

最終講義

会計情報と市場の企業評価

石 塚 博 司

1 はじめに

本稿は、会計情報が資本市場における企業評価に影響を与えるかどうかという問題を取り扱う。すなわち会計情報の資本市場への伝播、あるいは企業自身の裁量的な会計方針変更または国などの会計基準設定機関の新たな会計規制やその変更による会計情報内容の変化が、市場における各企業の株価の結合分布を変化させるか否かという問題が、ここでの関心事項である。もしもそのような現象が起きるとすれば、資本という希少資源が、会計情報を通じて市場で社会的に再配分されることになる。この問題を実証的会計研究の立場から検討することが、本稿の基本テーマである。

2 会計の意思決定支援機能

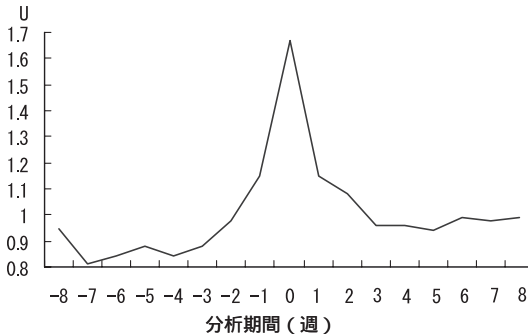
近代会計学がスタートした当初から、会計の基本的な目的の1つは、企業に関する財務情報を利害関係者に提供することで、それらの人々の合理的な意思決定を支援する機能を果たすことにあると言われてきた⁽¹⁾。やがて、アメリカ

(1) 近代会計学の祖といわれている Paton and Littleton [1940] も、各企業が遵守すべき会計処理と

会計学会の『基礎的会計理論委員会』の報告書 (ASOBAT [1966]) によって、「会計は当該主体に関心をもつ人々の合理的な意思決定に役立つ経済的な情報を提供する活動である」とする考え方が定着するようになった。しかし極論すれば、このような主張は推論や願望の表明に過ぎず、「どのような会計情報が関係者の意思決定を合理的なものにするか」、さらには「現に提供されている会計情報を関係者は自らの意思決定に利用しているか」という問題は、依然として推測の範囲内にとどまっていた。

今から36年前のそのような時期に、アメリカの学術雑誌 *Journal of Accounting Research* に Ball and Brown [1968] と Beaver [1968] の論文が相次いで発表され、世界中の会計研究者に衝撃を与えた。この2つの論文は、この問題を解明するための科学的な方法を提示するものであった。そこで採用された研究方法と示された証拠から、その当時の会計基準のもとで作成されて公表された会計情報は、投資意思決定に利用され、資本市場における資産価格の形成に

図1 超過収益率 (U) の推移



出所: Beaver [1968]

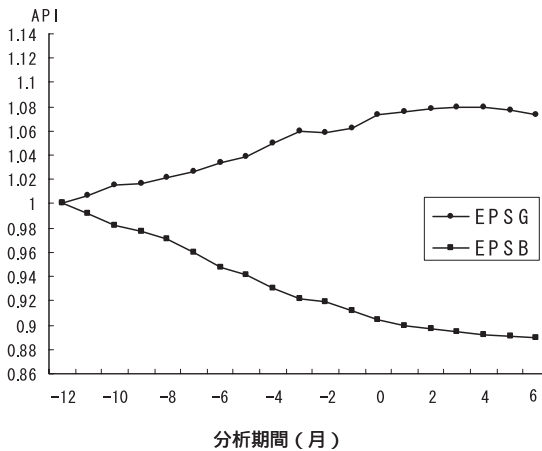
報告の諸基準を初めて体系的に示した Sanders, Hatfield and Moore [1938] も、会計が果たすべき基本的な機能として、関係者の意思決定への支援を挙げている。

関連していることが実証された。

この2つの論文のエッセンスを抜き出して説明すると、図1および図2のようになる。

図1の横軸は分析対象期間であり、決算発表が行われた週を0とする前後各8週を意味する。縦軸は、資本市場全体の動きと連動する部分を除く企業固有の要因による対前週株価変化率、つまり週次サンプル平均超過収益率Uの非分析対象期間平均超過収益率に対する比を意味する。この図から、決算発表の行われた週には他の週に見られない大きな株価変化（厳密には特異な超過収益率）が生じていることがわかる。すなわち、市場は企業が開示した会計情報に直ちに反応して、当該企業に対する期待を修正し新たな均衡価格を形成したことになる。このことは、その当時の会計基準の下で作成公表された会計情報を、市場は企業価値を評価する情報源の1つとして利用していることを意味する。

図2 累積超過収益率 (API)の推移



出所： Ball and Brown [1968]

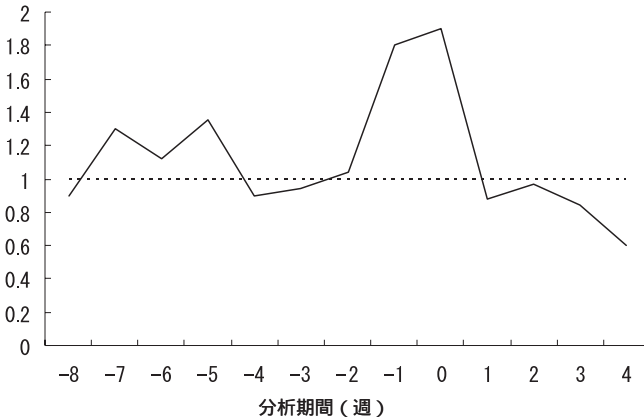
図 2 の横軸は、決算発表が行われた月を 0 として 1 年前から半年後までの月々の累積超過収益率の推移を表す。縦軸 API は、 $1 + U$ の動きを累積したものであり、上方の折れ線は 1 年前の市場の期待よりも好成績の実績を発表した企業群の超過収益率を表し、下方の折れ線は期待以下の成績しか収められなかった企業群の負の超過収益率を表す。1 年前に企業の経営成績について市場がどんな期待を抱くかを特定することは容易ではないが、ここでは投資家たちは、ある年に企業が稼得した 1 株あたり利益 EPS を次年度も稼得すると期待するものとして、それとの比較で業績の善し悪しを評価するものと仮定した場合の図が示されている。1 株あたり利益が上昇した企業の超過収益率は 1 以上の値を示し、それが下落した企業の超過収益率は 1 以下の値を示している。このことは、会計で測定される利益数字を、市場は企業評価に関連させていることを意味する。ただ興味深いことは、この図は、そのような超過収益率は決算発表月に一挙に得られるのではなく、1 年を通して徐々に得られることを示している点である。会計だけが企業の経済的な情報を伝える媒体ではないこと、新聞・雑誌・TV その他の情報源を通じて市場は常に企業に関する期待を修正し続けていることを、この図は教えてくれる。同時に、会計以外の情報源による市場の期待形成の方向と、増益・減益といった会計による経営成績評価の方向は一致していることも知ることができる。

この種の研究は、ファイナンス論の分野における効率的市場仮説の提示と検証、および市場均衡価格理論の研究の進展が基礎となり、これに実証研究のためのデータベースの整備が加わって可能となった。そのような背景の下に、その後アメリカを中心に同じ問題意識や類似の方法論を適用した研究が次々と展開されるようになった。

3 日本における実証的会計研究

日本では 10 年遅れて、われわれ早稲田大学の研究グループがこの問題に取り

図3 超過収益率 (U) の推移(小サンプル)



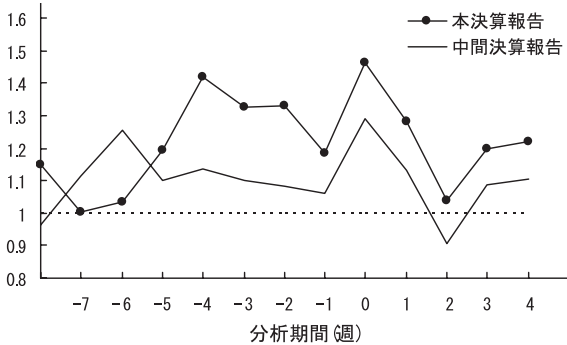
出所：石塚他 [1978]

組んだ。そしてパイロットテストの形をとってその成果を1978年に発表した（石塚他 [1978]）。それから遅れること数ヶ月にして、國村 [1979] が、同じ問題意識のもとに論文を発表し、日本でもこの種の実証的会計研究が根付くようになった。

この図3は、われわれ早稲田大学の研究グループが実施した実証研究の結果を示したものである。先の Beaver の図と比較すると、0週に大きな超過収益率が見られる点は同じであるが、マイナス1週とマイナス5週にもかなり大きな超過収益率が観察される。これは、小サンプルからなるこのパイロットテストでたまたま生じた偏りのある動きなのか、それとも日本の資本市場はこのような現象を引き起こす構造的な問題を内包しているのか、本格的な調査を必要とする事象である。そこで次に、われわれは、大規模サンプルによる同種調査にとりかかった。その結果が次の大塚 [1981] の図4である。

大規模サンプルでもほぼ同じ現象が発見された。年次本決算の場合は決算発表週の4週前に、中間決算の場合は6週前に特異な株価変化率の変動が観察さ

図 4 超過収益率 (U) の推移(大サンプル)



出所：大塚 [1981]

れたのである。われわれの推論は、企業は株主総会に提出する決算書について会計監査をしてもらうために、企業内で決算数字を固める必要があり、それが固まる時期が、本決算の場合は決算内容発表日のほぼ4週前、割合に簡便な手続きで済む中間決算の場合は6週前に当たるのではないかと、そして、企業はその内容がほぼ固まると、親会社その他の関係会社や大株主やメインバンクや幹事証券会社に説明に行くのではないかと、そしてこれらの内部情報を利用する人々がいるのではないかと、というものである。当時の日本は、インサイダー取引規制などはまったくというほどなされておらず、関係会社などへの事前説明はごく当たり前の慣行となっていたのである。

この研究は、東京証券取引所の注目するところとなり、東証に呼ばれて、内容説明を行った。そのことが、その後のわが国のインサイダー取引規制の強化に論拠を与え影響力を発揮したものと自負している。

なお、われわれの研究チームは、Ball and Brown モデルによる調査も実施し、先に図示した彼らの結果と類似の実証結果を得た(佐藤 [1979])。

ところで、日本でこの種の研究のスタートが欧米に比べてこれほど遅れたのは、どのような理由によるのであろうか。一つには、経済社会の発展に伴って

生じた新たな企業間取引や企業経営上の問題を、いかに会計処理し、伝達するかについての規範的研究がますます重要化し、会計研究者や会計実務家の関心を引きつけたことが挙げられるであろう。もう一つは、当時の日本には、電子媒体の形をとったデータベースがまったく存在しなかったことが挙げられる。ちなみにアメリカの場合、シカゴ大学の証券価格研究センターは市場で取引されるすべての証券価格データを日々収録した磁気テープを作成し、学術的研究に開放した。また企業の財務データはスタンダード&プアーズ社のコンピュスタット・テープに収録され、利用者は長期大量の財務諸表データを容易に入手することができた。

日本の場合、当時は紙媒体のデータベースしか存在せず、アメリカで行われていたような実証研究を実施しようとするれば、自家製の電子媒体データセット作りから始めなければならなかった。今となれば懐かしい思い出になるが、われわれは新聞の縮刷版を数年分集めて、これからサンプル企業の株価を天眼鏡片手に所定の用紙に書き写し、当該企業の数年分の有価証券報告書から純利益額などの会計変数の値を書き写すことから始めなければならなかった。次にこれを穿孔機でパンチカードに打ち込み、データ処理のプログラムも自分たちで書いてカードに打ちこんだ。そして、これらの大量のカードを電算室に持ち込んで、大型コンピュータによる演算と統計処理を施すという手順を踏んで、やっと一定の結果にたどり着くことができた。したがってこの種の研究には多大の労力と時間と費用がかかり、それ相応の覚悟と準備をしなければ取り掛かることすら困難だったという事情がある。

その後、日本経済新聞社の NEEDS その他いくつかの機関による各種のデータベースが作製され提供されるようになった。またコンピュータもハード・ソフトの両面で格段の発達を遂げ、大量のデータを手持ちのパソコンで手軽に高速処理し統計解析できるようになった。このような研究環境の整備によって、日本でもようやく本格的な実証的会計研究が盛んに行われるようになり、今日

の盛況を見るに至ったことに、ひとしお感慨を覚えるものである。

4 実証研究の対象

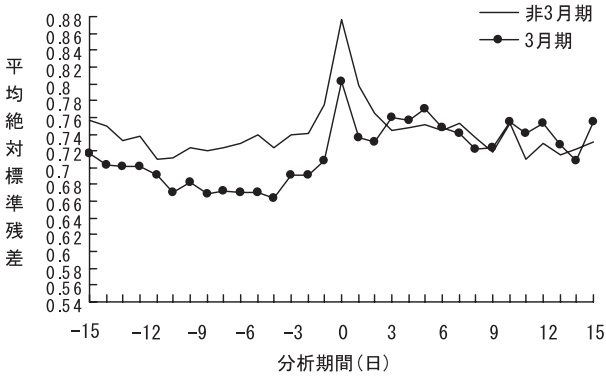
この種の研究の対象も徐々に拡がりを見せている。

当初の研究課題は、それぞれの企業によって作成され開示された企業財務情報が、偏りなく速やかに証券価格の変動を引き起こすか否かを検証することで、会計情報が投資意思決定に利用されたかどうかを判定しようとするものであった。会計情報の公表とともに、証券価格変化が起きたり市場取引量が増大すれば、企業が開示する会計情報に基づいて新たな均衡価格が形成されたり、ポートフォリオの組替えが行われたことを意味する。さらには、各企業が遵守する会計基準もまた、利害関係者の意思決定のための有効な会計規制として機能している、と解釈されることになる。

会計情報が市場における企業評価と密接に関連していることは、すでにいくつかの実証分析によって明らかにされていた。ただし、1981年の商法改正をきっかけにして、その後、特殊株主（いわゆる総会屋）対策として、日本の企業は次々と決算期の変更を行うようになった。日本企業の場合、それまでも3月決算が多かったが、比率的には6割弱で、それ以外の月を決算月とする企業も結構多数存在した。それが今では上場会社の9割強が3月決算になっている。そのような状況でも会計情報に関する市場の効率性は保たれているか否か、われわれには大いに気になることであった。そこで、3月決算企業に対する市場の反応と非3月決算企業に対するそれとの比較、並びに同じ3月期でも決算発表集中日に発表する企業に対する市場の反応と非集中日に発表する企業に対するそれとの比較を行う研究に取り掛かった（石塚・河 [1992]）。その結果を図示したものが、次の図5と図6である。

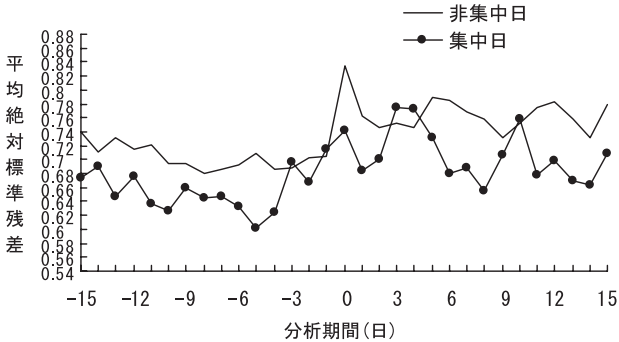
図5は、非3月決算企業の会計情報開示を市場は速やかに吸収して、企業価値の再評価を終了するのに対して、3月決算企業の会計情報開示への反応は遅

図5 平均絶対標準残差の推移



出所：石塚・河 [1992]

図6 平均絶対標準残差の推移



出所：石塚・河 [1992]

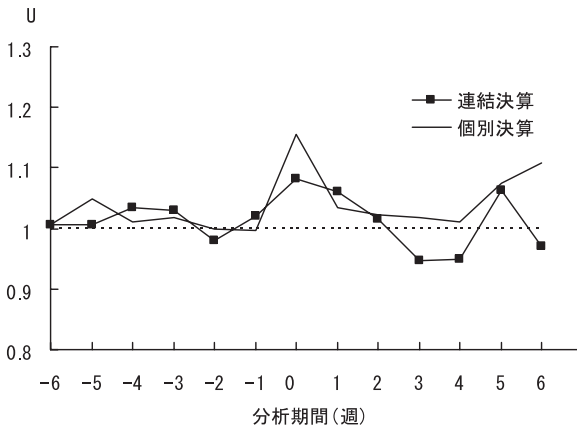
れを生じていることを示している。また図6は、同じ3月決算企業であっても、決算発表集中日に混雑にまぎれて決算短信資料を置いてくるだけの企業に対する市場反応と、非集中日に発表する企業への市場による速やかな価格調整との差は歴然としていることを示している。

この研究も東京証券取引所の注目を呼ぶところとなり、タイムリーディスクロージャの名分のもとに、各企業に早期情報開示を要請する動きを引き起こすことになった。

会計情報と資本市場とのかかわりについての研究は、やがて各企業の個別本決算情報だけでなく、中間決算情報や四半期決算情報に対する反応調査、そして連結決算の情報効果の検証へと拡大していった。さらに各企業の発表する業績予想情報や、従前の業績予想を修正する情報の開示、さらにはアナリストの行う業績予測などが、市場における企業評価と有意な関連性をもつかどうかについての調査も行われるようになった⁽²⁾。

図 7 は、個別決算発表後 1・2 ヶ月後に連結決算内容の発表が行われていた当時の市場の反応を分析したものである（石塚・河 [1987]）。われわれが発見

図 7 超過収益率 (U) の推移 (個別・連結)

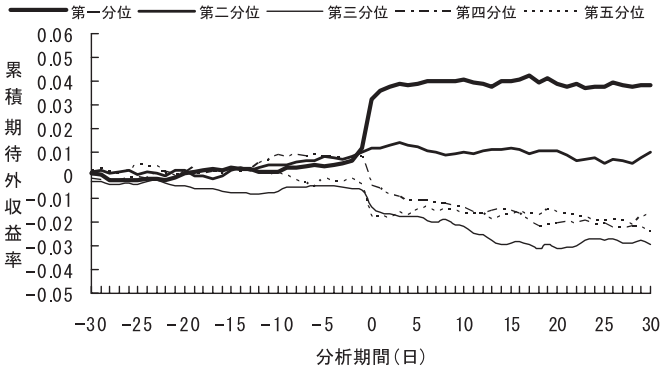


出所：石塚・河 [1987]

(2) 他の主な研究に次のものがある。桜井・後藤 [1985]，香村 [1987]，後藤 [1991]，伊藤 [1992]，石塚・佐藤・竹本 [1980]，後藤・桜井 [1993]，河 [1998]。

したことは、それぞれに株価反応が観察されるが、個別決算発表のほうが大きな反応を引き起こすことと、連結決算内容が個別決算内容と大きくずれているときにのみ、連結決算情報は新情報として機能するというものであった。

図8 業績予想修正の影響：経常利益修正の5分位別



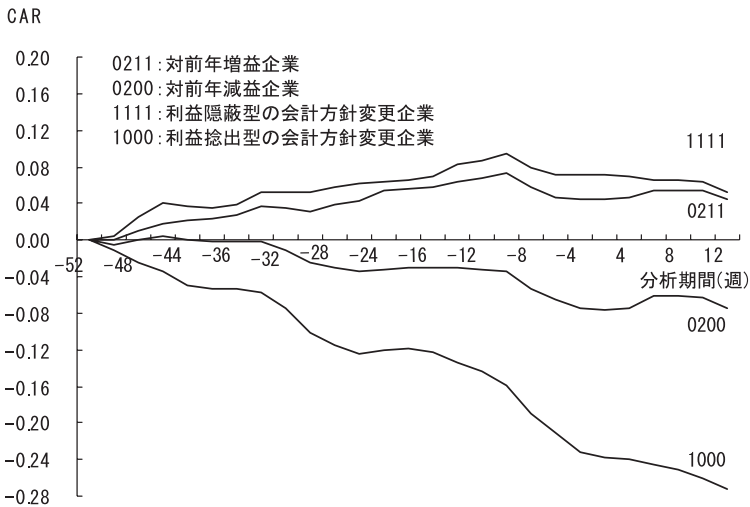
出所：河 [1998]

図8は、企業が以前行った業績予想を修正するファイリングを行ったとき、市場はこれにどう反応するかについて、河 [1998] が分析したものである。企業が、業績予想を上方修正したか、下方修正したかの新情報に対して、市場が即座に偏りなく反応していることが読み取れる。

第2の研究課題は、会計処理方法の選択および変更の情報効果の検証である。会計測定は決して完全でないことが、1つの企業活動に対して複数の代替的な会計処理方法を生み出した。たとえば、固定資産の減価償却法、棚卸資産などの評価法、外貨建て取引の換算基準、企業合併の会計処理法、費用収益の認識時点の特定法などについて、複数の方法があり、各企業はそこからいずれかを選択したり、ときに変更したりする。その結果、実体は同じでも異なる会計情報が提供される可能性があるし、実体は変化したのに、経営成績や財政

状態は変化しないかのような会計情報を伝達する可能性がある。このような会計方針の選択や変更が、市場による企業評価に影響を及ぼしているかどうかの実証結果は、会計規制の必然性もしくは必要性、したがって会計基準の設定や改正が必要か否かという問題について、1つの論拠を与えることになるはずである。ある方法のもとで計算されて財務諸表本体に表示された純利益額や純資本額その他の会計数字が、それだけで独立の意味を持つものとして市場で解釈されるのか、それとも、市場参加者は会計測定の対象となる企業の実態を脚注、付属明細書、監査報告書、その他会計以外の諸源泉から入手した各種の情報にもとづいて把握しなおし、そのうえで企業評価をするのか。これらは、実証の積み重ねが、会計規制のあり方に影響力を及ぼす1つの研究分野の存在を示すものであると思われる。

図9 決算内容(対前年増益・減益)の評価



出所：石塚・河 [1986]

石塚・河 [1986] の図 9 で、1 番上の線は、利益隠蔽型の会計処理方法変更を行った企業の超過収益率を、1 番下の線は、利益捻出型の会計方針変更を行った企業の負の超過収益率を表す。この図から、会計処理の方法を変更して利益を捻出したたり隠蔽したりしても、市場は決算書本体以外の各種情報から企業の実態を把握し、それを企業評価に反映させていることが読み取れる⁽³⁾。

第 3 に、会計規制の効果を、直接に研究対象とする実証研究分野も現れるようになった。新たな会計基準の設定または改正が、どのような経済効果をもたらすかについての研究である。近年、会計ビッグバンという言葉に象徴されるように、セグメント情報の開示、先物・オプション取引会計、リース取引会計、連結キャッシュフロー計算書、研究開発費会計、退職給付会計、税効果会計、金融商品会計、減損会計など、次々と新しい会計基準が設定されている。これらの会計基準の導入によって、従来とは異なる会計処理の下で表示されることになった企業の経営成績や財政状態は、市場における企業評価とどう関連するのであろうか。これらの基準の適用の前後の株式収益率の動きや、基準適用の影響を受ける企業と、受けない企業の株式収益率の比較などによって、会計規制が、市場を通して資本という社会的な資源の配分に経済的な効果を発揮したかどうかを実証的に判定することができることになる。

表 1 は、新たな会計基準の設定によって、有価証券の時価情報が表示されるようになったことを受けて、この情報が市場の企業評価に織り込まれるかどうかについて、河 [2000] が重回帰分析の手法を適用して実証研究したものである。また表 2 は、キャッシュフロー計算書の提示を義務付けた会計基準の設定によって、市場における株価形成は影響されたかどうかを、これも河 [2001] が実証分析したものである。いずれも正の有意な反応が観察された。これに

(3) 他の主な研究に次のものがある。國村 [1983]、桜井 [1988]、井上・須田 [1993]、岩淵・須田 [1993]、音川 [1998]、吉田 [1997]、吉田 [1999]。

表 1 有価証券時価情報の効果

$\Delta MVE/MVE = \beta_0 + \beta_1 EBSGL/MVE + \beta_2 SGL/MVE + \beta_3 \Delta URGL/MVE + \beta_4 \Delta CASH/MVE + \beta_5 EQINV/MVE + \beta_6 TGAP\Delta R/MVE + \beta_7 EM \times SGL/MVE$					
B: Fixed-effects Estimation					
変 数		推定係数	標準誤差	White-t	P- 値
EBSGL/MVE	(+)	0.350	0.210	1.66	[.095]
SGL/MVE	(+)	1.252	0.301	4.15	[.000]
$\Delta URGL/MVE$	(+)	0.772	0.062	12.38	[.000]
$\Delta CASH/MVE$	(-)	- 0.074	0.035	- 2.07	[.039]
EQINV/MVE	(+)	1.211	0.427	2.83	[.005]
LTGAP $\Delta R/MVE$	(-)	- 0.033	0.009	- 3.57	[.000]
EM \times SGL/MVE	(-)	- 0.031	0.426	- 0.07	[.940]
Adj. R-squared = 0.192					
LM het. test = 0.793 [.373]					
Durbin-Watson = 2.233 [.997, .999]					
MVE, ΔMVE : エクイティ時価, その変化額					
BVE: エクイティ簿価					
BVI: 有価証券の簿価					
URGL, $\Delta URGL$: 有価証券の未実現損益, その変化額					
SGL: 有価証券売却損益					
EBSGL: 有価証券売却損益前利益 (= 純利益 - SGL)					
$\Delta CASH$: 有価証券の売却によるキャッシュ・フロー回収 (= 有価証券売却額 - 新規購入額の差)					
EQINV: 増資によるエクイティの増加額					
LTGAP: 長期貸出と長期負債の差額					
ΔR : 利子率の変化分					
EM: 利益マネジメント (EBSGL < 0 & SGL > 0 の場合 EM = 1, それ以外の場合 EM = 0)					

出所: 河 [2000]

よって設定された会計基準は, 初期の目的を果たしていることが実証されたことになる⁽⁴⁾。

(4) 他の主な研究に次のものがある。藤井・山本 [1999], 百花草 [2001], 桜井・呉 [1995], 桜井 [1998], 桜井・桜井 [1999]

表2 キャッシュフロー計算書の影響力

SD Model (式(3)で示された系列依存モデル)								
パネルC : $SAR_t = c_0 + c_1UEBXI_t + c_2UWCFO_t + c_3UCFO_t + d_iInd_i + d_jYear_j + et$								
	定数項	UEBXI _t	UWCFO _t	UCFO _t	Adj-R ²			
推定値	0.03*	0.69***	0.28***	0.11***	0.036***			
t 値 / F 値 ^a	(2.41)	(9.93)	(4.82)	(7.25)	(17.36)			
パネルD : $SAR_t = c_0 + c_{11}UEBXI_t + c_{12}DEUEBXI_t + c_{21}UWCFO_t + c_{22}D^{WC}UWCFO_t + c_{31}UCFO_t + c_{32}D^{CF}UCFO_t + d_iInd_i + d_jYear_j + et$								
	定数項	UEBXI _t	DEUEBXI _t	UWCFO _t	DWCUWCFO _t	UCFO _t	DCFUCFO _t	Adj-R ²
推定値	0.02	1.99***	-1.29***	1.40***	-1.17***	0.55***	-0.46***	0.039***
t 値 / F 値 ^a	(1.32)	(5.87)	(-3.84)	(5.88)	(-4.92)	(5.78)	(-4.71)	(17.94)
a : パラメータ推定値の下段括弧内数値は t 値, Adj-R ² の下段括弧内数値は F 値 * : p < 0.05 ** : p < 0.01 *** : p < 0.001								
変数名	定 義							
EBXI	特別損益前の純利益 : 当期純利益 - (特別利益 - 特別損失)							
WCFO	営業運転資本							
CFO	営業キャッシュ・フロー :							
SAR	規模調整後の株式リターン : 年間株式リターン - 規模別ポートフォリオの平均リターン							
UEBXI	特別損益前の純利益の期待されない部分 : EBXI - E[EBXI]							
UWCFO	営業運転資本の期待されない部分 : WCFO - E[WCFO]							
UCFO	営業キャッシュ・フローの期待されない部分 : CFO - E[CFO]							
D ^E	EBXI が Inter Quartile 内の値 = 0, 外の値 = 1							
D ^{WC}	WCFO が Inter Quartile 内の値 = 0, 外の値 = 1							
D ^{CF}	CFO が Inter Quartile 内の値 = 0, 外の値 = 1							
Ind _i	日経業種分類による業種ダミー変数							
Year _j	1978年から1999年までの年度ダミー変数							

5 新たな実証研究対象

以上は、会計情報が資本市場における投資意思決定に利用されているかどうかの確認を行う実証研究の一側面を概観した。これ以外にも、近年、実証的会計研究が適用される場面がいくつか登場してきた。この際これらの研究の意義についても簡単に触れておきたい。

さきに、会計処理方法の選択と変更の問題について、それが市場参加者の投資意思決定に影響を及ぼすか否かについての実証研究が行われてきたと述べた。多くの研究結果は、企業による会計処理方法の選択や変更によって、投資家はミスリードされることなく、会計数字の基礎にある企業の実態を正しく識別して企業評価することを明らかにしている。それにもかかわらず依然として、会計処理方法を機会主義的に選択したり、いったん採用した会計方法を変更したりする企業が多数見られる。また、法の制定や改正に向けてロビー活動を展開する企業や業界や経済団体が多々見受けられる。それはどのような理由や動機によるのであろうか。

この問題に接近するために、Watts と Zimmerman をはじめとする Rochester 学派は、エイジェンシー理論などの情報経済学の成果を取り入れて、会計方針選択に関する経営者行動の説明を試みている。わが国でも近年、この種の問題意識に基づく実証研究が盛んに行われるようになってきた⁽⁵⁾。

このような研究の進展は、会計規制のあり方に一石を投じることになる。しかもそれは、単に個別企業の会計方針選択を規制するという問題にとどまらず、広く国の経済政策や産業政策や税制にも影響を及ぼすことになると思われる。この種の研究は、意思決定支援機能と並ぶ会計の基本的な目的である契約

(5) 主な研究に次のものがある。國村・加藤・吉田 [1998]、乙政 [1994]、須田・野口 [1995]、須田 [2000]、乙政 [2000]

表3 裁量的発生項目の比較

高業績局面の DA DA の平均値				
	高業績	中程度	t 値	Wilcoxon
上位 5 %	- 0.0028	0.0020	- 0.60	- 1.41
10%	- 0.0084	0.0030	- 2.26**	- 2.94***
15%	- 0.0054	0.0028	- 2.19**	- 2.61***
20%	- 0.0027	0.0028	- 1.16	- 2.14**
25%	- 0.0012	0.0024	- 1.15	- 1.45
30%	0.0057	0.0032	- 1.53	- 1.75*
低業績局面の DA DA の平均値				
	低業績	中程度	t 値	Wilcoxon
下位 5 %	0.0173	0.0020	2.87**	2.83***
10%	0.0110	0.0030	2.28***	2.01**
15%	0.1010	0.0028	2.23**	2.11**
20%	0.0074	0.0028	1.67*	1.06
25%	0.0071	0.0024	1.86*	1.38
30%	0.0057	0.0032	1.00	0.56
* 10%水準で有意				
** 5%水準で有意				
*** 1%水準で有意				

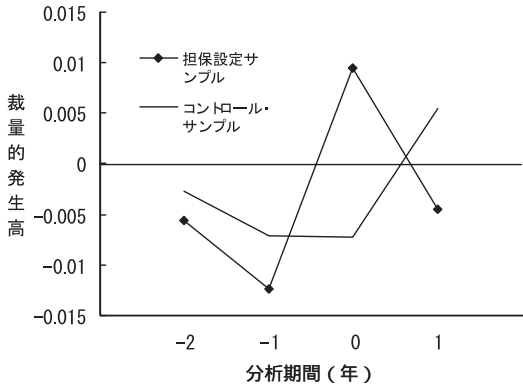
出所：奥村 [1997]

支援機能を補完する働きを果たすものであるといえよう。

表3は、消費者の厳しい目にさらされ、政府の料金規制その他各種の規制のもとで活動する電力会社が、業績の善し悪しに応じて報告利益をコントロールしているかどうかという問題について、奥村 [1997] が分析したものである。そこでは、企業による利益マネジメントが行われている兆候が見られること、その手段として発生主義会計の仕組みが利用されていることが明らかにされている。

財務制限条項を特約して無担保社債を発行した企業のうち、この条項に抵触

図10 裁量的発生項目の推移と比較 Jones 型調査

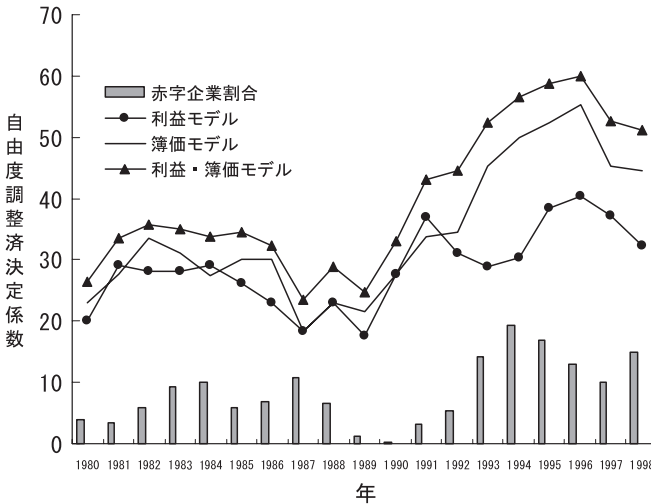


出所：須田 [1999]

する可能性が出てきた企業は、そのような事態の発生を避けるために、利益増加型の会計処理を行う可能性がある。須田 [1999] は、現実にそのような経営者行動が起きているかどうかを実証した。図10は、エイジェンシー理論に基づく債務契約仮説の妥当性を会計発生項目 (accruals) の分析を通じて検証したものである。

実証的会計研究で近年盛んに行われるようになったものに、会計数字と株価との直接的な関連性を明らかにしようとする研究がある。株価を説明する理論として、古くは配当割引モデルやキャッシュフロー割引モデルなどが唱えられ、また株式収益率を説明するために資本資産価格形成モデルやその発展型が開発されてきた。これに対して、Ohlson [1995] は企業利益の生成を説明する線形情報ダイナミクスを定式化し、クリーンサープラス会計を前提にしたうえで、各企業の現在株価は、その企業の純資産簿価と将来利益流列の現在価値との和からなると論じた。このような証券の均衡価格形成の理論が市場における現実の株価形成を説明することができるか否かについての実証研究が、アメリカだけでなく日本でも盛んに行われてきている⁽⁶⁾。これも、実証の更なる積

図11 利益モデル，簿価モデル，利益・簿価モデルの説明力の推移



出所：薄井 [2000]

み上げが期待される分野のひとつである。

図11は，薄井 [2000] が19年間という長期にわたって，会計上の純資産簿価やそれに将来利益流列の現在価値を加算したのもをもって，現在株価をどれだけ説明できるか，その決定係数の推移を追跡したものである。「予想将来利益の現在価値 + 純資産簿価」モデルは，バブル崩壊後にその決定係数が飛躍的に上昇しており，このモデルの正当性を示しているように見える。しかしそう言い切れるかどうかについては，更なる理論研究と実証研究が必要であると考え

(6) 他の主な研究に次のものがある。井上 [1999]，薄井 [1999]，奥村・吉田 [2000]，井上 [2002]

6 おわりに

いずれにせよ、日本で実証的会計研究が始まって四半世紀が経過した。他の会計研究アプローチに比べて論文本数はかなり少ないが、それでも研究成果は着実に上がっており、会計学における 1 つの研究領域としての地位を獲得したと思う。今後は、規範的会計理論研究と実証的会計研究との間の相互交流を一層進展させることで、日本の会計学が更なる発展を遂げることを強く希望するものである。

以上、会計情報が資本市場にどのような影響を与えるかという問題について、主として実証的会計研究の立場から、これまでに展開されてきた検証結果を跡付けながら検討した。

付 記

本稿は、早稲田大学会計研究所に提出したワーキングペーパーにもとづいて、同研究所の研究会で報告した草稿に加筆修正したものである。ところで私は、このたび年度途中ながら、早稲田大学教授の職を辞するとともに、日本道路公団監事に就任することになった。42年 2 ヶ月余にわたる早稲田大学在職中の私の最大の喜びは、教え甲斐のある学生たちと真剣に向き合えたことである。本稿を、これらの学生たちへの最終講義とする。

2004年 6 月15日

参考文献

- American Accounting Association. 1966. Committee to Prepare a Statement of Basic Accounting Theory, *A Statement of Basic Accounting Theory* (飯野利夫訳 . 1969 . 『基礎的会計理論』森山書店).
- Ball, R. J. and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*. 6 (Autumn): 158-178.
- Beaver, W. H. 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968, Supplement to Vol.6 of Journal of Accounting Research*. 67-92.
- 藤井秀樹・山本利章 . 1999 . 「会計情報とキャッシュフロー情報の株価説明力に関する比較研究

- Ohlson モデルの適用と改善の試み」『会計』156(2): 170-185 .
- 後藤雅敏 . 1991 . 「中間決算情報の有用性に関する実証研究」『経営学・会計学・商学研究年報』37: 147-162 .
- 後藤雅敏・桜井久勝 . 1993 . 「利益予測情報と株価形成」『会計』143(6): 875-885 .
- 河榮徳 . 1998 . 「業績予想修正と資本市場の反応」『早稲田商学』377: 63-89 .
- 河榮徳 . 2000 . 「時価情報の実証分析 銀行有価証券の時価情報を中心に」『会計』157(1): 75-88 .
- 河榮徳 . 2001 . 「キャッシュ・フローの予測能力と価値関連性」『早稲田商学』390: 235-253 .
- 井上達男 . 1999 . 「予測利益を用いた Ohlson モデルによる日本企業の実証分析」『会計』156(2): 199-210 .
- 井上達男 . 2002 . 「予測利益・純資産簿価の構成要素と企業価値評価 - 2000年3月決算企業の実証分析」『会計』161(1): 56-67 .
- 井上達男・須田一幸 . 1993 . 「実証研究(一) 外貨建金銭債権債務の換算」会計フロンティア研究会編『財務会計のフロンティア』中央経済社: 143-151 .
- 石塚博司・佐藤統光・竹本達広 . 1980 . 「利益予測情報と株式市場」日本経営財務研究学会『企業評価と経営財務』中央経済社: 142-164 .
- 石塚博司・河榮徳 . 1986 . 「会計方法の変更に対する資本市場の反応」『会計』130(3): 357-376; 130(4): 516-534 .
- 石塚博司・河榮徳 . 1987 . 「連結財務諸表の情報効果」『早稲田商学』323: 1-19 .
- 石塚博司・河榮徳 . 1992 . 「決算集中化が会計の情報効果に及ぼす影響」『会計』142(1): 88-102; 142(2): 262-273 .
- 伊藤邦雄 . 1992 . 「連結決算制度に対するわが国証券市場の学習効果」『会計』142(1): 75-87; 142(2): 274-286 .
- 岩淵吉秀・須田一幸 . 1993 . 「実証研究(二) 建設業による工事収益の認識」会計フロンティア研究会編『財務会計のフロンティア』中央経済社: 152-176 .
- 会計情報研究会(代表:石塚博司) . 1978 . 「資本市場における会計情報の有効性(パイロット・テスト): 決算情報は投資家行動に対して影響力をもつか」『企業会計』30(13): 1917-1924 .
- 香村光雄 . 1987 . 「わが国証券市場における会計利益の情報内容 昭和40年代・50年代における分析」『会計』132(4): 490-511 .
- 國村道雄 . 1979 . 「会計情報と株価 実証研究」『会計』115(3): 491-503 .
- 國村道雄 . 1983 . 「わが国企業の減価償却政策 実証」『産業経理』43(2): 79-89 .
- 國村道雄・加藤千雄・吉田和生 . 1998 . 「邦銀の配当制限基準と決算政策 - 発生項目を用いた分析」『会計』154(3): 456-469; 154(4): 613-623 .
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*.11 (2): 661-687.
- 奥村雅史 . 1997 . 「電力企業における報告利益管理 Jones モデルによる分析と検討」『会計』152(2): 177-187 .
- 奥村雅史・吉田和生 . 2000 . 「連結会計情報と長期株式リターン EBO モデルを通して」『会計』158(3): 352-366 .
- 大塚宗春 . 1981 . 「資本市場における会計情報の有効性 決算報告の情報効果について」『企業会計』33(1): 164-178 .
- 音川和久 . 1998 . 「減価償却方法の変更に対する株式市場の評価」『大阪府立大学経済研究』43(2): 57-76 .
- 乙政正太 . 1994 . 「経営者の会計手続選択に関する実証研究」『阪南論集 社会科学編』29(4):

- 129-142 .
- 乙政正太 . 2000 . 「役員賞与のカットと会計的裁量行動」『会計』158(1): 43-54 .
- Paton, W. A. and A. C. Littleton. 1940. *An Introduction to Corporate Accounting Standards*. American Accounting Association (中島省吾訳 . 1958 . 『会社会計基準序説』森山書店) .
- 桜井久勝 . 1988 . 「減価償却方法の変更に対する株式市場の賢明度」『企業会計』40(4): 554-560 .
- 桜井久勝 . 1998 . 「資産・負債の時価評価額と株価形成」『会計』153(2): 197-211 .
- 桜井久勝・呉徳林 . 1995 . 「有価証券の時価評価額と株価形成」『会計』148(1): 107-117 .
- 桜井久勝・後藤雅敏 . 1985 . 「決算発表に対する株式市場の反応」『企業会計』37(11): 1574-1579; 37(12): 1700-1707 .
- 桜井久勝・桜井貴憲 . 1999 . 「金融商品の時価情報と企業評価 東証上場銀行の実証分析」『国民経済雑誌』179(5): 29-42 .
- Sanders, T. H., H. R. Hatfield and U. Moore. 1938. *A Statement of Accounting Principles*. American Institute of Accounting.
- 佐藤紘光 . 1979 . 「会計情報と株式市場 決算内容の情報効果をめぐって」『企業会計』31(10): 1492-1511 .
- 須田一幸 . 1999 . 「財務制限条項と経営者の裁量行動」『関西大学商学論集』44(4): 587-625 .
- 須田一幸 . 2000 . 『財務会計の機能 理論と実証』白桃書房 .
- 須田一幸・野口晃弘 . 1995 . 「会計手続き選択の決定要因 社債発行プレミアム会計」『JICPA ジャーナル』7(4): 23-29 .
- 薄井彰 . 1999 . 「クリーンサープラス会計と企業の市場評価モデル」『会計』155(3): 394-409 .
- 薄井彰 . 2000 . 「株式リターンと利益の長期的な関連性 日本の実証的根拠から」『青山学院大学経済学部 Working Paper』: 1-33 .
- 吉田和生 . 1997 . 「企業年金制度の債務情報はグッドニュースか 過去勤務債務の増減と株価の分析」『産業経理』57(3): 108-117 .
- 吉田和生 . 1999 . 「企業グルーブと退職給付の会計政策に関する分析」『産業経理』59(2): 99-107 .
- 百合草裕康 . 2001 . 『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社 .
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standard, *The Accounting Review* 53 (1): 112-134.