率データをみるならば、週次収益率データについては、スチューデント化された範囲の検定をパスした証券は、17.8%から20.1%へと増大している。また適合度検定をパスした証券も1.9%から3.1%へと増大している。月次収益率データについては、スチューデント化された範囲の検定をパスした証券は10.5%から13.1%へ増大し、適合度検定をパスした証券も6.5%から22.3%へと大幅に増大している（第5-21表）。

第5-21表 月次複利収益率データの正規性

スチューデントされた範囲 (SR)		適合度検査 (w)	
パスした 企業数	パスしなかった 企業数	パスした 企業数	パスしなかった 企業数
49	323	83	289
(13.1%)	(86.9%)	(22.3%)	(77.7%)
全サンプルの揃った企業数 (372社)			

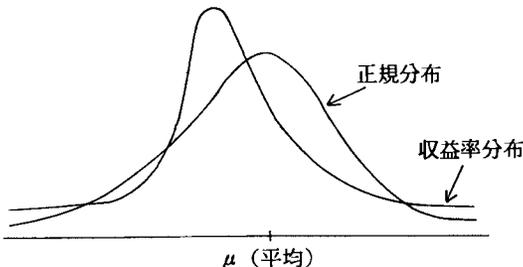
本節での分析をここで改めて要約しておこう。日次収益率・週次収益率及び月次収益率データともに、単純形のままでは正規性を仮定として受け入れるには、検定をパスする証券の割合が低く、困難性があった。それに対して複利形データについては週次・月次のデータともに、幾分、正規性の仮定に近い検証結果となった。特に、日本の場合、市場収益率データの正規性を考慮するならば、月次収益率データわけても複利形のデータは、個々の収益率と市場収益率の二変量正規性を間接的にではあるが支持するデータとなりうるであろう。ゆえに以下の研究で我が国の証券市場におけるマーケット・モデルの妥当性を検証しようとする場合には、通常の収益率データを用いた推定と自然対数に変換したデータを用いた推定との二通りの推定を月次収益率データを用いて

行うこととする。<sup>(13)</sup>

### Ⅲ：日米の株式市場に対するマーケット・モデルの適用

まず何故にマーケット・モデルの証券市場への当てはまりを議論する必要があるかについて述べておこう。通常、モデルを推定するということは、推定されたモデルを用いて予測を行うことが主眼であるが、ここでのモデルの利用のされ方は、勿論予測に利用されるのではあるが、利用される結果は、個別証券の収益率の変動のうち、市場全体の変動要因で説明されない部分としての誤差(残差)である。我々がここまで注意深く述べてきたように、マーケット・モデルは個々の証券の収益率と市場収益率との間に、ある理論的関数関係があってその形状が判明しない、したがってこの関数関係を近似するためにテーラー展開の一次の項を採ったという考え方から導出されたのではない。もしこのような考え方ならば、当然、マーケット・モデルの当てはまりが悪ければこのモデルは捨象されるべきであり、理論的に説明がつかならば、二次の項を入れたより当てはまりのよいより高次の回帰モデルの推定を行えばよい。しかしここでは各証券の結合分布が多変量正規分布しているという仮定から出発している。その仮定の妥当性の検証は間接的ではあるが、第Ⅱ節でなされた。その結果、月次収益率については、そうみなして議論してもよいであろう——特に収益率を複利として考えた時はそうである——ということであった。したがってその

(13) 視覚的には株式投資収益率は、以下のような分布形態を採っている。



帰結としてマーケット・モデルには月次収益率の一次の項 ( $R_{m,t}$ ) のみがまきられている。ゆえにここでのマーケット・モデルの推定結果を示す際には、 $\alpha_i$  及び  $\beta_i$  の  $t$  値 (分散) と決定係数の大きさが示されるが、たとえ決定係数が小さくてもそれは個々の証券の収益率の変動のうち市場収益率の変動によって説明される部分が少ないという意味である。マーケット・モデルがそれによって放棄されるのではなく、依然として採用されるであろう。

次に推定に際して注意すべき問題として、各証券のベータを推定するために用いるサンプルの期間設定の問題がある。通常はサンプル数が多いほどより多くの情報が引き出せることはいうまでもない。しかし第I節においても触れたように、 $\beta_i$  は当該証券 ( $i$ ) の市場ポートフォリオに対する相対的危険度を示しているので、その関係が長期間にわたって安定しているとは考え難い。そこでどの程度の期間安定しているとみるかが問題となる。この点に関する研究はすでにアメリカにおいてなされており、約5年から7年 (60カ月—84カ月) であるとされている<sup>(14)</sup>。逆にこれ以上過少なサンプルは推定値の不安定さを意味する。したがって、マーケット・モデルの推定に関して本書では60カ月から72カ月のサンプルを用いることとする。

また上述の問題点の補足として日本電気の60カ月のサンプルによる回帰係数 ( $\beta_i$ ) の動きをみておこう。1960年1月から1980年12月までのサンプル (252) を用いて回帰を行ったが、第一回めの回帰は、1960年1月から1964年12月までのサンプルを用いた。第二回めの回帰は、1960年2月から1965年1月までのサンプルを用いた。以下同様にして計198回の回帰がなされ198個の  $\beta_i$  が求められた。その結果は第5-22表に示されている。それを図示したのが第5-5図である。厳密には各期間のベータが期間間でどの程度有意に異なっているかを検定すべきであるが、図からのみ判断してもベータにはかなりの変動性があるように思われる。

(14) 上掲訳書, 143頁。

第5-22表 日本電気(6701)のベータの推移

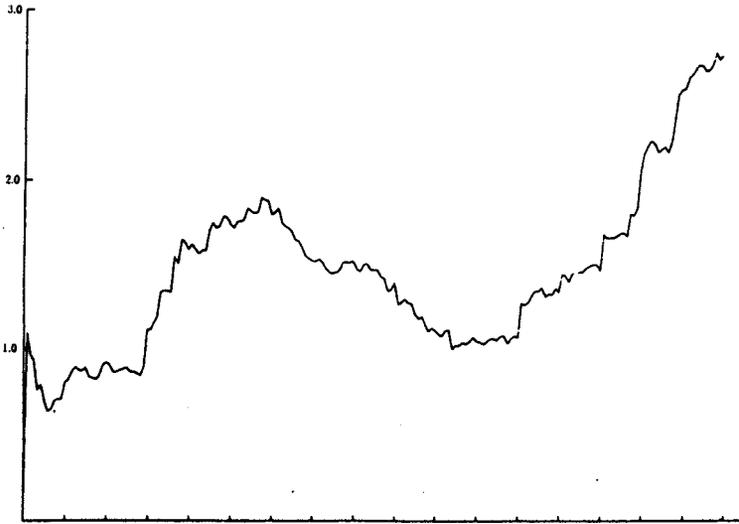
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	1.089	0.959	0.921	0.756	0.787	0.692	0.633	0.647	0.696	0.705
2	0.704	0.804	0.818	0.864	0.893	0.870	0.870	0.887	0.831	0.828
3	0.817	0.843	0.903	0.919	0.903	0.860	0.862	0.874	0.877	0.890
4	0.862	0.863	0.855	0.840	0.894	1.114	1.110	1.151	1.188	1.334
5	1.343	1.343	1.333	1.547	1.505	1.649	1.632	1.588	1.622	1.591
6	1.562	1.586	1.580	1.703	1.748	1.716	1.728	1.785	1.779	1.742
7	1.714	1.755	1.755	1.765	1.838	1.814	1.803	1.808	1.896	1.881
8	1.877	1.793	1.808	1.833	1.744	1.727	1.718	1.696	1.646	1.642
9	1.605	1.553	1.539	1.524	1.521	1.534	1.516	1.480	1.453	1.447
10	1.454	1.467	1.515	1.513	1.512	1.522	1.474	1.459	1.502	1.505
11	1.471	1.469	1.470	1.428	1.420	1.339	1.355	1.397	1.265	1.276
12	1.297	1.273	1.271	1.209	1.179	1.197	1.149	1.108	1.126	1.116
13	1.089	1.078	1.109	1.118	0.999	1.024	1.022	1.042	1.033	1.044
14	1.073	1.046	1.045	1.032	1.046	1.062	1.064	1.057	1.076	1.084
15	1.034	1.066	1.081	1.071	1.276	1.262	1.278	1.317	1.346	1.344
16	1.370	1.314	1.329	1.325	1.365	1.339	1.449	1.439	1.402	1.449
17	1.459	1.460	1.459	1.486	1.497	1.506	1.505	1.468	1.685	1.663
18	1.664	1.664	1.676	1.691	1.693	1.637	1.807	1.794	1.838	2.053
19	2.158	2.202	2.240	2.225	2.172	2.184	2.206	2.167	2.232	2.378
20	2.510	2.540	2.545	2.610	2.630	2.669	2.684	2.684		

第二の補足として選択される60カ月のサンプルがランダムであるか否かの検証として以下のような自己回帰モデルを推定して、自己相関係数と残差の自己相関についてみてみた。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{i,t-\tau} + e_{i,t}$$

残差の自己相関の検定にはダービン・ワトソン比が用いられた。市場収益率( $R_{m,t}$ )及び代表的企業の推定結果は第5-23表のようである。この検定によって $\tau$ 月離れた収益率が相互に独立か否かが判定されうる。

まず市場収益率データに関しては $\tau=1-3$ のいずれの自己相関係数もかなり小さく、他方ダービン・ワトソン比から判断して残差の自己相関もあるとは



第5-5図 日本電気のベータの推移

いえない。また主要企業の推定結果についても市場収益率とほぼ同様の結果であるといえるであろう。ゆえに市場収益率及び各証券の時系列サンプルはランダム・サンプリングであるとみなして推定を進めることとする。

続いてマーケット・モデルの推定結果を示しておこう。<sup>(15)</sup>アメリカの場合は、

(15) 参考のために、我々以外の推定結果を以下に表として掲げておく。青山護、「リスクの評価について——わが国株式市場における実証研究——」、『経済学研究』、第22巻(1979年10月)、45頁。ただし青山氏の推定では、推定期間中にただ一つの収益率でも計上されておれば、その証券をサンプルとして採用して、残りの期間は収益率0%とみなし推定を行っている。それに対して我々の推定は、推定期間中に全収益率データが揃っている証券のみを対象としとしている。

マーケット・モデル:  $R_{it} = a_i + b_i R_{Mt} + e_{it}$  の推定における主要統計量の平均

期 間	N	$\bar{a}_i$	$\bar{b}_i$	$s^2(\hat{a}_i)$	$s^2(\hat{b}_i)$	$\bar{R}^2$
4/52-3/57	508	0.00169	1.02724	0.00022	0.04687	0.30524
4/57-3/62	594	0.00101	0.78631	0.00020	0.06672	0.17298
4/62-3/67	691	-0.00101	0.99466	0.00012	0.05281	0.26761
4/67-3/72	782	0.00304	0.80886	0.00020	0.07231	0.16765
4/72-3/77	915	0.00711	0.77685	0.00017	0.07198	0.16388

第5-23表 市場収益率及び主要企業の株式投資収益率の自己相関係数と残差の自己相関（ダービン・ワトソン比）

	1960年～1964年			1965年～1969年			1970年～1974年			1975年～1979年		
	$r = 1$	2	3									
平和不動産(8803)	-0.0779 (1.92536)	0.3425 (2.05944)	-0.0819 (2.04688)	0.0711 (1.96637)	0.0602 (1.84217)	0.1328 (1.78719)	-0.0231 (1.85105)	-0.1966 (1.89637)	-0.0117 (1.89080)	-0.1137 (2.03770)	-0.1527 (2.20303)	0.1977 (2.21313)
東レ(3402)	-0.0681 (2.03488)	-0.0306 (2.17529)	-0.0296 (2.17441)	-0.1325 (2.00437)	-0.0237 (2.26837)	-0.1241 (2.23694)	-0.2251 (1.88489)	0.2857 (2.32829)	-0.1192 (2.35778)	-0.0158 (1.97320)	-0.0965 (1.98079)	0.0634 (1.98478)
武田薬品(4502)	0.2020 (1.94938)	-0.0394 (1.55951)	0.0581 (1.56286)	0.1197 (1.95126)	-0.1419 (1.69200)	0.0434 (1.76157)	-0.1016 (2.00141)	0.0086 (2.20432)	0.0710 (2.20001)	-0.2153 (2.06610)	0.0178 (2.40902)	-0.0726 (2.40269)
富士写真(4901)	-0.0959 (2.00732)	-0.1358 (2.23996)	-0.1163 (2.20594)	0.0893 (1.91449)	0.0338 (1.73124)	-0.1437 (1.65583)	-0.2217 (1.99561)	0.0169 (2.41665)	0.0616 (2.36409)	-0.0979 (1.95535)	0.0555 (2.14889)	-0.0187 (2.15757)
日本石油(5001)	0.1663 (2.00249)	0.0343 (1.67239)	-0.0162 (1.66771)	-0.0485 (1.94074)	0.0073 (2.03773)	0.1065 (2.00694)	-0.1419 (1.95964)	0.0523 (2.21009)	-0.2797 (2.25758)	0.1161 (1.93502)	-0.1230 (1.71838)	-0.0139 (1.74586)
日本電気(6701)	-0.1475 (2.18320)	-0.3144 (2.35837)	0.0913 (2.19889)	-0.0932 (1.96749)	0.1489 (2.16645)	0.0321 (2.20369)	-0.1014 (1.93941)	0.1898 (2.08431)	-0.1348 (2.13499)	-0.0420 (2.00369)	-0.2059 (2.04600)	0.1281 (1.98908)
松下電気(6752)	-0.1072 (2.06931)	-0.1922 (2.22883)	0.1551 (2.13542)	0.1368 (1.86445)	-0.2303 (1.67018)	-0.1800 (1.74566)	0.1426 (2.01190)	-0.0333 (1.71220)	0.1499 (1.67469)	-0.1768 (2.02890)	-0.0899 (2.38891)	-0.0537 (2.35388)
三菱重工(7011)	-0.1901 (2.00602)	-0.0071 (2.37886)	-0.2168 (2.45735)	-0.0295 (2.00804)	-0.0947 (2.09062)	-0.1711 (2.10460)	-0.1836 (1.90877)	0.2447 (2.18584)	-0.2415 (2.12609)	-0.1564 (2.06397)	-0.1213 (2.33284)	0.1696 (2.27001)
トヨタ(7203)	0.0180 (2.07914)	-0.0684 (1.99481)	0.2579 (2.02868)	0.1725 (1.81470)	-0.3398 (1.40168)	-0.0241 (1.63001)	0.0063 (2.00456)	0.1670 (1.99149)	-0.0063 (1.99044)	-0.1839 (1.93494)	0.1829 (2.19719)	-0.3113 (2.25622)
三井物産(8031)	-0.0481 (1.99399)	-0.1764 (2.13263)	-0.1328 (2.13194)	-0.1165 (1.88068)	0.0590 (2.11200)	0.2310 (2.05330)	0.2067 (1.94566)	-0.0840 (1.53642)	0.0409 (1.57153)	-0.0543 (1.95094)	-0.0455 (2.06742)	-0.1253 (2.12332)
東京海上(8751)	-0.0344 (2.08437)	-0.0766 (2.19829)	-0.2291 (2.16965)	-0.0476 (1.89736)	-0.0750 (1.96418)	0.1511 (1.94990)	0.0858 (1.85660)	-0.1307 (1.68556)	0.0019 (1.71917)	-0.0961 (2.01577)	-0.1303 (2.22306)	-0.1234 (2.20101)
日本郵船(9101)	0.0602 (1.94471)	0.0306 (1.81813)	-0.0944 (1.81963)	0.0684 (2.00438)	0.0338 (1.88326)	0.2604 (1.93162)	0.0714 (1.95914)	-0.0682 (1.85110)	-0.2466 (1.87500)	0.0347 (1.98815)	-0.1117 (1.90385)	0.0568 (1.90939)
市場収益率	0.0004 (2.00955)	-0.0225 (2.01214)	-0.0505 (2.01785)	0.0928 (1.96030)	-0.0844 (1.77601)	-0.0108 (1.78877)	0.1363 (2.01270)	0.2246 (1.80929)	0.1653 (1.74957)	-0.0699 (1.96742)	-0.0641 (2.09096)	-0.0290 (2.09540)

ニューヨーク証券取引所における30大企業——1971年における発行済み株式時価総額からみて——のマーケット・モデルの推定結果と無作為に抽出された30社のマーケット・モデルの推定結果が第5-24表から第5-27表として示されている。<sup>(16)</sup>推定期間は1963年7月から1968年6月までの60カ月のサンプルが利用されている。

30大企業の証券のベータについては二社の例外があるが、1よりも小さいといえよう。すなわちベータの理論的性格通りに市場ポートフォリオよりも危険度が小さいと思われる大企業のベータは1よりも小さくなっているということである。この点ではマーケット・モデルの考え方は生きている。しかし決定係数から判断してこの期間において市場の共通要因でもって説明される個別証券の収益率の変動は精々50パーセント以下でしかないといえる。その意味ではマーケット・モデルの説明力は小さいのである。

日本の場合、推定を行った企業は東京証券取引所一部上場企業のうち3月決算企業群と12月決算企業群の中から選択され、さらに1960年1月から1979年12月までの20年間に於ける月次収益率が全部揃っている企業から選出された。その結果、3月決算企業は209社<sup>(17)</sup>が12月決算企業は40社が選択され、各決算企業

(16) 上掲訳書、134頁—138頁。

(17) 以下の諸章で、この3月決算企業209社のサンプルが多用される。参考までに東京証券取引所上場企業の決算期別分布表を掲げておこう。

昭和59年末	決算期別上場会社数 (東証)		(単位:社、%)
決算期(月)	市場第一部	市場第二部	合計
1	21 ( 2.0)	7 ( 1.7)	28 ( 1.9)
2	43 ( 4.2)	14 ( 3.4)	57 ( 3.9)
3	618 (59.9)	212 (51.5)	830 (57.5)
4	46 ( 4.5)	17 ( 4.1)	63 ( 4.4)
5	30 ( 2.9)	26 ( 6.3)	56 ( 3.9)
6	12 ( 1.2)	8 ( 1.9)	20 ( 1.4)
7	11 ( 1.1)	1 ( 0.2)	12 ( 0.8)
8	7 ( 0.7)	10 ( 2.4)	17 ( 1.2)
9	70 ( 6.8)	33 ( 8.0)	103 ( 7.1)
10	27 ( 2.6)	10 ( 2.4)	37 ( 2.6)
11	60 ( 5.8)	41 (10.0)	101 ( 7.0)
12	87 ( 8.4)	33 ( 8.0)	120 ( 8.3)
合計	1,032 (100.0)	412 (100.0)	1,444 (100.0)

(注) 1. 全社年1回決算会社 2. ( )内は構成比

(出所 東京証券取引所、『東証要覧』(1985)、39頁。)

第5—24表 30大企業のマーケット・モデル・パラメーターの推定値  
(1963年7月—1968年6月)

	1971年に対する 市場価値	$b_i$	$s(b_i)$	$a_i$	$s(a_i)$	$r_{i,m}^2$	$\bar{R}_i$	$s(R_i)$	$s(e_i)$
International Business Machines	5.473	.67	.133	.010	.0056	.31	.0212	.047	.040
American Telephone and Telegraph	3.477	.19	.110	-.002	.0046	.05	.0008	.033	.033
General Motors	3.275	.87	.145	-.006	.0061	.39	.0081	.055	.043
Exxon	2.336	.24	.121	.000	.0051	.06	.0043	.037	.036
Sears, Roebuck	2.244	.45	.150	.003	.0063	.13	.0105	.048	.045
Eastman Kodak	2.222	.65	.147	.011	.0062	.25	.0215	.050	.044
General Electric	1.609	.78	.187	-.007	.0079	.23	.0055	.063	.056
Xerox	1.389	1.20	.310	.021	.0130	.20	.0400	.103	.093
Texaco	1.324	.43	.134	-.001	.0056	.15	.0059	.043	.040
Ford Motor	1.087	1.04	.151	-.012	.0063	.45	.0054	.061	.045
Minneapolis Mining and Manufacturing	1.073	.79	.158	.001	.0066	.30	.0133	.056	.047
Coca-Cola	1.027	.38	.147	.016	.0062	.10	.0221	.046	.044
Du Pont	.969	.65	.134	-.009	.0056	.29	.0013	.047	.040
Procter and Gamble	.907	.30	.129	.001	.0054	.08	.0063	.040	.038
Gulf Oil	.848	.24	.137	.009	.0057	.05	.0124	.042	.041
Mobil Oil	.784	.27	.161	.005	.0068	.05	.0095	.049	.048
Johnson and Johnson	.777	.91	.176	.007	.0074	.31	.0222	.063	.053
Standard Oil (California)	.688	.35	.126	-.001	.0053	.12	.0046	.040	.038
Standard Oil (Indiana)	.679	.42	.184	.007	.0077	.08	.0140	.057	.055
Royal Dutch Petroleum	.659	.62	.180	-.000	.0075	.17	.0099	.059	.054
Shell Transport and Trading	.649	.55	.178	.008	.0075	.14	.0173	.057	.053
American Home Products	.639	.83	.161	.003	.0068	.32	.0166	.058	.048
Merck and Company	.639	.60	.159	.011	.0066	.20	.0212	.053	.047
International Telephone and Telegraph	.594	.99	.160	.001	.0067	.40	.0168	.061	.048
J. C. Penney	.578	.89	.177	.000	.0074	.30	.0145	.063	.053
Westinghouse Electric	.539	.99	.207	.001	.0087	.28	.0169	.072	.062
Dow Chemical	.533	.70	.173	-.003	.0072	.22	.0085	.058	.052
Kresge, S. S.	.513	.49	.220	.033	.0092	.08	.0410	.068	.066
General Telephone and Electronics	.497	.48	.136	.004	.0057	.17	.0116	.044	.040
Atlantic Richfield	.460	.40	.149	.014	.0063	.11	.0203	.047	.045
平均	1.282	.61	.161	.004	.0068	.20	.0141	.054	.048

第5—25表 30大企業の収益と残差のシュューデント化された範囲と自己相関  
(1963年7月—1968年6月)

	$SR(R_i)$	$SR(e_i)$	$r(R_{it}, R_{i,t-1})$	$r(R_{it}, R_{i,t-2})$	$r(R_{it}, R_{i,t-3})$	$r(e_{it}, e_{i,t-1})$	$r(e_{it}, e_{i,t-2})$	$r(e_{it}, e_{i,t-3})$
International Business Machines	4.05 <sup>-</sup>	4.56	.139	.022	-.003	.213	-.071	-.114
American Telephone and Telegraph	5.52 <sup>+</sup>	5.97 <sup>+</sup>	-.111	.096	.173	-.088	.161	.099
General Motors	4.52	5.88 <sup>+</sup>	-.091	-.060	.254	-.013	-.132	.192
Exxon	4.60	4.88	-.025	-.032	.242	.030	-.036	.125
Sears, Roebuck	5.81 <sup>+</sup>	6.27 <sup>+</sup>	-.105	-.020	.253	-.114	-.055	.204
Eastman Kodak	3.98 <sup>-</sup>	3.98 <sup>-</sup>	.098	-.175	.088	.057	-.067	.055
General Electric	5.58 <sup>+</sup>	5.49 <sup>+</sup>	-.028	-.093	-.006	.078	-.119	-.089
Xerox	4.99	4.71	.039	.065	-.067	.063	-.026	-.021
Texaco	5.00	5.02	.076	-.148	.004	.169	-.103	-.113
Ford Motor	4.64	4.17	-.083	-.183	.115	-.067	-.151	-.025
Minnesota Mining and Manufacturing	4.30	4.14	-.062	-.055	-.071	.034	.047	.054
Coca-Cola	4.16	6.06 <sup>+</sup>	-.085	-.027	-.044	-.159	-.041	-.178
Du Pont	4.79	4.56	-.076	-.023	.234	.036	-.039	.038
Procter and Gamble	5.52 <sup>+</sup>	5.15	-.193	.192	-.077	-.162	.269	-.107
Gulf Oil	4.13	4.17	-.019	.016	-.065	.045	.027	-.126
Mobil Oil	4.49	4.24	-.234	.023	-.296	-.190	.059	-.348
Johnson and Johnson	4.32	5.15	-.056	-.056	-.033	-.084	-.109	-.184
Standard Oil (California)	4.74	4.98	-.111	.093	.207	-.127	.074	.098
Standard Oil (Indiana)	4.72	4.71	-.210	-.117	.175	-.056	-.126	.103
Royal Dutch Petroleum	4.81	4.87	-.032	-.321	.271	-.031	-.337	.162
Shell Transport and Trading	4.77	5.00	.171	-.044	.288	.118	-.081	.175
American Home Products	3.97 <sup>-</sup>	5.07	-.080	.108	.115	-.171	.005	.026
Merck and Company	4.34	4.24	-.159	-.065	-.090	-.146	-.044	-.078
International Telephone and Telegraph	4.28	4.79	.005	-.065	-.015	.017	-.222	-.087
J. C. Penney	4.05 <sup>-</sup>	4.23	-.159	-.051	.171	-.088	-.048	.053
Westinghouse Electric	4.32	4.36	.099	-.005	-.094	.114	-.085	-.199
Dow Chemical	4.96	5.43 <sup>+</sup>	-.049	-.046	.100	-.174	-.108	-.013
Kresge, S. S.	4.71	4.57	-.156	.033	-.059	-.209	.029	-.076
General Telephone and Electronics	4.47	4.28	-.022	.000	.083	.053	.098	.065
Atlantic Richfield	4.13	4.08	-.030	-.284	.088	.035	-.287	.025
平均	4.62	4.83	-.051	-.041	.064	-.027	-.051	-.009

- 標本のシュューデント化された範囲は4.07より小さい。これは正規母集団からのサイズ60の標本によるシュューデント化された範囲の分布の0.1分位数である。

+ 標本のシュューデント化された範囲は5.29より大きい。これは正規母集団からのサイズ60の標本によるシュューデント化された範囲の0.9分位数である。

第5—26表 無作為に選ばれた30社のマーケット・モデル係数の推定値  
(1963年7月—1968年6月)

	$b_i$	$s(b_i)$	$a_i$	$s(a_i)$	$r_{im}^2$	$\bar{R}_i$	$s(R_i)$	$s(e_i)$
IPL	1.20	.340	-.013	.0142	.18	.0070	.111	.102
Lehigh Portland Cement	1.07	.207	-.014	.0087	.32	.0034	.074	.062
Hotel Corporation of America	1.60	.338	.009	.0142	.28	.0356	.118	.101
Portec	1.51	.272	-.005	.0114	.35	.0196	.100	.081
Richardson Merrill	.69	.245	.002	.0103	.12	.0128	.078	.073
Van Raalte	.73	.179	.009	.0075	.22	.0208	.060	.054
Ex-Cell-O	1.11	.191	-.002	.0080	.37	.0157	.071	.057
Keebler	1.14	.202	.002	.0085	.36	.0201	.075	.060
Canadian Breweries	.08	.259	.024	.0108	.00	.0253	.077	.077
Gulf, Mobile and Ohio Railroad	1.30	.201	.004	.0084	.42	.0247	.078	.060
Dana Corporation	.84	.123	-.007	.0051	.45	.0066	.049	.037
Union Pacific Railroad	.66	.140	-.002	.0059	.28	.0086	.050	.042
Cyclops Corporation	.87	.177	-.005	.0074	.30	.0095	.063	.053
Ohio Edison	.28	.128	.002	.0053	.07	.0069	.039	.038
Central Foundry	2.24	.413	-.018	.0173	.34	.0188	.150	.124
United States Gypsum	1.01	.180	-.011	.0076	.35	.0053	.066	.054
Eversharp	1.22	.334	-.017	.0140	.19	.0032	.110	.100
Dayton Power and Light	.58	.145	-.002	.0061	.22	.0072	.049	.043
Cluett, Peabody and Company	.67	.196	.009	.0082	.17	.0197	.064	.059
Washington Gas Light	.14	.028	-.002	.0039	.04	-.0001	.028	.028
Lowenstein, M., and Sons	1.21	.214	-.001	.0089	.36	.0189	.079	.064
International Telephone and Telegraph	.99	.160	.001	.0067	.40	.0168	.061	.048
Carpenter Steel	.83	.227	.006	.0095	.19	.0197	.075	.068
Greyhound	.93	.176	-.008	.0074	.32	.0074	.063	.053
Allegheny Ludlum Steel	.66	.184	.004	.0077	.18	.0142	.060	.055
United Air Lines	1.30	.286	.000	.0120	.26	.0210	.099	.086
Adams Express	.40	.087	.006	.0036	.27	.0122	.030	.026
Ambac Industries	2.03	.265	-.004	.0111	.50	.0287	.111	.079
Masonite	1.39	.224	-.006	.0094	.40	.0170	.086	.067
Lehigh Valley Industries	1.34	.522	.032	.0219	.10	.0533	.163	.156
平均	1.00	.221	.000	.0093	.27	.0158	.078	.067

第5—27表 無作為に選ばれた30社の収益と残差のスクューメント化された範囲と自己相関  
(1963年7月—1968年6月)

	$SR(R_i)$	$SR(e_i)$	$r(R_{it}, R_{i,t-1})$	$r(R_{it}, R_{i,t-2})$	$r(R_{it}, R_{i,t-3})$	$r(e_{it}, e_{i,t-1})$	$r(e_{it}, e_{i,t-2})$	$r(e_{it}, e_{i,t-3})$
IPL	5.46*	5.71*	-.050	.114	.009	-.240	.076	.034
Lehigh Portland Cement	6.47*	5.50*	.092	-.047	-.080	.021	-.186	-.096
Hotel Corporation of America	4.73	5.06	.026	.258	-.012	-.061	.181	-.101
Portec	6.19*	5.75*	-.192	.011	.386	-.195	-.066	.213
Richardson Merrill	4.38	5.55*	-.066	.018	-.276	-.157	.083	-.307
Van Raalte	5.20	4.05	-.093	-.117	.127	-.185	-.106	.029
Ex-Cell-O	5.18	4.37	-.101	.138	.165	-.124	.012	.008
Keebler	4.64	4.34	.322	.218	.038	.124	.292	-.047
Canadian Breweries	5.33*	5.24	-.011	-.140	.348	-.025	-.157	.357
Gulf, Mobile and Ohio Railroad	4.40	3.93	-.056	.098	.113	-.182	-.056	.171
Dana Corporation	6.19*	4.92	-.053	-.125	.269	-.099	-.161	.109
Union Pacific Railroad	4.67	4.41	.064	.040	.010	.028	-.028	.006
Cyclops Corporation	4.22	4.73	.044	-.010	.038	-.154	.017	.279
Ohio Edison	4.29	4.54	-.142	-.071	-.075	-.162	-.048	-.118
Central Foundry	5.65*	5.91*	-.120	-.003	-.061	-.335	-.039	.029
United States Gypsum	5.59*	5.55*	.004	.169	-.058	-.010	.106	-.056
Eversharp	4.30	4.62	-.028	.054	-.059	-.060	.097	-.085
Dayton Power and Light	4.47	4.87	-.074	-.025	-.116	-.014	-.016	-.156
Cluett, Peabody and Company	5.74*	5.59*	.105	.215	.129	-.049	.246	.034
Washington Gas Light	4.52	4.53	-.121	-.096	.123	-.074	-.127	.037
Lowenstein, M., and Sons	4.22	4.23	-.022	-.159	.342	-.019	-.139	.144
International Telephone and Telegraph	4.29	4.80	.005	-.065	-.015	.017	-.223	-.087
Carpenter Steel	4.99	4.97	-.198	-.016	-.182	-.225	.031	-.175
Greyhound	4.23	4.21	.027	-.025	.175	-.006	.005	.014
Allegheny Ludlum Steel	4.47	4.41	-.203	.027	.092	-.136	.029	.079
United Air Lines	5.23	5.40*	.111	.042	.020	.154	-.012	.199
Adams Express	5.41*	4.71	-.198	.110	.039	-.181	.052	-.090
Ambac Industries	5.34*	5.07	.089	.144	.152	.163	-.069	-.089
Masonite	5.57*	4.34	-.117	-.031	.082	-.109	-.105	.186
Lehigh Valley Industries	6.49*	6.50*	-.288	.166	-.017	-.266	.206	-.014
平均	5.06	4.92	-.030	-.030	.057	-.085	-.004	.017

— 標本のスクューメント化された範囲は4.07より小さい。これは正規母集団からのサイズ60の標本によるスクューメント化された範囲の分布の0.1分位数である。

+ 標本のスクューメント化された範囲は5.29より大きい。これは正規母集団からのサイズ60の標本によるスクューメント化された範囲の0.9分位数である。

ごとに別けて結果が表示されている。また収益率のサンプルは1960年1月から1964年12月、1965年1月から1969年12月、1970年1月から1974年12月、1975年1月から1979年12月までの4期間が採られた。単純収益率に加えて連続複利収益率を用いた推定もなされた。結果は第5-28表から第5-31表に示されている。

上の表から判断して全体的傾向として、マーケット・モデルの当てはまりは、日本の場合、最近年になるにつれて次第に悪くなっているといえよう。特に1975年以降は決定係数の平均が10%にも満たない。ダービン・ワトソン比については説明変数が1個でサンプルが60個であるので1.449-2.551の間であれば残差に自己相関があるとはいえないと判断されうるのであるが、平均的にはこの基準を満たしているといえよう。定数項の推定に関してはその $t$ 値が非常に低い。したがって推定の信頼性はない。それに対してベータの推定に関してはその $t$ 値が高い。したがってこのベータの推定値はこの期間についてかなり信頼性が高いといえよう。

次に連続複利収益率を用いたマーケット・モデルの推定に関してであるが、全般的傾向としては単純収益率データと変わる点はない。ただし僅かではあるが、決定係数及びベータの $t$ 値が改善されていることがわかる。しかし決定係数は相変わらず高くはない。

以上が日米の証券市場におけるマーケット・モデルの推定結果であるが、決定係数に関してはそれほど高くはなかった。だがベータの推定に関してはかなり信頼性の高い結果が出ている。しかしベータの期間間の安定性については、これまでの種々の実証結果でも疑問が投げ掛けられている<sup>(18)</sup>このことは、第5-5図から視覚的にもある程度確認できる点である。これらの事実から判断して、マーケット・モデルを基礎にした残差分析を用いて会計学上の実証研究を行う

(18) 榊原茂樹、前掲論文を参照。

第5-28表 マーケット・モデルの推定結果(3月決算企業)(209社)

	$\bar{R}$	$D/W$	$\bar{a}$	$ \bar{a} \text{の } t \text{値} $	$\hat{a}$ の分散	$\bar{b}$	$ \bar{b} \text{の } t \text{値} $	$\hat{b}$ の分散
1960~1964	0.4644	1.9602	0.0019	0.8250	0.00019	1.1427	4.9546	0.0657
65~69	0.4022	2.0116	0.00038	0.7172	0.00015	1.0079	3.7071	0.0779
70~74	0.4542	2.1799	0.0090	0.7849	0.00022	0.9648	4.1963	0.0681
75~79	0.3276	2.1499	0.0040	0.6530	0.00015	0.9810	3.0466	0.1502

第5-29表 マーケット・モデルの推定結果(3月決算企業)(209社)複利形

	$\bar{R}$	$D/W$	$\bar{a}$	$ \bar{a} \text{の } t \text{値} $	$\hat{a}$ の分散	$\bar{b}$	$ \bar{b} \text{の } t \text{値} $	$\hat{b}$ の分散
1960~1964	0.5252	1.9816	0.0001	0.6877	0.00016	1.1229	5.1421	0.0540
65~69	0.4084	2.0265	-0.0027	0.7821	0.00012	0.9372	3.7853	0.0787
70~74	0.4808	2.1950	0.0033	0.6490	0.00018	0.9607	4.5178	0.0559
75~79	0.3363	2.1718	0.0004	0.6077	0.00013	0.9730	3.1130	0.3363

第5-30表 マーケット・モデルの推定結果(12月決算企業)(40社)

	$\bar{R}$	$D/W$	$\bar{a}$	$ \bar{a} \text{の } t \text{値} $	$\hat{a}$ の分散	$\bar{b}$	$ \bar{b} \text{の } t \text{値} $	$\hat{b}$ の分散
1960~1964	0.5085	1.8337	0.0068	0.6849	0.00023	1.2243	4.9380	0.0592
65~69	0.3729	1.9985	0.0026	0.6664	0.00019	0.9549	3.4809	0.1018
70~74	0.3575	2.1784	0.0114	0.7462	0.00029	0.8388	3.2981	0.0882
75~79	0.2858	2.1589	0.0066	0.6708	0.00020	0.9161	2.5736	0.2379

第5-31表 マーケット・モデルの推定結果(12月決算企業)(40社)複利形

	$\bar{R}$	$D/W$	$\bar{a}$	$ \bar{a} \text{の } t \text{値} $	$\hat{a}$ の分散	$\bar{b}$	$ \bar{b} \text{の } t \text{値} $	$\hat{b}$ の分散
1960~1964	0.5254	1.9496	0.0003	0.6579	0.00021	1.2147	5.1318	0.0667
65~69	0.3808	2.0182	-0.0051	0.5655	0.00016	0.9285	3.5723	0.0893
70~74	0.4112	2.1935	0.0045	0.5828	0.00024	0.8441	3.6823	0.0697
75~79	0.2958	2.1859	0.0018	0.5396	0.00016	0.9187	2.6817	0.1632

際には、数十カ月（例えば60カ月）のデータを連続的に採用して回帰を行いそれ以後の月次残差を導出する方法よりも、半分（例えば30カ月）ずつ分けてサンプリングし、その間に挟まれた期間で残差を導出する方法の方がより合理的であるといえよう。

#### IV：結 語

以上、本章では日米の株式投資収益率データに関して、その分布特性及びそこから導出されるマーケット・モデルの当てはまりについて検討してきた。いうまでもなく本章の分析は、本書の以下でなされる残差分析を用いた会計学上の実証分析の予備的役割を担うものである。そこでそのような課題との関連で、叙上の分析結果から注目すべき点を日本の場合に限って二点ほど指摘して本章を閉じることとする。

- (i) マーケット・モデルの当てはまりが1975年以後悪化している。すなわち月次収益率の分散が1975年以後小さくなったにもかかわらず——第5-2表を参照——、個々の証券の収益率の分散は依然として大きい、したがって市場収益率の変動以外の要因で説明されるべき部分が大きくなっている。ゆえに残差分析の対象期間も1980年ぐらいまでとするのが妥当であるかもしれない。
- (ii) ベータの期間間安定性があまり保障されていない。そこで残差分析のための収益率のサンプリングは、二つの期間にサンプルを分割し、その間に挟まれた期間についての残差を検討対象とするのが妥当であろう。

## 第6章 企業の支配構造と会計情報公開制度

### I：開 題

本章においては、所有と経営が分離した現代企業の経営者の会計責任問題が、いかに現実の会計情報公開制度に影響を与えているかを検討することとする。そのための具体的手掛かりは会計方針の変更に求められる。

現代社会において、種々の機能を担っている会計情報ではあるが、チェーンバースの試算によれば、平均的企業で約3,000万種類もの会計利益数値を算定することが可能であるとされるほどに<sup>(1)</sup>、その測定過程は多様であり、したがって会計情報の意味も極めて相対化している。しかも企業が故意に会計情報を歪めようとする意図がなくても、すなわち、「一般に認められた会計原則」(Generally Accepted Accounting Principles)に従っていても、それだけの多様性があるのである。この事実は会計情報を利用する主体にとって重大な問題になる可能性があるが、実際には「継続性の原則」が作用することによって、このように多様な代替があっても、企業がそれを自由奔放に利用することができないという考え方の下に、一応制度的破綻をみていないのが現状である。

ここで我が国の例をみておこう。我が国においても「一般に公正妥当と認められた会計原則」に従ってもなお測定代替がありうることは周知の事実である。そこで「企業会計原則」でも「継続性の原則」について以下のように規定している、「企業会計は、その処理の原則及び手続を每期継続して適用し、みだりにこれを変更してはならない」と。ところが他方、「正当な理由」が存在する

---

(1) R.J.Chambers, "A Matter of Principle," *The Accounting Review*, Vol.XLI, No.3, (July, 1966), p.455.

限りは、会計処理及び手続（以下会計方針という）を変更しても、この「継続性の原則」に触れることはないという通常解釈されている。問題を一層複雑にするのは、まさにこの「正当な理由」の内容に関して共通した理解がないという点である。そこにフォーマルな次元においてさえ、企業が会計情報を操作する目的から会計方針を変更しうる可能性が秘められているのである。

以上、日米の事実からして、例えば叙上の3,000万種類の測定代替性や「正当な理由」の曖昧さが企業にとって操作手段の宝庫と化することはまちがいないであろう。ゆえに、「継続性の原則」が存在するとはいえ、日米ともに会計方針の変更が大きな問題となる素地があるといえよう。このような会計の実情に鑑みると、實際上、会計方針の変更はどのような企業によって、どのような状況下でどのような目的で行われているのかということが解明されなければ、本書でみているような重大な機能を担っているはずの会計情報に、大きな疑問を残すことになる。このことは、会計方針の変更に関する実証研究の必要性を示唆するものである。そして実は会計方針の変更に関する研究という形を採りつつも、第1章で検討したような新しい会計責任の分析ツールを用いて、合法的な会計情報の操作が現代巨大企業の経営者の会計責任とかかわっている可能性を指摘しようとする意図がある。

このような問題意識の下に、我々は、本章では主として日米の企業に関する会計方針の変更の実証的検討を行うこととする。具体的にいえば、第Ⅱ節では、会計方針の変更に関するこれまでの研究をサーベイし、アメリカの動向をみるとともにその問題点を指摘する。第Ⅲ節では、まず日本の企業について会計方針の変更を実施した企業に関する実証分析を行い、続いて、見出された事実を解釈する仮説を提示し、その実証をも別の形で行うこととする。その過程で会計情報に対する企業の支配構造——経営者支配か所有主支配か——の影響力をみることにする。第Ⅳ節では、こうした分析結果について若干のコメントを付すこととする。

## II：米国における研究の概観

## II-1：従来の研究の概観

「企業が会計方針を変更する」という現象に対する最初の説明理論は、利益の平準化仮説として提示された。この仮説では、会計方針の変更による会計情報の「歪み」を必ずしも「歓迎されざるもの」とは判断していない。現代の大企業の配当は、実質的には利子化しているといわれている。それは逆にいえば、現代社会では企業に対して配当を利子のごとくに支払うよう圧力がかかっているともいえるのである。だが、企業の利益は会計期間ごとにかなり変動するのが通常である。したがって企業としては、每期、資本に対する利子という観点からみて過大な利益をあげたとすれば、それを何らかの形で——例えば会計方針の変更による利益操作で——蓄積・留保し、来期以降の利子化した配当の支払いに充てようとするのは、むしろ正常な反応であろう。しかしこの論理からいえば、今期の利益は利益として計上し法人税を支払った後に未処分利益剰余金として改めて計上するのが正当ではあるが、その法人税分が「無駄」になると考えたとしても、動機の点からみてあながち理解できないことではないであろう。逆に過少な利益であれば証券市場での自社株式の価格維持等の観点から反対の動機が作用することも十分に考えられる。ここに平準化仮説（Income Smoothing Hypothesis）の正当性を日本の実状からも支持する根拠の一つがある。

具体的に叙上の仮説を最初に提示したのは、ゴールドン（M. J. Gordon）であろう。<sup>(2)</sup>彼は、「経営者は報告利益を平準化する目的から、当該企業の用いる会計測定及び報告ルールを選択する」という仮説をたてて、実証研究を行った。

---

(2) M.J.Gordon, "Postulates, Principles and Research in Accounting," *The Accounting Review*, Vol.XXXIX, No.2, (April, 1964). M.J. Gordon, B. Horwitz and P.Meyer, "Accounting Measurements and Normal Growth of the Firm," contained in *Research in Accounting Measurement* (Jaedick et al, AAA, 1966).

彼が会計方針変数として選んだのは、投資税額控除 (Investment Credit) であった。そしてこの項目を計上するタイミングと利益変動の平準化の相関を検討したのであるが、有意な結果は得られなかったのである。続いてコーブランド (R. M. Copeland) がゴールドンの仮説を追実証しようとしたが、同じく有意な結果は得られなかった。<sup>(3)</sup>すなわちゴールドンが、投資税額控除を会計方針変数として選んだのに対して、コーブランドは連結財務諸表作成の際の非連結子会社への投資勘定を変数として選んだのであるが、実証結果は決定的なものではなかったのである。

このような研究結果を踏まえて、つぎにカッシング (B. E. Cushing) がゴールドンやコーブランドの仮説及び実証方法を若干修正することによって、企業の会計方針変更に関する実証研究を続けた。<sup>(4)</sup>カッシングは先の二人のように会計方針変数を特定化しようとはしなかった。そうではなく、彼は、何らかの会計方針を変更した企業を、(i) 方針変更を除外した場合の一株当たりの利益 (Earnings per Share; EPS) が、その前の期のEPSを上(下)まわっている (A, (B)), (ii) 方針変更がEPSを増加(減少)させている (I, (D)), (iii) 方針変更を考慮した場合のEPSがその前の期のEPSを上(下)まわっている (A, (B)), という三つの基準で六つの集団 (BI B, BIA, AIA, BDB, ADB, ADA) に分類するとともに、各集団の企業が特定の目標EPSを達成する際に、当該会計方針の変更を利用しているか——平準化を行っているか——という観点からアプローチしたのである。この方法によってカッシングは、会計方針変更のEPS平準化効果を詳細に調

---

(3) R.M.Copeland, "Income Smoothing," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1968. R.M.Copeland and R.D.Licastro, "A Note on Income Smoothing," *The Accounting Review*, Vol. XLIII, No.3, (July, 1968).

(4) B.E.Cushing, "An Empirical Study of Changes in Accounting Policy," *Journal of Accounting Research*, Vol17, No.2, (Autumn, 1969).

査することができたのであるが、その結果として、約61%の会計方針変更が標準化効果を有しており、かつ、76%の方針変更が報告利益（EPS）を増加せしめていることを見出したのである。この事実を踏まえて、彼は、以下のように主張する、すなわち会計方針の変更を行うか否かという意思決定は経営者の長期的・総合的判断に依っているために、その意思決定構造を明確にすることが困難であるのに対して、一度変更することが決定されそのタイミングを選択するという問題になると、経営者は、企業の報告利益を良好に見せようとする短期的動機に基づいて意思決定を行っている、と。

続いて第二の研究方向として、これまでのように会計方針の変更に関する仮説をたててそれを立証するという方向とは別に、会計方針を変更する企業の諸属性を実証的に見出そうとするよりファクト・ファインディングな性格を有する研究がみられる。その最初の研究はゴスマン（M. L. Gosman）の研究であろう。<sup>(5)</sup>この研究方向はこれまでみてきたような仮説—実証型の研究が有効な結論を導けなかったことの反省からきているように思われる。ゴスマンは以下の三つの企業属性と会計方針の変更との関連について実証的に検討した。規模、所属産業そして当該企業を監査している監査法人、の三つである。ゴスマンはいずれの属性に関する研究に関してもカイ二乗分布を用いた分類の独立性検定を利用している。その結果、平均企業規模（フォーチュン誌のリストに基づく）以上（以下）を基準とした企業の二分類と会計方針の変更に際して限定意見を付されているか否かという二分類は独立でないという検定結果から、企業規模と会計方針の変更には関連があるとした。つまり規模の大きい企業ほど会計方針変更の頻度が高いことが発見されたのである。所属産業別については、有意な関係が認められたもののそれは企業規模の差が反映されたものにすぎないと

---

(5) M. L. Gosman, "Characteristics of Firms Making Accounting Changes," *The Accounting Review*, Vol.XLVIII, No.1, (January, 1974).

して、この属性と会計方針の変更には関連がないと結論する。会計方針を変更した企業を監査している監査法人との関連については、具体的には、プライス・ウォーターハウス、リブランド、モンゴメリーの各会計事務所について関連が認められた。

以上のようなゴスマンの研究に対して、カッシングとディーキン (E. B. Deakin) が批判を加えている。<sup>(6)</sup> 批判の対象は専らゴスマンの用いた統計的手法である。すなわち、会計方針の変更と企業規模という二つの属性に対する分類基準の独立性検定では、両者の間に関連性があることを示すには不十分であるとす。そして彼ら自身はノンパラメトリックな統計的手法を用いるべきことを主張する。具体的に彼らはゴスマンのデータをそのまま援用して、Mann-Whitney Uテストを利用した統計的検証を行い、企業規模と会計方針の変更には関連がないと結論する。ゴスマンはまた所属産業と会計方針変更との関連を検討する際にも同様に独立性の検定を用いたが、二人はこれについても不十分であるとし、Kruskal-Wallis テストこそ最適であるとして、ゴスマンの資料を基に検討を行っている。その結果、産業と会計方針変更には関連がないことが、一層厳密にいえたとする。最後に監査法人との関連についても Kruskal-Wallis テストを用いて、より厳密な形で関連があることを示している。

このような統計処理上の問題を考慮してワレン<sup>(7)</sup> (C. S. Warren) は、クロス・セクションで会計方針変更企業のサンプルをより大量に収集するととも

(6) B.E.Cushing and E.B.Deakin, "Firms Making Accounting Changes: a Comment," *The Accounting Review*, Vol.XLIX, No.1, (January, 1974). カッシングとディーキンは、ゴスマンの企業規模分類が中位値よりも上か下かのみ基準で分類されている点を批判する。そして叙上のノンパラメトリックな手法によって規模順位情報を考慮に入れることができると主張する。

(7) C.S.Warren, "Characteristics of Firms Reporting Consistency Exceptions — A Cross-Section Analysis —," *The Accounting Review*, Vol. LII, No.1, (January, 1977).

に、分類の独立性検定に代えて分散分布を用いてデータを検討し、企業規模・所属産業・異常損益項目の計上が会計方針の変更に関連しているという事実を見出した。またブレムサー（W. G. Bremser）は、EPS, ROI（投資収益率）の悪化した企業ほど会計方針を変更してそれらの項目を良くみせようとする傾向があることを実証している<sup>(8)</sup>。

ところが最近の研究の中に、再び仮説—実証型の研究方向を採るものが見られるようになった。サラモンとスミス（G. L. Salamon and E. D. Smith）の研究がそれである<sup>(9)</sup>。彼らは、これまでの研究成果から判断して企業規模あるいはEPSの動きと会計方針の変更に関連がありそうなことから、これらの事実にもまず着目した。さらにファイナンスの領域で注目されているエイジェンシー理論を援用することによって、以下のような仮説を提示した。すなわち「経営者支配の企業は所有主支配の企業よりも、株主の対企業評価が悪い時に、その評価を修正せしめる目的から会計方針の変更を行い、会計情報を操作する」と。実証手続としてはまず企業を経営者支配群と所有主支配群に分類し、さらに採用されたサンプル企業については産業別の分布を調整する。そしてそれらの企業が会計方針を変更したか否かに関して標本数を計算する。次に会計方針の変更を行った両支配企業群を2パラメータCAPMの実証モデルの適用から得られる月次株式投資収益率の累積残差（12カ月）（CAR）の符号がプラスかマイナスかによって分類する。他方、一般株主の期待利益（EPS）

---

(8) W.G.Bremser, "The Earnings Characteristics of Firms Reporting Discretionary Accounting Changes," *The Accounting Review*, Vol. L, No.3, (January, 1975).

(9) G.L.Salamon and E.D.Smith, "Corporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance," *The Bell Journal of Economics*, Vol.10, No.1, (Spring, 1979). なお彼らの採った詳しい実証手続については第Ⅲ節を参照。

と実際の利益とのズレをプラス・マイナスの次元で計測する。すると会計方針変更期間においては経営者支配の企業群には残差の符号と両利益のズレの符号が不一致のものが、所有主支配の企業群に比較して有意に多かったのである。この事実から、サラモンとスミスは叙上の仮説が実証されたと結論する。

## II-2 : 従来の研究の問題点

前項においては、会計方針の変更に関する研究——主としてアメリカにおける研究——について概観してきた。そこから判明したことは、まず問題の重要性ほどにはこの領域における研究が顕著な結果を導出していないということである。平準化仮説からファクト・ファインディングな研究へ、さらには再度エイジェンシー理論を援用した仮説へという展開はみられたものの、結論は各研究者によって異なるという傾向があり、決定的な結論は未だ得られていないのが現状である。そこで我々は、日本の企業を例に採り、会計方針の変更に関する実証研究を通して、この問題に解答を求めようとするのであるが、その前に本項ではこれまでの研究に関する問題点をいまま少し明確に整理しておくことにする。

まず初期の研究にみられたような、企業がある目的利益を設定してそこからの乖離を生じた場合に会計方針の変更を利用して利益トレンドを修正するという発想についてであるが、この発想自体は意義のあるものと考えられる。しかしゴールドン<sup>(10)</sup>(GMH) やコーブランド<sup>(11)</sup>(C) の発想は、以下のような当期EPS推定式からの乖離を埋めるために特定の会計方針変数を操作するというものであった。

$$\bar{Y}_t = \alpha Y_t + (1 - \alpha) \bar{Y}_{t-1} \quad (\alpha: \text{定数 } 0 \leq \alpha \leq 1) \dots\dots\dots \text{GMH}$$

$$\bar{Y}_t = OI_{t-1} + D_{t-1} \dots\dots\dots \text{C}$$

( $Y_t$  : Smoothed EPS,  $OI_t$  : Operating Income,  $D_t$  : Dividend)

(10) R.M.Copeland, *op. cit.*, p.542.

(11) *Ibid.*, p.543.

上記の式からいいうことは、経営者をして会計方針の変更に関する意思決定に踏み切らせる要因が極めて短期的に捉えられているということである。つまり精々二期程度のEPSの変動に対して経営者が対応に迫られるという構造になっているのである。我々の考え方からすれば、このような短期的な利益修正手段としては会計方針の変更という手段はかなり限界があると思われる。というのは方針を一度変更すれば、そのことが相当長期間にわたって企業自体の会計システムを拘束することになるからである。我々は、企業の会計方針変更意思決定というものはもう少し長期的な利益トレンドに依っているものとする。しかしこのことは、実証によって確かめられるべき問題である。

次に、よりファクト・ファインディングな研究に徹するとするならば、企業規模・監査担当会計事務所・産業・支配形態以外にも可能性あるいくつかの要因について検討を加える必要があろう。

また最後に、会計方針の変更に関して注目すべき研究が監査論の研究領域において行われているので、その中で我々の実証研究にとって参考となる点を見ておこう<sup>(12)</sup>。それは具体的には、企業が「継続性の原則」を中断したことに対する監査人の重要性判断という形で問題となっているものである。実証研究によれば、会計方針を変更した企業の財務諸表に対して、監査人が限定意見を付すか否かという重要性の判断に関して、監査人は自身の利害を考慮して収入の多い巨大企業の方針変更には限定意見を付けたがらないのに対して、逆に小さな企業に対しては比較的容易に限定意見を付けるという傾向がある。さらに監査人の利害を考えなくても、巨大企業ほど比較的経営が安定していることからして、会計方針の変更は当該企業の株主にそれほどの影響を与えないであろうとの判断から、やはり限定意見は付きにくいと結論されている。この事実から、

---

(12) F.Newman, "The Auditing Standard of Consistency," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1968.

「継続性の原則」の中断（会計方針の変更）に関する研究を行うに際して、監査人の限定意見が付された会計方針の変更のみを検討対象とすることは考え直す必要があるといえる。日本の例に則していえば、正当な理由に基づく会計方針の変更と正当な理由に基づかない会計方針の変更——いずれも2号限定——の双方ともに問題にする必要があるということである。

### Ⅲ：日本の実証研究

本節では、前節の概観及び疑問点を踏まえて、日本の企業に関する会計方針変更（「継続性の原則」の中断）の実証研究を行うこととする。その大略的方向は、まず第一に、日本の企業の中から会計方針を変更した企業をサンプリングしてその変更事実と企業の諸属性との関連を見出そうとする研究が行われる。第二に、見出された事実に対する二つの解釈が仮説として提示され、各仮説に対して実証的分析が加えられる。

#### Ⅲ-1：ファクト・ファインディング

##### Ⅲ-1-i：実証の方法

ここではファクト・ファインディングな実証研究として二種類の計測が実施された。一つは時系列分析の性格を有するものであり、いま一つはクロス・セクション分析の性格を有するものである。時系列分析としては、以下の目的によって下記のような計測がなされた。その目的は、前節で検討されたアメリカにおける従来の研究の中で注目されていた事実の一つであるところの、「ある種の利益トレンドから実際の利益が乖離したことを矯正するために、企業が会計方針を変更して利益数値をトレンドに近づける努力を払う」という命題を日本で検証することである。具体的手続としては、東京証券取引所一部上場企業のうち、1965年から1980年までの間に少なくとも一回有形固定資産及び鉱業用減価償却資産の減価償却方法を変更した経験のある3月決算企業を、産業間の分布を調整しつつサンプルとして50社抽出した。次に50社各々の1965年から

1980年までの売上総損益のトレンドを、以下の10本のトレンド式から最良（標準誤差最小）のものを選択する形で確定した。<sup>(13)</sup>

$$Y_t = a + bt \quad Y_t = a + bt + ct^2 \quad Y_t = a + bt + ct^2 + dt^3$$

$$Y_t = a \cdot bt \quad Y_t = a \cdot bt \cdot ct^2 \quad Y_t = a \cdot bt \cdot ct^2 \cdot dt^3$$

$$Y_t = at / (b + t) \quad Y_t = ke^{-t} \quad Y_t = ka^{bt}$$

$$Y_t = k_0 / (1 + me^{-at}) \quad (k_0: \text{極限值})$$

そしてこの推定量と実際値の乖離度（%）を求める。さらにこの乖離度の絶対値の大きい年から順に三年ずつ採って五つのグループにする（1966年から1980年の15年間）。そしてこの各ランクに減価償却方法の変更が何度起きているかを数える。もし目的で述べた通り、何らかのターゲットたる利益目標から乖離した時にその乖離を埋めるために利益数値を操作するのであれば、乖離の大きい年に減価償却方法の変更が有意に集中している可能性がある。この分析では長期的トレンドを問題にしている。

次にクロス・セクション分析について触れておこう。この分析に関しては、1976年・1977年・1978年において減価償却方法を変更した3月決算企業45社を一つのサンプル企業群として、他方この同じ三年間に方法を変更しなかった3月決算企業群115社をいま一つのサンプル企業群として選択した。そして説明変数に、有形固定資産額（ $X_1$ ）・資本金（ $X_2$ ）・売上総損益（ $X_3$ ）・有形固定資産減価償却費（ $X_4$ ）・利益（売上総損益）トレンド乖離度（ $X_5$ ）・累積残益（<sup>(14)</sup>月次複利収益率）（ $X_6$ ）を選定し、判別分析を<sup>(15)</sup>加えた。

### Ⅲ-1-ii: 実証の結果

まず時系列分析の結果から示しておくこととする。

(13) 民野庄造, 「基本的統計処理システム」, 『現代情報システムの研究』(神戸大学経済経営研究所, 経営機械化シリーズ17), 1976年に所収, 146頁。

(14) 累積残差 (CAR) の具体的な導出過程については, 第3章参照。

(15) SPSS (DISCRIMINANT ANALYSIS (DIRECT METHOD)) を利用した。

第6-1表

乖離度絶対値ランク	変更数
1	12
2	16
3	10
4	15
5	12

この結果に適合度検定を加えてみた。すると  $w=1.8$  で、他方有意水準を  $0.05$  とすれば、カイ二乗分布は  $\chi^2_{0.05}(4) \Rightarrow 9.49$  であるから、乖離度ランクによる変更数の差に有意な結果は見出せなかった。

確かに減価償却方法を変更した企業の中には利益トレンド乖離度の大きい時に方法変更を行って利益数値を操作する企業も見受けられる。このことは監査報告書の分析を通じて個別事例としては判明している<sup>(16)</sup>。しかしそれはいくつかの説明理由のうちの一つではあるが、一般的説明力をもっているとはいいがたい。

そこでクロス・セクション分析の結果をみておくこととする。1976年から1978年の間に減価償却方法を変更した企業45社と変更しなかった企業115社を対象とした判別分析の結果は以下のようなものである。標準化データによる、判別のための合成変量 ( $F$ ) は、

$$F = 0.22477X_1 - 0.33642X_2 + 1.70728X_3 - 1.58295X_4 \\ - 0.04066X_5 + 0.30406X_6$$

(ただし各  $X_i$  の意味は前述の通りである。)

大略的には判別エコアがマイナスになると会計方針の変更を行ったグループに属すると判別され、プラスでは変更を行わなかったグループに属すると判別される。標準化データに基づいているので、各変数に付された係数は各変数の判別への貢献度を示していることになる。まず利益トレンド乖離度 ( $X_5$ ) はあまり判別に貢献していないことは明らかであり、この点は時系列分析の結果と合致する。我々の関心からして興味あることは、資本金 ( $X_2$ ) 規模が大きくて累積残差 ( $X_6$ ) がマイナスの企業はマイナスのスコアが付されることであ

(16) 『証券』(東京証券取引所企画調査部)の「監査報告書の実態調査」の項を参照。

る。ただし累積残差はプラス(1)、マイナス(0)のダミーで考慮されている。さらにいえば、売上総損益( $X_3$ )が大きく有形固定資産減価償却費( $X_4$ )が小さい企業ほど会計方針を変更していない。だが有形固定資産減価償却費は減価償却方法が変更された後の数値を含んでいる場合がある。以上の点はほぼ理解されるところであるが、判別関数の中での有形固定資産額が資本金と逆方向に作用している点は、我々の判別関数が十分でないことを示しているのかもしれない。判別効率率は約70%である。

以上、本項での実証結果からして、資本金からみて企業規模が大きく累積残差がマイナスである企業ほど減価償却方法(会計方針)を変更する可能性が高いといえるであろう。また我々の考えとは逆に、当期売上総損益のトレンドからの乖離度ではなく、その項目自体の大きさが判別に貢献していることがクロス・セクション分析からいえる。このことは我々の当初の予測とは逆にアメリカの研究者の思考通り、企業は比較的短期的な動機で会計方針を変更している可能性を示唆している。これらのことから大略的には、資本金規模が大きくて業績が比較的 low 株主の対企業評価が悪い企業ほど、比較的短期のタイム・ホライズンでもって会計方針を変更しやすいことがファクト・ファインディングとして指摘できよう。このことは、アメリカの実証結果ともほぼ合致するといえよう。

そこで次項ではこの傾向を解釈する仮説を提示して実証的にフォローしてみることとする。

### Ⅲ-2: 会計方針変更に関する二つの仮説

#### Ⅲ-2-i: 第一の仮説と実証

前項のファクト・ファインディングな分析から、「資本金規模が大きく業績が比較的 low 一般株主の対企業評価が悪い企業ほど、会計方針を変更する可能性が高い」ことがわかった。そこでここでは、この事実を解釈するために、二つの仮説を提示しその実証を行うこととする。一つは、企業の増資性向と会計方針変更の関係に着目したものであり、いま一つは、企業の支配形態と会計方

針変更の関係に着目したものである。

第一の仮説は以下のものである。前項での発見事項のうち株主の対企業評価が悪化している企業とは株式市場において当該企業の株価が市場の平均的動向予測を下回っていることを意味する。このような傾向に対して企業経営者は当然何らかの反応を示さなければならない。本来的には経営努力によって業績を改善するのが第一である。しかし巨大企業であればその資金計画はかなり確定したものであり、したがって増資計画も変更しがたいと考えられる。そう考えれば、CARがマイナスの企業の中でごく近い将来増資計画をもっている企業は、経営努力に代えて一次的効果であるにせよ会計方針を変更して一般株主にとって意外な良い会計情報を公表することによって企業イメージを回復しようとする期待される。それに対して増資計画をもっていない企業は、たとえCARがマイナスであっても次期以降の経営努力でその趨勢は解消されうる可能性があるので、あえて会計方針の変更を行う必要はないと期待される。

以上の仮説を検証すべく、我々は、前項の第二の計測で用いたデータを基にCARがマイナスで会計方針を変更した企業31社とCARがマイナスで会計方針を変更しなかった企業57社を選択した。そして各企業について会計方針を変更した（しなかった）年も含めて将来二年間計三年間のうちに増資を行ったか否かを計測した。その結果は以下のものであった。

第6-2表

	増資した企業数	増資しなかった企業数
会計方針を変更した企業数	17	14
会計方針を変更しなかった企業数	36	21

割合の差の検定を加えるまでもなく<sup>(17)</sup>、会計方針を変更した企業と変更しなかつ

(17) 因に、2つの標本の割合の差は-0.084（5%有意水準±0.2156）。

た企業との間に、増資性向に関しては大差はない。このことから「増資計画を有利に実行するために会計情報を操作する目的から会計方針を変更している」という命題は必ずしも妥当しないといえる。

### Ⅲ-2-ii: 第二の仮説と実証

次に「資本金規模が大きく業績が比較的低く一般株主の対企業評価が悪い企業ほど、会計方針を変更する可能性が高い」という現象を説明しようとする第二の仮説として「エイジェンシー理論」を援用した仮説を提示し、日本とアメリカのケースを比較する形でその実証結果を示しておこう。ここでの研究は前節で述べたサラモンとスミスの研究に負っている。

第2章でも述べたようにある人が自分の仕事を他人に遂行してもらおうべく契約関係にある状況を指してエイジェンシー関係があるという。そして仕事を委託する側をプリンシパル (Principal)、受託する側をエイジェント (Agent) と呼ぶ。例えば企業の組織そのものをエイジェンシー関係の連鎖 (Nexus) として把握することができる。その中において我々が検討しようとしている問題と直接関連するのは、所有と経営が分離した企業における一般株主と経営者の関係である。本来的には、出資者であり当該企業の所有主である株主が経営活動を直接遂行すべきであるが、経営能力等の観点から、自身で遂行するよりもより高度な経営能力をもった者すなわち経営者に経営実務を委託したほうがより効率的である。ところがそのような状況の中で、経営者が実際には、仕事の委託者たる株主の利益を極大化するには必ずしも行動しない点に問題がある。契約上は委託者 (プリンシパル) ・受託者 (エイジェント) 関係にある株主と経営者であれば、エイジェントたる経営者は、プリンシパルたる株主のために、彼らの利益を追及するのが「建て前」ではあるが、経営者はむしろ自分自身の利益を極大化するように行動すると考えた方が自然であろう。そしてもしこのような行動を採る所有権をもたない経営者が、自身をできるだけ長い期間当該地位に置いておこうと考えたならば、例えば不況期には利益を何とか捻

出し自身の経営能力を誇示することを考えるであろう。そのための比較的卑近な手段の一つに会計方針の変更がある。そう考えると当該企業が経営者支配であるか所有主支配であるかによって、企業の会計情報公開に際して加わる操作圧力の度合いが異なってくる可能性が強いといえよう。つまり経営者支配の企業の経営者は当該企業が不況の時そして株主の対企業評価が悪化した時に、より頻繁に会計方針の変更を行い、結果的には誤導的会計情報を社会に対して公表することになると考えられよう。したがって会計情報公開によって企業が経営効率を公開する機能に関して、支配構造の異なる企業間でその正確性の点で差がある可能性があるとの仮説を提示することができる。そこで以下ではこのような仮説を検証してみたいと考える。そしてその際に、日米の検証結果を比較することとする。

まず上述の仮説を検証する具体的手続を説明しておこう。実証の大略的手続は以下の通りである。

1. 企業を経営者支配企業群と所有主支配企業群とに分ける。
2. 両企業群の中で、「継続性の原則」を破った経験<sup>(18)</sup>のある企業を抽出する。
3. 「継続性の原則」を破った会計期間における、当該企業に対する一般外部株主の企業評価を測定する。
4. 「継続性の原則」を破った会計期間において、その変更を利用して経営者が当該企業の利益の意外な変動（一般外部株主からみて）を作り出しているか否かを測定する。
5. 3と4の結果を照合して、一般外部株主に対して、経営者が、会計方針（会計諸手続）の変更によって誤導的な会計情報を公表しているか否かを検討する。

---

(18) 本章での「『継続性の原則』を破る」という表現は、「会計方針を変更する」というほどの意味で用いている。

第一に、企業を経営者支配であるか所有主支配であるかという属性から分類する作業について説明しておこう。その主たる基準としては、ある集団が当該企業の発行済み株式数のうち10パーセント以上の株式を保有しているか否かという基準を採用した。10パーセント以上の持株比率を示す集団が存在する場合を所有主支配とし、存在しない場合を経営者支配とした。さらに以下でみるアメリカのデータについては、10パーセント以上20パーセント未満の持株比率を示す集団が存在している場合には、持株比率に加えて当該集団が実質的なコントロール権を行使しているか否かが考慮されている。そして20パーセント以上の持株比率を示す集団が存在する場合は当該企業を無条件で所有主支配企業として分類している。日本のデータについては、一層詳細な分類基準としては、宮崎義一教授の研究成果に基づいている<sup>(19)</sup>。その結果、アメリカでは1954年から1962年の期間について経営者支配企業32社所有主支配企業32社が選出されている(第6-3表)<sup>(20)</sup>。産業間の分布が調整されているのは、過去の研究で会計方針の変更と当該企業の所属産業について相関がある可能性が高いためである。それに対して日本では宮崎教授の基準を満たす企業特に所有主支配の条件を満たす企業を大量に選定するのが困難であるので、1965年から1976年の期間について第6-4表の企業が選択された。そしてそれとの産業的対応をできるかぎり考慮して経営者支配の企業が選択された<sup>(21)</sup>。

(19) 宮崎義一、『戦後日本の企業集団』、日本経済新聞社、昭和51年、第Ⅶ章を参照。

(20) G. L. Salamon and E. D. Smith, *op. cit.*, p.323.

(21) ただし我々は、宮崎教授の分類に基づくとはいえ、宮崎教授がAA(家族支配)BB(家族+同族会社支配)として分類している企業については、すべて所有主支配として分類しているし、それ以外の企業については経営者支配として分類している。

実際には所有主支配の企業のうち、会計方針の変更を1965年から1976年までの期間において行った企業をすべて列挙した。さらにそれら企業のうちで、会計方針変更の会計期間に関するマーケット・モデルの回帰式が、決定数0.2以上の企業のみを選択し、その上で経営者支配の企業との産業的対応を考慮したので第6-4表のような比較的少ないサンプルになった。

第6-3表 (U.S.A.)

INDUSTRY DESCRIPTION	SECOND STEP FIRMS	
	MANAGEMENT CONTROLLED	OWNER CONTROLLED
FOOD AND KINDRED PRODUCTS	6	6
TOBACCO MANUFACTURERS	0	0
TEXTILE MILL PRODUCTS	1	1
LUMBER AND WOOD PRODUCTS, EXCEPT FURNITURE	0	0
FURNITURE AND FIXTURES	0	0
PAPER AND ALLIED PRODUCTS	0	0
PRINTING, PUBLISHING AND ALLIED INDUSTRIES	0	0
CHEMICALS AND ALLIED PRODUCTS	5	5
PETROLEUM REFINING AND RELATED INDUSTRIES	0	0
RUBBER AND MISCELLANEOUS PLASTICS PRODUCTS	2	2
LEATHER AND LEATHER PRODUCTS	0	0
STONE, CLAY, GLASS AND CONCRETE PRODUCTS	3	3
PRIMARY METAL INDUSTRIES	2	2
FABRICATED METAL PRODUCTS, EXCEPT MACHINERY AND TRANSPORTATION EQUIPMENT	1	1
MACHINERY, EXCEPT ELECTRICAL	6	6
ELECTRICAL AND ELECTRICAL MACHINERY, EQUIPMENT, AND SUPPLIES	1	1
TRANSPORTATION EQUIPMENT	3	3
MEASURING, ANALYZING, AND CONTROLLING INSTRUMENTS; PHOTOGRAPHIC, MEDICAL, AND OPTICAL GOODS; WATCHES AND CLOCKS	1	1
WHOLESALE TRADE-DURABLE GOODS	0	0
GENERAL MERCHANDISE STORES	1	1
FOOD STORES	0	0
APPAREL AND ACCESSORY STORES	0	0
EATING AND DRINKING PLACES	0	0
MISCELLANEOUS RETAIL	0	0
TOTALS	32	32

第6-4表 (日本)

所有主支配		経営者支配	
会社名 (証券コード)	会計方針変更期間	会社名 (証券コード)	会計方針変更期間
神崎製紙 (3867)	68-9 76-3	三菱製紙 (3864)	66-9 68-9
石原産業 (4028)	65-3 76-3 76-9	徳山ソーダ (4043)	65-3 68-3
エーザイ (4523)	72-9	保土谷化学 (4112)	65-9
中山製鋼所 (5408)	75-3	積水化学 (4204)	73-3
日本冶金 (5480)	65-9 66-3	住友金属 (5405)	71-3
北川鉄工所 (6317)	66-3 71-3	日新製鋼 (5407)	66-9
東京重機 (6440)	69-9	日本金属 (5479)	72-9
北辰電気 (6842)	67-3 72-9	三菱製鋼 (5632)	71-9 72-3
リコー (7752)	72-9 75-3	池貝鉄工 (6102)	65-9
服部時計店 (8050)	66-3 71-9	理研ピストン (6462)	66-3
東武鉄道 (9001)	75-3 76-3	富士通 (6702)	72-9
		横河電機 (6841)	68-9
		シチズン (7762)	70-3
		日本無線 (6751)	72-9
		安川電機 (6506)	70-3
		京浜急行 (9006)	71-9
		近鉄 (9041)	72-9
計	20	計	20

第二に、「『継続性の原則』を破る」という条件について説明しておこう。アメリカの場合は、1954年から1962年までの間についてアニュアル・レポートとSECのForm-10-Kに基づいて、監査人の限定意見付の会計方針の変更、状況の変化による会計方針の変更、そして異常（extraordinary）損益の計上を行ったということを基準としている。日本の場合は、1965年3月決算から1976年3月決算までの期間について、日本興業銀行財務データファイルに収録されているすべての3月決算企業（1974年までは3月・9月決算）の中で、原材料・仕掛品・製品の棚卸評価方法を変更した企業、減価償却方法を変更した企業を選択した。したがって企業の期間的重複を認めている。さらに、厳密には会計方針の変更とはいえないが多分に情報操作的色彩が強いという意味において、（特別利益—特別損失）の金額が税引前当期損益の金額の3分の1以上を示している企業についても、「継続性の原則」を破るほどの特別損益の認識——すなわち特別損益の認識基準の変更——とみなして選定した。

第三に、叙上のようにして選択された企業に関して、会計方針を変更した会計期間における、当該企業に対する一般外部株主の企業評価の測定について説明しておこう。それは前項で説明したファクト・ファインディングの中で「株主の対企業評価が悪い時」という表現の測定化、あるいは第2章でジェンセン・メックリングの所説を中心に会計責任の新しい分析ツールを検討した際に、「企業価値の変動（低下）」として言及された条件の具体化である。この目的のために我々はファイナンスの成果を援用した。すなわちアメリカのデータではブラック型CAPMが利用されているのに対して、日本のデータでは月次複利収益率を用いたマーケット・モデルが利用されている。CAPMやマーケット・モデルに基づいて当該企業の株式投資収益率を市場ポートフォリオの収益率で回帰することにより得られた残差を、当該企業の外部株主評価による「企業価値の変動（低下）」とみなすことにしたのである。この財務論の議論については第3章で詳しく触れた。いま要点のみを再論すれば以下のものである。

[2ファクター・モデル — アメリカ]

$$R_i = r_0 + r_1 \beta_i + e_i$$

$R_i$  : 証券  $i$  の当該期間の平均収益率

$r_0$  : ゼロ・ベータ・ポートフォリオの収益率。それは市場ポートフォリオの収益率とは相関がない。

$$r_1 : R_m - r_0$$

$R_m$  : 市場ポートフォリオの当該期間の平均収益率

$e_i$  : 証券  $i$  の異常収益率

$\beta_i$  : 証券  $i$  のシステマティック・リスク

[マーケット・モデル — 日本]

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t}$$

$R_{i,t}$ ,  $R_{m,t}$ ,  $e_{i,t}$ ,  $\beta_i$  はこれまでの論述と同義である。 $\alpha_i$ は定数。

より具体的に利用される残差は、アメリカの場合、会計方針の変更があった決算月から遡って12カ月分の累積残差 ( $CAR_i$ ) である。すなわち、

$$CAR_i = \sum_{t=-11}^0 e_{i,t}$$

日本の場合にはマーケット・モデルの累積残差を決算月から6カ月遡って計算している。すなわち、

$$CAR_i = \sum_{t=-5}^0 e_{i,t}$$

それはサンプル期間が半年決算の時期を含んでいることによる。ただし今回の実証では累積残差 ( $CAR_i$ ) の符号のみを問題にしている。したがって  $CAR_i$  がプラスであることは、当該企業が一般外部株主によって良い評価を受けていることを意味し、マイナスは、悪い評価を意味している。そして決算月 ( $t=0$ ) で会計方針を変更しているということは、誤導的会計情報を提供することによって、外部株主の対企業評価を相殺しようとする経営者の意図である可能性が強いと我々は解釈する。そのためには、会計方針変更時の決算期における利益を、外部株主の予測とは逆の方向に動かす必要がある。そうしてこそ会計方針の変更

に関する経営者の意図が貫徹するわけである。我々のモデルからして特に経営者支配の企業についてそれがいえるはずである。<sup>(22)</sup>

そこで第四に、一般外部株主の利益予測の過程とそこから導出される意外な利益 (Unexpected Earnings) を計量化する方法について説明しよう。会計方針を変更した決算期におけるこの意外な利益 (UE)こそ、経営者による誤導的会計情報公開が作用することによって作り出されたものであると考えられる。具体的に問題となるのは、今期の利益を  $Y_t$  として、

$$Y_t = F(Y) + e_t$$

における  $F(Y)$  の具体的な形を確定することである。事実これまでも種々のモデルが検討されてきた。<sup>(23)</sup>しかし種々のモデルのうちで、操作も簡単で単純なマーチンゲール型の予測モデルの当てはまり良いことが実証の結果として知られている。<sup>(24)</sup>すなわち、

$$E(Y_t) = Y_{t-1}$$

というモデルである。そこで本章でもこのモデルが利用される。ただしアメリカのデータでは、利益とは一株当たりの利益 (EPS) が意味される。日本のデータでは、原材料・仕掛品・製品の評価方法の変更及び減価償却方法の変更の場合には経常損益が用いられ、特別損益認識の場合には税引前当期損益が用いられて

(22) ただしマーケット・モデルの残差は、第2章で示したエイジェンシー的狀況において経営者が獲得する非金銭的利得 ( $F$ ) の大きさのみによって規定されるのではない。経営活動本来の成功・失敗によっても大きく規定される。しかし、経営者支配企業の場合、双方の要因が重なり合って作用する。

(23) G.J.Benston, "Public Corporate Accounting Data and Stock Prices," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1967, Supplement to Vol.5, Journal of Accounting Research*. W.H.Beaver and R. E. Dukes, "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations and the Behavior of Security Prices," *The Accounting Review*, Vol.XLVII, No.2, (April, 1972).

(24) G. L. Salamon and E. D. Smith, *op. cit.*, あるいは, W.H.Beaver and R. E. Dukes, *op. cit.*, を参照。

いる。またここでも利益予測モデルから得られる予測値を実現値から差し引いた残差の符号のみが問題となっている。したがって残差のプラス・マイナスによって外部株主の意外性の方向のみが問題とされ、その大きさは無視される。例えば当該企業 ( $i$ ) の累積残差 ( $CAR_i$ ) の符号がマイナスであるということは、当該企業の当期の経営活動に対する一般外部株主の評価が悪いことを示している。そこで経営者が会計方針を変更することによって意外な利益 ( $UE=+$ ) を導出すれば、この株主評価が変更される可能性が出てくる。したがって我々の仮説からして、経営者支配の企業ほど会計方針の変更時——「継続性の原則」を破った時——には、 $CAR$ と $UE$ の符号が逆になる（合致しない）可能性が高いはずである。

〔結果についての日米比較〕

本項では第五として、第三と第四の結果を突き合わせることによって、仮説の検証結果を示すこととする。第6-5表は会計方針が変更された決算期において、 $CAR$ と $UE$ の符号が合致したサンプル数と合致しなかったサンプル数を示している。

ここでは第6-5表を2元の分割表 (two-way contingency table) と考えて、カイ二乗分布を用いた分類基準の独立性の検定を行ってみた。すなわち  $CAR$ と $UE$ の符号が一致するか否かということが経営者支配企業か所有主支配企業かという属性と独立であるという仮説 ( $H_0$ ) をたてる。アメリカのデータに関しては、10パーセント有意水準でもって仮説 ( $H_0$ ) は棄却されるのに対して（厳密には有意水準7.2%）、日本のデータに関しては、同じく10パーセント有意水準でもって $H_0$ は棄却されない<sup>(25)</sup>。したがって、アメリカの経営者支配企業群と所有主支配企業群の間には、会計方針の変更を利用した情報操作

---

(25) (アメリカの場合) 観測値 ( $W$ ) 2.440

(日本の場合) 観測値 ( $W$ ) 0.902

の可能性に有意な格差が認められるのに対して、日本の場合にはそうはいえないのである。<sup>(26)</sup>

第6-5表

	U. S. A.		日 本	
	経営者支配企業	所有主支配企業	経営者支配企業	所有主支配企業
合致した数	61	56	11	8
合致しない数	42	23	9	12

続いて、会計方針が変更された期間のCARの符号は、変更されない期間の符号に比較してどのような特徴をもっているのだろうか。それが第6-6表で示されている。

第6-6表

	U. S. A.				日 本			
	経営者支配企業		所有主支配企業		経営者支配企業		所有主支配企業	
CAR符号	+	-	+	-	+	-	+	-
会計方針 変更期間	44	59	39	40	24	28	27	38
会計方針 変更なき期間	107	76	110	96	34	18	39	26

この第6-6表のデータに関しても分類基準の独立性の検定が行われた。その結果、アメリカでは経営者支配の企業について、会計方針を変更した会計期間において当該企業のCARの符号がマイナスである可能性が、会計方針を変更

(26) 日本の場合、マーケット・モデルの決定係数0.2という基準を満たす企業が、特に所有主支配企業について少ないので、産業的対応を考慮したサンプルが少なくなっている。そこで経営者支配企業のみについてサンプル数を多くして検討したが、その場合も合致・非合致の割合は、第6-6表のそれと大きく変わらなかった。

しない会計期間にマイナスである可能性よりも高いことが統計的にいえる。それに対して所有主支配の企業にはこのような傾向があるとはいえない。日本では経営者支配企業群・所有主支配企業群ともに会計方針を変更した会計期間のCARの符号がマイナスである可能性が、会計方針を変更しない期間と比較して有意に高いのである。また会計方針変更期間（変更なき期間）について、経営者支配企業群と所有主支配企業群との間で、CARの符号の割合について有意な差があるか否かについて割合の検定を行ったが、日米ともに有意な差はなかった（5%有意水準）<sup>(27)</sup>。

最後に以上の結果について解釈しておこう。会計責任と企業の支配構造の関係について、先に提示したように仮説的状况が日米ともにみられるはずであるが、日本の場合には統計的結果が必ずしもそれを支持してはいなかった。いまサンプル数の問題等統計上の問題を考えないとすると、このような相違は何処に起因しているのであろうか。第一の要因は証券市場の機能に関する日米の相違にあると考えられ、第二の要因は経営労働市場の成熟度にあると考えられる。第一の要因を詳述するならば、証券市場は文字通り株式を始めとする証券を売買するための市場であるが、アメリカの証券市場は、「乗っ取り」(takeover)に関する法的規制が日本とは異なるところから、企業そのものを売買する市場

(27) 分類基準の独立性の検定（5%有意水準  $\chi^2_{0.05}(1) \approx 3.8$ ）

米 国	経営者支配企業群	$W=6.08$
	所有主支配企業群	$W=0.32$
日 本	経営者支配企業群	$W=3.90$
	所有主支配企業群	$W=4.39$

CARの割合の差の検定（5%有意水準）

米 国	会計手続変更期間の 経営者支配と所有主支配	棄却域 $\pm 0.146$	観測結果 $+ 0.003$
	会計手続変更なき 経営者支配と所有主支配	棄却域 $\pm 0.099$	観測結果 $- 0.051$
日 本	会計手続変更期間の 経営者支配と所有主支配	棄却域 $\pm 0.181$	観測結果 $- 0.046$
	会計手続変更なき 経営者支配と所有主支配	棄却域 $\pm 0.177$	観測結果 $- 0.054$

として機能するということである。そのために、企業評価が低下し、したがって株価が低下した企業は証券市場において乗っ取られる可能性が強い。逆にいえば、所有権の基礎のない経営者支配企業の経営者は、常にそのような危険（圧力）にさらされているといえよう。ここに経営者支配企業の経営者は、会計情報を操作して誤導的情報を公表せんとする動機をより強くもつ可能性がある。

第二の要因を詳述するならば、高度な経営技能をもった人々（経営者）を自由に雇用しうるような市場——経営労働市場——が発達しているか否かということである。<sup>(28)</sup>このような市場が発達している限り、企業は低いコストでもって経営者を取り替えることが可能になる。逆にいえば、経営者は常にそのような競争圧力にさらされているために、企業価値を短期的にせよ高める目的から、場合によっては誤導的会計情報を公表する動機をもつようになると考えられる。したがって第6-6表が示すように、経営者支配企業は、そのCARの符号がマイナスの時に会計方針を変更することが特に顕著になると解釈されるのである。

しかし逆に、高度に競争的な資本主義経済において、エイジェンシー的圧力がどの程度現実に顕在化するかという点については疑問が残る。むしろ資本主義的競争圧力の大きさに比べれば、エイジェンシー的圧力は小さい可能性がある。とすれば日本の実証結果の方が正常かもしれない。

#### IV：結 語

本章では、企業が経営者支配であるか所有主支配であるかという属性によって、誤導的会計情報を公表する動機に格差があることを日米のサンプルを用い

---

(28) E. F. Fama, "Agency Problems and the Theory of Firm," *The Journal of Political Economy*, Vol.88, No.1-3, 1980を参照。

つつ実証的に検討した。このことは経営者の会計責任に関連して企業の支配構造の相違によって経営者の果たす会計責任の質に差がある可能性を検討するものでもあった。その結果、アメリカの場合はそのような命題はある程度妥当しているともみることができたが、日本の場合は必ずしも妥当しなかった。そこで日米にこのような差異が生じた原因として、日米における証券市場・経営労働市場の機能的差異を指摘したのである。

しかし実証手続にもなお問題があるので、最後にそれについて整理しておこう。第一に、企業の支配構造を分類する基準は、バーリ・ミーンズ (A.A. Berle, Jr. and G.C.Means) の時代から議論されており確固としたものがないことである。第二に、2パラメーターCAPMやマーケット・モデルの当てはまり方が日米ともにあまり高くないことである。そして第三に、利益予測モデルに関して、種々のモデルをテストして一番当てはまりの良いものを選択するというプロセスを経ていないことが指摘される。



## 第7章 企業の社会関係と会計情報公開制度

### I：開 題

前章では、会計責任機能と会計情報公開の今日的関連を明確にすべく実証的検討を行ったが、本章では会計情報公開が単に財務的問題のみならず、第2章で提示したような経済社会学的問題にも対応すべく遂行されているのではないかという仮説を、第6章同様、今日の日本の企業社会にあてはめて実証的に検討してみたいと考える。具体的には企業によって遂行される会計情報公開の程度と企業の諸属性の関連分析を行うこととする。

しかしこの問題を考える場合、技術的にある程度詰めておかなければならない問題がある。すなわち我々は無意識のうちに、「外部報告会計の発展」とか「企業の提供する会計情報が増大してきた」という表現を用いることがある。アメリカを例に採ってみれば、今世紀初頭の外部報告会計の状況と今日のそれを比較した時に、確かにその格差は直観的に判明するであろう。ところがそれでは、10年前の状況と今日のそれを比較して、「発展」について総体的に何かいいうるであろうか。あるいは、世紀転換期のUSスチール会社の財務諸表と今日の平均的企業のそれとを比較して、「発展」について、さらにいえばどちらの財務諸表がより情報量が多いかという問題について、何かいいうるであろうか。またこのような歴史的問題は別としても、例えば、会計情報公開の程度 (extent of disclosure, disclosure level) について、A企業とB企業の比較、C産業とD産業の比較、Eという企業グループとFという企業グループの比較を行いつつ、それら各属性の公開程度の差について発言することが可能であろうか、という問題について我々はまず暫定的にせよ解答を与える必要がある。

問題はさらに展開して、会計情報公開の程度を何らかの測定値——序数的・基数的は問わないとしても——でもって示すことはできないか、そしてそのような数値を基にして、会計情報公開の程度——例えば種々の企業属性と公開程度との関連——に関する基礎的研究ができないかという技術的課題に結実する。このような技術的課題を解決すべく改めてアメリカの会計学上の諸成果をみる時、個々の研究に関してはその具体的問題意識は必ずしも同じではないが、確かに共通項をもった一連の成果を見出すことが可能である。

そこで本章の以下の諸節においては、本章に課せられた問題と技術的課題を念頭に置きつつ、まず第Ⅱ節ではこれまでのいくつかのアメリカにおける研究成果をサーベイし、アメリカにおける会計情報公開程度と企業属性の関係について検討する。さらにはそれらの研究の方法的限界をも指摘する。第Ⅲ節では我々自身の測定基準を明確にしつつ、日本の企業に関して、会計情報公開の程度についての若干のファクト・ファインディングな研究を行うこととする。この研究は、また、一般的に会計情報公開程度が企業を取り巻くどのような関係によって規定されているかという問題を考え、さらに非財務的・経済社会的要因の存在を指摘する仮説—実証研究でもある。

## Ⅱ：米国における研究の概観

本節では、前節で提示した、会計情報公開の程度を測定し、それを基に会計情報公開の程度に関する基礎的研究を行おうとする問題意識の流れをアメリカの文献史の中に辿り、そこにある問題点を明確にしてみよう。

一般に会計情報の公開程度を問題にする研究には、従来から二つの方向があった。一つは数量的測定を行う研究の前提となるべきもので、会計情報公開の質的程度を判断するための概念的基準の追求、それも専ら統一的・一般的基準の追求を企図した方向であり、いま一つは、より具体的・操作的に公開程度を数値化しようとする方向である。時期的には若干前者の研究が先行し、続いて後

者の研究成果が見受けられるようになる。

伝統的な会計思考においては、例えば典型的にはメイ（G.O.May）の『財務会計』<sup>(1)</sup>の中では、現行実務の会計計算構造が導出する会計データは所与のものとして仮定されており、それらを複数の目的にあわせて、いわば配置換えするという考え方がみられた。このような考え方は、現代の日本の企業会計実務の中にも存在している。その具体的立場は、複式簿記—発生主義会計という現行の会計計算構造を安定的と考え、その過程を通過して一度確定された会計データは、さらにその後の過程で、本来の性質を変えずに再整理された時のみ、正規の会計データとして認められ続けるとする立場である。したがって、このような実務の下では、例えば物価修正を施した会計データのような将来指向的な情報を提供しにくいという特徴が認められた。

ところがこのような伝統的会計計算構造が規定している会計情報公開の質的・量的程度が1960年代の初めから問題化してくることになる。特にアメリカでは財務アナリスト（Financial Analyst）の台頭とともに情報要求が多様化し、伝統的な会計データのみにては、この要求に対応しきれないのではないかという不安が会計関係者の間に生じたのである。そこでまず必然の流れとして、伝統的な会計情報公開の程度を質的に問題にする学者が現れた。例えばグリフィンとウィリアムス（C.H.Griffin and T.H.Williams）は、財務諸表における公開程度の適正性（Adequacy）を判断する際に考慮されるべきいくつかの規準を提示した<sup>(2)</sup>、バンベルグとドパッチ（J.G.Birnberg and N. Dopuch）は、現行の財務諸表によって、投資家・経営者に対して提供されるデータがすこぶる不適正であるとして、新しい会計情報公開のフレーム・ワー

---

(1) G.O.May, *Financial Accounting: A Distillation of Experience*, The Macmillan Company, 1943, p. 3.

(2) C.H.Griffin and T.H.Williams. "Measuring Adequate Disclosure," *The Journal of Accountancy*, Vol 109, No. 4, (April, 1960).

クを提示したのである<sup>(3)</sup>。彼らに共通した立場は、会計に新たに突きつけられている情報要求を、抽象的・総体的な形で一般化して抽出し、特徴付け、その規準に照らして現行の会計情報公開程度を判断し、情報公開の新しい在り方を模索したものと見えよう<sup>(4)</sup>。

ところが、以上のような概念的・一般的研究に続いてより具体的・操作的に現行の会計情報公開程度を測定・検計し、究極的にはその改善につなごうとする研究がみられるようになった。このような研究が現れた理由の一つは、概念的・一般的研究が、専ら抽象的な公開概念の次元のみを対象とし、実際に各々の企業・産業次元で実行されている実務を区別することなく取扱っていることにあったように思われる。新しい研究は、実務次元の公開程度を、単に統一的会計処理規範からのみ判断・批判するのではなく、より詳細に、各企業を中心単位として分析することから出発しようとした。さらに現行の公開実務が悪いとしても、企業間に公開程度の格差があるとすれば、すべての企業の公開実務を一まとめにして批判することはできないので、例えば現行実務の公開程度が、企業のどのような属性によって規定されているかを検討した上で、提言を行おうとしたのである。このような研究の先駆は、セルフ (A.R.Cerf) の研究に求めることができるので<sup>(5)</sup>、彼の採った方法を以下で概観しておくこととする。

彼の採った方法とは「重要な」会計情報の各項目をアプリアリにリスト・アップし、当該会社が、それら各項目を自社の年次報告書の中でどの程度公開しているかを確定するという方法である。さらにいえば、各項目には重要度を示す

---

(3) J.G.Birnberg and N.Dopuch, "A Conceptual Approach to the Framework for Disclosure," *The Journal of Accountancy*, Vol. 115, No. 2, (February, 1963).

(4) その他、例えば *fairness, full disclosure* といった概念は、いずれも上述の研究動向から生まれたとみられる。

(5) A.R.Cerf, *Corporate Reporting and Investment Decisions*, California, University of California at Berkeley, 1961.

ウェイト・ポイントが付与されており、各会社が年次報告書中で公開した項目のウェイト・ポイントを合計することによって、その会社の公開程度を示す総合ポイントが導出されることとなる。ここにいう「重要項目」の選定や「ウェイト・ポイント」の決定に際しては、セルフは、前述した公開程度の質的判断規準の研究、意思決定過程の研究、投資意思決定に関する文献のサーベイ、財務アナリストとの対談あるいは財務アナリスト協会の資料等を利用している。その背後にある仮定は、ある投資家が、セルフの掲げる重要会計情報項目をすべて入手しているならば、意思決定についての健全な基礎を有しているとする仮定である。逆にいえば、完全な年次報告書とは、セルフの掲げる項目をすべて公開している報告書であると仮定されているといえよう。

セルフの列挙している具体的項目を引用すれば第7-1表のようである<sup>(6)</sup>。これらは31項目より成っている。例えば、1960年代以降重要性を増してきた将来指向情報に関していえば、当時の制度下ではこの種の情報を提供しにくい状況ではあったが、すべての企業が全く提供していないというわけではない以上、比較的投資家の将来予測に役立つと考えられる情報を各企業がどの程度公開しているかが反映される公開ポイントでなければならない。そこで具体的には、セルフは、2年比較損益計算書・貸借対照表が公開されているならば、各々4ポイントが付与され、主要財務データについてその10年の推移表が記載されているならば3ポイント、6-9年の推移表には2ポイント、4-5年の推移表には1ポイントを付与するといった計算方法を考案している。このようにして各企業の公開程度を示すポイントが導出されると、次に、いくつかの企業属性に従ってサンプルの企業を数ランクに分類し、各ランクごとの平均公開ポイントを計算する。そして各ランク間の平均に差があるか否かをみることによって、種々の属性が、企業の公開程度に影響を与えているか否かを調査す

---

(6) *Ibid.*, p.27.

第7-1表 Items Included in Index of Disclosure

Item of Information	Weight	Committee on Corporate Information Rating <sup>a</sup>
Comparative income statements—2 years.....	4	E-C, E-P, E-Dr, ED-A, E-M
Comparative balance sheets—2 years .....	4	E-C, E-P, E-Dr, ED-A, E-M
Physical volume of production (wasting asset companies only) .....	4	D-P, E-M
Statement of reconciliation of earned surplus..	3	E-M
Source and application of funds or cash flow statement .....	3	D-P, ED-A, D-M
Summary of important financial statistics (10 years or more, 3 points ; 6-9 years, 2 points ; 4-5 years, 1 point) .....	3, 2, 1	D-C, D-P, D-Dr, ED-A, D-M(5 years)
Method of inventory valuation .....	3	E-M
Sales breakdown by divisions or by individual companies in a consolidated statement.....	3	D-C, ED-A
Method of depreciation .....	3	E-M
Method of depletion .....	3	E-M
Description of type of capital expenditures planned .....	3	ED-A, D-P, U-C
Capital expenditure amount—current year .....	3	D-C, D-P, D-Dr, ED-A, E-M
Research expenditure amount—current year....	3	D-C, D-P, D-Dr, Ed-A, D-M
Statement of gross and net property account ..	2	D-M
Sales broken down by customers (industry) served .....	2	D-C, U-A
Sales separated by major product lines .....	2	D-Dr
Discussion of major factors tending to affect future business .....	2	D-M
Results of exploration for wasting asset com- pany .....	2	D-M
Information on labor contracts .....	2	D-P, U-Dr, U-A, D-M
Discussion of basic policies and objectives of management .....	2	D-M
Description of principal plants .....	2	D-M, D-P
Details in respect to outstanding stock issues...	1	U-P, U-M
Index of selling prices .....	1	U-C, U-P, U-Dr
Index of raw material prices .....	1	U-C
Discussion of new product development.....	1	U-Dr, U-A
Discussion of industry trends .....	1	U-M
Number of employees stated .....	1	U-C
Description of management .....	1	U-C, U-P, U-Dr, U-M
List of names of directors .....	1	U-M, U-A
Summary of major products produced .....	1	U-C
Information on latest tax clearance and .....		
pending tax claims .....	1	U-A

<sup>a</sup> Coding of the ratings of the subcommittees of the Committee on Corporate Information are as follows: C=chemical company study, P=paper company study, Dr=drug company study, A=agricultural equipment study, M=nonferrous metal company study. Items are rated: E=essential, D=desirable, and U=useful. In the agricultural equipment study, items are rated: ED=essential-desirable, or U=useful.

るのである。さらに補足的に回帰分析も用いられている。分析結果は第7-2表から第7-6表に示されている。<sup>(7)</sup>

セルフの結論としては、(a) 株式を取引する方法(上場か否か等)、(b) 資産規模、(c) 収益性、(d) 外部金融の頻度、(e) 収益・配当の伸びの安定性、(f) 企業の生産物、(g) 競争の程度、(h) 産業、(i) 発展段階、(j) 監査を

第7-2表 Variaton in Mean Scores Associated With Companies of Varying Asset Size, Stockholder Number, and Profitability in Separate Trading Categories

Characteristic	Mean Score of Group of Companies			
	All Trading	N. Y. S. E.	Regional	O/C <sup>a</sup>
<i>Asset size:</i>				
Less than 20 million .....	38.76	39.03	39.66	38.85
20-60 million.....	46.96	47.70	45.50	46.15
60-100 million .....	52.29	51.84	51.67 <sup>b</sup>	57.04 <sup>b</sup>
100 million and over.....	55.28	55.81	50.69 <sup>b</sup>	51.31 <sup>b</sup>
<i>Stockholder number:</i>				
Less than 3,000 .....	40.60	42.53	40.88	40.30
3,000-10,000 .....	46.43	47.86	46.15	43.26
10,000-20,000 .....	54.51	55.69	45.26 <sup>b</sup>	49.17 <sup>b</sup>
20,000 and over .....	58.33	58.70	45.84 <sup>b</sup>	..... <sup>c</sup>
<i>Profitability: (net profit/net worth)</i>				
Loss to 5 per cent .....	38.40	41.13	37.92	34.64
5 to 15 per cent.....	48.17	52.50	43.68	42.86
15 to 25 per cent .....	45.31	50.13	40.60	41.69
25 per cent and above .....	45.96	47.50 <sup>b</sup>	50.27 <sup>b</sup>	42.95 <sup>b</sup>

<sup>a</sup>O/C is used as an abbreviation for companies whose shares are traded over-the-counter only.

<sup>b</sup>The frequency of companies in these ranges is small so the score of one company easily affects the mean.

<sup>c</sup>There are no companies in our sample with more than 20,000 stockholders and whose shares are traded over-the-counter only.

(7) *Ibid.*, p. 31-39.

第7-3表 Statistical Characteristics of Companies in Each Trading Category<sup>a</sup>

Characteristic	All Trading	N. Y. S. E.	Regional	O/C <sup>b</sup>
Mean .....	45.97	50.48	42.24	41.26
Median .....	47.46	51.47	42.37	44.07
Top of 1st quartile...	37.29	42.24	29.41	33.01
Top of 3rd quartile	55.93	59.32	52.54	50.85
Standard deviation	14.13	13.58	13.73	13.02
Range .....	5.88-83.05	16.95-83.05	13.56-73.53	5.88-71.19

<sup>a</sup> Maximum possible score for each company was 100 per cent.

<sup>b</sup> O/C is used as an abbreviation for companies whose shares are traded over-the-counter only.

第7-4表 Comparison of Characteristics of Extreme Deciles with Characteristics of Entire Sample

Characteristic	Entire Sample	Top 50 companies	Bottom 50 companies
<i>Method of trading:</i>			
New York Stock Exchange ...	258 <sup>a</sup> -49% <sup>b</sup>	42-84%	15-30%
Regional .....	113-21%	6-12%	12-25%
Over-the-counter .....	156-30%	2-4%	23-46%
<i>Asset size:</i>			
Under 20 million .....	225-43%	3-6%	34-68%
20-60 million .....	137-26%	9-18%	10-20%
60-100 million .....	48-9%	10-20%	2-4%
Over 100 million .....	117-22%	28-56%	4-8%
<i>Stockholder number:</i>			
Under 3,000 .....	227-43%	7-14%	32-64%
3,000-10,000 .....	199-38%	15-30%	16-32%
10,000-20,000 .....	54-10%	12-24%	1-2%
20,000 and above .....	47-9%	16-32%	1-2%

<sup>a</sup> Number of companies.

<sup>b</sup> Per cent of sample.

第7-5表 Regression Coefficients for Separate Regressions  
by Trading Categories and for All Trading Combined

Dependent variable $Y_1$	Constant term	Independent variables				$R^2$
		$X_1$	$X_2$	$X_3$	$X_4$	
<i>New York Stock Exchange:</i>						
Regression coefficients .....	45.7100	.0054	.0810	.2291	.....	.1099
"t" ratio .....	.....	(1.0230)*	(1.4312)*	(2.4104)	.....	.....
<i>Regional Companies:</i>						
Regression coefficients .....	39.0064	.0210	.4590	.1348	.....	.1073
"t" ratio .....	.....	(2.2979)	(1.4607)*	(1.5033)*	.....	.....
<i>Over-the-counter Companies:</i>						
Regression coefficients .....	36.4996	.0970	.4196	.1236	.....	.1177
"t" ratio .....	.....	(3.4829)	(.8881)*	(1.8726)	.....	.....
<i>Combined-All Trading:</i>						
Regression coefficients .....	39.7698	.0118	.0287	.1458	6.5936	.1649
"t" ratio .....	.....	(2.6239)	(.5718)*	(3.0999)	(5.5601)	.....

$X_1$  = asset size(millions)

$X_2$  = stockholder number(thousands).

$X_3$  = profitability(whole per cent).

$X_4$  = shift variable with value of 1 for New York Stock Exchange companies and 0 for regional and over-the-counter companies.

$Y_1$  = score(whole per cent).

$R^2$  = coefficient of determination.

\*These values are below the critical level of the "t" ratio at a five per cent level of significance. Thus the values of the regression coefficients may be the result of chance.

第7-6表 Regression Coefficients for Groups of New York Stock  
Exchange Companies Separated at \$400 Million Asset Size

Dependent variable $Y_1$	Constant term	Independent variables			$R^2$
		$X_1$	$X_2$	$X_3$	
<i>\$400 million asset size and above:</i>					
Regression coefficients .....	55.0944	-.0021	.0691	.1481	.1631
"t" ratio .....	.....	(.4399)	(1.5744)*	(.3974)*	.....
<i>Less than \$400 million asset size:</i>					
Regression coefficients .....	41.4823	.0472	.1317	.2338	.1254
"t" ratio .....	.....	(3.1712)	(1.2558)*	(2.4259)	.....

$X_1$  = asset size(millions).

$X_2$  = stockholder number(thousands).

$X_3$  = profitability(whole per cent net profit divided by net worth).

$R^2$  = coefficient of determination.

$Y_1$  = score(whole per cent).

\*These values are below the critical level of the "t" ratio at a 5per cent level of significance. Thus the values of the regression coefficients may be the result of chance.

受ける会計事務所、(k) 経営者の性格、の11項目が、企業の公開程度に影響を及ぼしているとする<sup>(8)</sup>。セルフが示した、叙上のいくつかの、企業属性と公開程度との間の相関関係は、以後の同種の研究の出発点となるべきものである。

セルフによって先鞭をつけられた以上のような研究は、次に、シンとデサイ (S.S.Singhvi and H.B.Desai) によって受継がれることになる<sup>(9)</sup>。彼らの研究方法、特に公開ポイントの導出方法は、基本的にはセルフのそれと同じであるが、彼らは、セルフの用いた統計的手法の不備——というよりも有意差の検定に統計的検証方法を用いなかったという不備——を指摘し、それを修正し、さらに証券価格と公開程度について回帰分析を行うことによって新たな方向の結論を引き出すのである。具体的には、(1) 資産規模、(2) 株主数、(3) 上場か否か、(4) 監査を受ける会計事務所、(5) 利益率、(6) 利益額の各々の属性ごとにサンプル企業を分類して、各属性中の各ランクに分類された企業の公開ポイントの平均に、統計的に有意な差があるか否かを検証している<sup>(10)</sup>。彼らによれば、資産規模の小さい、株主数の少ない、上場会社でない、小さな会計事務所によって監査された、利益率が低く、利益額の小さい企業ほど公開ポイントが少なく、したがって不適正な (inadequate) 情報を提供していると結論される。さらに回帰分析を用いつつ、情報公開ポイントの低い企業の証券価格ほど不当に激しく変動することを示し、会計情報公開の改善は、資金の効率的配分にも寄与することを勧告するのである。

(8) *Ibid.*, p. 111. ただし資産規模については、各ランク間の公開ポイントがかなり大幅な変動を示し、他の属性ほど明確な差がランク間に現れていない。

(9) S.S.Singhvi and H.B.Desai, "An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure," *The Accounting Review*, vol. XLVI, No. (January, 1971).

(10) 企業属性と公開ポイントの関係を分析するについては、各ランクの平均に有意な差があるか否かは Chi-square 検定を用い、相関の程度については回帰分析の結果を利用している。

さらに研究は、ビュズビー (S.L.Buzby) によって続けられる<sup>(11)</sup>。彼 (そしてムーア (M.L.Moore)) もまた、先行者の成果を批判する形で研究を開始する。すなわち、シンとデサイが用いた適合度検定 (カイ二乗検定) による公開程度の差の有意性検定には疑問が残るとして、統計的整備を第一の主眼点として議論を展開するのである。したがってその研究の基本的性格自体は、セルフあるいはシンとデサイのそれと変わるところはない。ただし公開程度を示すポイントを導出する基礎となる各項目の選定や各々のウェイトの決定に財務アナリストへのアンケートから得た結果を用いている点が注目に値する。すなわち財務アナリストの主観が一致するという事実の中に客観性を求めようとしているのである。統計的には、公開ポイントと企業属性との間の相関を調べるために、そしてその際に順位情報を統計的に考慮すべくスピアマン、ケンダール双方の順位相関分析を用いている。結論として、公開ポイントは、企業属性のうちの資産規模と正の相関を有しているが、当該企業が株式を上場しているか否かという属性とは相関を有していない点を指摘して、セルフ、シンとデサイの研究の結論を一部否定している。

叙上のような発想及び測定技法を利用した研究はその他にも数多く見受けられる。チョイ (F.D.S.Choi) は、同様の測定技法を用いることによって、ある資本市場 (例えばヨーロッパの資本市場) に新たに参入するアメリカ企業が、その年次報告書における公開程度をどのように変化させているかを研究

---

(11) S.L.Buzby, "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports," *The Accounting Review*, XLIX, No. 3, (July, 1974). "Company Size, Listed versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol. 13, No. 1, (Spring, 1975).

(12) M.L.Moore and S.L.Buzby, "The Quality of Corporate Financial Disclosure: A Comment," *The Accounting Review*, Vol. XLV II, No. 3, (July, 1972).

しているし、<sup>(13)</sup>バレット (M.E.Barrett) は、公開程度の国際比較に、類似した技法を用いているのである。<sup>(14)</sup>

以上、会計情報公開の程度を測定し、それを基に公開問題に関する基礎的研究を行う、という問題を含んだ一連の研究を概観してきたのであるが、本節を閉じるに際して、そうした研究における問題点を二点指摘しておこう。

第一に、情報公開程度という本来的には質的な概念を量的な表現に変換する作業である以上、どうしても主観性が介入することを禁じえないという点である。ただしこの点は、同一測定技法で広く調査研究を行うことにより得られる新たな結論の意義によって、十分に補完されうるものと考えられる。

第二に、公開ポイントの測定が、どの利害関係者の立場からなされているのかという点である。それは、典型的には、ビュズビーの立場である「情報公開程度の測定は、情報利用者の性格と目的にかかっている」<sup>(15)</sup>とする発想の中にみられる問題点である。このような発想は、セルフ、シンとデサイあるいはその他の研究者に共通したものである。<sup>(16)</sup>それは、わけても証券投資家を想定して彼らの立場から情報公開を測定しようとする発想である。しかし第2章でも述べたように、我々の考えでは、このような発想は情報公開を取り扱

(13) F.D.S.Choi, "Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market," *Journal of Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, (Autumn, 1973).

(14) M.E.Barrett, "Financial Reporting Practices: Disclosure and Comprehensiveness in an International Setting," *Journal of Accounting Research*, Vol. 14, No. 1, (Spring, 1976). "The Extent of Disclosure in Annual Reports of Large Companies in Seven Countries," *The International Journal of Accounting*, Vol. 12, No. 2, (Spring, 1977).

(15) S.L.Buzby, "Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports," p. 424.

(16) 例外的にチョイは、「公開実務の変化は、情報要求に対する会社経営者の反応の現れである」(F.D.S.Choi, *op. cit.*; p. 160) とするが、実際の測定は他の研究者と変わるところはない。

う時の片面でしかない。いま一つの面は、情報公開主体の立場すなわち企業の立場から、会計情報公開の程度を測定する必要があるということである。換言すれば、当該企業が、どのような点を強調しつつ、どの程度の公開を行っているかを測定する必要があると思われる。それはいうまでもなく、財務問題以外の諸要因を考慮して企業が情報公開を行うという事実を見出すことにつながる。

以上の二点を考慮しながら、次節では、日本の企業の会計情報公開程度について、実証的検討を加えることとする。

### Ⅲ：日本の実証研究

具体的な検討に移る前に、我々の立場を明確にしておく必要がある。前節でみた問題点を考慮するならば、第一点として我々もまた同様に主観性の介入を承知で、一度確定した手法を広く適用した相対的・主観的測定を行うことで満足しなければならないであろう。

第二点として、我々は、会計情報公開主体の側から公開程度を測定することの必要性を主張したので、このことを考慮する必要がある。第2章でも述べたような傾向を実証的に確認するためには、企業のどのような属性と、企業の側から測定された情報公開程度が関連をもっているかに関するファクト・ファインディングな研究が意義をもってくるのである。さらに我々の視角は、投資家はいうに及ばず、労働者・消費者の観点から会計情報公開の程度に関する検討を行うことができると考える。

分析ツールとしての回帰分析の利用についてであるが、我々も、導出した公開ポイントと種々の企業属性との間の関係を分析するために、回帰分析を試みた。しかし本章では主として分散分析を用いて各属性内の各ランクに属する企業の公開ポイントの平均に、統計的に有意な差があるか否かを検討するという手法を採った。

## Ⅲ-1：日本におけるこれまでの研究

我々の分析結果をみる前に、日本におけるこれまでの会計情報公開程度に関する研究として、我々と同様に企業の発行する営業報告書を対象とした研究があるのでそれについて検討しておこう。参考となる研究は通産省産業政策局企業制度研究会によってなされている<sup>(17)</sup>。我々が行う研究よりも年代的に若干古い営業報告書を対象としている。また報告書そのものの調査に加えて、営業報告書に関する企業へのアンケート調査を実施している点が注目されよう。

当該研究の研究課題としては、

- (1) 事業（営業）報告書の概観，記載内容，使用方法，改善状況等の実態
- (2) 事業（営業）報告書及び他の情報提供手段の役割評価等事業（営業）報告書を始めとする各種情報提供手段に対する企業の意識

等が指摘されている。また研究対象としては東京証券取引所一部上場企業914社（昭和51年現在）中の724社にかかわる事業（営業）報告書が採用されており、アンケート調査は914社中、通産省所管業種に属する企業609社が選定されている。

まず第一にアンケートの調査結果についてであるが、企業が営業報告書の公開相手として意識している対象は、株主、取引先、金融機関、マスコミ、官公庁である。ここで注目すべきは昭和50年代に入って一般的に問題となった消費者及び消費者団体あるいは地域住民及び地域諸団体に対して配布を意識している企業が非常に少ない（724社中24社）ということが指摘されていることである。しかし後二者が配布対象として企業に意識されていないということは、後二者と企業との関係の在り方が重要でないとか注目を受けていないということ、必ずしも意味してはいないのである。そう判断されうる理由として、記載

---

(17) 通産省産業政策局企業制度研究会、「〈資料〉事業報告書の実態と今後の在り方について」，(一) (二) (三) (四)，『旬刊商事法務』，772（昭和52年6月25号），776（昭和52年7月25日号），777（昭和52年8月5.15日合併号），779（昭和52年9月5日号）。

内容の項目をみると下表のように、非投資家と企業の関係を意識した記事がかなりの割合の企業の営業報告書に記載されている点が指摘される。いずれも724社が調査対象となっている。

以上は営業報告書に関するアンケート調査の結果であるが、実態調査の方法もか

第7-7表<sup>(18)</sup>

業種別	調査対象 企業数	社会関連事項について なんらかの記載を している企業	社会関連事項について 量的にまとまりあり 記載をしている企 業数	社会関連事項について 独立の項目を立て ている企業数
製 造 業	397 社	98 社 (25.9) %	49 社 (12.9) %	34 社 (9.0) %
鉱 業	7	3 (42.8)	2 (28.5)	0
商 業	61	23 (37.7)	10 (16.4)	7 (11.5)
食品・水産	47	23 (48.9)	6 (12.7)	6 (14.6)
建 設	62	10 (16.1)	5 ( 8.0)	1 ( 1.6)
不 動 産	10	2 (20.0)	0	0
電力・ガス	14	9 (64.2)	9 (64.2)	9 (64.2)
金融・保険	84	75 (89.2)	41 (48.8)	40 (47.6)
運 輸	36	5 (13.8)	1 ( 2.7)	1 ( 2.7)
通 信	3	3 (100.0)	2 (66.7)	0
サー ビス	13	1 ( 7.6)	1 ( 7.6)	0

第7-8表<sup>(19)</sup>

項 目	記載数
公害・環境	47 社
消費者	52
地域社会	50
従業員	23
一般社会	21

(18) 上掲論文(二), 31頁。

(19) 上掲論文(二), 29頁。

なり詳細であり、報告書の概観調査は名称（事業報告書、営業のご報告、営業報告書等のように呼ばれているのか）、大きさ、ページ数、写真・グラフ・図・表の有無等の各項目について営業報告書の全体的印象の検討をも込めて行われている。

また営業報告書の本来的公開対象である株主に対する情報提供の手段として、当該報告書はどの程度の詳細度を有しているかが以下の観点から調査されている。すなわち、社長挨拶・経済環境・業界環境・当期業績・今後の業績見通し等の記述についての調査、あるいは営業成績を示す種々のデータの記述、財務諸表・監査報告書の記載、庶務事項、会社組織、従業員関係の記述等の諸項目について、記載の有無や詳細度が検討されている。そのうち記載の有無の結果を表化したのが第7-9表である。<sup>(20)</sup>

第7-9表

記載有 記載無			記載有 記載無		
株主に対する全般的報告			財務諸表		
	社	社		社	社
社長挨拶	490	234	B/S, P/L, 利益処分	724	0
経済環境	710	14	比軽財務諸表	25	699
業界環境	505	219	比較利益処分	17	707
当期業績	721	3	監査報告書	107	617
今後の業績見通し	36	688	経理の概況	14	710
株主を意識した項目	698	26	会社の組織・制度	社	社
営業に関する事項	社	社	株主総会	694	30
営業の概況	675	49	取締役会	196	528
売上高	698	26	株主	701	23
部門別売上高	303	421	商業登記	583	141
製品別売上高	106	618	会計監査人の選任	330	394
受注	135	589	役員	706	18
利益	686	38	従業員	250	474
輸出入	108	616	工場・事務所	587	137
設備の異動	253	471	関連会社	53	671
技術開発の動向	95	629	組織の異動	214	510
製品の紹介	287	437	株主メモ	712	12
トピックス	144	580			

(20) 上掲論文(三)の該当箇所を要約した。

以上のような調査方法は、日本の企業の発行する営業報告書の全般的動向を知る上では有効であると思われるが、種々の企業属性と会計情報公開の相関を検討したり、企業間の公開程度の差について言及したりするには不十分な点がある。そこでこのような研究方向は認めるとして、次項において企業相互間での公開程度の比較を企図して、公開程度を何らかの序数のポイントに変換する方法を考えることとする。その際、二つの観点から公開ポイントが計算されることとなる。

### Ⅲ-2：実証研究

#### Ⅲ-2-i：計測方法

我々の実態調査は以下のような対象及び方法によって遂行された。

(1) 調査対象として選んだ企業は、日本のいわゆる六大企業グループとして知られている三井、三菱、住友、三和、芙蓉、第一勧銀の各グループの社長会に属する企業の中から選んだ121社である。

(2) 調査対象とした営業報告書は、上記121社の昭和53年度（昭和53年4月1日から昭和54年3月31日）のものを選んだ。<sup>(21)</sup>中間報告書を発行している企業については、後期の報告書を選んだ。またこの会計年度を採用していない企業については、この期間に最も近い期間区分の報告書を利用した。

(3) 公開ポイントの算出については、叙上でのこれまでの研究の検討結果を考慮して、以下の原資料が計測された。経営状況叙述（字数、グラフ数、写真数）、主要経営・財務データ（年数×数）、株主データ（項目数、グラフ数）、労務情報（字数、グラフ数）、社会的責任情報（字数、グラフ数、写真数）、貸借対照表（項目数+脚注数）、損益計算書（項目数+脚注数）、利益処分

---

(21) この年度以後に、「計算・公開改正試案」(昭和54年12月25日)が出されたので、その影響を避ける意味からもこの期間が選択された。また企業系列については以下の文献を参照した。東洋経済新報社、『週刊東洋経済臨時増刊 企業系列総覧』(1980年版)。

(項目数+脚注数), 社長挨拶(ページ数, 写真数)である。

先の通産省の研究との项目的対応に関していえば, 株主に対する全般的報告と営業に関する事項(ただし財務の数値データは除く)が, 経営状況叙述と対応しており, そこで用いられた経営・財務の数値データは主要経営・財務データに対応している。会社の組織・制度には株主データ, 労務データが対応している。財務諸表項目は貸借対照表, 損益計算書, 利益処分に対応する。別枠で社会的責任情報が集計されている。

次に, このような原資料から二種類の公開ポイントを導出した。第一は原資料の個々の項目については分析を行わず, 特別な総合公開ポイントを導出する方法である。それは営業報告書の詳細度を全体的に検討するために考案された公開ポイントであり, 字数(記述ポイント), 推移表(推移表ポイント), グラフ・写真(視覚ポイント), 損益計算書項目数(P/Lポイント), 貸借対照表項目数(B/Sポイント)の各カテゴリーに原資料を再分類し, 次にその各々のカテゴリーの中で, 最も高い値を示している企業を100として, 各企業の当該カテゴリーの公開ポイントとした。ただし例外的に100を越える企業がある。損益計算書, 貸借対照表に関して1年の項目は最高でなくても, 2年比較あるいは変動数値を公表している企業に対しては, 各々10ポイントを付加したからである。したがって, 記述ポイント+推移表ポイント+視覚ポイント+P/Lポイント+B/Sポイント=総合公開ポイントとなっている。このポイントはいわば通産省の研究方法を拡張してポイント化した意義を有しているといえよう。その結果が第7-10表である。

第二は, 各情報属性項目ごとに, ——具体的には経営叙述(経営記述+株主情報+労務情報), 社会的責任情報, それに会計情報の三属性である——字数, 表, 写真を集計・ウェイト付けして, 点数をつける方法による総合公開ポイント導出方法である。このような第二の測定方法を意義付けようとする時, 我々は, 内容分析(Content Analysis)の考え方に着目したい。内容分析とは, 本来的には, ある人物・機関等の発(行)した文章・言語(録)等の中に用いられている

第7-10表 企業別総合公開ポイントA

	三井系 (二木会)	三菱系 (金曜会)	住友系 (白水会)	三和系 (三水会)	芙蓉系 (芙蓉会)	一動系 (三金会)
銀行・ 保 険	三井銀行 (320.0) 三井信託銀行 (272.1)	三菱銀行 (266.1) 三菱信託銀行 (293.7)	住友銀行 (292.8) 住友信託銀行 (241.2)	三和銀行 (323.7) 東洋信託銀行 (304.4)	富士銀行 (319.2) 安田信託銀行 (278.6)	第一勧業銀行 (319.9) 日産火災海上 (239.7)
商 社	三井物産 (298.1)	三菱商事 (270.1)	住友商事 (189.5)	日 綿 実 業 日 商 岩 井 (229.0)	丸 井 (308.2)	紅 伊 藤 忠 商 事 (291.7)
建設業	三井建設 (253.2) 三機工業 (200.3)		住友建設 (202.1)	大 林 組 東 洋 建 設 (158.0)		清 水 建 設 (311.5)
食料品	日 本 製 粉 (137.7)	麒麟麦酒 (241.6)		伊藤ハム栄養食品 (186.1)	日 清 製 粉 (183.8) サッポロビール (158.4)	
織 維	東 洋 紡 織 (247.6)	三菱レイヨン (171.2)		ユ ニ ナ カ 帝 東 邦 (208.7)	日 清 紡 績 東 邦 レ ヨ ン (177.3)	旭 化 成 工 業 (327.9)
パルプ・ 紙	王子製紙 (252.5)				山陽国産パルプ (184.5)	本 州 製 紙 (178.8)
化 学	三井東洋化学 (143.9) 三井石油化学 (257.7)	三菱化成工業 (199.8) 三菱瓦斯化学 (167.1)	住友化学工業 (165.8) 住友ペークライト (145.5)	徳 山 曹 達 (170.6) 積水化学工業 (161.4)	昭 和 電 工 (174.9) 呉羽化学工業 (174.3)	電気化学工業 (206.8) 日本ゼオン (204.3)
石油・ ゴ ム		三菱石油 (159.9)		丸 善 石 油 東 洋 ゴ ム 工 業 (189.1)	東 亜 燃 料 工 業 (185.5)	昭 和 石 油 横 浜 ゴ ム (167.5)
ガラス・ 土 石		旭 硝 子 (250.8) 三菱鉱業セメント (190.7)	日 本 板 硝 子 (159.9) 住友セメント (200.4)	大 阪 セ メ ン ト (152.0)	日 本 セ メ ン ト (205.5)	秩 父 セ メ ン ト (167.5)
金 属	日本製鋼所 (206.0) 三井金属鉱業 (344.6)	三菱製鋼 (176.3) 三菱金属 (171.1)	住友金属工業 (191.7) 住友金属鉱山 (240.9) 住友軽金属工業 (151.2)	日 新 製 鋼 (223.0) 日 立 電 線 (144.9)	日 本 鋼 管 (299.9)	川 崎 製 鉄 (299.2) 日本重化学工業 (174.5) 日本軽金属 (178.1) 古河電気工業 (169.9)
機械・ 機 器	東京芝浦電気 (189.6) 三井造船 (195.6) トヨタ自動車工業 (246.5)	三菱化工機 (132.1) 三菱電機 (271.3) 三菱重工業 (344.8) 日本光工業 (203.3)	日 本 電 気 (308.9)	N T N 東 洋 ベ ア (134.0) 岩 崎 通 信 機 器 (222.8) 日 立 造 船 (398.8) 新 明 和 工 業 (148.2)	久 保 田 鉄 鋼 (222.1) 日 本 精 工 (259.4) 横 河 電 機 製 作 所 (361.0) 沖 電 気 工 業 (286.7) 日 産 自 動 車 (354.1) キ ャ ノ (183.1)	新 潟 鉄 工 所 (222.6) 井 関 興 機 (195.7) 富 士 電 機 製 造 (229.4) 安 川 電 機 製 作 所 (193.3) 川 崎 重 工 業 (333.1) 石 川 島 播 磨 重 工 (251.5) 旭 光 学 工 業 (187.6)
不動産 業	三井不動産 (205.7)	三菱地所 (236.6)	住友不動産 (206.1)		東 京 建 物 (142.5)	
運輸・ 通 信 業	大阪商船三井造船 (235.6) 三井倉庫 (176.6)	日 本 郵 船 (229.8) 三菱倉庫 (208.4)	住友倉庫 (186.8)	阪 急 電 鉄 (177.3) 日 本 通 運 (306.7) 山下新日本汽船 (237.1)	東 武 鉄 道 (207.2) 京 浜 急 行 電 鉄 (189.2) 昭 和 海 運 (215.9)	川 崎 汽 船 (233.7) 沢 倉 庫 (155.6)

第7-11表 企業別総合公開ポイントB

	三井系 (二木会)	三菱系 (金曜会)	住友系 (白水会)	三和系 (三水会)	芙蓉系 (芙蓉会)	一動系 (三金会)
銀行・ 保険	三井銀 (430.6) 三井信託銀 (361.1)	三菱銀 (361.9) 三菱信託銀 (392.3)	住友銀 (430.4) 住友信託銀 (330.2)	三和銀 (531.1) 東洋信託銀 (391.5)	富士銀 (399.9) 安田信託銀 (399.9)	第一勧業銀 (579.4) 日産火災海上 (333.0)
商社	三井物産 (420.5)	三菱商事 (412.4)	住友商事 (271.0)	日綿実業 (285.1) 日商岩井 (298.4)	丸井 (558.7)	紅伊藤忠商事 (273.6)
建設業	三井建設 (357.5) 三井機工 (265.4)		住友建設 (295.0)	大林組 (307.4) 洋建 (220.6)		清水建設 (465.8)
食料品	日本製粉 (283.3)	麒麟麦酒 (363.7)		伊藤ハム栄養食品 (269.6)	日清製粉 (263.7) サッポロビール (223.8)	
繊維	東レ (332.5)	三菱レイヨン (191.2)		ユニチカ (260.2) 帝人 (306.9)	日清紡績 (289.6) 東邦レーヨン (281.7)	旭化成工業 (458.9)
ハルブ ・紙	王子製紙 (378.2)				山陽国策ハルブ (245.3)	本州製紙 (268.8)
化学	三井東圧化学 (166.6) 三井石油化学 (405.7)	三菱化成工業 (330.6) 三菱瓦斯化学 (235.3)	住友化学工業 (238.5) 住友ベークライト (196.2)	徳山曹達 (238.7) 積水化学工業 (239.5)	昭和電工 (200.3) 呉羽化学工業 (245.1)	電気化学工業 (305.7) 日本ゼオン (313.8)
石油・ ゴム		三菱石油 (212.6)		丸善石油 (252.6) 東洋ゴム工業 (273.6)	東亜燃料工業 (251.9)	昭和石油 (317.7) 横浜ゴム (192.9)
ガラス ・土石		旭硝子 (381.1) 三菱鉱業セメント (296.3)	日本板硝子 (209.9) 住友セメント (252.5)	大阪セメント (230.1)	日本セメント (289.0)	秩父セメント (331.0)
金属	日本製鋼所 (239.2) 三井金属鉱業 (422.9)	三菱製鋼 (248.6) 三菱金属 (199.0)	住友金属工業 (271.0) 住友金属鉱山 (286.3) 住友軽金属工業 (216.6)	日新製鋼 (313.9) 日立電線 (223.8)	日本鋼管 (418.2)	川崎製鉄 (464.3) 日本重化学工業 (208.0) 日本軽金属 (210.8) 古河電気工業 (240.7)
機械・ 機器	東京芝浦電気 (255.0) 三井造船 (256.4) トヨタ自動車工業 (365.6)	三菱化工 (180.2) 三菱電機 (422.1) 三菱重工業 (450.1) 日本化学工業 (306.2)	日本電気 (428.9)	N T N東洋ベア (177.5) 岩崎通信機 (319.0) 日立造船 (570.6) 新明和工業 (241.5)	久保田鉄工 (316.6) 日本精工 (349.3) 横河電機製作所 (342.3) 沖電気工業 (499.5) 日産自動車 (549.7) キヤノ (255.8)	新潟鉄工所 (309.2) 井関農機 (271.1) 富士重機製造 (328.8) 安川電機製作所 (223.9) 川崎重工業 (448.4) 石川島播磨重工 (334.5) 旭光工業 (258.4)
不動産	三井不動産 (293.6)	三菱地所 (305.1)	住友不動産 (273.2)		東京建物 (222.5)	
運輸・ 通信業	大阪商船三井造船 (322.6) 三井倉庫 (236.6)	日本郵船 (322.2) 三菱倉庫 (291.9)	住友倉庫 (252.2)	阪急電鉄 (258.8) 日本通運 (397.5) 山下新日本汽船 (311.4)	東武鉄道 (318.8) 京浜東北線 (269.6) 昭和海上運 (311.0)	川崎汽船 (290.4) 沢倉庫 (271.0)

特定の用語の使用頻度から、当該発行主体の当該時期における意識・思想の傾向を知ろうとする方法である。<sup>(22)</sup>この方法に従って我々は企業の発行する営業報告書に関する第二の公開ポイントを測定しようとする。しかし、我々の分析対象である営業報告書は、その内容・表現形式がある程度慣習的に制約されている以上、用語の頻度を計測するのはむしろ適当ではない。そこで、ある情報属性（経営叙述、社会的責任情報、会計情報）の説明に用いられた字数、写真数、図表数を先のデータの頻度を基として計測することとした。この方法によって、通常慣習的にはほどの企業の営業報告書にも記載されることが通例となっている三つの情報属性のどれに重きを置いて、当該企業が営業報告書を公開しているかを数量化しようとしたのである。各情報属性項目は字数・図表数・写真数の観点からポイント集計している。すなわち三つの情報属性の中のさらに三つの要素ごとに最高点を記録した企業を100として各企業の総ポイントを計算している。会計情報については、損益計算書、貸借対照表及び利益処分の各表の項目数を計測するとともに、年次比較や変動分を示した諸表を記載してあるものについてはそれぞれ10ポイント加算している。このような観点からの公開ポイントの再集計結果が第7-11表で示されている。

以上のように二つの集計方法によって二つの公開ポイントを導出したのは、前者がどちらかといえば物理的にデータの量を検討することを主眼としているのに対して、後者は、情報の質へのウェイトの掛け方の差異に着目しようとしているからである。以下では二つの公開ポイントについて統計的検討を加えてみることにする。なお前者の公開ポイントを公開ポイントAと呼び、後者の公開ポイントを公開ポイントBと呼ぶことにする。公開ポイントAは500ポイント、公開ポイントBは900ポイントが、概念的な最高ポイントである。また以下の統計表における経営叙述ポイント及び会計ポイントとは公開ポイントBを構成する情報属性項目の内訳である。

---

(22) R.C.North, O.R.Holsti, M.G.Zaninovich and D.A.Zinnes, *Content Analysis*, Evanston, Northwestern University Press, 1963.

## Ⅲ-2-ii: 計測結果

## 【公開ポイントの統計的検討】

## A) 企業グループ別比較

まず公開ポイントA, Bに関して、各企業グループごとの平均を導出した。その結果が第7-12表である。この第7-12表から直ちに判明することは、住友グループが他の企業グループに比較して低い値を示していることである。特に経営叙述ポイントや、推移表を用いて説明するという視覚ポイントが低い。その意味するところは、経営活動に関する記述的説明、経営成果に関する数値表による要約的説明が、かなり少ないということである。続いて三和グループの企業平均が低い値を示している。そこでさらに一般的に、企業グループ別の公開ポイントA, Bの平均に、有意な差があるか否かについて分散分析を用いて検討を加えてみた。その結果は表の下欄に記載されているが、F値から判断して、一般には企業グループ別の公開ポイントの平均に有意な差があるとはいえない。企業グループ内の分散が企業グループ間のそれよりも大きいということである。そこから導かれる一つの解釈として、一般的には企業の公開性政策は企業グループ単位で一つの特徴を打ち出して行われているというよりもむしろ、各個別企業単位で行われているということである。

第7-12表 企業グループ別

企業グループ	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 三井	232.4	85.4	222.2	317.4	18
2 三菱	220.2	87.4	212.6	308.0	19
3 住友	205.9	53.7	222.0	282.3	14
4 三和	214.1	77.8	216.1	300.9	23
5 芙蓉	228.8	96.1	213.0	333.2	23
6 第一勧銀	227.7	88.7	212.4	319.1	24
F値	0.510	1.145	0.395	0.635	121
(確率) P	(0.7680)	(0.3410)	(0.8516)	(0.6732)	

## B) 産業別比較

次に、両ポイントを産業別に再分類して、その平均を求めてみた。結果は第7-13表の示す通りである。第7-13表から銀行・保険が圧倒的に大きな値を示していることがわかる。続いて商社、機械・機器の各産業に属する企業群が大きな値を示している。この点についてさらに詳しくいうならば、同じく公開ポイントが高いといっても、銀行は主として、自行と地域社会との関係について言及した叙述ポイントが高いのに対して、商社は各社の経営活動及びその領域に関する詳しい紹介を試みた叙述ポイントが高い。そして双方の産業に属する企業ともに、最近の数期間にわたる経営活動を要約する推移表をかなり多く付している。機械・機器産業については、一般的には各社の製品紹介が詳しく記載されている。また巨大基幹産業については、製品や経営活動の叙述よりも、社会的責任を強調したデータが多く公開されているといえよう。さらに注目すべき点として、銀行は、社会的責任の履行に関するデータ、あるいは預金残高推移表のような自行の

第7-13表 産業別

産業	公開 ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開 ポイントB	サンプル数
1 建設業	222.2	80.2	228.5	318.6	6
2 食料品	181.5	49.2	208.1	264.8	5
3 繊維	220.7	73.2	223.1	303.0	7
4 パルプ・紙	205.2	60.1	223.7	297.4	3
5 化学	181.0	48.4	206.8	259.7	12
6 石油・ゴム	191.0	53.5	196.7	250.2	6
7 ガラス・土石	189.5	44.7	213.7	277.1	7
8 金属	212.3	87.5	187.7	283.1	14
9 機械・機器	243.0	110.7	214.3	338.4	25
10 商社	255.4	113.2	210.9	360.0	7
11 銀行・保険	289.3	120.7	263.1	425.2	12
12 不動産	197.7	45.0	228.6	273.6	4
13 運輸・通信業	212.3	79.5	213.8	293.3	13
F 値	3.766	2.686	5.646	3.483	121
(確率) P	(0.0001)	(0.0034)	(0.0000)	(0.0002)	

権力を誇示するようなデータを多く公開する反面、自行の株主構成データ（例えば地域別、所有株数別、所有主別等）を公開することは、殆どないといってよい。

公開ポイントAを構成するP/Lポイント、B/Sポイントについては、比較データは省略したが、産業別格差が大である。その意味するところは、損益計算書・貸借対照表を構成する勘定科目数は、各産業の特殊性によって規定されているということである。産業別平均についても同様に、分散分析を用いて、統計的に有意な差があるか否かに関して検討を試みた。その結果は表の下欄に記載されているが、F値から判断して有意な差があるといえる。

### C) 種々の企業属性別比較

ここでは、セルフ、シンとデサイ、そしてビュズビーその他の研究者が多く試みている企業属性と公開ポイントの比較について、我々が導出した両公開ポイントからは、どのような結論が得られるかについて検討を試みた。まず最初に企業の資本金の大きさに従って七つの集団に分類し、各々の集団の公開ポイントA、Bの平均を導出した。その結果は第7-14表の通りである。この表から、概ね資本金の大きい企業ほど公開の程度が高いことが知られるのである。我々の観点からいえば、資本金の大きい企業ほど投資大衆に対して、多くを語りかけているといえる。この資本金別平均についても分散分析を試みたが、

第7-14表 資本金別

資本金 (百万)	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~100,000	265.0	146.9	205.3	371.7	5
2 ~50,000	281.0	131.4	242.3	421.6	14
3 ~30,000	258.1	111.9	227.4	359.8	23
4 ~20,000	232.1	99.1	204.5	309.6	12
5 ~10,000	199.0	63.2	202.9	269.3	29
6 ~5,000	191.1	54.5	211.2	268.1	26
7 4,999~	181.8	41.1	219.7	269.2	12
F値	10.888	9.894	4.186	10.425	121
(確率) P	(0.0001)	(0.0000)	(0.0008)	(0.0000)	

その結果は表の下欄に記載されており、F値から判断してやはり統計的に有意な差が存在しているといえる。

続いて、株主数について、全121社を六つの集団に分類した。その各グループの平均は第7-15表のようである。株主数別平均についても同様に分散分析を試みたのであるが、その結果は表の下欄の通りであり、F値から判断して統計的に有意な差があるといえる。

第7-15表 株主数別

株主数	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~100,000	256.4	121.5	217.0	356.1	17
2 ~50,000	247.4	112.6	213.9	345.5	18
3 ~30,000	228.4	81.6	213.4	312.9	21
4 ~20,000	207.3	69.7	214.9	298.8	21
5 ~10,000	205.8	69.4	214.6	287.9	29
6 9,999~	198.1	53.2	224.0	286.2	15
F値	3.448	4.642	0.259	2.044	121
(確率) P	(0.0061)	(0.0007)	(0.9345)	(0.0776)	

次に、資産規模に従って121社を六つの集団に分類してみた。その結果は第7-16表の通りである。資産規模についても分散分析を試みたが、その結果は表の統計値が示す通り統計的に有意な差があるといえる。

さらに、利益率（利益額／資本金額）の高さに従って121社を六つの集団に分類し、各々の集団の平均を算定してみた。第7-17表が示す通りである。

この表から判明するように、利益率の高さと公開ポイントA、Bには、関係がないように思われる。分散分析の結果からも、利益率別平均に、統計的に有意な差があるとはいえない。その意味するところは、利益獲得という観点から効率的な企業が、営業報告書による情報公開に関して何らかの特別な傾向をもっているとはいえないということである。しかし注目すべきは、会計ポイントについては

第7-16表 資産別

資産規模 (百万)	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~10,000,000	304.3	137.6	263.9	492.5	5
2 ~1,000,000	273.7	129.4	227.7	382.4	20
3. ~400,000	244.1	106.1	224.5	345.2	21
4 ~200,000	214.5	78.2	209.1	292.0	28
5 ~100,000	189.1	51.4	201.7	257.5	23
6 99,999~	184.5	50.3	209.7	262.5	24
F 値	14.509	10.548	5.734	16.205	121
(確率) P	(0.0000)	(0.0001)	(0.0001)	(0.0000)	

第7-17表 利益率(利益/資本)別

利益率(%)	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~ 50%	203.5	70.0	215.3	304.8	13
2 ~ 30%	240.4	96.5	234.2	351.9	19
3 ~ 20%	228.1	81.6	226.5	330.1	21
4 ~ 10%	219.4	80.3	220.6	311.7	30
5 ~ 0.0%	220.0	84.4	205.7	293.5	27
6 0%>	216.0	84.8	176.0	264.0	11
F 値	0.716	0.371	8.109	1.743	121
(確率) P	(0.6128)	(0.8674)	(0.0000)	(0.1303)	

利益率によるグルーピングがかなりの説明力をもっているということである。すなわち利益率の低い企業は、その理由を叙述的には説明しているのであるが、——そのことは公開ポイントA、Bに有意な差がないことから知れるが、——会計情報としてその理由を项目的に説明するということはしていないからであろう。

最後に、従業員数、売上高、利益額そして第3章で説明した異常収益率(月次複利収益率)に従って、121社を四つから五つの集団に分類し、その各々の集団の平均を導出した。結果は第7-19表から第7-22表の通りである。これらの企業属性についても分散分析を試みたが、その結果は各表の下欄に記載されており、

異常収益率を除いて、いずれも統計的に有意な差があるといえよう。なお第7-18表は各ポイント各属性別のF値である。

以上、資本金、株主数、資産規模、利益率、従業員数、売上高、利益額、異常収益率の八つの属性に従って、121社を各属性ごとに四～七つの集団に分類して、その平均に統計的に有意な差があるか否かを検証した。企業規模を示すと思われる属性（資本金・株主数・資産規模・従業員・売上高・利益額）については、それら属性による企業分類の公開ポイントA、Bの平均には統計的に有意な差があった。だが利益率、異常収益率については有意な差が認められなかった。さらに企業規模を示す六つの属性に関して、そのランクと公開ポイントA、Bには、かなり高い相関がみられた。また、公開ポイントAが高い企業群は公開ポイントBも高い傾向がある。このことから、三つの情報属性のどれか一つに絞って詳細なデータを公表するという企業は少ないといえる。

さらにいま一つ、産業属性もまた公開程度に影響していることが判明した。そこで次に産業属性と規模属性のどちらがより有効な規定要因であるかを見極めるために資産規模属性と産業属性の二つの属性を用いた2元配置の分散分析を行った。その結果が第7-23表である。

第7-18表 各ポイント各属性別F値（確率）

属 性	公開ポイントA	経営叙述ポイント	会計ポイント	公開ポイントB
財 閥	0.510 (0.7680)	1.145 (0.3410)	0.395 (0.8516)	0.635 (0.6732)
資本金	10.888 (0.0000)	9.894 (0.0000)	4.186 (0.0008)	10.425 (0.0000)
産 業	3.766 (0.0001)	2.686 (0.0034)	5.646 (0.0000)	3.483 (0.0002)
株主数	3.448 (0.0061)	4.642 (0.0007)	0.259 (0.9345)	2.044 (0.0776)
従業員	15.976 (0.0000)	18.023 (0.0000)	3.219 (0.0152)	14.795 (0.0000)
売上高	6.889 (0.0001)	8.617 (0.0000)	0.466 (0.7604)	6.560 (0.0001)
資 産	14.509 (0.0000)	10.548 (0.0000)	5.734 (0.0001)	16.205 (0.0000)
利益額	4.969 (0.0001)	4.610 (0.0003)	6.001 (0.0000)	7.151 (0.0000)
利益率	0.716 (0.6128)	0.371 (0.8674)	8.109 (0.0000)	1.743 (0.1303)
異常収益率	2.029 (0.1163)	2.041 (0.1147)	2.368 (0.0768)	0.895 (0.4475)

第7-19表 従業員別

従業員	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~10,000	279.2	138.3	231.4	403.0	28
2 ~5,000	223.5	86.9	212.1	311.1	32
3 ~3,000	210.1	71.1	209.5	285.6	28
4 ~1,000	184.0	47.2	207.9	259.0	28
5 999~	179.3	22.4	231.7	254.1	5
F値	15.976	18.023	3.219	14.795	121
(確率) P	(0.0000)	(0.0000)	(0.0152)	(0.0000)	

第7-20表 売上高別

売上高 (百万)	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~1,000,000	262.6	124.6	214.1	371.5	13
2 ~500,000	262.0	128.3	222.1	378.9	16
3 ~200,000	226.1	84.7	219.9	319.5	29
4 ~100,000	211.4	71.0	213.2	286.0	34
5 99,999~	191.5	53.1	212.2	271.7	29
F値	6.889	8.617	0.466	6.560	121
(確率) P	(0.0001)	(0.0000)	(0.7604)	(0.0001)	

第7-21表 利益額別

利益額 (百万)	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 ~10,000	269.7	127.1	234.2	400.7	22
2 ~4,000	236.7	92.8	225.0	334.6	22
3 ~3,000	224.0	86.7	217.8	314.7	9
4 ~2,000	199.7	64.8	212.9	286.7	17
5 ~1,000	202.4	69.3	212.5	284.2	20
6 999 ~ 0	196.3	52.1	212.4	264.5	20
7 0 >	216.0	84.8	176.0	264.0	11
F値	4.969	4.610	6.001	7.157	121
(確率) P	(0.0001)	(0.0003)	(0.0000)	(0.0000)	

第7-22表 異常収益率別

異常収益率	公開ポイントA	経営叙述 ポイント	会計ポイント	公開ポイントB	サンプル数
1 100% ~ 10.0%	231.9	97.9	202.8	312.1	38
2 9.99% ~ 0.00%	224.4	84.9	225.1	317.7	15
3 -0.01% ~ -10.0%	190.0	55.8	212.8	270.6	13
4 -10.01% >	210.2	72.6	209.6	296.5	19
F値	2.029	2.041	2.368	0.895	85*
(確率) P	(0.1163)	(0.1147)	(0.0768)	(0.4475)	

\* 3月決算企業のみが異常収益率の計算対象になっている。

第7-23表 資産と産業要因による2元配置分散分析の結果

	公開ポイントA			経営叙述ポイント		
	分散	F値	確率	分散	F値	確率
MAIN EFFECT	179890.250	(8.191)	0.000	153448.125	(7.232)	0.000
産業	21991.980	(2.003)	0.085	34943.031	(3.294)	0.009
資産	116089.937	(10.572)	0.000	95599.687	(9.011)	0.000
RESIDUAL	208629.250			201571.750		
TOTAL	408206.187			376917.500		
R SQUARE	0.441			0.407		

	会計ポイント			公開ポイントB		
	分散	F値	確率	分散	F値	確率
MAIN EFFECT	31622.719	(4.301)	0.000	453339.062	(8.359)	0.000
産業	8895.020	(2.419)	0.041	28910.043	(1.066)	0.384
資産	14064.641	(3.826)	0.003	330598.375	(12.192)	0.000
RESIDUAL	69854.000			515209.812		
TOTAL	113892.250			1026832.690		
R SQUARE	0.278			0.441		

2元配置分散分析の結果から判断して、公開程度に、より大きな影響をもたらしているのは、規模要因であることが明らかとなった。

しかしこれらの事実は、我々の公開ポイント測定方法からして、大規模企業が投資大衆に対して有用な情報を多く提供していることを必ずしも意味しない。そうではなく、何らかの目的から投資家・労働者を含めた一般大衆に多くを語りかけているのである。

では何故に資産規模や資本金等からみて大規模の企業ほど公開ポイントが高く、したがって一般大衆に多くを語りかける必要があるのだろうか。一つの解釈としては、大規模企業ほど、より多くの利害関係者を有しているので、たとえ形式的に株主に提供される営業報告書の中においてさえも、そのような利害関係者に対する配慮が必要なのであろう。別の見方をするならば、大規模企業は、一般投資大衆を本来の属性である投資家として考慮することに加えて、さらに消費者・労働者・地域住民等としても考慮する必要があるということである。したがって、営業報告書は、大規模企業の側からは、大衆とのコミュニケーションを確立する一つ的手段として利用されており、決して文字通りの株主・投資家のみを尊重した情報を、重点的に提供しているとはいえないと解釈される。

このような解釈を補足する意味からも、続いて、公開ポイントBの構成要素である社会的責任情報と各企業属性について分析しておこう。ただし社会的責任情報については、すべての企業がこれを公表しているわけではない。我々の採ったサンプル企業の中でも29社 ( $29/121=24.0\%$ ) だけが公表しているにすぎない。そこでここでの分析には、分散分析に代えて判別分析を利用することとした。すなわち、全121社を社会的責任情報を公表している企業群と、公表していない企業群に分けてすべての変数（企業属性）を用いて分散分析を試みた。その結果は以下のものである。 $F$ は判別のための関数を示している。大略的には $F$ がプラスとなる企業は社会的責任情報を公表している企業であると

判別される。ただし異常収益率は考慮していない。

$$F = -0.33664x_1 + 0.06587x_2 - 0.19782x_3 + 0.02290x_4 \\ + 0.34368x_5 + 0.19727x_6 - 0.04389x_7 + 0.43734x_8 \\ + 0.92599x_9$$

( $x_1$ : 産業,  $x_2$ : 企業グループ,  $x_3$ : 株主数,  $x_4$ : 従業員,  $x_5$ : 売上高  
 $x_6$ : 資産,  $x_7$ : 利益額,  $x_8$ : 利益率,  $x_9$ : 資本金)

標準化された変数を用いているために、各変数の係数は各企業属性の判別への貢献度を示している。この分析でも資本金規模の大きな企業ほど社会的責任情報を公表しているという結果になる。判別効率は約85%である。

#### 【その他の事実】

本項ではいくつかの興味ある事実を指摘することとする。まず会計学でかなり以前から有用な情堤を提供するといわれてきた二期比較の財務諸表を掲載している企業は、121社中14社(11.6%)しかない。さらに二期比較と変動分を多欄式財務諸表として掲載している企業は、1社(旭化成)しかない。

銀行あるいは特定の消費財産業に属する企業は、営業報告書を広告として利用する傾向がつよい。例えば、サッポロ・ビールは、ビールの広告を掲載し、日本通運は、株主優待旅行の広告を掲載している。またいくつかの銀行は、預金勧誘的文言を掲載している。これらはいずれも自社製品紹介の域を越えているといえよう。

歴史的にいつから支配的傾向となったのかについては定かではないが、写真を用いる企業が多くみられる。これは財務諸表をカラフルにすることと並行して、企業イメージの形成を企図したものであろう。ただし企業活動内容を伝達する際に、写真は有用な情報となりうることもある。

労務情報としては、従業員の年齢別・性別等の構成比率を記載する企業が圧倒的多数であるが、全員参加・労使協力の経営を唱え、新しい方向を示している企業もある。

最後に、われわれも一応回帰分析を試みたのでその結果と、その際に得られ

た各変数相互間の相関係数マトリックスを第7-24表から第7-27表として示しておくこととする。

第7-24表 総合公開ポイントA (A3)

VARIABLE	MULTIPLE R	R SQUARE	RSQ CHANGE	SIMPLE R	B	BETA
A 14	0.54638	0.29853	0.29853	0.54638	0.6033785D-03	0.30452
A 11	0.56837	0.32304	0.02451	0.44424	0.4138710D-05	0.19435
A 9	0.59775	0.35730	0.03426	0.49063	0.1785765D-02	0.39459
A 10	0.61249	0.37514	0.01783	0.27100	0.5979896D-05	0.15221
A 13	0.61852	0.38256	0.00742	-0.02258	-15.01496	-0.07388
A 8	0.62462	0.39015	0.00759	0.31943	-0.2724713D-03	-0.22206
A 12	0.62636	0.39233	0.00218	0.32260	-0.3466461D-03	-0.08057
(CONSTANT)					197.0394	

第7-25表 経営叙述ポイント (A4)

VARIABLE	MULTIPLE R	R SQUARE	RSQ CHANGE	SIMPLE R	B	BETA
A 11	0.41919	0.17572	0.17572	0.41919	0.5129862D-05	0.45605
A 13	0.46066	0.21221	0.03649	0.22674	16.96223	0.15801
A 10	0.46507	0.21629	0.00408	0.02872	-0.1438272D-05	-0.06931
A 12	0.46698	0.21807	0.00176	0.30464	0.1385614D-03	0.06097
A 14	0.46773	0.21877	0.00071	0.22339	-0.1589258D-03	-0.15185
A 9	0.47101	0.22185	0.00307	0.14472	0.2113645D-03	0.08842
A 8	0.47127	0.22210	0.00025	-0.00993	0.2353004D-04	0.03631
(CONSTANT)					207.6116	

第7-26表 総合公開ポイントB (A7)

VARIABLE	MULTIPLE R	R SQUARE	RSQ CHANGE	SIMPLE R	B	BETA
A 14	0.55812	0.31150	0.31150	0.55812	0.1230182D-02	0.39146
A 11	0.61510	0.37835	0.06685	0.53417	0.8704262D-05	0.25771
A 9	0.64304	0.41352	0.03517	0.47666	0.2803170D-02	0.39053
A 8	0.65620	0.43060	0.01707	0.24879	-0.6074759D-03	-0.31216
A 10	0.66650	0.44422	0.01363	0.26349	0.7851507D-05	0.12601
A 12	0.66792	0.44612	0.00190	0.40494	-0.1021064D-02	-0.14964
A 13	0.67349	0.45359	0.00747	0.14298	36.85760	0.11435
(CONSTANT)					260.2657	

第7—27表

	A 3	A 4	A 5	A 6	A 7	A 8
A 3	1.00000	0.92524	0.52831	0.54424	0.92598	0.31943
A 4	0.92524	1.00000	0.48469	0.32185	0.88196	0.36869
A 5	0.52831	0.48469	1.00000	0.28396	0.73688	0.08235
A 6	0.54424	0.32185	0.28396	1.00000	0.62698	-0.00993
A 7	0.92598	0.88196	0.73688	0.62698	1.00000	0.24879
A 8	0.31943	0.36869	0.08235	-0.00993	0.24879	1.00000
A 9	0.49063	0.54170	0.28755	0.14472	0.47666	0.73398
A 10	0.27100	0.26252	0.27207	0.02872	0.26349	0.14850
A 11	0.44424	0.33392	0.55134	0.41919	0.53417	0.04814
A 12	0.32260	0.29105	0.36469	0.30464	0.40494	0.20519
A 13	-0.02288	-0.03705	0.25796	0.22674	0.14298	-0.14362
A 14	0.54638	0.55932	0.41528	0.22339	0.55812	0.74162

	A 9	A 10	A 11	A 12	A 13	A 14
A 3	0.49063	0.27100	0.44424	0.32260	-0.02288	0.54638
A 4	0.54170	0.26252	0.33392	0.29105	-0.03705	0.55932
A 5	0.28755	0.27207	0.55134	0.36469	0.25796	0.41528
A 6	0.14472	0.02872	0.41919	0.30464	0.22674	0.22339
A 7	0.47666	0.26349	0.53417	0.40494	0.14298	0.55812
A 8	0.73398	0.14850	0.04814	0.20519	-0.14362	0.74162
A 9	1.00000	0.17849	0.24737	0.52800	0.08152	0.76302
A 10	0.17849	1.00000	0.18355	0.23619	0.09080	0.23449
A 11	0.24737	0.18355	1.00000	0.43485	0.08692	0.57958
A 12	0.52800	0.23619	0.43485	1.00000	0.55617	0.52879
A 13	0.08152	0.09080	0.08692	0.55617	1.00000	0.00345
A 14	0.76302	0.23449	0.57958	0.52879	0.00345	1.00000

A 3 : 総合公開ポイントA

A 4 : 経営叙述ポイント

A 5 : 社会的責任情報

A 6 : 会計ポイント

A 7 : 総合公開ポイントB

A 8 : 株主数

A 9 : 従業員数

A 10 : 売上高

A 11 : 資産額

A 12 : 利益額

A 13 : 資本利益率

A 14 : 資本金額

## IV：結 語

以上前節までにおいて、営業報告書（事業報告書）による情報公開の程度を測定し、企業の公開程度に関する基礎的研究を行うという問題意識に即して、それに関するアメリカの研究を概観するとともに、我々の視角・測定方法を設定して一応の分析を展開してきた。いまここでそれを要約するならば、まず投資家の情報ニーズを基礎とする測定以外に情報公開主体の側からの測定が必要であるとして我々の測定方法を意義付けた。次にその方法に即して算定された総合公開ポイントと種々の企業属性との間の関係について分析した。その結果として、所属産業と企業規模特に後者を示す各属性が我々の公開ポイントに影響を与えていたといえるが、所属企業グループと利益率それに異常収益率は影響を与えていないことが判明した。この事実に関する一解釈として、我々は、大規模企業ほど多くの利害関係者を有しているので、彼らすべてに対して配慮を払いつつ、大衆に多くを語りかける必要があるとする我々の解釈を示した。すなわち大規模企業にあっては、営業報告書が企業と大衆とのコミュニケーション形成の手段ともなっていると理解である。特にこの傾向は、一般大衆に対して、明確に知覚できる財・用役を提供していない産業（銀行・商社）ほど顕著であった。これらのファクト・ファインディングは第2章で我々が展開した理解を、ある程度支持しているであろう。

## 第 8 章 大衆の証券投資と会計情報公開制度

### I : 開 題

第 3 章で検討した残差分析は、ベンストン<sup>(1)</sup>(G.J.Benston) やボール・ブラウン<sup>(2)</sup>(R.Ball and P.Brown) によって初めて会計研究の領域に導入された。以来、マーケット・モデル (Market Model) や資本資産評価モデル (Capital Asset Pricing Model; CAPM) から導出される残差を用いる多様な技法が考案・利用されてきた。代表的な研究のサーベイは第 3 章で行い、株式投資収益率の統計的特性及びマーケット・モデルの推定結果については第 5 章で検討した。しかしそれらの研究方法を具さに観察してみる時、残差を利用して外部報告会計現象の何を明らかにできるのかについて必ずしも明確に整理できていないように思われる。

そこで本章では、まずこの点に我々なりの解答を与えるべく、いくつかの残差分析技法を改めてサーベイし、それがもつ会計情報公開現象の分析における意義と限界を明確にしておきたい。したがって残差分析が用いられるいくつかの研究側面のうち、特に会計情報そのものの評価及び影響力の側面と会計情報とは区別されるべき会計制度の評価の側面という二つの側面にのみの絞って議論することにする。続いて我々の行った実証研究の結果を、会計情報公開制度と大衆の証券投資との関連性の観点から解釈しつつ提示することとする。

---

(1) G.J.Benston, "Published Corporate Accounting Data and Stock Prices," *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 1967.

(2) R.Ball and P.Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2 (Autumn, 1968).

## II：米国における研究の概観—残差分析再論—

## II-1：株式市場における企業評価と残差

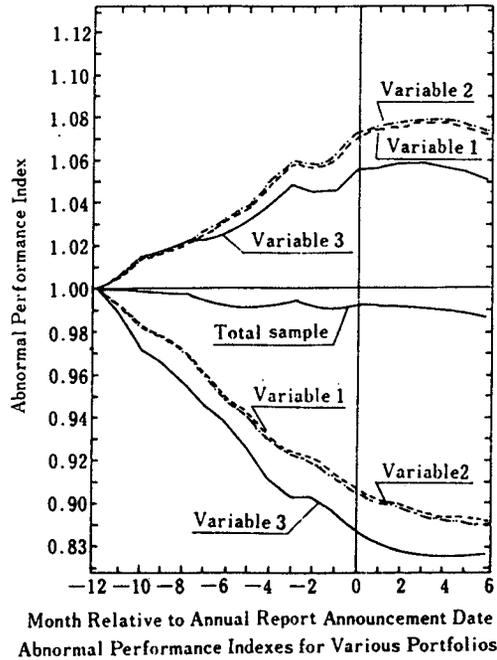
本節では会計情報の有用性（評価）及び影響力を示す指標として月次収益率残差を利用する方法をみておこう。典型的な実証例をいくつか引いておく。まず第一に第3章でも述べたボール・ブラウンの研究が挙げられる。<sup>(3)</sup>彼らは会計情報の有用性（評価）をみるために、具体的には当期純利益と一株当たり利益という二つの会計情報を変数として選択した。この二つの会計情報を用いることによって、その情報を公表している企業の株式評価を行った。具体的評価方法とは次のようであった。まず当期の叙上の会計情報を、過去の当該企業の当該情報と、同じく過去の当該情報の市場平均値との回帰式から推定する。その場合、各会計数値の増分を扱うモデルが利用される。さらに単純なマーチンゲール型モデルが当期純利益にのみ適用され、計三種類の予測モデルが検討されている。そしてその各々のモデルから得られる推定値を当期の実現値から差し引いた予測誤差がプラスである企業の証券は「良い証券」と判断され、マイナスの証券は「悪い証券」と判断される。次に良い証券群と悪い証券群の各々について第3章及び第5章でみたマーケット・モデルを用いて残差を月次で求める。用いられるデータは株価変動率の自然対数すなわち複利としての収益率である。推定の際には当該情報公表月の12カ月前までのデータを用いる。続いて会計情報公表月を中心にその前後十数カ月の月次残差を問題とする。残差の具体的利用方法としては、 $m$ 月の異常業績指標（Abnormal Performance Index）を以下のように定義・考案している。

$$API_m = 1/N \sum_{i=1}^N \prod_{t=-11}^m (1 + e_{i,t})$$

$N$ : 良い（悪い）証券数

この分析結果を図示すると第8-1図のようになる。1.00を示す直線よりも上

(3) R. Ball and P. Brown, *op. cit.*, p.169.



第8-1図

の三本の曲線が「良い証券」群のAPIであり、下の三本の曲線が「悪い証券」群のAPIである。二つの証券群の平均APIは Total sample として示されている。Variable 1, 2, 3 は三種類の利益予測モデルと対応している。

この指標はいわば異常収益率の複利計算であり、 $e_{i,t=0}$  の場合は1.00の値をとり、プラスの場合は1.00よりも大きくなり、マイナスの場合は1.00よりも小さくなる。上掲のポール・ブラウンの図では決算情報公表月(0)前12カ月後6カ月分のAPIが図示されている。良い証券群のAPIはその証券が良い証券であると判断される基準となった会計情報が公表される12カ月前から上昇し始め、情報が公表されると同時に上昇はストップする。逆に悪い証券群のAPIは当該会計情報が公表される12カ月前から下降し始め、公表と同時に下

降がストップしている。他方全サンプルの平均APIはほぼ横這い状態である。したがって、「良い証券」と「悪い証券」の判断の基礎となった会計情報が投資意思決定情報として有用であることを示している。

類似した研究にビーバー・デュクス (W.Beaver and R.Dukes) の研究がある<sup>(4)</sup>。彼らは二種類の利益情報とキャッシュ・フローという三種類の会計情報に関して五種類の予測モデルをたて、さらに四通りの利益尺度を考慮して総計六十種類もの利益モデルを考案し、その各々の予測誤差と我々が上でみてきたような残差の相関分析を試みている。残差を用いて彼らが考案した異常業績指数はポール・ブラウンのそれと若干異なっている。すなわち、

$$API_m = \sum_{i=1}^N \left[ \prod_{t=1}^m (1+R_{i,t}) - \prod_{t=1}^m (1+E(R_{i,t} | R_{m,t})) \right] / N$$

と定義されるものである。用いられたデータは単純収益率ではなく株価変動率の自然対数すなわち複利収益率である。彼らの相関分析はノン・パラメトリックなものであるが、六十種類のモデルのうち七種類を除いて有意な相関が認められたとする。したがってその意味では会計情報は有用であると判断される。

またいま一つの残差利用法として以下のように残差を単利計算として取り扱う累積平均残差 (Cumulative Average Residuals) を定義する方法がある。

$$CAR_m = 1/N \sum_{i=1}^N \sum_{t=-11}^m e_{i,t}$$

この方法を用いた研究としては初期のものとしてゴニーデス<sup>(5)</sup> (N.Gonedes) 及びサンダー<sup>(6)</sup> (S.Sunder) らの研究がある。前者の研究は、公表財務諸表

(4) W.H.Beaver and R.E.Dukes, "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations and the Behavior of Security Prices," *The Accounting Review*, Vol.XLVII, No.2, (April, 1972).

(5) N.Gonedes, "Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence," *Journal of Accounting Research*, Vol.12, No.1, (Spring, 1974).

(6) S.Sunder, "Relationship between Accounting Change and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence," *Empirical Research in Accounting; Selected Studies*, 1973.

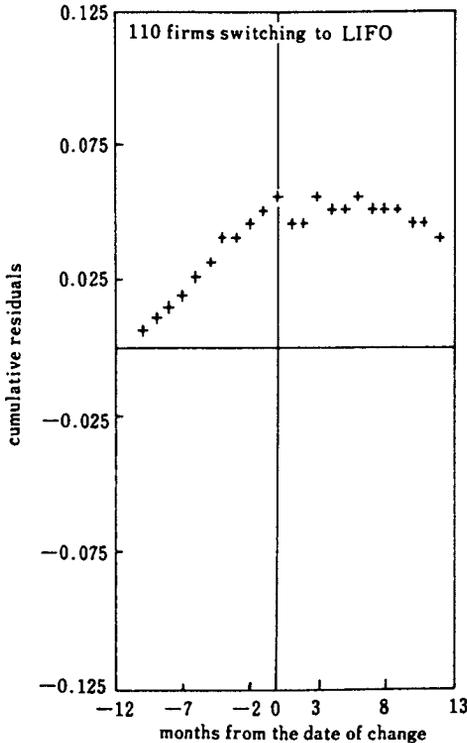
から得られる七つの財務比率の情報内容の検討である。残差の計算過程ではマーケット・モデルに代えて資本資産評価モデルの回帰式を基にして得られる残差を利用している。他方会計データとしての財務比率の情報内容を確定するために、ボール・ブラウンと同様に各財務比率の過去データを当該データの過去における市場平均値データに回帰せしめる手法が採られている。さらに実現値と理論的予測値とのズレの符号が「良い証券」と「悪い証券」の判断基準になっていることもボール・ブラウンの研究と同様である。ゴーンデスの計算したCARの動きそのものはAPIに比べて残差の動きを明確に視覚化するには十分ではなかったが、彼はこれらの財務比率情報と残差を基にした買い替え戦略の収益計算で異常収益を一定期間護得できることを証明した。これも投資意思決定の基礎としての会計情報の有用性を示すことになる。

後者の研究は、棚卸資産の評価方法の変更に関するものである。ある企業が棚卸資産の評価方法を後入先出法（LIFO）に変更するという一種の会計情報の情報内容の検討である。実証結果は、当該情報が公表される12カ月前からLIFOに変更する企業の累積平均残差は上昇傾向を示していた。そして変更情報が公のものになる（0月）に及んでこの上昇傾向はストップした。実証結果を第8-2図として引用しておくこととする<sup>(7)</sup>この研究例でも、もしLIFOへ移行するという情報を前もって知っておれば、そしていま仮にそれがサンプル企業全体で同時期に行われたとすれば、ポートフォリオ戦略によってCARが示す異常収益を獲得できたこととなる。ゆえに会計手続の変更情報もまた投資意思決定には有用であると判断されうる。ここまでは第3章でも述べた。

以上の検討から我々は次のことに気づく。ここで検討した研究の中でも潜在的にみられたように、CARあるいはAPIを会計情報のもつ情報程度——有

---

(7) *Ibid.*, p.18.



第 8 - 2 図

用性の評価——の測定として意義付ける考え方が存在することである。<sup>(8)</sup>しかし実際に会計情報が公表されるのは残差がみられ始めるようになる12カ月後のことであり、その情報が作成されるのも約9カ月から10カ月後のことであり、さらに続けて言うならば、会計情報が測定すべき対象となるはずの経営活動がやっと始まったばかりのところではない。こう考えると一見したところ、ここで検討した諸研究あるいは類似した諸研究が対象としている月次累積残差を、数カ月後に公表される会計情報の情報程度の評価に用いることには、かなり深い解釈が必要なよ

うに思われる。以下でそのいくつかの解釈をみていくことによって、このような分析でどこまでのことがいいうるのかについて検討しておこう。

第一にはサンダーの考え方が参考になるように、<sup>(9)</sup>APIやCARを、公表さ

(8) 中野勲、「会計利益情報の株主意思決定——計量会計学的アプローチ——」、『神戸大学経済経営研究年報』第23号（Ⅱ），1973年。あるいは、N.Gonedes, "Capital Market Equilibrium and Annual Accounting Numbers: Empirical Evidence," *Journal of Accounting Research*, Vol.12, No.1, (Spring, 1974), p.49.

(9) S.Sunder, *op. cit.*, p.27.

れる会計情報の漏れ (Leakage) の結果であるという解釈が指摘される。そうだとすれば、漏れによってそれほどの残差が生じたのであるから当該情報に対する株主の期待度あるいは当該情報の有用性が知られることになる。しかしこの考え方に対しては疑問が残る。それは、ここで問題となっているAPIやCARは制度的に公表されるべき会計情報の漏れによって引き起こされたものではないのではないかということである。もし漏れがあったとしてもそのインパクトは12カ月の残差のうちの一部でしかないのではないか。むしろ残りの残差は経営活動を写像する年間を通しての非会計情報の連続に反応したものとみなすべきであろう。要するに、情報の漏れのインパクトを計量するには月次データによる分析はいささか間延びしたものだといえよう。

第二には、幾人かの研究者が表明しているように、ここでみた残差の合計値とは非常に消極的ではあるが、情報価値の一評価方法であるという解釈が指摘される。すなわち、もし当該会計情報をそれが公表される12カ月前に何らかの手段で見通すことができたならば、しかもAPIやCARの計算に含まれていた数百社について見通すことができていたならば、その数百社の株式で構成されるポートフォリオを当該会計情報が公表される12カ月前に組み、以後ポートフォリオの内容を変更せず月次に買い替えるという戦略を採ることによって、実際に情報が公表されるまでに当該APIやCARによって示される異常収益を獲得できたという解釈である。しかしそれはあくまでも潜在的情報価値の測定にしかっていない。その意味では大きな意義とは認めがたいのである。

第三には、経営活動の写像としての意義を付すことができるという解釈が指摘されよう。ここでも例としてサンダーの考え方を引用しておこう<sup>(10)</sup>。彼は残差を、当該企業の経営活動に対する証券市場の評価であるとも解釈する。ゆえにプラスの残差 (CAR) を示している企業は好景気であるからその収益力を利

---

(10) *Ibid.*, p.27.

用して、一時的には利益が減少するLIFOへの移行を遂行することができる  
とサンダーは説明する。つまり上でみた情報のインパクトによる収益率残差の  
発生という理解とは逆の因果理解になっている。通常、企業の経営活動に対す  
る証券市場での一般的評価は、広い意味においていわゆるベータの中に織り込  
まれているとみることができる。ところがそれまでの一般企業イメージとは異  
なった活動を当期において企業が開始するとその事実は非会計情報として刻々  
と証券市場に流れる。情報に対して効率的な市場は速やかにそれに反応する。  
残差はその結果であるとみることができる。非会計情報によってもたらされた  
経営活動に関する情報が事実であったとするならば、当期においてそのような  
経営活動があったという事実を、当期末に作成される会計情報もまた写像して  
おく必要がある。そうでなければ、たとえそれ以外の面での事実を反映してい  
ても有用な会計情報とはいえないからである。このことは何処で判断されるの  
か。それは一つには会計情報予測モデルから得られる予測誤差である。ある妥  
当な会計情報予測モデルが見出されたとして、そこから得られる予測誤差と株  
式収益率残差の両者の大きさあるいは少なくとも両者の符号に有意な相関がみ  
られるならば、このことは会計情報もまた当期の経営活動の中で株主が知りた  
がっている側面をうまく写し出すことに成功したことを意味している。逆にい  
えば会計情報の予測誤差も収益率残差もともに当期の予想外の経営活動を原因  
とした時の側面を異にした結果であるといえよう。

月次収益率残差を用いた分析で会計情報の評価・意義付けを行いうるのは、  
上でみた考え方までであると我々は考える。しかし実はそれ以上を読み取ろう  
とする解釈がある。すなわち会計情報公表前の残差を我々は、非会計情報によ  
る当該企業の経営活動の証券市場による評価であると述べたが、さらにいえば、  
例えば企業の好調な経営活動ということは良好な会計利益数値を意味し、それ  
はさらには好配当を意味する。その意味では後に公表される会計情報を既にそ  
れ以前から予測していたとも受け取れる。したがって公表前の残差も、近い将

来公表される会計情報の情報程度であると理解されるのである。さらにこの理解は当該会計情報公表月以後残差が消滅しているという事実によって裏付けられる。つまり一度情報が公表されて配当が確定してしまうと、情報が体化している実体的メリットがなくなり残差が消滅してしまったと理解されるのである。

しかし我々は上記のような解釈に対して疑問をもつ。それは、ここでみてきた研究を例に引くならば、LIFOへの移行という会計手続の変更情報の分析においてみられた情報公表月以後の残差の消滅と、ポール・ブラウンの分析における制度的会計情報の分析でみられる情報公表月以後の残差の消滅という現象は、意味が異なっているという理解からくる疑問である。LIFOへの移行、あるいは合併や株式分割という単発的経営・会計情報については、この情報が表象している事実によって、そしてこの事実のみによって株主は何らかのメリット・デメリットを得る。したがってこの事実に関する情報をかなり前から当該企業の他の活動から読み取ろうとする。そして現実にもその実施の情報が公表された時点で、市場は素早くそれに反応してその情報を織り込んでしまい、以後残差はサンプル企業全体としては平均的には認められなくなる。それは角度を変えていうならば、調査対象企業群は、当該情報が公表する事実に基づく株主に対するメリット・デメリット以外には特に、それに相当した実体的メリット・デメリットをもった共通の特徴を持ち合わせない企業群であるから、情報が伝えられた後にはその企業群は単なる平均的企業群と化してしまい収益率残差は平均的には消滅してしまうことになるともいえよう。

ところが会計情報の場合は少し事情が異なる。当該期間にサンプル企業群は平均して好景気を享受し、そのことが収益率残差を発生せしめる原因になるとともに、それを会計利益情報は表象した。しかしこの会計情報が公表された後に、何故サンプル企業群は利益予測モデルの観点から平均的企業群に

化してしまい全体として好景気を楽しむえなくなるのだろうか。株式分割や合併等に関する情報が公表されたということは、もう暫くは当該企業に関してはそのような情報（事実）がない、したがってそれが引き起こす株主に対する実体的メリット・デメリットもないということである。それに対してある利益予測モデルの観点からみて良好な会計情報が公表されたということはまた続けて当該企業はそれ以上の好景気である可能性が高いという信号であろう。たとえ配当を考慮しても依然として同様のことがいえよう。したがって当然会計情報が公表された後でも累積残差は、サンプル企業群全体としては計測され続けるはずである。公表月の残差はそれまでよりもむしろ大きくてしかるべきである。しかし公表時においてみられるはずの残差はかなり短期のものであると考えられるので、月次収益率には反映されにくいかもしれない。ところが実証結果は一見必ずしも以上の我々の理解を支持してはいない。むしろ逆である。だが我々は実証結果を具さに観察してみる時——第8-1図と第8-2図を比較する時——残差の消滅の仕方が異なっていることに気付く。LIFOへの移行情報が公表されると残差はすぐさま消滅しているのに対して、ボール・ブラウンの場合はなだらかである。好調と判断された企業群の残差は情報公表後も4カ月ぐらいまでは観察されており、不調と判断された企業群のマイナス残差も情報公表後3カ月までは累積している。そしてその後はこの傾向は消滅してしまう。この差異は何に起因するのであろうか。それは前者（第8-2図）が情報にすぐさま証券市場が反応したことを示しているのに対して、後者（第8-1図）は会計情報の公表事実とは無関係に、サンプル企業群の好不調のトレンドが平均的には消滅してしまったことを示しているにすぎないと考えられるのである。すなわち後者の実証結果は会計情報の影響力を示しているのではなく、我々が初めに述べたように、会計情報予測誤差との関係で会計情報の経営活動写像力を示しているにすぎない。これに対して単発的個別事象情報については、当該分析から得られる

残差の大きさは情報の程度を示していると考えてよいであろう。ゆえに、それとともに市場の情報効率性の検証となりうるのである<sup>(11)</sup>

以上本節では主として月次収益率を用いた残差分析の一般的技法を検討するとともに、それがもっている意義と限界について検討してきた。意義については再論しないが、限界についてはいま一度ここで整理することによって次節以降での検討の一助とする。会計情報の有用性評価についてはある程度の現実的意義を付すことができたが、一つの限界は会計情報が制度として提供されていることの評価が希薄であったことである。いま一つの限界はいうまでもなく会計情報が証券市場に与えるインパクト（情報の程度・影響力）の測定が十分にはなされていなかったことである。月次収益率の残差が会計情報の公表とともに消滅することは、そのインパクトの計測としては不適切であった。そこで第2項では、月次収益率データを用いながら、会計情報が制度として提供されていることに対する評価、すなわち会計情報公開が制度として遂行されていることの評価を目的とした研究を概観することによって、そこで残差分析がどのように利用されているかをみることとする。また第3項では会計情報の証券市場に対するインパクトの計測という課題により近づく残差分析を検討することとする。

## II-2：会計情報公開制度への期待度と残差

会計情報を国家規制の下での一つの制度として周期的に提供し続けることの意義を評価するという研究は、アメリカにおいては証券取引委員会（SEC）の評価を兼ねて数多く行われてきた。この問題に関して参照すべき研究としてはスティグラー（G.J.Stigler）とベンストン（G.J.Benston）の論

---

(11) 榊原茂樹、「合併情報に対する株式市場の反応」、『国民経済雑誌』、第144巻第3号（昭和56年9月）。

稿がある。<sup>(12)</sup>

スティグラールの論文は、コーエン (M.Cohen) が中心になって行ったニューヨーク証券取引所の調査報告書を批判的に検討するという形を採っている。コーエン・グループは、SECによって行使されている証券市場に対するコントロールの適切性を調査すべく、証券市場への新規参入証券会社の業務状況を調べたのであるが、SEC規制が実施されてもなお不正・詐欺的行為が証券業界に存在することを指摘する。そこで同グループは、新規参入証券業者に対して、なお一層の規制が必要であると勧告した。これに対してスティグラールは、コーエン・グループの行った実証研究の不十分さを指摘し、証券取引業者に対するSEC規制の強化勧告を疑問視している<sup>(14)</sup>

さらに一歩進んでスティグラールは、不正を生む源となっている証券取引業者の能力・訓練の水準と証券市場規制本来の目的である証券投資家への便益の提供とは別問題であるとし、代わって彼は、SEC規制を強化するとすれば、その前提にはSEC規制が証券投資家にとって直接便益をもたらしているという

---

(12) G.J.Benston, "Public Regulation of the Securities Markets," *The Journal of Business*, Vol.XXXVII, No.2, (April, 1964). "Published Corporate Accounting Data and Stock Prices," *Supplement to Journal of Accounting Research, 1967, Empirical Research in Accounting: Selected Studies*. "The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements," *The Accounting Review*, Vol. XLIV, No.3, (July, 1969). "The Effectiveness and Effects of the SEC's Accounting Disclosure Requirements," in H.G.Manne, ed., *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, American Enterprise Institute, Washington, 1969. "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities and Exchange Act of 1934," *The American Economic Review*, Vol.63, No.1, (March, 1973).

(13) *Report of the Special Study of the Securities Markets of the Securities and Exchange Commission*, 188th Congress, 1st sess., House Document 95, 1963.

(14) G.J.Stigler, *op. cit.*, pp.118-119.

証拠が必要だというのである。この証拠を求める実証研究として、次のような方法を採用。いま、数種の新規発行証券を数年間保有し続けたとして、それによって投資家は当然利益を得るであろうが、この利益水準にSEC設立以前と以後で——すなわち新規発行証券及び流通証券に対する情報公開規定の成立以前と以後で——格差があるか否かという点をニューヨーク証券取引所の株価データを用いて測定した。しかし有意な格差はなかったのである。したがってスティグラーは、会計情報公開を主要手段とするSEC規制は、投資家に大きな便益を与えているとはいえないとする。そのより具体的な理由の一つを彼は以下のように推論する。つまり、SEC規制は、情報公開規制によって新規の証券発行の条件を厳しくして、異常に悪い証券の発行をくい止めることに成功した反面、異常に良い証券の発行をも停止せしめ、その結果、平均的には格差が生じなかった、と。<sup>(15)</sup>

またスティグラーは、ニューヨーク証券取引所の効率性についても実証的検討を加えている。通常ニューヨーク証券取引所は独自に市場の効率性についてチェックしているが、その手法に対してコーエン・レポートが疑問を提起し、新たな手法を示した。しかしスティグラーは双方の主張とも経済理論的には支持しえないとする。そして証券業者の当期利益量の逆数を市場効率性測定指標とするという彼独自の手法を示す。その測定結果を基礎にして、彼はニューヨーク証券取引所の効率性ひいてはSEC規制の有効性に疑問を投げ掛けるのである。<sup>(16)</sup>

以上のように、スティグラーは直接的にはコーエン・レポートを批判的に検討することを通して、結果的には会計情報公開制度を中心とするSECの証券市場規制政策の批判的評価を行った。一方では一般投資家への便益の次元から、他方では証券市場の効率性の次元から疑問が提起されたのである。このような

---

(15) *Ibid.*, pp.120—124.

(16) *Ibid.*, pp.124—133.

スティグラーの研究に対して、彼の統計的技法とデータの不備を突いてかなり厳しく批判を加えたフレンドとハーマン (I.Frend and E.S.Herman) の論文<sup>(17)</sup>があり、またコーエン・レポート作成委員会のメンバーであったロビンズとワーナー (S.Robbins and W.Werner) が、レポートの制度的意義を説明しつつ反論した論文<sup>(18)</sup>がある。しかしそのいずれもが、スティグラーの指摘した問題を完全に解消するまでには至っていない。

続いてベンストンの論稿をみてみよう。彼はまず「SECの会計情報公開要求(規制)は正当化されるか」という問題に対して、SEC設立以前にも虚偽や誤謬を含んだ財務諸表の方がむしろ例外であったし、企業の自主的会計情報公開程度もすでにかなりの水準に達していたことを指摘して、この観点からはSEC規制を正当化することはできないとする<sup>(19)</sup>。

次にベンストンは、「会計情報公開は、投資家に価値があるとする証券法の基礎にある仮定を支持する、あるいは反対するどのような証拠があるのか」という点を問題にする。この点に関して彼は、株式価格の変動と数種の会計データとの相関分析を試みるが、顕著な相関はみられなかったとする。さらに、専門財務アナリストとしてのミューチュアル・ファンド (Mutual Fund) の業績を検討し、彼らのような専門分析家ですえも、SEC規制下の会計データを用いて、高収益を経常的にあげることができなかったことをベンストンは立証する。その結果、ベンストンはSEC規制の基礎にあるような考え方は正当化されえないとする<sup>(20)</sup>。

(17) I.Friend and E.S.Herman, "The S.E.C. through a Glass Darkly," *The Journal of Business*, Vol.XXXVII, No.4, (October, 1964).

(18) S.Robbins and W.Werner, "Professor Stigler Revised," *The Journal of Business*, Vol.XXXVII, No.4, (October, 1964).

(19) G.J.Benston, "The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements," p.519.

(20) *Ibid.*, pp.520—524.

またベNSTONは、「SEC設立以後、企業は、資金調達に証券市場をより頻繁に利用するようになったか」と問い掛ける。その実証結果もやはりSEC規制を弁護するものではなかった。すなわち新規に証券を発行する際の会計情報公開規定が厳しいために、数多くの企業が、ニューヨーク証券取引所での証券売却による資金調達に代えて、私募発行（Private Placement）に依拠するようになったのである。<sup>(21)</sup>このような分析結果から、ベNSTONもまたSECの会計情報公開規制に対して疑念を提起することになるのである。彼の研究に対してはゴーニーデスとドパッチ（N.Gonedes and N.Dopuch）による批判があるが、<sup>(22)</sup>この批判は後にみることにする。

以上によって我々が本項において行おうとする会計情報公開制度に対する評価という問題意識は明確になったように思われる。そこで今度は、上で検討した二人の研究を別の視角、つまり彼らが研究に利用した実証的手法の検討という視角からみておこう。まずスティグラの中心的手法は、ある組み合わせの新規発行証券をある年月の間保有したとして、そこから生ずる利益を証券市場のデータを基に模擬的に計算し、その利益がSEC規制成立前後で有意な差があるか否かをみるという手法であった。それは、スティグラが、SEC規制の投資家に対する便益を証券保有による利益と解していることを示している。またスティグラは証券市場の効率性を示す指標として、証券業者の当期利益量の逆数を利用して、これは彼が市場の効率性を価格の大幅な変動を消去することによる市場価格の平準化と考えていることを窺わせるのである。

次にベNSTONの手法であるが、彼は我々が前項でみた研究者が用いていた

---

(21) *Ibid.*, pp.517—520.

(22) N.Gonedes and N.Dopuch, "Capital Market Equilibrium, Information-Production and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work," *Studies on Financial Accounting Objectives*, 1974, *Supplement to Journal of Accounting Research*.

のと同様の残差分析を利用している。すなわちマーケット・モデルによって株式投資収益率残差を求め、他方、現行会計データに関する予測モデルを形成し、その結果導出される過去データを用いての予測値と実際に企業によって公開される当該年度の数値との誤差を予期されえなかった情報として定義する。そして上記の残差と会計データの予測誤差との相関を分析する。結果は二つの測定値に大きな相関は認められなかったとベンストンはいう。すなわち「平均的にいって、(会計上の)利益の変化率について100パーセントの予測できない上昇(下降)が発生したとしても、それは会計データ公表月の証券価格の変化率の上昇(下降)の2パーセントしか説明できない<sup>(23)</sup>」のである。

しかしこのようなベンストンの分析手法に対して、ゴーンエドスとドパッチは以下のように批判する。すなわちベンストンはマーケット・モデルを利用することによって、個別の証券に固有の価格変動から現行会計データの有用性を検証しようとしたのであるが、そのためマーケット・モデルの特質そのものが限界となって現れ、市場全体の次元での価格の体系的変化を見落とすことになっている、と<sup>(24)</sup>。このような市場全体での価格変動という次元でのSEC規制の影響を検討した研究として、オフィサー<sup>(25)</sup>(R.R. Officer)やディーキン<sup>(26)</sup>(E. B. Deakin)の論稿がある。彼らはSEC規制によると考えられる株価の体系的変動を見出している。しかし以上のような実証的研究によるSECの情報公開規制の有効性検討という観点からは、概ね批判的の見解が強いといえよう。

(23) G.J. Benston, *op. cit.*, p.521.

(24) N. Gonedes and N. Dopuch, *op. cit.*, pp.93-96.

(25) R.R. Officer, "The Variability of the Market Factor of the New York Stock Exchange," *The Journal of Business*, Vol.IVVI, No.6, (July, 1973).

(26) E.B. Deakin, "Accounting Reports, Policy Interventions and the Behavior of Securities Returns," *The Accounting Review*, Vol.LI, No.3, (July, 1976).

そこで次に我々は、彼らの研究に共通した発想を採り出し、それに対する我々の考え方を明示することによって、我々が本章の以下で行う実証分析に用いようとする手法を意義付けたいと考える。まずスティグラの手法では、会計データに依拠して証券市場で利得を得ることが要求されていたが、この方法はベンストンが行ったミューチュアル・ファンドの利益調査にもみられた発想である。しかしこのような発想は、SEC規制下の会計情報公開制度の有効性を評価する規準としては厳しすぎるのではないかと我々は考える。つまりSEC規制の基本的機能は、まずもって証券市場を、あえて卑近な比喩を用いれば、「公共賭博場」にすることにあるのであり、決して「賭博場」での賭けの勝ちを保証することにあるのではない。この基本的機能——これとても我々のいう証券投資助成機能の一種であるが、——の長期的遂行がまず保証されて、なおもその上に有用な情報を提供することが会計情報公開制度に要求されるとすれば、その要求達成度は、賭博者たる投資家が確かにそれに依拠して行動したということの検証をもって満足すべきであろう。

続いてベンストンの分析手法（残差分析）についてみてみよう。彼の手法は月次残差の大きさと予測できなかった会計情報の変化分との相関に着目したものであった。すでにそのような方法は市場全体の次元での株価の体系的変化に注目しえないという欠点が指摘されていたが、さらに注目されるべき点は、彼の分析では投資家の意思決定構造の中に含まれるべき会計情報タームが数種類特定化されていたという点である。この点は再検討を要する。むしろ「投資家の意思決定の基礎となる情報は具体的には何か」という問題は不問に付すべきであったと思われる。すなわちただ一点、投資家は、SEC—公認会計士体制下で規制されている会計情報公開制度が提供する会計情報の集合体——財務諸表あるいは各種アニュアル・レポート——に依拠して行動しているということの検証のみで満足すべきと考えられる。また月次データを用いた残差分析はそもそも第Ⅱ—1項における検討からもわかるように、会計情報のインパクトを

計量するには不適當であつた。さらに会計情報が公表された後にみられる残差の一時的高まりも、月の半ばであつたならばすぐさま消滅してしまい月次収益率には十分には反映されにくい。ゆえにもし会計情報のインパクトに固執するのであるならば、もう少し短期のデータを用いた残差分析を利用する必要がある。したがってベンストンのように性急に「制度的会計情報はその他の情報源の情報を確認するためにしか利用されていない」と結論することはできない。

そこでここまでみてきた種々の研究の厳しすぎる条件の緩和を考えた時、月次データを用いた残差分析ではあるが、会計情報公開制度の存在意義を評価する方法がみられる。<sup>(27)</sup>イングラム・チューイング (R.W.Ingram and E.G.Chewing) の考案した方法がそれである。彼らの考え方及び手法は以下のものである。SEC規制下で作成される財務諸表という会計情報の集合体が投資大衆の信頼を保って、投資家の意思決定に大きな有用性をもっているとすれば、投資家はSEC規制下の財務諸表が公表されるまでは自分たちの証券売買のために行う個別企業の個別評価を遅らせるはずである。つまり、それまでは全体市場の動向に規定された評価を行い、個別企業の個別評価は制度的会計情報が公表されるまで差し控えておくというのである。無論、種々の情報が種々の情報源から投資家にもたらされる可能性があり、SEC規制によって公表される情報と類似した情報が別の源から伝達されることもあろう。そのことに対する理解は第Ⅱ-1項で述べた。しかしSEC規制に基づく情報が制度的保障を供えて提供されるとすれば、種々の情報間に投資家が付している信頼性の相対的程度のうち、SEC規制の会計情報に最大のウェイトが置かれているはずである。そうであつてこそ会計情報公開制度は存在意義があるといえよう。その結果として投資家は市場全体としてみれば、SEC規制下の情報を確認するまで

---

(27) R.W.Ingram and E.G.Chewing, "The Effect of Financial Disclosure Regulation on Security Market Behavior," *unpublished working paper delivered at the University of Illinois*, January, 1982.

は、当該個別企業についてこれまでと異なった特別な評価を下すことを遅らせるであろう。そして公表日が近づくにつれて会計情報の若干の漏れが現れ、続いて正式の公表という一連の過程で、投資家は企業に関する固有のより信頼しうる情報をより多く獲得して行動を起こす。その結果株価の市場全体における調整が生ずると考えられる。

イングラム・チューイングは上述の思考を検証するために具体的には、残差分析を利用した。すなわち、ある会計年度が12月31日に終了し、以後3カ月以内にSEC規制下の財務諸表が公表されるとして、当年度4月から次年度3月までの一年間の当該企業の株式についての月次異常収益率（残差）をマーケット・モデルを用いて求め、その年間における累積過程を調査したのである。もしSEC規制に基づいた会計情報公開が有用であったならば、SEC規制がなかった時代の月次残差の累積過程よりも規制成立後のそれの方が、一年間のより後半にズレ込んでいるであろう。しかし各年の累積残差の全体平均量（累積平均残差）は各年度の特異性によって異なっているので、3月末までの累積平均残差を1.00として、各月の累積平均残差（CAR）を比率で示すという手法が各年の比較目的のために採られたのである。

ここで注意すべきは、累積残差をプラス・マイナス含めて上場企業全体で平均すれば累積過程は多分かなり直線に近いものとなり所定の計量目的を達成できないことである。そこで考えられうる方法は、全サンプル企業の残差の絶対値の累積過程をみる方法と、12カ月の累積残差がプラスの企業グループとマイナスの企業グループに二分割してその各々のグループの累積過程をみる方法である。イングラム・チューイングは後者を採っている。しかしこの二分割方法は第2項でみたボール・ブラウンやゴーニーデスの二分割とは異なっている。ゴーニーデスらの方法は会計情報の予測誤差だけで株式を事前に二分割し、その後CARやAPIを計算したのであるが、イングラム・チューイングは事後的に累積残差に着目してそれがプラスの証券とマイナスの証券とに二分割し

ている。その結果が以下の第8-3図である。<sup>(28)</sup>これは累積残差がプラスの12月決算企業についてのものであるが、マイナスの企業についてもあるいは12月決算企業以外の企業についても同様の結果が得られている。

第8-3図からも視覚的には明らかなように、SEC規制が成立した後（1935年—1937年）は、成立前（1926年—1928年）（1931年—1933年）に比較して残差の累積過程が後半にズレ込んでいる。決算月は0月で示される。そして三本の曲線を形成する各月の累積平均残差が全体として相互の年で有意に異なっているか、特に1935年—1937年とそれ以外の年とで有意に異なっているか否かを統計的に検証するために、ホテリングの $T^2$ 統計量が計算される（第8-1表）。

第8-1表

statistic	1926-28/31-33		1926-28/35-37		1931-33/35-37	
	正	負	正	負	正	負
$T^2$	12.2	9.6	60.8	10.2	77.8	7.9
F	1.43	1.01	5.27	1.13	6.70	0.88
P	0.268	0.384	0.001	0.309	0.001	0.071

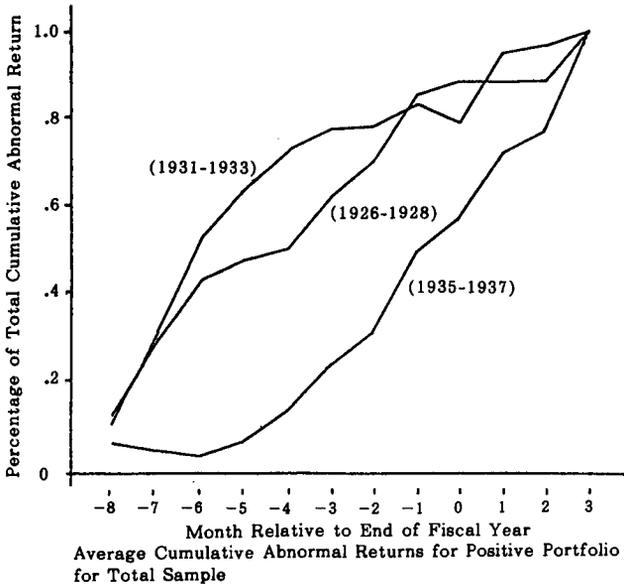
( $T^2$  : ホテリング $T^2$     F:F 値    P: 確率)

このような統計的結果は、他にこのような残差の動きを説明する有力な要因が見出せない限り、投資大衆がSEC規制下の財務諸表を信頼して個別企業の評価を行い、株式売買を遂行したことを物語っている。このことはSEC規制下

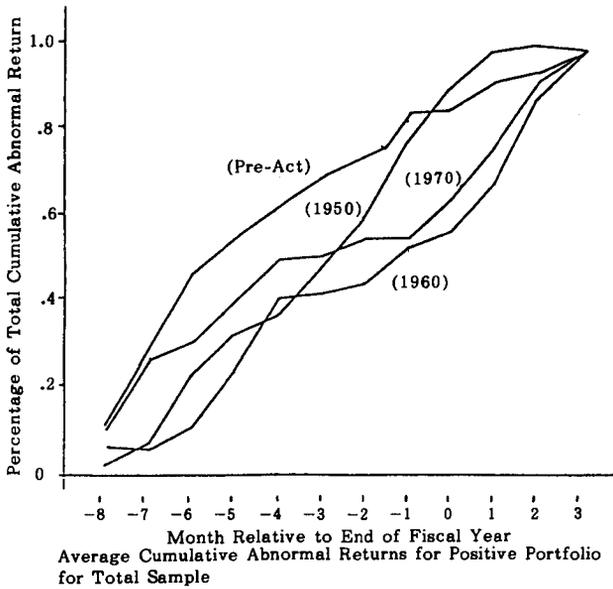
(28) *Ibid.*, p.29. ただし  $CAR_{+3}$  の絶対値が極めて小さい値の時を考慮して  $CAR$  そのものに代えて以下の処理を行った  $CAR$  を用いている。

$$ACAR_{i,t} = CAR_{i,t} + (1 - CAR_{i,+3}), \quad CAR_{i,+3} > 0 \text{ の時}$$

$$ACAR_{i,t} = CAR_{i,t} - (1 + CAR_{i,+3}), \quad CAR_{i,+3} < 0 \text{ の時}$$



第 8 - 3 図



第 8 - 4 図

の会計情報公開制度の存在意義をある程度肯定していると考えられる。

さらに第8-4図から、SECによる会計情報公開制度が確立しそれが長期化するにつれて、SECの年次報告書制度は設立当初ほどのインパクトをもたなくなってきたことがわかる。その理由としては、他ならぬSECが新たに設立した種々の中間報告書制度の存在、さらに第4章で触れたように、その他の信頼しうる情報源からの情報公開の拡大が指摘されよう。

我々が第II-1項及び第II-2項でみてきた残差分析を中心とした会計研究は主として月次収益率データを用いていた。これによってかなりの分析を進めることは可能であるが、しかし会計情報が証券市場にもたらすインパクトと速さを測定することはできない。効率的市場仮説によれば、証券市場に流入する情報を市場は速やかに反映するからである。したがって日次、少なくとも週次の収益率データに基づく残差分析が必要になってくるのである。そこで第II-3項ではより短期のデータを用いた分析をみることにする。

### II-3：株式市場の情報への反応と残差

本項では、用いられる収益率データが比較的短期の残差分析を検討する。この分析によって初めて、会計情報の影響力の一側面としての証券市場の会計情報に対する反応程度及び速度を分析対象とすることがある程度可能となる。

月次収益率による残差分析では、会計情報公表月以前の残差を当該情報のインパクトと理解することは因果的にも困難であった。公表月の残差を用いるにしても、もしその公表が月の半ばであったとすれば、速やかに情報に反応する証券市場では情報による一時的価格変動がすぐさま調整されて残差が十分には計測されにくくなる。したがってできる限り短期間の残差分析が必要となる。しかし予め注意しておくならば、上に月次収益率を用いた分析に対して指摘した限界は論理的には週次・日次のデータを用いた残差分析に対してもそのまま当てはまるということである。例えば情報公開が週の半ばにおいて行われたとすれば、週末の株価を利用して作成される週次収益率データにはそのインパク

トが十分には反映されない可能性がある。特に効率的な市場ではこのことは十分に考えられることであって、日次データの分析についてさえ同様である。以上のことを念頭において本項の検討を始める。

週次データを用いた研究で有名なものはビーバー (W.H.Beaver) の研究であろう。<sup>(29)</sup>彼はマーケット・モデルを株価変動率 (複利収益率) を用いて推定する。すなわち、

$$R_{i,t} = 1n((D_{i,t} + P_{i,t}) / P_{i,t-1})$$

$$R_{m,t} = 1n((SP)_t / (SP)_{t-1})$$

である。ただし、

$D_{i,t}$  :  $t$ 期における証券 ( $i$ ) への現金配当

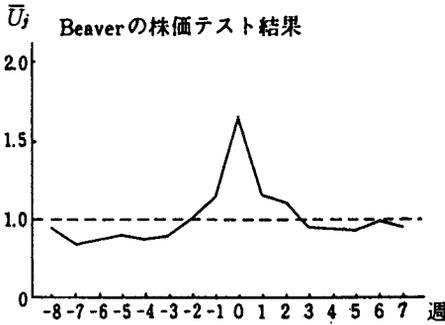
$P_{i,t}$  :  $t$ 期末における証券 ( $i$ ) の価格

$(SP)_t$  :  $t$ 期末の Standard and Poor's Prince Index の終り値水準である。それによって非報告期間の残差 ( $u_{i,t}$ ) と報告期間 (利益報告がある週の前後数週 ( $j$ )) の残差 ( $u_{i,j,k}$ ) が企業ごとに、調査期間中にある数回 ( $k$ ) の報告機会について求められる。そして各企業ごとの非報告期間 ( $T = \sum t$ ) の残差平均 ( $S_i^2 = \sum_{t=1}^T (u_{i,t}^2) / T$ ) が計算される。次に  $U_{i,j,k} = u_{i,j,k}^2 / S_i^2$  が、各企業 ( $i$ ) の情報インパクトの大きさを示す指標として計算される。最後に市場全体での情報インパクトをみるために、 $\bar{U}_j = \sum_{k=1}^N \sum_{i=1}^p U_{i,j,k} / N$  が導出される ( $N$ は調査期間における企業 ( $i$ ) の情報公表回数、 $p$ はサンプル企業数)。

以上の計算結果から、平均的株価変動率を上回る変動が利益報告があった週前後に顕著にみられるか否かが検討された。その結果が第8-5図である。<sup>(30)</sup>上で説明したように、会計情報が公開された週に平均変動率を上回る変動が認められる

(29) W.H.Beaver, "The Information Content of Annual Earnings Announcements," *Empirical Research in Accounting; Selected Studies*, 1968.

(30) *Ibid.*, p.81. なお図は脚注 (36) の論文より引用。



第 8 - 5 図

ことが見事に視覚化されている。

だがこのような分析に対しても批判がある。それは証券市場の反応速度の検証としてはたとえ週次のデータを用いようと不十分だという批判である。そのような批判の一例を我々はペンマン (S.H. Penman) の研究に求めることができる<sup>(31)</sup>。彼はマーケット・モデルの回帰分析を日次データを用いて

行った。そして残差の動きをフォローしたのであるが、週次のレベルではかなり先鋭に確認しえたと思われた反応の速さが、実は公表日 (0) を中心にかなり漸進的なものであることが第 8 - 2 表から窺える。

以上の検討により、用いるデータを週次・日次とより短期間のものにしていくことによって、情報の影響力 (インパクト) の計測という課題についてはかなり明確な答えが得られたと考えられる。しかし情報に対する反応の速さについては週次データでも不十分であり、日次データを用いた反証例がみられたのである。

ところが最後に注目すべき研究がある。それは本項での直接の検討課題である残差分析ではないので詳しくは触れないが、日次データを越えて時間あるいは取引成立ごとのデータを用いた分単位の市場の反応を検討した研究である。この研究によって、利益情報が報告されると15分くらいのうちに大きな反応が現れ、続いて次の日の開始値に一つのピークがあることが判明した。この研究

(31) S.H. Penman, "Insider Trading and the Dissemination of Firms' Forecast Information," *The Journal of Business*, Vol. 55, No. 4, (October, 1982). 引用した表は, p. 483. 我が国における日次収益率データを用いた残差分析には以下の文献がある。桜井久勝, 「年次会計利益情報の潜在的有用性と現実的有用性」, *Unpublished Working Paper*, 1986年2月 (神戸大学経営学部)。

第8-2表 Summary of Abnormal Security Returns  
Associated with Announcements of  
Corporate Earnings Forecasts

Day $t$ (1)	$\bar{\epsilon}_t$ (2)	$S_t$ (3)	$t$ Statistic (4)
- 40	-. 0002	. 0233	- . 36
- 30	. 0005	. 0208	. 75
- 20	-. 0003	. 0231	- . 52
- 10	. 0009	. 0230	1. 29
- 9	. 0001	. 0222	. 14
- 8	. 0003	. 0234	. 37
- 7	-. 0006	. 0234	- . 89
- 6	. 0009	. 0244	1. 24
- 5	. 0003	. 0242	. 39
- 4	. 0008	. 0229	1. 17
- 3	. 0012	. 0285	3. 12
- 2	. 0014	. 0250	1. 99
- 1	. 0092	. 0334	9. 49
0	. 0017	. 0374	1. 54
1	. 0017	. 0254	2. 25
2	. 0007	. 0220	1. 14
3	. 0010	. 0234	1. 51
4	. 0005	. 0223	. 71
5	-. 0004	. 0214	- . 72
6	-. 0001	. 0224	- . 10
7	-. 0008	. 0214	-1. 21
8	-. 0002	. 0227	- . 35
9	-. 0002	. 0232	- . 33
10	. 0000	. 0224	. 06
20	-. 0006	. 0222	- . 87
30	-. 0000	. 0230	- . 06
40	. 0008	. 0232	1. 15

によって、日次データによる証券市場の反応の漸進性の指摘が覆され、証券市場にはかなり速い反応力があることが結論されたのである。<sup>(32)</sup>

(32) J.M.Patell and M.A.Wolfson, "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No.2, (June, 1984).

## Ⅲ：日本の実証研究

我々は本節で、アメリカにおいて過去に行われた株式投資収益率と証券価格形成モデルを用いた数々の実証を日本のデータを用いて追実証しようとするものは決してない。そうではなく、あくまでも本書の課題である我が国の会計情報公開制度に関する種々の社会的機能・影響力を実証的に確認するという課題の遂行に必要な限りにおいてのみ、残差分析を用いた実証研究を行うものである。

## Ⅲ-1：株式市場における企業評価と残差

本項ではポール・ブラウン型の実証結果をみておくこととする。ここで我々が確認しようとしている点は、会計情報公開制度が提供している会計情報が、証券市場で株主の行う企業評価と合致しているか否かという点である。この点の確認できなければ、制度的に提供される会計情報はたとえ正確であっても、いささかの逸した情報ということになるからである。第Ⅱ節でも述べたように、この点を検証できる実証研究としてはポール・ブラウンのそれを指摘できよう。<sup>(33)</sup>

我々の実証研究は、制度的会計情報として最もポピュラーな売上高・経常損益・当期損益の三つの会計情報が、証券市場における企業評価を反映しているか否かを検討する。ポール・ブラウンが提唱した異常業績指数 (API) の計算の基礎に我々はマーケット・モデルの残差を用いた。推定は当該残差計算期間 (18カ月) を挟み込む形で36カ月ずつ計72カ月のサンプルが採られた。期間は1976年、1977年の3月決算を基準とした。まずサンプル企業は第5章においてマーケット・モデルを推定した際に用いた1960年から1980年までの月次収益率データが全部揃っている3月決算企業209社である。ただしポール・ブラウ

(33) 日本の証券市場に関するポール・ブラウン型の実証研究としては、KEIICHI KUBOTA, "Information Content of Accounting Numbers: Evidence on Tokyo Stock Exchange Firms," *The International Journal of Accounting*, Vol.15, No.2, (Spring, 1980). あるいは、城下賢吾, 「わが国株式市場における株式の超過収益と決算利益の予測誤差との関連」, 『証券経済』, 第154号 (1985年12月) がある。また紺谷典子, 「会計ディスクロージャーの有効性——わが国における実証結果の紹介——」, 『計測室テクニカル・ペーパー』(No.58), (May, 1983), 日本証券経済研究所, にはこれまでの日本における実証研究が概観されている。

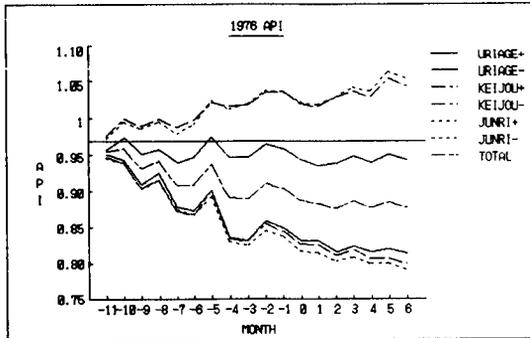
ンは、会計情報の意外性を導出するに際しては、当該情報の過去データから回帰式を求めその式を用いて予測を行い、実現値と当該予測値との比較から意外性を計算したのであるが、我々は単純なマーチンゲール型の予測モデルを利用した。すなわち、

$$E(Y_t) = Y_{t-1}$$

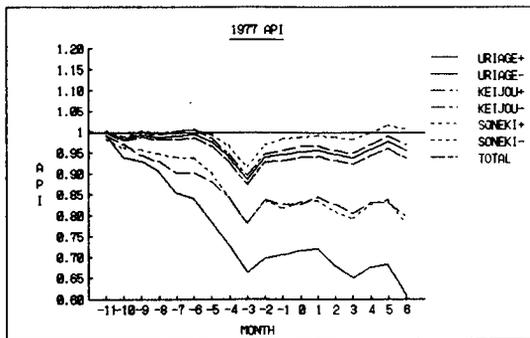
というモデルである。

計算結果は第8-3表と第8-6図及び第8-7図で示されている。

上の実証結果から判明することは、売上高・経常損益及び当期損益の三つの会計情報が、証券市場における株主の対企業評価を反映しているということであ



第8-6図



第8-7図

第8-3表

年	1 9 7 6							1 9 7 7						
	売上高		経常損益		当期損益		TOTAL	売上高		経常損益		当期損益		TOTAL
	月	+	-	+	-	+	-		+	-	+	-	+	-
-11	0.986	0.979	1.008	0.974	1.004	0.973	0.984	0.998	0.993	0.999	0.991	1.003	0.984	0.998
-10	1.005	0.970	1.035	0.967	1.031	0.967	0.989	0.983	0.939	0.984	0.971	0.989	0.963	0.981
-9	0.980	0.932	1.023	0.937	1.020	0.925	0.957	0.993	0.931	1.000	0.945	1.003	0.960	0.990
-8	0.987	0.950	1.035	0.927	1.030	0.939	0.969	0.988	0.908	0.996	0.932	0.999	0.950	0.984
-7	0.967	0.896	1.023	0.889	1.012	0.892	0.931	0.992	0.853	1.003	0.904	1.003	0.942	0.984
-6	0.975	0.890	1.033	0.884	1.027	0.886	0.932	0.995	0.841	1.006	0.904	1.008	0.938	0.987
-5	1.007	0.922	1.060	0.922	1.064	0.914	0.964	0.978	0.788	0.987	0.884	0.996	0.906	0.968
-4	0.974	0.847	1.055	0.845	1.051	0.841	0.911	0.942	0.730	0.950	0.846	0.969	0.845	0.931
-3	0.975	0.843	1.057	0.842	1.058	0.836	0.909	0.887	0.665	0.897	0.783	0.918	0.783	0.876
-2	0.994	0.873	1.076	0.869	1.079	0.859	0.933	0.942	0.699	0.950	0.836	0.971	0.836	0.929
-1	0.988	0.862	1.077	0.857	1.077	0.849	0.925	0.947	0.708	0.958	0.828	0.985	0.820	0.934
0	0.970	0.842	1.059	0.837	1.061	0.827	0.906	0.953	0.717	0.967	0.827	0.990	0.833	0.941
+1	0.961	0.843	1.054	0.836	1.057	0.824	0.901	0.957	0.722	0.967	0.846	0.993	0.836	0.944
+2	0.966	0.826	1.069	0.820	1.069	0.811	0.895	0.948	0.679	0.958	0.828	0.989	0.811	0.934
+3	0.976	0.834	1.078	0.828	1.084	0.817	0.905	0.940	0.652	0.951	0.808	0.984	0.794	0.925
+4	0.967	0.826	1.070	0.815	1.079	0.807	0.896	0.960	0.677	0.972	0.831	0.999	0.827	0.945
+5	0.979	0.830	1.097	0.815	1.108	0.806	0.904	0.977	0.684	0.991	0.831	1.016	0.840	0.961
+6	0.971	0.822	1.087	0.807	1.099	0.797	0.896	0.958	0.612	0.971	0.801	1.010	0.784	0.940
SAMPLE	102	107	65	144	70	139	209	198	11	170	39	144	65	209

る。中でも経常損益はこのような機能が高いことがわかる。このことから単なる生データではなく会計計算構造を經過した会計情報が、証券市場の企業評価を最も反映していることが明らかになる。また売上高については、極めて悪い評価の企業を選別するのに有効である。しかしいずれにしても、簡単な予測モデルを用いることによっても、会計情報が証券市場における企業評価と大幅に異なる企業業績測定をしているわけではなく、かなり関連ある情報であることが判明する。

### Ⅲ-2：会計情報公開制度への期待度と残差

本項ではイングラム・チューイング型の実証結果をみていくこととする。前項での実証は、会計情報が証券市場関連的なものであるか否かの検証でしかなかった。換言すれば、第1項での実証は、会計情報が証券市場との関連で、企業の業績を反映した情報であるという点が検証されたに過ぎず、そのような会計情報を提供しているからといって、その情報を提供している制度までが有用であるという結論を実証できたわけではない。例えば、当該会計情報と同等の情報他を他の情報源（情報公開制度）からより確実かつ迅速に得られる可能性があるからである。したがって我々としては、第二段階としてそのような会計情報を提供している会計情報公開制度が、確かに証券投資家によって他の情報源よりも信頼を得て参照されていることを確認する必要がある。そのための実証研究として有用なのは、第Ⅱ節でみたイングラム・チューイングの研究であろう。

そこで我々はイングラム・チューイングの実証研究に類した二種類の実証研究を行った。第一は、彼らの研究に準じて累積平均残差（CAR）がプラスの企業とマイナスの企業とに分割して、各々の企業群の累積平均残差の累積過程を検討した。その意味するところは、12カ月で累積残差がプラスになった企業は、そのような判断が証券市場において何時の時点で確定されたのかという点を見ることである。もし一般投資家が現行の会計情報公開制度にあまり重要性を認めていないならば、そのような判断は当該1年期間のうちの比較的早い時期に行われるであろう。それに対してもし投資家が、現行の会計情報公開制度に他の種々の情報公開制度や情報源に比してより多くの信頼性を置いているな

らば、累積残差の累積過程は1年の後半、特に会計情報が制度的に公開され始める決算後3カ月間のうちに集中しているはずである。

第二は、さらに厳密にCARの絶対値の累積過程を検討した。その意味するところは、もし現行の会計情報公開制度が多くの信頼を得ているならば、当該制度が情報を提供し始める決算終了後3カ月間に残差の累積が急上昇するであろうということである。新しい会計情報が提供されるまでは、それまでの市場で確定されたベータに依拠して株式取引が遂行されるために、残差すなわち回帰直線からの乖離は大きくは生じない。ところが新たに信頼しうる制度的会計情報が提供されると、それまでの企業の相対的危険度から乖離した証券価格で取引がなされる可能性が大きくなる。それは残差の符号とは無関係であろう。したがって累積平均残差の絶対値が検討されるのである。

### Ⅲ-2-i：実証手続

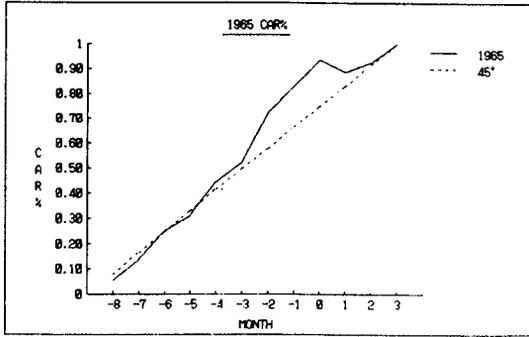
叙上のような実証を行うための具体的手続を次に示しておこう。サンプルとなった企業（証券）は前項と同様に、第5章第Ⅲ節でマーケット・モデルの検証に用いた1960年から1980年までの全月次収益率252個が揃っている3月決算企業209社である。マーケット・モデルの回帰は72カ月の収益率の自然対数によって行われた。第5章でも述べたように、その際には36カ月ずつ2つのサンプル群を採り、その間に残差を求める12カ月の月を採った。また残差の計算は3月決算企業であるので、会計情報公開制度の実情を考慮して、7月から翌年の6月の期間でなされている。CARは前述のように累積比率で示される。具体的には1965年度から1977年度までの13年分が計算された。これらの手続は上で説明した二種類の実証に共通である。さらに第一の実証については、全209社を12カ月の累積平均残差がプラスの企業群とマイナスの企業群とに分割し、各々の企業群の累積過程を検討した。

### Ⅲ-2-ii：第一の実証結果

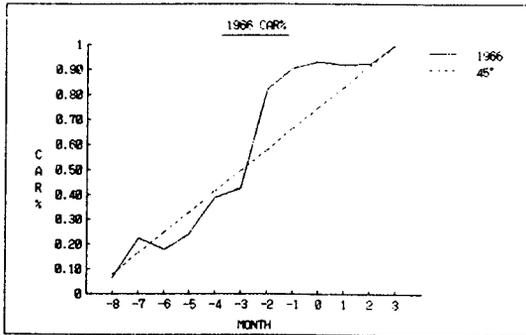
ここでは12カ月の累積平均残差がプラスの企業の累積過程を検討しておこう。第8-4表が各年の各月の残差とその累積残差比率である。そしてそれを図示したのが第8-8図から第8-20図までの13枚の図である。しかし、イングラム・

第8-4表  $\ln(1+R) \Sigma e_t, STD, CAR\%$ 

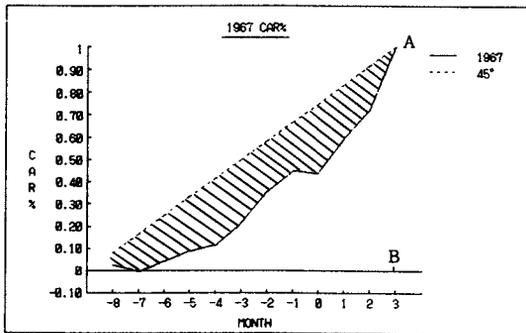
年	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	$\Sigma CAR_{-3}$
CASE	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
1965 $\Sigma e_t$	0.016	0.034	0.020	0.016	0.038	0.014	0.061	0.030	0.029	-0.013	0.010	0.023	0.276
STD	0.062	0.087	0.080	0.078	0.137	0.086	0.099	0.114	0.110	0.081	0.078	0.082	(GINI)
98 CAR%	0.058	0.139	0.254	0.312	0.449	0.500	0.721	0.830	0.935	0.888	0.924	1.000	-0.510
1966 $\Sigma e_t$	0.014	0.035	-0.010	0.013	0.033	0.008	0.086	0.018	0.005	-0.002	0.001	0.016	0.217
STD	0.065	0.060	0.048	0.051	0.049	0.046	0.096	0.065	0.056	0.048	0.063	0.047	(GINI)
116 CAR%	0.065	0.226	0.180	0.240	0.392	0.429	0.825	0.908	0.931	0.922	0.926	1.000	-0.544
1967 $\Sigma e_t$	0.006	-0.007	0.011	0.010	0.006	0.023	0.033	0.022	-0.003	0.036	0.029	0.065	0.231
STD	0.042	0.057	0.053	0.076	0.052	0.051	0.068	0.076	0.109	0.111	0.128	0.126	(GINI)
105 CAR%	0.026	-0.004	0.043	0.087	0.113	0.212	0.355	0.450	0.437	0.593	0.719	1.000	2.469
1968 $\Sigma e_t$	0.038	0.046	0.035	0.014	0.050	0.027	0.056	-0.009	0.047	0.018	-0.015	-0.008	0.299
STD	0.100	0.077	0.127	0.091	0.108	0.105	0.110	0.087	0.107	0.122	0.138	0.090	(GINI)
58 CAR%	0.127	0.281	0.398	0.445	0.612	0.702	0.890	-0.860	0.017	0.077	1.027	1.000	-1.936
1969 $\Sigma e_t$	0.043	-0.001	-0.058	-0.020	0.025	0.069	0.088	-0.004	0.077	-0.021	0.002	0.072	0.272
STD	0.073	0.068	0.078	0.085	0.092	0.130	0.118	0.109	0.123	0.121	0.091	0.120	(GINI)
134 CAR%	0.158	0.154	0.059	-0.132	-0.040	0.213	0.537	0.522	0.805	0.728	0.735	1.000	1.879
1970 $\Sigma e_t$	0.002	0.051	0.041	0.006	0.003	0.024	0.033	0.064	-0.027	-0.034	0.008	0.032	0.203
STD	0.081	0.095	0.121	0.085	0.072	0.070	0.101	0.135	0.077	0.085	0.084	0.127	(GINI)
55 CAR%	0.010	0.261	0.463	0.493	0.507	0.626	0.788	0.103	0.970	0.803	0.842	1.000	-1.366
1971 $\Sigma e_t$	0.030	-0.002	0.023	0.012	0.020	0.054	0.037	-0.027	0.032	0.034	0.038	0.082	0.334
STD	0.160	0.115	0.097	0.102	0.133	0.107	0.134	0.086	0.117	0.139	0.133	0.135	(GINI)
121 CAR%	0.090	0.084	0.153	0.189	0.249	0.410	0.521	0.440	0.536	0.638	0.751	1.000	1.439
1972 $\Sigma e_t$	0.064	0.052	0.084	0.049	-0.031	-0.011	0.086	-0.016	0.039	-0.040	0.023	0.012	0.311
STD	0.118	0.127	0.134	0.155	0.175	0.135	0.141	0.133	0.084	0.099	0.150	0.089	(GINI)
98 CAR%	0.206	0.373	0.643	0.801	0.701	0.666	0.942	0.891	0.016	0.887	0.961	1.000	-2.587
1973 $\Sigma e_t$	0.088	0.018	0.010	0.033	0.050	0.043	-0.022	0.024	0.031	0.060	0.037	0.005	0.377
STD	0.152	0.092	0.075	0.080	0.148	0.086	0.080	0.087	0.062	0.094	0.108	0.096	(GINI)
156 CAR%	0.233	0.281	0.308	0.395	0.528	0.642	0.584	0.647	0.729	0.889	0.987	1.000	-0.723
1974 $\Sigma e_t$	0.029	0.013	-0.002	-0.020	-0.001	0.042	0.016	0.009	0.019	0.025	0.040	-0.002	0.168
STD	0.068	0.079	0.070	0.072	0.066	0.052	0.063	0.068	0.077	0.097	0.082	0.065	(GINI)
58 CAR%	0.173	0.250	0.238	0.119	0.113	0.363	0.458	0.512	0.625	0.774	1.012	1.000	0.863
1975 $\Sigma e_t$	0.038	-0.035	0.009	0.081	-0.040	0.019	0.049	0.002	-0.009	0.013	0.009	0.041	0.177
STD	0.085	0.072	0.076	0.104	0.106	0.079	0.092	0.058	0.076	0.068	0.108	0.105	(GINI)
82 CAR%	0.215	-0.017	0.068	0.525	0.299	0.407	0.684	0.695	0.644	0.718	0.768	1.000	0.494
1976 $\Sigma e_t$	0.001	0.020	0.027	0.013	-0.002	-0.024	0.068	0.054	0.004	0.018	0.009	0.007	0.192
STD	0.060	0.095	0.074	0.090	0.088	0.093	0.148	0.110	0.100	0.075	0.066	0.064	(GINI)
74 CAR%	0.005	0.109	0.250	0.318	0.307	0.182	0.536	0.818	0.839	0.932	0.979	1.000	0.255
1977 $\Sigma e_t$	0.052	0.042	-0.014	0.012	-0.001	0.035	0.026	-0.004	0.015	0.018	0.017	0.030	0.228
STD	0.079	0.101	0.084	0.076	0.077	0.083	0.101	0.079	0.079	0.087	0.078	0.082	(GINI)
120 CAR%	0.228	0.412	0.351	0.404	0.399	0.553	0.667	0.649	0.715	0.794	0.868	1.000	-0.540
45 CAR%	0.083	0.167	0.250	0.333	0.417	0.500	0.583	0.667	0.750	0.833	0.917	1.000	0.000



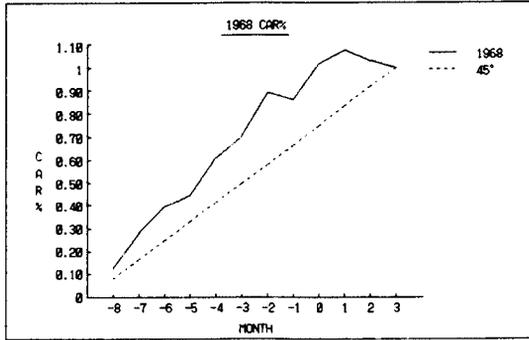
第 8 - 8 図



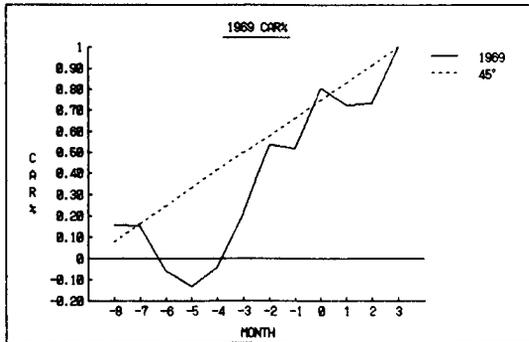
第 8 - 9 図



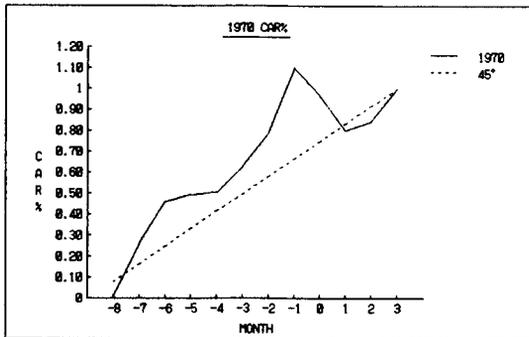
第 8 - 10 図



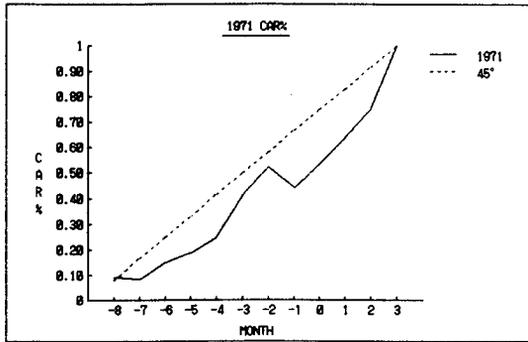
第8-11図



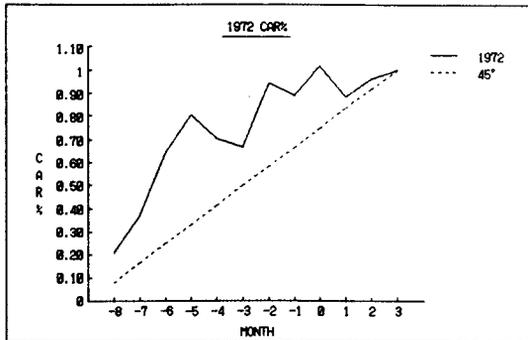
第8-12図



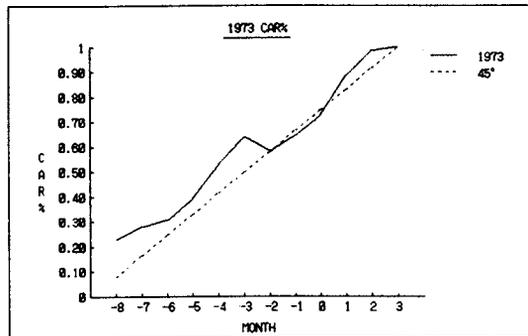
第8-13図



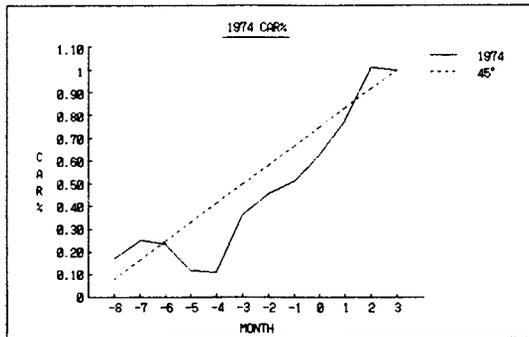
第 8 - 14 図



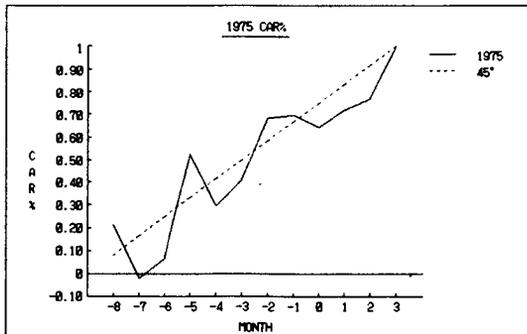
第 8 - 15 図



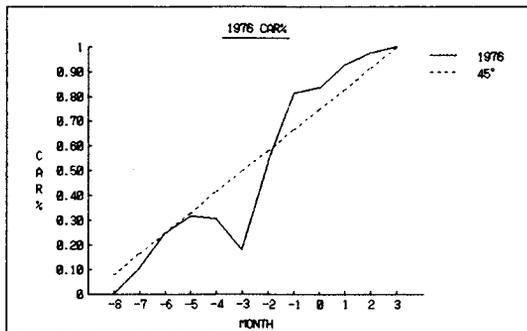
第 8 - 16 図



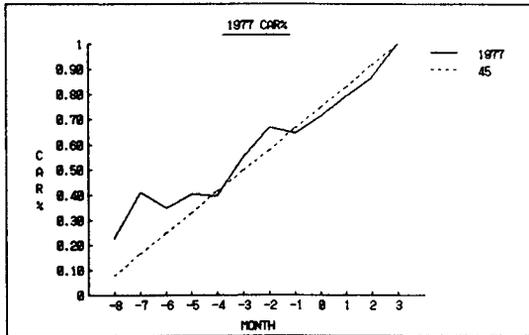
第8-17図



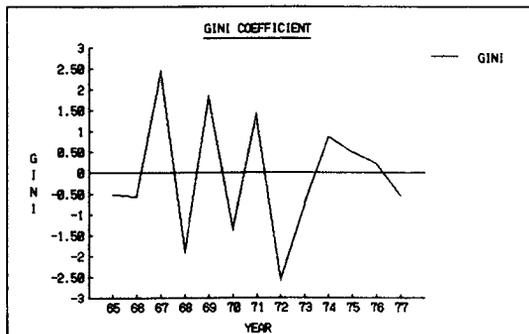
第8-18図



第8-19図



第8-20図



第8-21図

チューニングの用いたホテリングの $T^2$ 統計量は必ずしもこの場合利用できない。第一の理由は、各年の累積過程が相互に異なっていることがいえても、制度の有無の効果の検証ではなく類似した制度下での制度の有用性の検討であるので、その相違が大きな意味をもたないからである。第二の理由は、累積過程が1年の後半にズレ込むという現象が比較的初期の月の異常値のみによっても引き起こされる可能性があるためである。したがってここでは累積過程の変化率が、0月から+3月において他の諸月よりも有意に大きくなっているか否かという点、さらに累積過程の軌跡と45°線との間に形成される部分の面積——GINI係

数という<sup>(34)</sup>(第8-10図の斜線部分)——が、制度の有効性の判断基準として用いられた。それら統計量はいずれも第8-5表に記載されている。またGINI係数の13年間の動きは第8-21図に示されている。ここで累積平均残差がプラスの企業とは、 $(CAR_{+3} = \sum_{t=-8}^{+3} e_{i,t})$ がプラスの企業のことをいう。

以上で示した図からいくつかの特徴が看取できる。まず全体的にはGINI係数の動きからみて、我々が当初予測した意味においては現行の会計情報公開制度の有用性を保証する結果にはなっていない。すなわち本来的にはGINI係数はある一定のプラスの値を取ることが予想されたが、プラス・マイナスが規則性なく現れている。しかし累積過程の変化率の平均については0月から+3月までとそれまでの諸月との間には有意な差が存在している。勿論、前者の平均が有意に大である。その意味では現行の会計情報公開制度はやはりある程度の有効性をもっているともいえよう。GINI係数の動きについてこのような実証結果を生じさせた原因は、我々が1年間の累積過程を検討していることに依っている。13枚の図から判断して、月次収益率のマーケット・モデル残差の累積過程は、大きくは二つの局面に分解できることがわかる。すなわち、8月から4、3月辺りまでに一つの局面が形成され、それが1年間の累積残差合計に大きな意義を有していないということである。この意味はどう解釈すべきか。それは月次収益率残差の動向からみる限り、半年決算制度——1975年以降は中間決算制度——とそれに続く制度的報告の影響がかなり大きく出ていると解釈されるべきであろう。そう解釈すれば、現行の会計情報公開制度は対株式市場への有用な情報提供という機能のみからでも存在意義をある程度主張できよう。

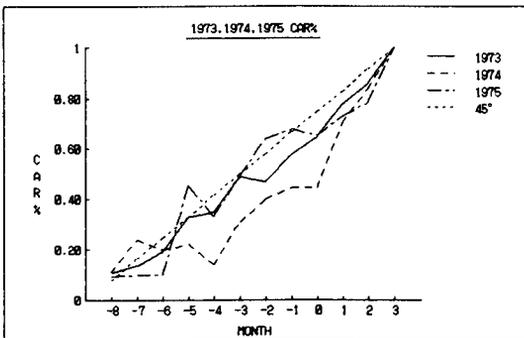
しかしさらに我々に興味あるのは、1974年の商法改正によって、半年決算制度が形式的には1年決算制度に移行したということ、さらに会計監査人監査が新たに導入されたということである。これは、現行制度が成立してから以後の

(34) ただし三角形OABの面積で除してはいない。

収益率データしか利用できない我々にとっては、大きな実験となるものである。すなわち、もし当該年度前後で残差の累積過程に大きな相違がみられれば、そのことは当該制度に対する一般株主の期待度を表していることになるからである。しかし実証結果は必ずしも我々の意図を支持していないといえよう。1976年の累積過程の軌跡は、例えば1966年のパターンと変わらない。すなわち1974年の改正程度では現行の会計情報公開制度に対して一般株主がもっている期待度に変化を与えないのであろう。<sup>(35)</sup>

次に、より厳密に同様の期間について、各月の残差の絶対値の累積過程を検討してみた。その結果が第8-5表で示される。また第8-22図から第8-34図まではその結果を図示したものである。第8-35図はGINI係数の動きを示している。

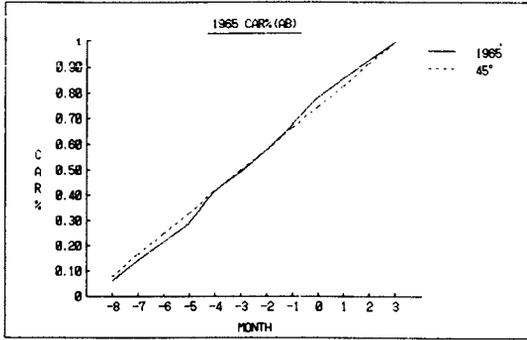
(35) 別のサンプルを用いた実証結果もここで示しておこう。企業サンプルとしては1975年3月に決算を行った企業が含まれる。したがってサンプル数は本文の実証研究よりも多くなっている。累積過程は本文中に示した結果と類似しているが0月からプラス3月までの累積過程の急激さがより明瞭に出ている。



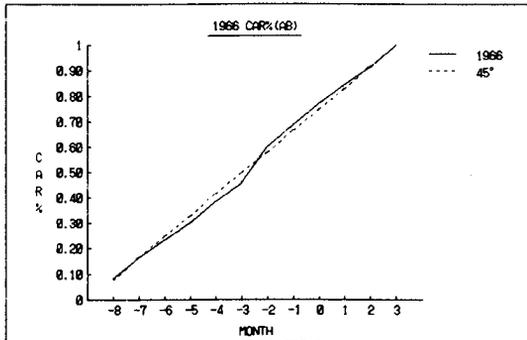
より詳細は、拙稿、「財務公開制度の有効性の測定について——特に商法及び企業会計原則の評価を中心として——」、『国民経済雑誌』、第147巻第2号（昭和58年2月）を参照。

第8-5表  $\ln(1+R) \sum |e_t|$ ,  $STD$ ,  $CAR\%$ 

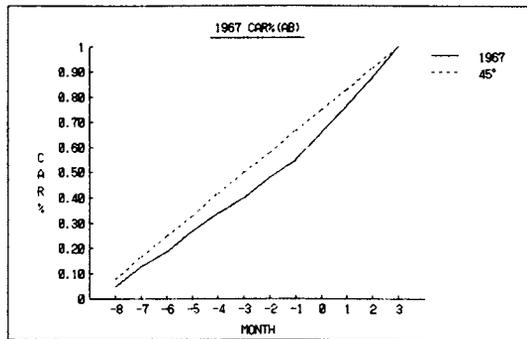
年	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	$\Sigma CAR_{.3}$
CASE	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
1965 $\Sigma e_t$	0.050	0.064	0.057	0.056	0.102	0.058	0.068	0.075	0.086	0.058	0.055	0.054	0.783
STD	0.046	0.057	0.050	0.058	0.078	0.055	0.068	0.064	0.063	0.051	0.049	0.053	(GINI)
209 CAR%	0.064	0.146	0.218	0.290	0.420	0.494	0.581	0.677	0.787	0.861	0.931	1.000	0.031
1966 $\Sigma e_t$	0.050	0.045	0.037	0.039	0.046	0.040	0.083	0.047	0.047	0.041	0.039	0.047	0.561
STD	0.043	0.050	0.037	0.037	0.037	0.056	0.91	0.042	0.042	0.039	0.032	0.037	(GINI)
209 CAR%	0.089	0.169	0.235	0.305	0.387	0.458	0.606	0.690	0.774	0.847	0.916	1.000	0.024
1967 $\Sigma e_t$	0.031	0.048	0.035	0.051	0.042	0.036	0.048	0.042	0.066	0.065	0.068	0.074	0.606
STD	0.029	0.036	0.030	0.044	0.035	0.035	0.043	0.050	0.063	0.073	0.076	0.086	(GINI)
209 CAR%	0.051	0.130	0.188	0.272	0.342	0.401	0.480	0.550	0.658	0.766	0.878	1.000	0.784
1968 $\Sigma e_t$	0.074	0.063	0.088	0.061	0.064	0.057	0.079	0.055	0.076	0.079	0.101	0.053	0.850
STD	0.064	0.074	0.084	0.063	0.060	0.050	0.096	0.060	0.086	0.078	0.083	0.053	(GINI)
209 CAR%	0.087	0.161	0.265	0.336	0.412	0.479	0.572	0.636	0.726	0.819	0.938	1.000	0.069
1969 $\Sigma e_t$	0.060	0.046	0.076	0.073	0.063	0.089	0.094	0.071	0.088	0.096	0.069	0.077	0.902
STD	0.052	0.046	0.054	0.060	0.065	0.098	0.083	0.066	0.089	0.071	0.063	0.094	(GINI)
209 CAR%	0.067	0.118	0.202	0.283	0.353	0.451	0.555	0.634	0.732	0.838	0.915	1.000	0.352
1970 $\Sigma e_t$	0.073	0.056	0.072	0.063	0.057	0.059	0.060	0.071	0.071	0.086	0.048	0.085	0.801
STD	0.063	0.060	0.073	0.052	0.045	0.053	0.068	0.075	0.054	0.064	0.049	0.069	(GINI)
209 CAR%	0.091	0.161	0.251	0.330	0.401	0.474	0.549	0.638	0.727	0.834	0.894	1.000	0.150
1971 $\Sigma e_t$	0.072	0.086	0.075	0.071	0.074	0.075	0.083	0.069	0.088	0.083	0.087	0.103	0.966
STD	0.079	0.081	0.070	0.066	0.089	0.071	0.080	0.054	0.069	0.090	0.087	0.090	(GINI)
209 CAR%	0.075	0.164	0.241	0.315	0.391	0.469	0.555	0.626	0.719	0.803	0.893	1.000	0.251
1972 $\Sigma e_t$	0.088	0.078	0.086	0.093	0.132	0.097	0.105	0.081	0.059	0.075	0.088	0.066	1.048
STD	0.069	0.077	0.094	0.110	0.103	0.074	0.093	0.074	0.053	0.058	0.091	0.068	(GINI)
209 CAR%	0.084	0.158	0.240	0.329	0.455	0.548	0.648	0.725	0.781	0.853	0.937	1.000	-0.258
1973 $\Sigma e_t$	0.103	0.053	0.048	0.061	0.106	0.071	0.061	0.064	0.047	0.070	0.078	0.064	0.826
STD	0.116	0.068	0.051	0.054	0.103	0.062	0.050	0.060	0.044	0.073	0.072	0.059	(GINI)
209 CAR%	0.125	0.189	0.247	0.321	0.449	0.535	0.609	0.686	0.743	0.828	0.923	1.000	-0.155
1974 $\Sigma e_t$	0.054	0.069	0.055	0.066	0.060	0.055	0.054	0.066	0.054	0.070	0.058	0.063	0.724
STD	0.051	0.058	0.047	0.053	0.044	0.051	0.046	0.054	0.047	0.051	0.049	0.047	(GINI)
209 CAR%	0.075	0.170	0.246	0.337	0.420	0.496	0.570	0.662	0.736	0.833	0.913	1.000	0.042
1975 $\Sigma e_t$	0.057	0.063	0.051	0.081	0.090	0.051	0.061	0.040	0.050	0.047	0.062	0.054	0.707
STD	0.052	0.054	0.047	0.074	0.060	0.049	0.057	0.032	0.042	0.038	0.059	0.062	(GINI)
209 CAR%	0.081	0.170	0.242	0.356	0.484	0.556	0.642	0.699	0.769	0.836	0.924	1.000	-0.259
1976 $\Sigma e_t$	0.048	0.054	0.045	0.060	0.070	0.093	0.091	0.069	0.067	0.053	0.048	0.046	0.744
STD	0.045	0.057	0.044	0.053	0.060	0.066	0.099	0.068	0.068	0.053	0.037	0.038	(GINI)
209 CAR%	0.065	0.137	0.198	0.278	0.372	0.497	0.620	0.712	0.802	0.874	0.938	1.000	0.007
1977 $\Sigma e_t$	0.063	0.061	0.068	0.059	0.056	0.067	0.068	0.063	0.057	0.056	0.057	0.054	0.729
STD	0.054	0.067	0.054	0.049	0.048	0.057	0.067	0.052	0.051	0.054	0.050	0.058	(GINI)
209 CAR%	0.086	0.170	0.263	0.344	0.421	0.513	0.606	0.693	0.771	0.848	0.926	1.000	-0.141
45* CAR%	0.083	0.167	0.250	0.333	0.417	0.500	0.583	0.667	0.750	0.833	0.917	1.000	0.000



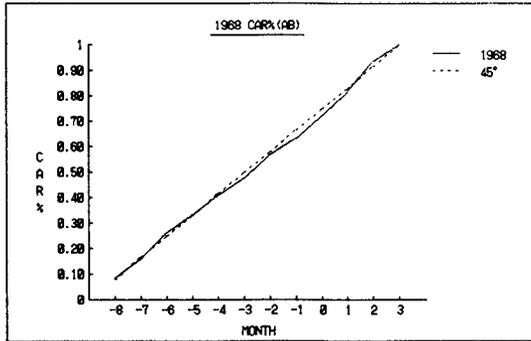
第 8 - 22 図



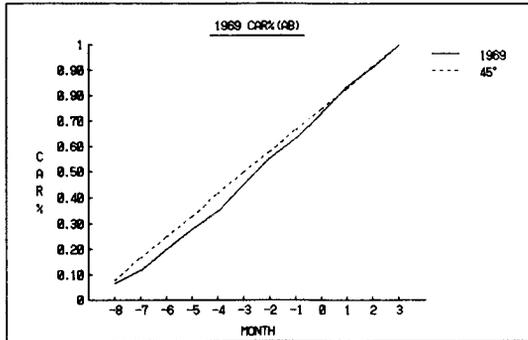
第 8 - 23 図



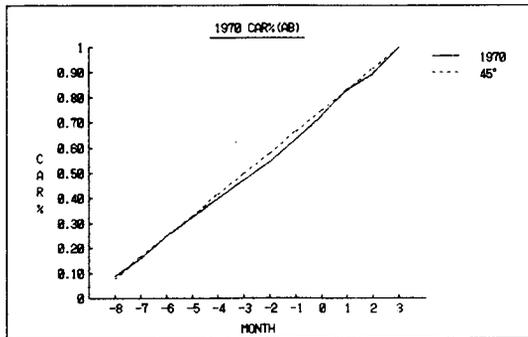
第 8 - 24 図



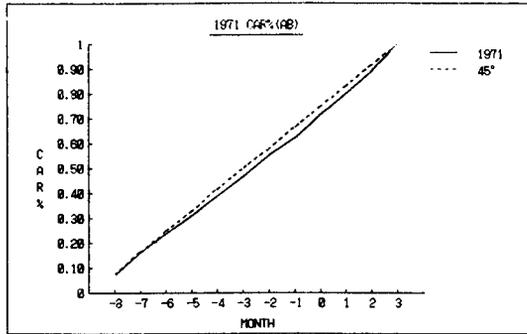
第8-25図



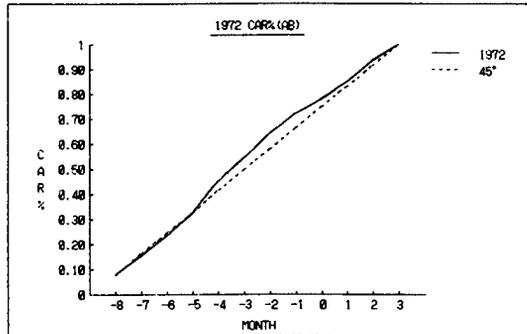
第8-26図



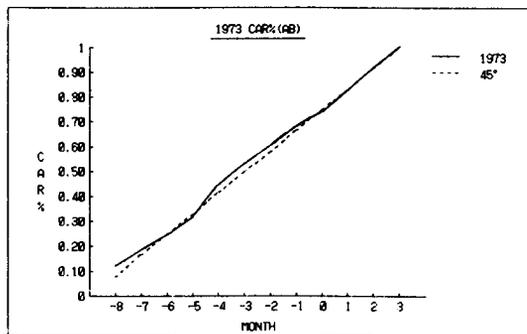
第8-27図



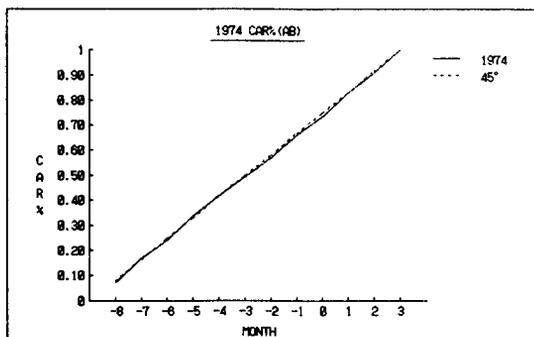
第 8 - 28 図



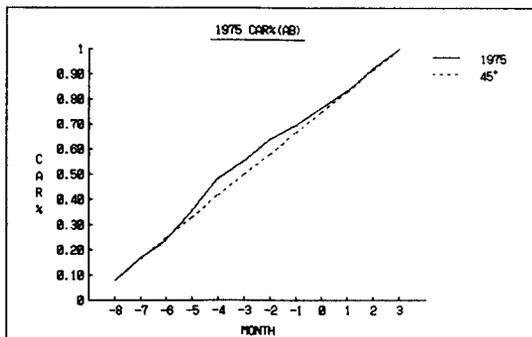
第 8 - 29 図



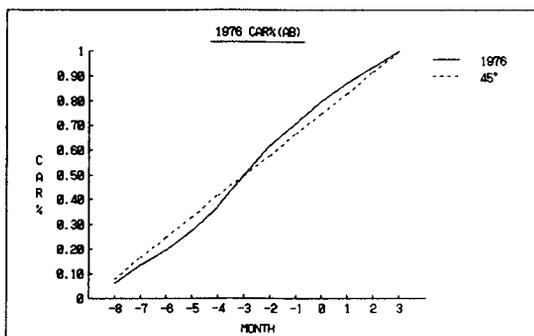
第 8 - 30 図



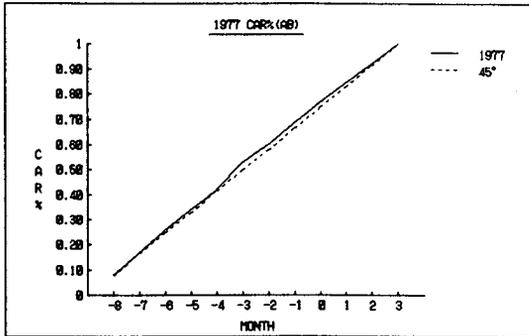
第8-31図



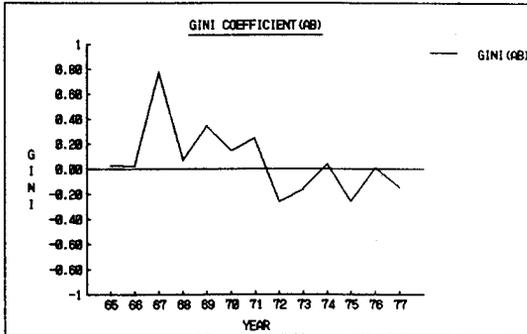
第8-32図



第8-33図



第8-34図



第8-35図

この第二の実証によって、現行の会計情報公開制度は残差の絶対値からみると他の月を上回るほどの大きなインパクトを与えたりそのような期待度をもってみられているわけではないことが判明する。ここでの実証結果は、驚くほど残差の累積過程が45°線に接近しているということである。そのことはGINI係数が小さいことから分かる。さらにGINI係数は僅かではあるが、1970年代以降は負の値を採り始めている。これは月次収益率残差の絶対値の累積過程という観点からは、現行制度が他の情報源に比して有用性の面からみて優れた情報を殆ど提供していないということである。しかしこのような傾向はアメリカ

においてもみられる傾向であり、多様な情報公開制度が漸次証券市場に定着していった結果とも受け取られうる。

本項での実証から得られた結果は、まず現行の会計情報公開制度は、ある程度一般株主の信頼を獲得しているということである。それは半年（半期）決算制度下の情報公開制度と対応するような累積平均残差の動きがみられたこと、さらには累積平均残差の累積変化率が決算月以降の3カ月に有意に大きかったことからいえる。しかし、1974年の商法改正に対する累積平均残差の累積過程の変化がなかったこと、あるいは累積平均残差の絶対値に着目した第二の実証結果から判断すると、一般株主は現行の会計情報公開制度に多くを期待してはいないということも併せて判明した。

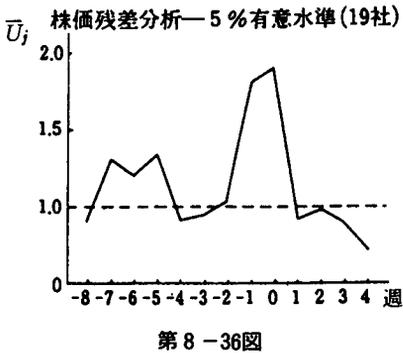
そこで次項は、現行制度が提供する会計情報に対する証券市場の反応はどの程度のものであるかを実証的に検討しておこう。

### Ⅲ-3：株式市場の情報への反応と残差

本項ではビーバー型の実証結果をみていくこととする。前二項では、会計情報がある種の有用性をもっており、かつその情報を提供する現行会計制度をある程度は一般株主が期待をもって利用していることが確かめられた。しかし事実として制度的会計情報を一般株主は利用しているのだろうかという点が直接的に問われなければならない。それはかなり短期的なデータに基づく実証を必要とする。そこでこのような課題に合致するのは、ビーバーの実証研究であろう。

我が国においてもすでにビーバー型の実証結果が公表されている。例えばここでは企業会計研究会が発表した研究結果を引くことによって我々の実証の補完としておこう。<sup>(36)</sup>

第Ⅱ節でみたビーバーのオリジナルな分析結果に比較して、結論を導くには若干不明瞭な点もあるが、少なくとも決算情報公表週において一つのインパクトが認められることは事実である。さらにいま一点注目すべきは、ビーバーの



実証結果と異なって日本における研究では利益報告が行われる5—7週間前に一つのピークがあることである。論者自身はこの現象に対する解釈を差し控えているが、情報の漏れが週次データを用いることによって計測されえたと解釈できる。

我が国でのこのような実証結果の限界を念頭において我々もまた週次収益率データ——第5章で検討したデータ——を用いた実証を行った。それは、ピーパー型の実証手続よりも簡単であり、前項での実証手続に類似している。まず、証券取引所の自主規制によって遂行されている決算記者会見の翌日、主要会計情報が日本経済新聞に記載される慣行があるが、新聞に記載されるこの会計情報のインパクトを測定しようとするものである。具体的には1975年と1976年の2年間について決算記者会見の結果が最も多く報道された週を選択した。1975年については5月4日から始まる1週間であり、1976年については5月30日から始まる1週間である。各々その週に主要会計情報が公表された企業のうち収益率データが利用可能であった企業数は226社と255社である。

次にマーケット・モデルの残差を求めるわけであるが、決算速報公表週を中心に前後7週計15週について残差が計算された。モデルの推定には、当該15週を挟み込む形で前後36週(9カ月分)計72週がサンプルとして採られた。そして15週について各週の残差の絶対値が計算された。その結果は第8-6表で示

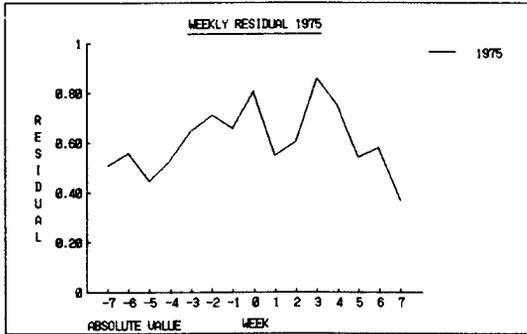
(36) 会計情報研究会、「資本市場における会計情報の有効性」、『企業会計』、第30巻第13号、(昭和53年12月)。図は9ページより引用。

第8-6表 週次収益率残差の絶対値

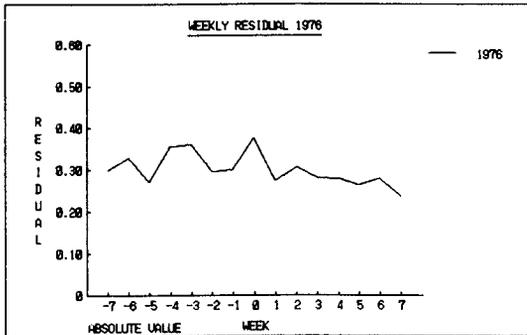
	1975		1976	
	単純	複利	単純	複利
-7 $e_t$	0.515	0.511	0.301	0.301
STD	1.259	1.258	1.022	1.023
-6 $e_t$	0.564	0.560	0.332	0.331
STD	1.369	1.369	1.188	1.187
-5 $e_t$	0.452	0.448	0.271	0.271
STD	1.026	1.027	0.884	0.883
-4 $e_t$	0.536	0.531	0.357	0.357
STD	1.084	1.081	1.192	1.190
-3 $e_t$	0.656	0.652	0.363	0.360
STD	1.465	1.467	1.272	1.272
-2 $e_t$	0.716	0.712	0.299	0.297
STD	1.573	1.574	0.996	0.997
-1 $e_t$	0.665	0.659	0.302	0.300
STD	1.350	1.348	1.020	1.021
0 $e_t$	0.814	0.808	0.378	0.378
STD	0.422	0.417	0.311	0.310
+1 $e_t$	0.553	0.553	0.275	0.275
STD	1.486	1.484	0.926	0.927
+2 $e_t$	0.613	0.608	0.307	0.307
STD	1.279	1.279	1.027	1.017
+3 $e_t$	0.868	0.863	0.283	0.282
STD	1.545	1.542	0.977	0.977
+4 $e_t$	0.751	0.751	0.278	0.278
STD	1.921	1.919	0.935	0.934
+5 $e_t$	0.545	0.544	0.266	0.265
STD	1.512	1.512	0.887	0.887
+6 $e_t$	0.581	0.581	0.278	0.278
STD	1.640	1.639	0.862	0.862
+7 $e_t$	0.366	0.358	0.236	0.236
STD	0.920	0.920	0.768	0.768
CASE	226		255	

されている。そしてそのデータを図化したのが第8-37図と第8-38図である。

この実証結果から判断して、確かに公表週には絶対値でみてもピークがあることがわかる。さらにこの絶対値の平均はその両隣接週よりも有意に大きい(5%有意水準)。しかし図からすぐさま判断されうるように、15週のうちそれ以外の週においても大きなピークを認めることができる。ことことから判断



第8-37図



第8-38図

して、現行の会計情報公開制度が提供する情報は——内容は判明しないが——、確かに一般投資家に対してインパクトを有している。しかし残差の絶対値からみる限り、制度的会計情報に匹敵する個別情報は15週に限定してもいくつか証券市場にもたらされているといえよう。したがって、制度的会計情報は証券投資意思決定の基礎としては、単に多様な情報の一つとしての地位しか与えられていないといえよう。

## IV：結 語

本章においては、会計情報公開制度と証券市場の関連を追求するために、財務論における最近の諸成果を援用しつついくつかの実証を試みた。大衆の証券投資を助成するという意味での——すなわち有用な投資情報を提供するという意味での——年次会計情報公開制度の役割は、本章での実証結果からは大きな評価を与えることができないであろう。しかし少し角度を変えていうならば、それは、証券投資に際して将来の企業業績を予測させるのには有用ではなくても、証券そのものあるいはそれを発行する企業そのものの安定性を保証することに関しては、かなり大きな機能を果たしていると思われる。しかしこのこと自体を実証するには現行の会計情報公開制度が存在しない状況に関するデータが必要となり困難な実証である。



## 結 章

本章では、これまでの実証研究の結果をサーベイするとともに、日米の会計情報公開制度の機能的差異に着目してみたいと考える。

我々の会計情報公開制度に対する分析視角は三種類あった。第一は、会計情報公開制度が経営者と一般株主の間にある受託責任関係に規定されて展開している側面があるという考え方に基づいていた。このような従来からの考え方は、受託責任関係を規範的に解釈し、経営者の受託責任の解除のために彼らが積極的に果たす会計責任の履行結果として会計情報公開制度を捉えていた。しかしエイジェンシー理論が新しくクローズアップさせた、経営者と一般投資家との間の利害対立関係は、会計情報公開制度の解釈にも新しい側面を要求した。それは経営者と一般外部株主両者の、あるいはさらには債権者をも含めた三者の利害の均衡の上に現代の会計情報公開制度は成立しているというものであった。この均衡は実際の企業社会では絶えず流動的であるから、常に当該制度に対して一定の圧力を与えているとみることができた。この点を実証するために、我々は、企業の支配（所有）構造の相違によって企業が公表する会計情報の正確性に差があるのではないかという点を検証した。アメリカの実証結果では、有意性7.2%という微妙な検定結果ではあるがこの点が確認されえたが、日本の企業にはそのような傾向はなかった。しかし日本の実証結果では、企業の支配構造に関係なく経営状態が悪化した時には誤導的な会計情報を公表する傾向がみられた。このような事象の相違を説明するために、我々はアメリカと日本における経営労働市場の成熟度の差異と証券市場の機能の差異を指摘した。すなわち、アメリカにおいては、経営労働市場がかなり発達しているために、企業経営者は絶えず代替的経営者との競争圧力にさらされている。したがって経

営者支配企業の経営者は短期的に業績をあげ自らの経営能力を示す必要がある。またアメリカの企業社会では企業そのものの売買（takeover）が活発であり、特に業績が悪化した企業はその対象とされやすい。ゆえに業績が悪化した場合には応急的対応策ではあるが、叙上のような圧力の関係上、誤導的会計情報を公表する傾向が生ずると考えられる。他方、所有主支配の企業にはこのような圧力が相対的に小さいとみることができよう。

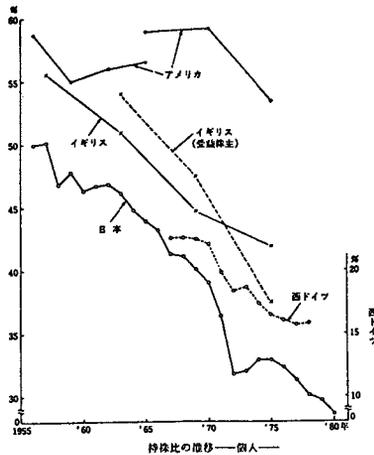
これに対して日本の企業では、上記のように所有構造による情報操作動機に差異は認められなかった。その理由としてアメリカに比較して日本では経営労働市場の成熟度の点で遅れていることが指摘されよう。ただし、企業の支配構造に関係なく、会計方針を変更する企業は、経営状態が悪い時に変更を行っている。このことから資本主義的競争を考慮する時、エイジェンシー的圧力がどれほど現実に作用するかに関しては疑問が残ることになる。むしろ日本の場合のように資本主義的競争圧力が、所有構造に関係なく企業に情報操作を強いるとみる方がより自然ではないかとも思われる。

第二に、企業の社会関係が会計情報公開制度にいかなる影響を及ぼしているかという点が問われた。アメリカの場合、会計情報公開の研究は主として、証券市場における役割を意識して行われるために、直接的にはアメリカの状況を把握しきれない。だがアメリカのアニュアル・レポート等を検討する時、巨大企業は対社会関係を十分に意識したレポートを作成していると考えられる。これに対して日本でもそのような傾向は認められる。特に銀行や商社は社会的責任情報をかなり大幅に事業報告書に導入していた。しかし一般的傾向として少なくとも事業報告書は年々簡素化しており、むしろ別的手段を通して、企業は公開努力を行っているように思われる。例えば、事業報告書とは別に詳細な報告書を作成し、種々の経路で配布するというがごときである。

第三に、大衆の証券投資に会計情報公開制度特に年次公開制度がどれほど寄与しているかという点が問われた。実証の精密性を別とすれば、日本よりもア

アメリカの方で顕著な実証結果がみられた。しかしアメリカにおいても制度自体のインパクトは、年々相対的に低下している。その理由の一つとして、より短期的報告の実現あるいは他の独立規制機関の会計制度への介入が指摘されよう。これに対して日本ではアメリカほどの顕著な実証結果が得られないのではあるが、現行制度の有効性はある程度実証されえた。だが当該制度は多様な情報源の一つとしての地位になってしまったといえよう。しかもそれに代替するような情報公開機関はアメリカほど展開していない。このような差異が生ずる一つの要因としては、アメリカに比較して日本の個人株主比率の低下傾向を指摘できよう。因に、それは昭和55年以降30%を割り込んでいる。これに対してアメリカでは、同じく個人株主比率の低下がみられるものの依然として50%を上回っている。<sup>(1)</sup>このデータから日本の株式保有は、いわゆる機関投資家あるいは企業による株式の相互持ち合いによって約七割が占められており、残りの三割が個

(1) 因に、主要国の個人株主比率の推移は以下のようなものである。



(二木雄策、『日本の株式所有構造』, 同文館, 昭和57年, 109頁より引用)

人株主によって占められていることがわかる。すなわち企業に関する情報を入手するという観点から分類して、企業が提供する情報のみを利用する以外に手段がないという意味で企業外部者に属する人々が自主的に株式を売買する割合が、日本の場合低いといえよう。そして我々が本章で検討してきた会計情報公開制度の提供する会計情報によって純粋に影響を受けている可能性があるのは、所有及び情報入手の観点から企業外部者である上述の三割の企業外部者たる一般株主であるといえよう。

以上のようにこれまでの実証結果を辿ってくると、日米の会計情報公開制度が各々の国において果たしている役割について——それは裏返していえば証券市場の機能における日米の差異であろうが——、あるイメージが形成される。

アメリカの場合、証券市場は大きく分けて三つの機能を遂行している。一つは企業が証券を発行して資金を調達する場所として、一つは種々の証券投資家層が株価変動による収益と配当による収益を得る場所として、いま一つは企業そのものを売買する場所として機能している。そしてその各々の機能と関連して会計情報が活発に利用されている。これに対して日本の場合、証券市場の当該三機能のうちいずれの機能もアメリカと比較すれば活発ではない。資金調達に関しては日本の企業は負債依存度が高い。また一般大衆は専ら余剰貨幣を銀行・郵便局を始めとする確実性の高い貯蓄に回す。そのため資金が大衆から証券市場を直接経由して企業に流入する割合が低くなる。企業の売買に至っては極めて稀な現象である。したがっていわゆる一般大衆にはアメリカほど会計情報を入手しようとする動機がない。また大衆の貯蓄を預かる日本の諸銀行は、会計情報公開制度以外の経路を通して企業に関する詳細な情報を入手している。ここでも公開制度に多くの期待が掛かっているわけではないのである。

それでは日本の会計情報公開制度は、どのような特殊な機能を果たしているのだろうか。それは半ば国選といってもよい公認会計士制度と深くかかわり合っているとと思われる。すなわち、公認会計士による会計情報監査が日本にあって

は、租税当局と並んで企業行動の監視機能を遂行しているといえよう。したがってそのような監査を終えて公開される会計情報は、当該企業に対する国家による保証宣言として受け止められているのである。しかしこのような会計情報は、勿論叙上の三つの機能についてもある程度の有用性をもっているが、あくまでもそれらは副次機能でしかない。こう考えれば、我々の実証結果がよりよく解釈されよう。

上述のような企業・証券市場そして会計情報の関係は、我々独自の観点である会計情報公開制度の民主主義的宥和化機能の理解にも影響してくる。アメリカの企業の場合、証券市場に対する会計情報の公開はあくまでも私的部門における行為である。したがって企業行動一般に関する何らかの問題に大衆の支持を得ようとするならば、そのような観点から経営政策を採る必要がある。その一つが歴史的にも古い会計情報公開政策となって現れている。それは証券市場に対する情報公開とは一線を画する機能である。これに対して日本の企業の場合、企業行動そのものについては国家による保証としての会計情報公開制度がある。そのためにあえて経営政策として何らかの説得的公開政策を採る必要は原則として存在しない。ところが、従来企業行動概念からはみ出した行動を企業が採るようになるに及んで、日本の企業といえども、当該行動に関する一般大衆の支持を得るために何らかの政策を採らざるをえなくなった。そこでやはり会計情報公開が利用される必要が生ずるのである。第7章でみたように、企業は本来の経営的生産活動とは直接関係のない社会関連情報を公表することによって、新たな企業活動領域に対する支持を獲得しようとしているのである。

本章を閉じるに際して、会計情報公開に関する今後の課題を検討しておこう。一つには我々が本書において利用し主としてアメリカで開発された分析ツールでは実証できなかった公開制度の側面、特に我が国におけるその独自の機能を新たな手段を開発することによって検討する必要がある。さらに、最近の

日本の証券市場は、我々が上にアメリカと対比させながら記述した諸特徴を除々にではあるがぬぐいさろうとしている。そのような過渡的な状況での新たな分析が必要であろう。いま一つは我々がやはり検討しえなかったが、会計情報が同じく有用性をもつ領域として労働市場・労使交渉の領域について研究を進める必要がある。経済全体からみても、証券市場での資金配分が重要なことはいうまでもないが、資本と労働との間の所得配分もまた非常に重要な問題である。この問題領域に対しても、企業の分配可能利益を算定しそれを公開するという機能を逐行している現行会計制度はかなりの関連性を有していると思われる。したがってそれが極めて重要な会計学上の研究領域となると思われる。

会計情報公開制度の実証的研究

——日米比較を目指して——

---

昭和61年2月21日 印刷

(非売品)

昭和61年2月28日 発行

著者 神戸大学助教授  
やま じ ひで とし  
山 地 秀 俊

発行所 神戸市灘区六甲台町2-1  
神戸大学経済経営研究所

印刷所 神戸市中央区中山手通7-5-7  
有限会社 興文社

---