

企業による情報開示の経済的影響についての予備的考察

上 枝 正 幸

1-1. はじめに

本稿では、企業による情報の開示が及ぼしうる経済的影響について予備的な考察を与える。投資者・債権者といった外部の利害関係者とのコミュニケーションを経営者が図るために、企業の財務報告および情報開示は重大な社会的役割を担っている。様々の目的をもって、数多くのアプローチによって、膨大な数の研究がこれまでに成されてきているのは当然ともいえよう。本稿の関心は、利害関係者たちが各人の経済的動機に基づいて行動する局面において、情報開示がどのような影響をもたらすのかということであって、企業の情報開示の経済的影響およびその決定要因を分析するためのフレームワークについて、先行研究の示唆するところをまとめ、われわれが研究で取り扱うべき主たる問いを認識する。その後、関連する領域を扱った最近の実証研究をレビューし、その有用性および限界について議論する。わが国の証券取引法第一条にある立法目的をもちだすまでもなく、企業の情報開示は、国民経済の適切な運営および投資者保護に資するといった観点から、どちらかといえば規範的に議論され、情報の開示側の企業にとっての当然の義務あるいは社会的に必要なインフラストラクチャーの一つとみなされることも少なくない。企業側の情報開示のインセンティブへの考慮は、そこでは、欠如するあるいは少なくとも表面からは隠れたものとされている。しかしながら、他の財・サービスと同様に、開示される会計情報も生産されかつ販売されうる経済財として考えられうる。このとき、情報の供給側である企業—あるいは、事業意思決定者としての経営者—の情報生産のコストおよびベネフィットを分離して考察し、もって情報開示のインセンティブを理解することが求められよう。かような認識のもと、本稿では、資本市場を中心とする市場要因 (market forces) がもたらしうる私的な—すなわち、法令によらない—情報開示のインセンティブの源泉をまとめていくものとする¹⁾。

もとより本稿は、広範な論点に関する膨大な文献のフォローを直ちに意図したものではない。むしろ、われわれの関心事である、経営者による情報開示の経済的影響ないしは効果—ポジティブなものもネガティブなものも含まれる—に焦点を当て、これまでに成されてきている議論をまとめ、かつ主要ジャーナルに掲載された最近のアーカイバル手法を用いた実証研究²⁾のうちの幾つかを跡付けることを目的としている。

学術研究がなんらかの価値をもち有用であるとみなされるかどうかは、現実社会で起こっている事象のメカニズムを解明・理解する道標となったり、あるいは現在の状況の改善に貢献するものを提言できたりといったことが、判断基準の一つになるかもしれない。Dopuch (1989)、Leisenring and Johnson (1994) および McDaniel and Hand (1996) 等の文献を繙くと、会計実務への

-
- 1) 情報は企業が締結する契約からも生じうる (contractual incentives) もの、したがって、本稿の考察の対象ではない。
 - 2) アーカイバル手法とは、例えば、財務諸表数値や株価といった、現実の経済活動からもたらされた比較的大量のデータを用いて計量モデルを検証するものである。

貢献という観点からの影響力の相対的低下に対する会計研究への社会からの批判的な見方、および1980年代後半の研究者側の危機意識を読んで取ることができる³⁾。企業による情報開示の経済的影響を理論的・実証的に探求していくことは、そうした批判の一端に答え、かつ会計研究の有用性を創出する潜在的能力を有するかもしれない。第一に、全ての利害関係者が自身の経済厚生(すなわち効用)の最大化を企図して行動するという仮定を置いて、企業による情報開示を考察していくことで、ある企業が開示をし、あるいは開示をしないことを選択するのはなぜかについて、直感的なだけではなく妥当な理由を説明できるかもしれない。このことは翻って、どのような企業が開示をしているのかを予測・選別するための規準を投資者や債権者に提供したり、または経営者に対して自らの開示意思決定の帰結を事前に知らせたりといった、各主体の意思決定の質および速度の改善につながるかもしれない。第二に、本稿で扱われる開示の論点は、会計規制・基準設定へのインプリケーションをもちうる。例えば、経済的動機に基づき、コストとベネフィットを勘案して決定される企業の開示のインセンティブを理解することができれば、企業の情報開示への公的な規制は必要なのか、かつまた必要であるとすればそれはどの程度の水準のものであるのか、といった論点に対する意義ある政策提言につながるかもしれない。後述されるように、現実の経済環境において、企業の情報開示は高度に規制された経済活動の一領域であって、かつまた時を経て会計規制の拡充が継続的になされてきていることから、情報の過重負担や基準過剰も指摘されてきているところであり、本稿で扱われる議論をより一層挑戦的なものとしているように思われる。

本稿の構成は以下の通りである。本節の残りでは、情報開示がなされる企業の開示環境の特徴についてまとめ、本稿の議論の出発点を提示する。続く第2節では、情報開示の経済的影響および決定要因に関する先行研究の議論をまとめ、対象とすべき論点を特定する。第3節では、主要な実証研究のうちの幾つかを取り上げてレビューし、最後の第4節では簡潔な議論の要約および将来研究への示唆を提供している。

1-2. 企業の開示環境の特徴

企業の情報開示がいかなる経済的影響を利害関係者に及ぼすかを考察していくうえで、以降の議論の前提となる企業の開示環境について明らかにしておくことが有用である。

Healy and Palepu (1993) は、資本市場が半強度の形態で市場効率的であったとしても、合理的な経営者が自らの企業の情報開示について関心をもつこととなる理由について調査する。Healy and Palepu (*Ibid.* pp. 2-3) に依れば、企業の財務報告・情報開示がなされる資本市場の環境を特徴付ける三つの条件(condition)とは、①経営者の情報優位(managers' information advantage)、②経営者と投資者の利害の相違、および③会計ルールと監査の存在である。

①経営者の情報優位は、情報の非対称性(information asymmetry)とも換言される。ここで、情報の非対称性とは「ある主体が特定のことがらについて他の主体より多くの情報を持っており、情報格差が存在することを各主体が認識している状況」(丸山・成生 1997, 156 頁)のことをいう。すなわち、経営者は現在の企業の状況と将来の見通しについて、他の利害関係者たちよりも多くを知ることができかつ情報を解釈する能力に長けた経営専門家と考えられる

3) わが国において同様の議論を見出すことはできなかった。また、会計学の役割については、Watts and Zimmerman (1986, 邦訳第12章) が示唆に富む議論を提供している。

ので、企業に関する情報の質および量について優位な立場にあると考えられる。換言すれば、そうした情報にアクセスできないものたちとの間には、情報の非対称性が存在することになる。重要なことは、こうした非対称情報の存在をある特定の主体のみが認識しているのではなくして、関係する全ての主体が情報格差の存在を知っていることである。ここから、情報の非対称性の存在がいかなる困難を市場取引において引き起こすかを説明する、Akerlof (1970) の有名な「レモン」の市場のモデルが導かれる⁴⁾。丸山・成生 (1997, 157 - 159 頁) を参考にして、証券市場を例にとり、簡単にメカニズムを説明する。

経営者は自社の発行する証券の収益性 (リターン) について十分な情報を有しているが、投資者はそのような情報を持たず、取引にあたって収益性の高低を区別できないとする。投資者が収益性の区別ができないため、収益性の相違する企業の証券が同一価格で売買されるものとし、成立した市場価格を p とする。このとき、経営者は、自らの証券の収益性について情報に通じているので、証券を発行しないというインセンティブが存在しうる。よって、市場には価格 p で販売してもいい証券のみが供給される。証券市場に供給される証券の (平均) 価値を反映して、市場価格が下落するとする⁵⁾。このときには、市場に供給される証券の収益性は一層低いものとなる。こうしたプロセスは繰り返して生起し、最終的には、市場には最低の収益性の証券しか提供されなくなる可能性がある。質の悪いものが質の良いものを市場から駆逐するこうした現象は、「逆選択 (adverse selection)」と言及される。また、欠陥車は英語でレモン (lemons) と呼ばれる (Akerlof 1970, 邦訳 10 頁また同書 23 頁の訳者注 1 参照) ことから、情報の非対称性を背景にして市場には質の悪いものばかりが供給されることは、「レモンの原理 (lemons principle)」とされる (同書、邦訳 19 頁)。

証券取引が円滑に行われず市場が成立しなくなってしまう可能性を上記では見てきたが、これは企業側にとっても深刻な問題を投げかけるかもしれない。すなわち、極端なケースでは、自社の証券は本来持っている価値で評価されず、結果として、事業活動に必要な資金の獲得が困難になりうる。結果的には、市場参加者の全てが、意図せずして不利益を被るかもしれないのである。救済・緩和するメカニズムがないという条件のもとで、情報の非対称性は最も重要かつ深刻な開示環境の特徴といえる。

次に、②経営者と投資者の利害の相違とは、所有と経営の分離を背景として、経営者と投資者の目的 (objective) には差異が一般的に存在するということである⁶⁾。経営者が自己の富を最大化するような経済的動機に基づいて行動すると仮定すれば、結果として利害が一致する場合と比較して投資者は不利益を被るかもしれない。先の証券市場の例で、経営者は自らのもつ

4) Akerlof (1970, 邦訳 10 - 15 頁) は、中古車市場を例にとり、情報の非対称性がもたらす市場取引の帰結をより厳密にモデル化したものであって、その第 3 節の「例と応用」も会計の環境を直接に考察したものではない。本稿の関心はモデル自体にはないため、以下そのエッセンスのみを説明している。Akerlof (1970) の議論の会計への含意として、Core (2001) は、開示の欠如が企業にとって高くつく理由、財務・情報仲介者の存在、および開示規制の必要性についてマクロ経済的な直感を与え、かつ部分的開示 (partial disclosure) の世界に存在しているとのわれわれの直感を確認するものであるが、企業間の開示政策の差異を説明するには特に十分というわけではない (*Ibid.* p. 444) としている。

5) 説明を加えると、最高でも価格 p に見合った収益性の証券しか市場に存在しないため、 $p - a$ (ここで、 $a > 0$) の証券も存在しうることとなる。したがって、もしこれら二つの収益性の証券のみが市場に供給されるとすれば、証券の (平均) 価値は、 $(2p - a)/2 < p$ となって、投資者の証券購入の期待価値は p を下回り、価格の低下を引き起こすかもしれない。

証券の収益性についての情報を市場に開示することができるものとする。情報開示が十分な効果を発揮することができれば、証券はその価値に見合った価格で再び取引されるかもしれない。会計の情報開示の第一の意義は、投資者の意思決定に有用な情報を提供し、もって証券市場における効率的な取引を促進することであると、しばしばいわれるところである。しかしながら、両者の目的は完全に一致するとは考え難く、新たな問題を生じせしめるかもしれない。すなわち、経営者は自らの利益のために必要な情報—例えば、低い収益性—の開示を差し控えたり、あるいは開示する情報を操作したりする—例えば、実際よりも高い収益性であると虚偽報告する—かも知れない。こうした問題を克服するため、開示に完全な信憑性をもたせることは、莫大なコスト⁷⁾を伴うこととなり最適とはいえないことにも注意が必要である（例えば、Core 2001, p. 443 参照）。以上①および②をまとめると、情報の非対称性がもたらしうる問題を減殺するために、企業による情報開示は潜在的に有用な手段であるものの、情報の非対称性が完全に消し去られることは現実には期待されないかもしれない。

最後の、③会計ルールと監査の存在も、企業の情報開示がなされる環境を特徴付ける条件として重要である。1-1 節で触れたように、企業の情報開示は高度に規制された領域である。例えばわが国においては、一定の要件に該当する企業は、証券取引法に基づき、強制的に企業情報を投資者に対して開示することが求められる⁸⁾。また、その記載事項・計算方法についても、法令・基準によって詳細に規定されている⁹⁾。他、開示される情報の信憑性を向上させるために監査を受けることが要求されている。これら制度は、ここまで見てきた、開示がなされる環境を特徴付ける条件ゆえに発生するかもしれない市場の機能不全を克服するメカニズムとして、意思決定に必要な情報の開示を強制し、かつ開示に信憑性を創出するため監査人という独立の第三者の保証を加えることにおいて価値があるかもしれない。しかし、注意が必要とされる点も存在する。

第一に、会計規制は既に存在し、よって企業には遵守義務があるものの、だからといって、直ちにある規制が最適であるとはいえない。企業のディスクロージャー規制を正当化（あるいは否定）し、かつまた最適な規制の水準を達成するには、企業の情報開示の経済的影響の研究を通じて規制のコスト/ベネフィットの知見を積み重ねていくことが必要と考えられる¹⁰⁾。会計規制のコスト/ベネフィットを測定すること、および最適な規制を達成することは一般にま

6) Healy and Palepu (1993) 稿においては、経営者と投資者という二主体間の利害の相違となっているものの、現実の企業の情報開示環境においては、債権者・金融機関（資本仲介者）、アナリスト（情報仲介者）および規制者といった利害関係者たちも、立場や状況といった属性が異なれば、利害は一致しないと考えられる。以下、本稿では特に断ることはしないが、資本市場を中心としつつも契約によるものを除く様々な市場という視点をも含め、全ての利害関係者間の相互作用による情報開示の経済的影響を検討対象としている。

7) 規制費用については、Watts and Zimmerman (1986, 邦訳 158 - 162) 参照。

8) こうした制度的開示 (compulsory disclosure) は、発行市場での開示および流通市場での開示に分けられる。1 億円以上の有価証券を発行して不特定多数の投資者から資金を調達する場合、「有価証券届出書」、「発行登録書（発行登録制度を利用する企業）」および「目論見書」を作成・開示し、さらに以降も定められた時期に「有価証券報告書」、「半期報告書」および「臨時報告書」を継続作成・開示しなければならない。証券取引法の規定による現行のディスクロージャー制度の概要については、谷口 (2003) が詳しい。

9) 「企業内容等の開示に関する内閣府令」、「財務諸表の用語、様式および作成方法に関する規則・同ガイドライン」、各種計算書の作成基準および各財務諸表項目に係る会計基準、またそれぞれの実務指針は、これら例示である。

10) 開示を含む会計規制については、Watts and Zimmerman (1986, 邦訳第 5 章)、および大石 (2000) 参照。

た別の困難を伴う課題であると考えられるものの、これらが重要な会計学の論点であることは疑いない。第二に、Healy and Palepu (1993, p. 3) が指摘するように、「基準はさまざまな相違する利害集団（例えば、監査人、投資者、企業経営者および規制者）の妥協の産物」である。すなわち、ある基準が特定の主体の経済厚生に影響を及ぼし、かつ主体間に利害の相違があるとすれば、基準の設定プロセスに影響を及ぼそうとのインセンティブが存在すると考える。このとき、もしも最適な規制の水準が判明していたとしても、政治的な妥協の産物として現実の規制の水準は決定されるかもしれないのである。さらに、規制者でさえも、公共の利益を第一に考えるのではなく、自らの経済的動機をもって行動する可能性をも考える必要がある。

以上、企業の情報開示がなされる環境を特徴付ける三つの決定的な条件を取り上げ、意義および生じうる問題について簡単な説明を加えつつまとめ、本稿の議論の出発点を明示した。情報の非対称性、有用性および信憑性といった用語が、開示がなされる環境を考えるうえで鍵となる。途中で示唆してきた幾多の経済的・制度的要因を考慮しなければならないという理由で、研究するものにとって困難ではあるが挑戦的な学問領域であることの一端は、不十分ながらも示唆できたのではないかと考える。これら①～③の条件から導き出される、財務報告・開示を研究するものにとっての重要な問いとしては、a) 情報の非対称性がもたらす問題を緩和するために企業の情報開示が果たす役割、b) 経営者による情報開示の決定に影響する要因、および c) 情報開示が利害関係者に及ぼす影響を考えることができる¹¹⁾。次の第2節では、これらを説明しようである。妥当な解答を得ようと展開されてきた議論を扱っていくものとする。

2. 情報開示の経済的影響および決定要因に関する議論

本節では、どのような場合に経営者が情報を開示する、あるいはしないというインセンティブを持つのかという点について、これまで理論的・実証的文献で議論されてきたことを中心にみていく。2-1節ではまず、情報開示のコスト (cost: 費用) およびベネフィット (benefit: 便益) についてまとめる¹²⁾。各利害関係者が経済的動機に基づき、自己の経済厚生 (すなわち効用) を最大にすべく行動すると、われわれは仮定してきた。さらに、最終的な意思決定を下す前に、各利害関係者は自らの行動の帰結を考慮すると仮定するのは自然である。市場の不完全性または外部性といった要因が存在しないとすれば、企業はコスト/ベネフィットを考慮して情報開示を決定すると予測される。したがって、これら要因を特定することには重要性が存するといえる。続く2-2節では、情報開示の費用便益分析を受け、情報開示の決定要因、換言すれば経営者による情報開示の動機あるいはインセンティブについて議論する。議論がそれぞれのサブ・セクションで重複しているが、その理由は、情報開示のコスト/ベネフィットと情報開示の決定要因の間に密接な繋がりが存在するためである。

11) Healy and Palepu (2001, p. 410) 参照。原著では、もう一つ「経営者の開示の信憑性を高め、新規情報を明らかにする監査人と情報仲介者の有効性」が掲げられていたものの、本稿のスコープではないため省略し、またその他のものについても表現を一部変更している。なお、各項目の具体的なリサーチ・クエスチョンの内容については、Healy and Palepu (2001, p. 411/Table 1) を参照されたい。

12) 情報開示の費用便益分析と換言できる。しかしながら、費用という用語は、会計学において、企業の経営活動において消費された財・サービスの価値減少分を指すのが一般的である。よって、混同を避けるために、邦文での原著および海外文献の邦訳で費用とされているものから参照する以外は、コストおよびベネフィットという表記を本稿では一般的に用いている。

2-1. 情報開示のコストおよびベネフィット

本節では、FASB (2001, Ch. 4) および AICPA (1994 = いわゆる *Jenkins Report*, 第 4 章)¹³⁾ に基づいて、主として情報を開示する企業あるいは経営者の側から情報開示のコスト/ベネフィットに関する議論をまとめる。企業による情報開示のコスト/ベネフィットについては、当該論点を扱った数多くの文献において触れられているところである¹⁴⁾。FASB (2001) および AICPA (1994) を取り上げるのは、われわれが入手することができた限りでは、両報告書が論点についてより包括的かつ詳細な議論を提供していると判断したためである。

以下では、まず情報開示のベネフィット (B) として B- ①資本コストの低減、B- ②(他の会社の情報の利用者として) よりよい意思決定の可能性および B- ③訴訟コストの低減を挙げ、それから情報開示のコスト (C) として C- ④情報開示の直接的費用、C- ⑤競争上の不利益、C- ⑥訴訟コストの発生の可能性および B/C- ⑦その他という順で簡潔に説明していく。

B- ① 資本コストの低減¹⁵⁾

資本コストとは、「資本の提供者が要求する収益率の期待値」(仁科 1997, 207 頁) をいい、情報の非対称性や不確実性の程度にその大きさは影響されうる。先に、経営者が自社の状況に関して企業外部の利害関係者よりも情報優位にあるとした。情報優位にある経営者から他の利害関係者へと企業状況の把握・評価にとって重要な私的情報が移転されるため、情報開示がなされることで事前の情報の非対称性は(比較的)縮小することになる。情報の非対称性の縮小は、例えば、売り買いの価格差 (bid-ask spread) の縮小、アナリスト間の利益予測の散らばり (dispersion) の縮小、証券自体の市場流動性の向上、証券市場の流動性の向上、機関投資家の所有の増加、取引コストの低減、および証券の取引高の増加といった各々が複合的に絡まりあった要因から生じる数多くの影響をもたらさう¹⁶⁾。ゆえに、証券取引に関わる利害関係者

13) FASB (2001) は、自発的開示 (voluntary disclosure) の拡大を主たる検討対象としている。ここで自発的開示とは、「主として財務諸表以外の開示をいい、GAAP または SEC の規定で明示的に要求されていないもの」(Ibid. p. 5) と定義される。また、AICPA (1994) は、有益な開示、すなわち「その有用性を上回る費用を伴うとしても、意思決定に有用な情報を意味するものである」(同書、邦訳 86 頁) 開示のみを分析対象とする。しかしながら、議論は企業の一般的な情報開示に適用可能と考えられ、両者が列挙する項目の殆どは重複するものである。

14) 例えば、Eccles et al. (2000, 第 7 章) は、情報開示向上の 5 (+1) つの主要な外的効果 (内的効果) として、①経営者に対する信頼性の向上、②長期的投資家の確保、③多数のアナリストの獲得、④新規資金調達 の容易化、⑤より高い株価および (+⑥企業経営の開示) を掲げている。これらは以降で指摘する情報開示のベネフィットであって、彼らは「経営者の見解」において言及された幾つかの項目で情報開示のコストについて触れている。

15) 本文中では言及しないものの、ここでの資本コストの低減は「平均して」であることを指摘するのは重要かもしれない。「便益は、あらゆる状況におけるあらゆる企業が有益な情報の増加から資本コストの低下の便益を受けることを意味するものではない」(AICPA 1994, 邦訳 87 頁) とされる。当然のこと、全ての企業が情報開示によって資本コストを引き下げうると考えるのは自然ではない。また、資本コストは、自己資本コストおよび他人資本 (=負債) コストを含んだ概念である。

16) 企業と市場との間の情報の非対称性を低減するために情報を公開することで、証券の市場流動性が高まり、より多くの投資者を惹きつけることで証券取引の増加によって、企業の資本コストを低下させることを数学的に示した理論モデルについては、Diamond and Verrecchia (1991) 参照。また、太田 (1998) も、証券の流通市場において、情報の非対称性をもたらさう影響を議論している。

にベネフィットをもたらすばかりでなく、社会全体にとってもより効率的・効果的な資本の配分を可能とし、これは翻って、情報開示を実施する企業の資本コストを低減させ、企業価値を増加する¹⁷⁾。

B-②（他の会社の情報の利用者として）より優れた意思決定の可能性

ある企業は、また別の企業の財務・非財務情報等の利用者でもありうる。ここでも、経済活動における相互作用は機能する。したがって、情報を開示する主体となっている企業にとっても、他の会社の会計情報の利用者となったさいには、相手企業の情報開示によって状況に通じたうえでより優れた意思決定を実施できる可能性が高まることとなる。

B-③ 訴訟コストの低減

企業は、十分な開示を行わなかったために損害を被ったことを理由として、利害関係者から訴訟を提起されるかもしれない。十分に情報有用な開示（informative disclosure）を実施している企業にとって、訴訟は提起されれば費用を生じせしめるものではあるが、その危険性は一般に低いものであって、かつこうした社会的に非生産的な訴訟のさいのより良い抗弁は可能である。これらは、特に欧米で問題になると思われる訴訟コストを低減することになる¹⁸⁾。

C-④ 情報開示の直接的費用

開示には、必要な情報を収集し、処理し、公表しかつ制度的に要求されるならば監査を受けるコストが不可避免的に伴い、企業—正確には、現在の株主—が負担することになる。経理部門に所属する従業員数、整備された会計システムおよびいわゆる決算費用項目の存在といった要因を考察するというどちらかといえば直感的な理解ばかりではなく、柴・伊藤（2000）および柴（2001）でのアンケート調査¹⁹⁾の結果からも示されるように、経済財としての開示情報作成には少なくない直接費がかかる。加えて、AICPA（1994）では、「すでに開示された情報についての質問に回答するために発生する作成、公表の費用」（同書、邦訳 89 頁）についても、このなかに含まれるとする。インターネットおよび情報技術を利用した情報開示によって、報告についての直接費を減少削減しうるものが期待されてはいるものの、作成その他の費用項目は影響を受けないと予想される。

17) 資本コストが低下すれば、他の条件を一定として、企業価値が向上することはその計算式（例えば、本稿の脚注 27 および 30）をもちだすまでもなく明らかである。

18) Eccles et al. (2000, 158 頁) 参照。

19) 柴・伊藤（2000）の郵送によるアンケート調査—さらに、柴（2001）は、同調査の質問項目および自由記入を含む回答を詳細に掲載した資料—では、平成 11 年 12 月 1 日時点で全国の証券取引所の第 1 部・第 2 部に上場する会社—2,407 件発送、372 件回収、回収率 15.45%—に、強制的（法的）・自発的な企業内容開示のメリット・デメリットなどを問うている。そのうち例えば、質問 1(2) では強制的（自発的）開示について、①事業経営面での影響、②資金調達面での影響、③社会的評価への影響、④他企業への影響、そして⑤情報作成のコストというそれぞれの項目に対して、メリットがあるか否かを 3 点尺度—メリットがあれば 1、メリットがなければ 3—で回答することを企業に依頼しているが、⑤の情報作成のコストは強制的開示で 40.0%（平均ポイント 2.28）、自発的開示で 35.2%（同、2.21）の 3 点の評価、すなわちメリットのない項目であるとされ、他の四つの項目との差異が際立っている。また、孔（2002）は、1980 年前後にアメリカでなされた、情報開示の直接費に関する調査を紹介している。

C-⑤ 競争上の不利益 (competitive disadvantage)

企業が事業活動にとって重要な情報を開示すれば、同業他社の意思決定の質やスピードを改善することで自社にとって競合する市場において利益を減じるものとなったり、また関係者間の利害の不一致を前提とすれば、サプライヤー、顧客、従業員および政府に対して交渉上有利な状況を創出したりすることから不利益をもたらさう。他の利害関係者との(交渉を含む)なんらかの利害の競争への影響として捉えれば、これら競争上の不利益は、会社にマイナスの効果をもたらすものである。競争上の不利益を生じさせるか否かおよびその程度は、一般的には四つの要因—開示対象者、情報の種類、詳細さの程度および開示時期—が決定要因となろう(AICPA 1994, 邦訳 93 頁²⁰⁾)。例えば、情報の種類としては日常業務に関する情報よりも製品開発情報、詳細さの程度ではセグメント別情報のようなより詳細な情報、そして開示時期では適時かつ事前の情報は、より大きな競争上の不利益を導く傾向にあるものと考えられる。

C-⑥ 訴訟コストの発生の可能性

先に B-③で、訴訟コストの低減を情報開示のベネフィットの一つであるとした。しかし、ここでの議論と齟齬をきたすものではなく、追加的な情報の提供、特に企業の将来予見情報(forward-looking information: 予測情報)のようないわゆる「ソフト」情報の開示は、事後的に訴訟を引き起こす恐れがある。また、偶発的な事象によって予期されなかった予測誤差が発生したこと、および経営者が利害関係者を誤導しようとしてバイアスのある利益予測を公表したことの判別は、状況によっては立証困難かもしれない。さらに、十分に情報有用な開示がなされていたとしても、提起されれば訴訟は企業にコストをもたらすのは前述のとおりである。ゆえに、訴訟が起こるかもしれないことからもたらされるネットの効果は、それらが存在することは理解できても、現実的にわれわれが把握するのは困難である。

B/C-⑦ その他

自発的開示の潜在的なベネフィットとして、FASB (2001) では、信憑性の向上および IR (Investor Relations) の改善が掲げられる。その他、FASB (2001) は企業のほかに社会という視点から、また AICPA (1994) は株主や事業体のほかに経済全体および社会という視点から、開示のコスト/ベネフィットを論じている。

2-2. 情報開示の決定要因

本節では、前 2-1 節の情報開示のもたらさうコストおよびベネフィットの議論を受けて、企業による情報開示の決定要因あるいはインセンティブについて Healy and Palepu (2001) に基

20) 同報告(邦訳 93 頁)は、情報開示が競争上の不利益に影響を及ぼすという考え方と相容れない企業行動が存在することを示唆する。すなわち、競合相手を意気消沈させるものであれば、情報開示は不利益ではなく、開示企業にとっての利益をもたらすことも考えられる。したがって、競争上の不利益という用語は間違っていないものの、状況によっては、マイナスの不利益—したがって、利益—もたらすかもしれないことを記すことは重要である。また、FASB (2001) では、競争上の不利益を理由にした情報開示の差し控えについて、同様の議論—一般化の困難性と表題が付される—および多くの情報は公表前に既に競合者に知られているという事実を提示したうえで、経営者に実態にそくした判断を求め、「いずれにしても、競争上は取り扱いに慎重を期すべき (sensitive) 情報の開示を制限できるということは、必要とされる開示を回避する言い訳として用いられるべきではない」(Ibid. p. 19) と結論付けている。

づいてまとめていく²¹⁾。彼らは、「情報の非対称性、企業開示および資本市場：実証開示文献のレビュー」とタイトルの付された論文で、資本市場の環境における経営者の報告および開示決定を分析するためのフレーム・ワークを構築しかつリサーチ・クエスチョンを設定し、アーカイバル手法を用いてなされた実証研究の包括的なレビューを提供する。彼らの論文の第5節 (*Ibid.* pp. 418 - 426) では、経営者の報告決定の決定要因と考えられる項目—したがって、彼らは仮説とも言及—の列挙および関連する実証研究のレビューがなされる。ここでも、目にするのできた文献のうち、われわれが Healy and Palepu (2001) 稿を参照するのは、決定要因の部分集合ではなく、より包括的な議論の提示がなされているためである。

Healy and Palepu (2001, pp. 420 - 426) では、経営者の自発的な情報開示に影響を及ぼすと考えられる決定要因 (D: Determinant) について、先行する理論的あるいは実証研究が示唆してきたものを掲げている。以下で六つを列挙してから、それぞれについて簡単に説明を加える²²⁾。

- D- ① 資本市場の取引 (capital market transaction)
- D- ② 企業の支配権獲得競争 (corporate control contests)
- D- ③ 株式報酬 (stock compensation)
- D- ④ 訴訟コスト (litigation cost)
- D- ⑤ 経営者の能力のシグナリング (management talent signaling)
- D- ⑥ 所有者コスト (proprietary costs)

D- ① 「資本市場の取引」 仮説は、B- ①資本コストの低減と関連し、すなわち、経営者は積極的な自発的な開示によって情報の非対称性から生じうる問題を緩和し、外部資金調達のコストを低減しようという目的をもって情報開示を決定するかもしれない。D- ② 「企業の支配権獲得競争」 仮説では、企業価値の増大をする努力を怠ると CEO (最高経営責任者) の交代、TOB (take over bid) のような敵対的買収、あるいは経営陣の変更によって企業支配権を失う恐れがあって、経営者は企業の過小評価を回避し、あるいは現在の悪い株価および利益のパフォーマンスを正当化するために情報開示をおこなうと考える。また、経営者の報酬に基本給ばかりでなく、ストック・オプションなど株価や利益といった業績連動型の要因に左右される部分が存在する場合、インサイダー取引規定への抵触を避け、株式の流動性を高め、かつ株価を高水準に保つといった理由で情報開示を行うことが予想され、D- ③ 「株式報酬」 仮説は、このとき妥当な理由を提示するものかもしれない。D- ④ 「訴訟コスト」 仮説は、前節 B- ③および C- ⑥ と関連し、したがって両方ネットの効果からは、はっきりとしない経営者による情報開示の動機が示唆される。すなわち、十分に情報有用でない開示による訴訟によるコスト発生の可能性は、情報開示を増大させる要因となるものの、反面、追加的な情報の提供、特に企業の将来予見情報のようないわゆる「ソフト」情報の開示を潜在的に減少させる要因とも考えられる。D- ⑤ 「経営者の能力のシグナリング」 仮説は「経営者の評判」 仮説とも言い換えられ、経営者のパフォーマンスを継続的に評価している経営者労働市場からの圧力によってもたらさ

21) わが国の最近の文献としては、古市 (2003) および中久木 (2002) が関連分野を含むサーベイを、須田他 (2002) が議論を提供している。

22) その他、Healy and Palepu (2001) では明示されていないものの、企業規模が開示に影響を及ぼすとの説明もなされる。例えば、Lang and Lundholm (1993, pp. 250 - 251) では、情報の作成 (preparation) 費用には企業規模に依存しない固定費が存在すること (C- ④と関連)、大企業ほど資本市場での取引からの利益は大きいと予想されること、および大企業ほど訴訟による賠償額は大きいと考えられること (B- ③と関連、また Skinner 1994 参照) から、企業規模が大きいほど情報開示に積極的になる可能性について示唆されている。

れる。利害関係者を誤導するような情報を公表する経営者は、評判失墜という自らの評価の低下に苦しむだろう。かような前提のもと、経営者は自らの高い能力を市場に対して示すために、情報有用な開示を適時に継続して実施するように動機付けられるかもしれない²³⁾。所有者コストとは、「開示に関連するコスト (disclosure-related cost)」（Verrecchia 1983, p. 181）をいい、また所有者情報とは「情報を賦存されている企業のキャッシュ・フローの現在価値を、その開示が減少する情報」（Dye 1986, p. 331、イタリックは原文）と定義される。D-⑥「所有者コスト」仮説は、2-1 節の情報開示のコスト/ベネフィットでいえば、C-⑤競争上の不利益と関連するものでもある。すなわち、経営者は自らの競争上の地位を減少するような情報を開示することを選好しないと考えられるので、所有者コストの存在は情報開示を減少させる要因となる。これらを原因とする経営者による裁量的な情報のインセンティブについては、数学モデルを用いた理論的研究が展開されている領域である。そこでは、先の 1-2 節の開示環境の条件とは異なるものではあるが、経営者と投資者の利害対立は存在せず、したがって開示の信憑性が問題とならない仮定のもとで、経営者の情報開示のインセンティブが調査されている²⁴⁾。

本節では、情報開示のコスト/ベネフィットについて考察し、その決定に潜在的に影響を及ぼしうる要因についてまとめてきた。次節では、これら妥当性についての証拠を得るためになされてきた最近の実証研究の幾つかをレビューする。

3. 関連する主要な実証研究

前節の理論的な議論からもたらされる、経営者の情報開示に影響を及ぼしうる様々の要因は、実証研究がなされるさいの理論仮説でもある。アーカイバル手法（本稿の脚注 2 参照）を用いた実証研究について、Healy and Palepu (1993) 稿は、「(実証研究は) 投資者と効果的に意思伝達する開示戦略を形成するさいに、経営者にとって有用な証拠は殆ど提供していない」(Ibid. p. 8) としていた。当時—1990 年代初頭—から 10 年余が経過し、Healy and Palepu (2001) および Core (2001) では、当該領域で蓄積された広範な知見が包括的にレビューされ、議論が提供されるに至っている。わが国においても最近になり、中久木 (2002, 第 5 節) および古市 (2003, 第 3 節) などで経営者の情報開示のインセンティブを扱った実証研究の知見の一部が簡潔に紹介され、また音川 (2000) および須田他 (2002) では日本企業のデータを用いた実証研究の結果が報告されている。さらに、戦略的な情報開示という概念の浸透もみられ、例えば『証券アナリストジャーナル』(1998 年 7 月号) では「情報開示」、また『金融ジャーナル』(2001 年 3 月) では「戦略的な情報開示とは」と表題付けられた特集記事が組まれているほか、本稿が文献表に載せたもの（一部）だけでも IR (Investor Relations) という観点から情報開示にアプローチしようとする試みも盛んになされていることが窺い知れよう²⁵⁾ (例えば、甲斐 2001、近藤・岩

23) 経営者労働市場が、経営者による情報生産のインセンティブを与えるとのより詳細な議論は、例えば Scott (2003) の Sec. 12.3.3 (加えて、前提的な議論として Sec. 10.2) でなされている。

24) 最近の研究動向を知るには、Verrecchia (2001) および Dye (2001) によってなされたサーベイが参考になる。また、椎葉他 (2002) において、代表的なモデルの詳細なレビューを提供している。

25) しかしながら、IR (Investor Relations) が議論される場合、どちらかといえば、情報の非対称性を低減し、企業価値の増大については経済全体にとってプラスの効果をもたらすという面が強調される傾向にあるように思われる。これらは、その定義からも伺えるものである (例えば、ディスクロージャー研究会編 1994, 79 頁)。本稿では、情報開示のインセンティブをより広範な視点から扱うことを目的としており、IR (Investor Relations) を明示的に扱ってはいない。

田 2001、神谷 1994、藤井・寺坪 2000、佐藤 2003、およびディスクロージャー研究会編 1994/第 7 章＝勸角インベストメント株式会社担当)。こうした状況に鑑みて、当該領域の実証研究で検討対象とされている論点および採られている実証手法についての知識を得ることを主たる目的として、本稿ではそれぞれの研究をみていくこととする。

なお、何度か指摘したように、会計は高度に規制された経済活動の一領域であり、相当に広範かつ詳細な情報開示が法的すなわち強制的に既に要求されている。強制的に開示が要求されるものについては、情報開示の経済的影響に基づく経営者の開示インセンティブは問題にならない。なぜなら、単に法的に要求されるがゆえに開示がなされているからである。したがって、強制的ではなく自発的になされる開示 (voluntary disclosures: 自発的開示) についての経済的影響および経営者のインセンティブに焦点を当て、一連の実証研究は実施されてきている²⁶⁾。

3-1. 主要な実証研究のレビュー

本節では、研究の手法および知見が引用・参照されることの多い① Botosan (1997) および本人らによる再検討論文② Botosan and Plumlee (2002) を幾らか詳細にみて、アーカイバル手法に基づく実証研究の概観を与える。両論文は、情報開示と株式発行による資金調達コストとの関係を分析したものである。それから、情報開示と負債のコストの関連を調べた③ Sengupta (1998)、情報開示が株価に与える影響を多面的に議論した④ Healy, Hutton and Palepu (1999)、および⑤その他関連する実証研究の順にレビューしていく。なお、これらのうち① Botosan (1997)、③ Sengupta (1998) および④ Healy, Hutton and Palepu (1999) は、情報有用な開示のベネフィットを扱った研究として、FASB (2001) において著者自らによる梗概 (synopsis) が報告されている (*Ibid.* Appendix B/ pp. 35 - 41) ため、項目を区切ってフォローしたものである。

① Botosan (1997)

Botosan (1997) は、企業による自発的な情報開示政策が資本コストに及ぼす影響について調査する。先に議論がなされた、情報開示の資本コストの低減効果 (B- ①) あるいは D- ①「資本市場の取引」から導かれうる動機からの仮説に基づき、Botosan (1997) は、自発的な情報開示を積極的に実施している一すなわち、開示レベルが高い一企業ほど自己資本コストが低いという仮説 (仮説 1) を設定した。当該仮説を実証的に検定するためには、企業の自発的な情報開示のレベルを代理する指標が必要であり、かつまた企業の自己資本コストを推定しなければならない。研究目的にとって適切なデータが利用可能であった 122 社の米国の機械設備産業 (machinery industry) に属する企業のサンプルについて、Botosan (1997) は、1990 年の年次報告書における自発的開示を、①背景情報、②過去の結果の要約、③主たる非財務統計値、④計画に関する情報および⑤経営者による討議と分析 (MD&A) の五つの観点から自らで評価し、当該評価点をウェイト付けすることによってある j 企業の開示スコア ($DScore_j$) を算定し、企

26) Healy and Palepu (2001) は、経営者の報告決定に関する研究を「実証的会計理論 (positive accounting theory)」とよばれるもの、および本稿が対象とする「自発的開示文献」の二つの領域に分類する。ここで、実証的 (positive) という用語は、現実世界の事象をより上手く予測しようと試みる理論の存在を意味し、実証的会計理論の実証研究では、企業経営者による会計政策の選択行動に影響を及ぼすインセンティブに焦点が当てられる (Watts and Zimmerman 1986 参照)。これに対し、自発的開示文献では、経営者の開示決定、すなわちある特定の情報を開示するか否かのみを決定する要因を調査することに関心を有している。

業の開示レベルの指標とした。統計的検定においては、各企業の開示スコアのランキングは、サンプル企業数でさらに除かれ、開示レベル上昇とともに向上する開示ランク ($DRANK_j$) が利用される。自己資本コスト ($r_{E/BV}$) は、Ohlson (1995) に依拠した、いわゆる残余利益評価モデル (Residual Income Valuation Model) を用いて推定された²⁷⁾。彼女はまず、開示ランク ($DRANK_j$) と自己資本コスト ($r_{E/BV}$)、またリスクの代理変数として 1991 年 5 月 31 日までの 5 年間の月次株式リターンを用いた株式の市場ベータ ($BETA$)、企業規模の代理変数たる 1990 年末の株式時価総額 ($MVAL$) および企業をフォローするアナリスト数 ($ANALYST$) の五つの変数のピアソン (積率) 相関係数を算定した。この結果、リスクおよび企業規模は自己資本コストと高い相関があり、多重共線性²⁸⁾ が問題になると考えられた。したがって、Botosan (1997) の研究では、これら変数をコントロールしたうえで開示レベルと自己資本コストの関係がモデル化され、以下の多重回帰モデルが設定された。

$$r_{E/BV_t} = \gamma_0 + \gamma_1 BETA_t + \gamma_2 DRANK_t + \gamma_3 MVAL_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

調査の結果、開示ランク ($DRANK_j$) の係数 γ_2 は -0.021 という予想されたマイナスの符号ではあったものの、統計的に有意なものではなく ($t = -0.812$, $p\text{-value} = 0.2093$, 片側検定)、仮説 1 は採択されえない。したがって、開示ランクで代理される情報開示のレベルが向上しても、自己資本コストは影響を及ぼされないかもしれない。

Botosan (1997) は次に、アナリストによって作成されるレポートは、証券市場にとっては、企業の自発的な情報開示に代用されるものかもしれないと考えた。すなわち、彼女の調査した年次報告書中の自発的開示は、情報源である年次報告書を通じてよりも、むしろアナリストの書くレポートを通じて証券市場に伝達されるかもしれない。伝達される度合いは、高いアナリストのフォローのある企業ほど大きいと考えられたため、フォローしているアナリスト数 ($ANALYST$) の中位値でサンプル企業を二分割し、10 名以上の群と 9 名以下の群に分けた。このとき、自己資本と開示レベルの関係は、より多くのアナリストにフォローされている企業ほど統計的に有意なものではなくなるという仮説 (仮説 2) が導かれる。分析のため、フォローする人数が 9 名以下であれば 1、それ以外は 0 という二つの値をとる定数項ダミー変数 (DU) が新たにモデルに組み込まれ、次の多重回帰モデルが設定される。

27) 一般的に自己資本コストの推定で用いられる、資本資産価格形成モデル (CAPM) は、市場ベータ (β) のみが資本コストに影響を及ぼすと仮定するため、企業毎の開示レベルの差異と自己資本コストの間の関係を調べるには適していない。このため、Ohlson (1995) モデルがもちいられる (Botosan 1997, p. 337)。自己資本コストを r 、簿価を b 、利益を x 、 t 期の株価を P_t とすると、配当割引モデルとクリーン・サープラス条件から、企業評価モデル $P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t[\chi_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}]$ が導かれる。この企業評価モデルは、無限期間の異常利益—すなわち $[\chi_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}]$ —を必要とする。しかしながら、こうしたデータは入手可能ではなく、Botosan (1997) では、終末期 T を区切って上記の式を変形した式、

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^T (1+r)^{-\tau} E_t[\chi_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}] + (1+r)^{-T} E[P_T - b_T]$$

における T を 4 に設定し、ノーテーションに該当する財務データおよび Value Line 社の予測値から資本コストの推定値を得ている。推定値の妥当性チェックを含めてより詳細には、原著 (*Ibid.* pp. 336 - 342) を参照のこと。また、連絡いただければ、いわゆる EBO (Edwards-Bell-Ohlson) モデルの導出についての式展開は上枝からも入手できる。

28) 多重共線性については、例えば、山本 (1995, 104 - 109 頁) を参照。

$$r_{E/BV_t} = \gamma_0 + \gamma_1 DU_t + \gamma_2 BETA_t + \gamma_3 DRANK_t + \gamma_4 DRANK_t \times DU_t + \gamma_5 MVAL_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

結果は、開示ランクの係数 γ_3 は 0.035 であり、かつ統計的に有意なものではなく ($t = 0.994$ 、 $p\text{-value} = 0.8387$ 、片側検定)、アナリストのフォローの高い企業にとって、開示レベルの向上が自己資本コストを低めるとの関係は見出せなかったことを示している。しかし、(2) 式の $DRANK_t \times DU_t$ の係数 γ_4 は -0.132 と予測された符号であって、かつ統計的に有意なものであった ($t = -2.460$ 、 $p\text{-value} = 0.0078$ 、片側検定)。したがって、アナリストのフォローの低い企業にとっては、自発的な情報開示の増大は資金調達コストを低減する方策の一つであること、および開示ランク ($DRANK_t$) が 1 単位向上すると $9.7\% (-0.132 + 0.0035)$ — 開示スコア ($DScore_t$) 1 単位に換算すると 2.8% — の自己資本コスト低減効果のあることが示されたこととなる。

② Botosan and Plumlee (2002)

Botosan and Plumlee (2002) は、サンプルを一般化し、かつ自発的開示の形態の相違が企業の自己資本コストに及ぼす影響を調査することを企図して、先行する Botosan (1997) 研究を拡張する。かような目的のため、Botosan (1997) での 1 業種かつ単年度から 43 業種で 11 年間 (1985/86 - 1995/96) へとサンプル・セレクションの範囲は拡張され、適切なデータが全て利用可能であった 3,618 企業 / 年度へと最終的な検証サンプルの数は飛躍的に増加された。自発的開示のレベルを測定する指標としては、Botosan (1997) の独自の方法で算定された開示スコアに代わるものとして、AIMR (米国投資管理・調査協会；通称「米国証券アナリスト協会」) のレポートに示される、アナリストによる開示の質の格付けが用いられた²⁹⁾。AIMR レポートでは、同一業種のなかでの当該企業の総合スコアあるいはランクに加えて、企業の開示を (1) 年次その他要求される報告、(2) 四半期その他公表情報および (3) IR (Investor Relations)、の三つのカテゴリーに分けたスコアあるいはランクが提供される。Botosan and Plumlee (2002) は、企業 i の自発的開示の形態毎の開示の質を示す代理変数として、総合ランクに基づく $RTSCR_i$ 、年次報告に基づく $RANLSCR_i$ 、その他公表情報に基づく $ROPBSCR_i$ 、および IR (Investor Relations) 情報に基づく $RINVSCR_i$ がそれぞれ定義された。期間 t の自己資本コスト (r_t) は、Botosan (1997) におけるものとは異なり、いわゆる配当割引モデルによって推定された³⁰⁾。システムティック・リスクをコントロールする変数として月次証券リターンから推定された市場ベータ ($BETA_t$)、かつ先行研究の示唆によって企業規模をコントロールする変数として株式の時価総額の対数値 ($LMVAL_t$) が含まれ、以下の多重回帰モデルが設定される。

$$r_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BETA_{it} + \gamma_2 LMVAL_{it} + \gamma_3 RDSCR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

29) AIMR 報告書 (正式には、Association of Investment Management and Research Corporate Information Committee Reports) の内容については、あとで触れる Healy, Hutton and Palepu (1999) の第 2 節 (pp. 490 - 496) に詳しい。また、わが国でも、1995 年から日本証券アナリスト協会 (SAAJ) が企業開示の質の評価を実施している (詳しくは、松島 1998 および須田他 2002—その (2) 一参照)。さらに、アナリストの果たしている役割自体については、ディスクロージャー研究会編 (1999) の第 8 章の太田 (八十雄) 稿 (「ディスクロージャーの限界とアナリストの役割」) が参考になる。

30) $T = 4$ とおいて、式 $P_t = \sum_{\tau=1}^T (1+r)^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}] + (1+r)^{-T} P_T$ にデータを当てはめ、あるいは必要なデータを推定することによって、自己資本コストはもたらされた。ここで d_t は一株当たり配当を示し、その他のノテーションおよび詳細は本稿の脚注 27 を参照。

ここで $RDSCR_i$ とは、ある企業の特定年度の開示の質を総称したものであって、実際の分析にあたっては、さきに説明した代理変数は単独で、あるいは結合— $RANLSCR_i$ 、 $ROPBSCR_i$ および $RINVSCR_i$ —して用いられる³¹⁾。

Botosan and Plumlee (2002) では、総合ランクに基づく $RTSCR_i$ のみを開示の質の代理変数とした多重回帰モデルの係数 β_3 の値は、予測に反して 0.003 と正の符号かつゼロと統計的に有意な差があるものではなかった。しかし、自発的開示の形態を考慮した場合、年次報告に基づく $RANLSCR_i$ の係数は -0.007 であり、かつ 5% 水準でゼロとの有意差を検出した。また、同一モデルに含まれたその他公表情報に基づく $ROPBSCR_i$ の係数は、0.013 と予測に反して正值かつ統計的に有意なものであった。その他公表情報に基づく独立変数 $ROPBSCR_i$ は、単独で回帰式 (3) で推定されても、同様な結果をもたらしている、これら主要な彼女らの検証結果は、次のようにまとめられるかもしれない。すなわち、年次報告書における開示レベルが高いほど、自己資本コストは低減されるという関係がある一方で、四半期報告などに代表されるその他公表情報については、開示レベルが高いことは資本コストを逆に増大させる可能性がある³²⁾。

③ Sengupta (1998)

Sengupta (1998) は、企業の情報開示の（自己資本ではなく）負債による資金調達のコストへの影響について調査する。適時かつ詳細な情報の開示は、潜在的な債権者にとって企業のデフォルト・リスクを相対的に下げる効果を持っていると推測されるため、企業が情報開示を充実させることは負債コストを低減させるのではないかとの仮説設定がなされた。Sengupta (1998) では、AIMR の前身である FAF（証券アナリスト協会：Financial Analysts Federation³³⁾）のレポートの開示評価点を適宜変換した尺度を、企業の開示レベルの代理として用いて、1987 - 1991 年の期間に起債した企業のうち銀行・保険といった金融業を除いた 100 余の企業 / 年度サンプルを対象として、(1) 開示レベルとムーディーズ (Moody's) による社債の格付けの関係、(2) 開示レベルが社債発行における負債コストに与える影響、および (3) 日次株式リターンの標準偏差で代理される不確実性の程度—高 / 低で二つのグループに分割—が負債のコストに及ぼす影響について分析がなされた。(2) では、従属変数たる負債コストの代理尺度として、起債時点の満期までの利回り³⁴⁾ (yield) および利子費用総額の二つが用いられている。また、負債コストおよび社債格付けに潜在的に影響を及ぼしうると考えられた多数の要因が認識され、(1) ~ (3) を調査するための回帰式におけるコントロール変数³⁵⁾ とされた。

31) したがって、分析対象となった多重回帰モデルは、モデル 1 ($RTSCR_i$)、モデル 2 ($RANLSCR_i$ 、 $ROPBSCR_i$ および $RINVSCR_i$)、モデル 3 ($RANLSCR_i$)、モデル 4 ($ROPBSCR_i$) およびモデル 5 ($RINVSCR_i$) の計五つとなる。

32) Botosan and Plumlee (2002) では、後者の知見に対し、その他公表情報の開示は、ノイズが相対的に大きく、より大きな株式リターンのボラティリティを導くためではないかとの考察を与えている。

33) 改組の経緯などについては、須田他 (2002, (1), 132 頁) を参照。また、評価の概要および生じうる潜在的な問題に関する議論については、Lung and Lundholm (1993, p. 247/ pp. 252 - 253) および Sengupta (1998, pp. 462 - 463) を参照。

34) いわゆる応募者利回り。金利の期間構造については、例えば、仁科 (1997) の第 3 章の第 4 節を参照。

35) コントロール変数は、①起債された債券の特性（例えば、発行価額、償還期限および転換可能性）、②市場全体の状況（米国財務省短期証券の利回りおよびムーディーズの Aaa 格の社債の平均利回り）および③起債会社の特性（例えば、負債比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、異常項目控除前利益を分子にとるマージンおよび資産総額）で三つの群に分けて説明される (Sengupta 1998, pp. 463 - 465)。

設定された回帰式が推定された結果、Sengupta (1998) は、(1) 開示レベルが高い企業ほどより高次の社債格付けを取得すること、(2) 開示レベルが高い企業ほど負債コストは低いこと、および(3) 証券の不確実性が大きいほど、企業開示への依存度は高まり、開示レベルと負債コストの関係性は強固なものとなることといった三つの主たる知見を提供している。

④ Healy, Hutton and Palepu (1999)

Healy, Hutton and Palepu (1999) は、1980 - 1990 年の間に前述の AIMR レポートの開示評価を大幅かつ継続的に向上させた約 100 社を特定し、そうした開示レベルの改善が当該企業に与えた経済的影響について包括的かつ詳細な分析を提供するものである。Healy, Hutton and Palepu (1999) ではまず、開示レベルの向上が評価された年度を境界とした前後の年度で、株式リターン、機関投資家の持株比率、平均の利益予測（の絶対値）からの標準偏差で測られるアナリストの利益予測の散らばり、フォローするアナリスト数で測られるアナリストのカバレッジ、および売り買いの価格差で測られる株式の流動性の五項目それぞれについて、統計的に有意な変動があるかどうか、平均の t 検定およびウィルコクソン検定 (Wilcoxon signed-rank test) を実施した。この結果、開示レベルの向上した企業について予測された通り、株式リターン、機関投資家持株比率、フォローするアナリスト数³⁶⁾および株式の流動性の統計的に有意な増加、かつアナリストの利益予測の散らばりの統計的に有意な減少との知見が得られた。しかしながら、ここで分析結果は、開示とは関係のないシグナル—例えば、同時期の高業績のアナウンス、株式消却・分割あるいは配当増加—が送られたためであるかもしれない。事実、開示レベルの評価が増大した時期に、企業の利益業績は前後の期間と比較して統計的に有意に高い傾向にあった。

彼らは、このため、現在の利益水準および先行研究が示唆する経済的動機に基づく開示の決定要因（リスク、成長率および企業規模）をコントロールし、前述の五つの項目を従属変数として、開示レベル向上を代理する定数項ダミー変数を独立変数とする重回帰分析を行っている。この多変量解析の結果は、開示レベルの向上は、株式リターン、機関投資家持株比率およびフォローするアナリストの数を増大させ、かつまた売り買いの価格差を減少させる、との結果を示唆するものであった。しかし、アナリストの利益予測の散らばりを多重回帰モデルの従属変数とした場合には、推定された開示レベルの向上の定数項ダミー変数の係数は、予測された負の符号ではあったものの、10% 水準でも統計的に有意なものではなかった。

Healy, Hutton and Palepu (1999) は、経営者による開示レベル向上のタイミングを説明する要因を探求した。彼らの分析によると、同時期に AIMR レポートにおける開示評価の向上はなかったと判定された比較企業群と比較して、開示レベルを向上させた企業は、株式および社債の発行による資金調達をより頻繁に実施する傾向にあった。

36) フォローするアナリストの数については、「以前にはアナリストに扱われていなかったデータの経営者による開示の増大は、財務分析からの私的なベネフィットを低下させるものでもあって、これは潜在的にアナリストのフォローを減少させる」(Healy, Hutton and Palepu 1999, p. 498) との記述もなされている。すなわち、経営者による情報開示実務の改善は、情報仲介者たるアナリストにとって必ずしもプラスの経済的影響をもたらすばかりのものではないかもしれない。

⑤ その他関連する実証研究の簡単なレビュー³⁷⁾

Lung and Lundholm (1993) は、FAF レポートでの開示評価と D-①「資本市場の取引」仮説で扱われた開示の決定要因および企業の特徴（例えば、企業規模および業績）との間の関係を調査し、アナリストによる開示評価の高い企業は、企業規模および利益・リターンで測定される企業業績が高いこと、利益とリターンの相関で測定される情報の非対称性は低いこと、および現在または将来において証券を発行することによってより活発に資金調達を行う傾向にあることという三つの主たる知見を得ている。

Skinner (1994) は、NASDAQ 市場からサンプル選択された 93 社の利益予測の自発的開示の政策について詳細に調査した。Skinner (1994) は、利益公表に先立って公表される自発的な利益予測の内容は、利益の減少に関するものが利益の増加に関するものよりも多いとの結果を得ている。Skinner (1994) では、利益公表日の大幅な株価下落は潜在的な訴訟のリスクを増大させるものであるため、これを前もって発表し (D-④「訴訟コスト」仮説と関連)、かつ利益減少というパッド・ニュースを適時に開示し損なうことによる経営者の評判失墜を避ける (D-⑤「経営者の能力のシグナリング」仮説と関連) という要因が働いているかもしれないことが議論される。

Frankel, McNichols and Wilson (1995) では、企業の資金調達活動および利益予測の公表で代理される自発的開示のタイミングの関係が調査される。彼らは、企業規模および所属産業（一般事業会社と公共事業会社）をコントロールすれば、一般事業会社では、外部資金調達する企業は、長期的には利益予測を自発的に開示する傾向にあるとの結果を得ている。しかしながら、短期的すなわち資金調達の直前にとくに自発的開示を行うわけではなく、かつ経営者による利益予測は、アナリストの予測および事後的な実現利益と比較してシステムティックに歪められているとの証拠はなかった。彼らは、上記 Skinner (1994) と同様に、D-④「訴訟コスト」仮説および D-⑤「経営者の能力のシグナリング」仮説による情報開示の決定要因が、これら結果を説明するかもしれないことを示唆している。

3-2. 議論—実証研究に固有の微妙な問題を中心として

3-1 節では、本稿の関心に合致した論点を取り扱った実証研究の幾つかをレビューした。ここでは、第 2 節の議論から導かれる仮説を検証するため、情報の非対称性や自発的開示のレベルといった直接的には測定不可能な変数について、適切と考えられる尺度を代用し、かつ適切なコントロール変数を設定したうえで、多変量解析がなされていた。選択された変数の妥当性および結果の頑健性 (robustness) のチェックについては触れなかったが、各研究では紙幅を削いで追加検証が実施され、分析結果を説得力のあるものにするための試みがなされている。しかしながら、アーカイバル手法を用いたこの領域の実証研究には、他の方法論と同様、多くの研究間で共通する固有の微妙な問題が存在する。実証研究の分析結果をより正確に読解し含意を導くにあって、上記の微妙な問題を認識しておくことは必要であると考えられ、本稿の最後に簡単に議論する。

37) 本節の実証研究の範疇ではないが、Scott (2003, pp. 419 - 420) は、必要な情報を開示しなかったが故に会社が崩壊した最近の事例として、Enron Corp. を挙げて説明している。これら逸話的な証拠は、わが国でも数多くみられるものであるかもしれない。

第一に、研究目的にとって適切な変数を測定するさいに生じる測定エラー (measurement error) が問題となるかもしれない。例えば、その代理指標の測定は方法および仮定に大きく依存することになるので、資本コストの大きさおよび開示レベルを正確に測定するのは困難である。潜在的な内生性 (endogeneity) は、この測定の問題からもたらされ、分析結果の解釈を曖昧なものとする³⁸⁾。第二に、他の省略された変数 (other correlated omitted variable) が結果に及ぼす影響についても、数多くのコントロール変数を回帰モデルに含めたとしても完全になくすることは困難であるかもしれない、方法論に固有の微妙な問題である。第三に、サンプルの選択に伴う問題もある。例えば、業種および企業規模をサンプルとしてなされた研究は、対象とされなかった企業群への知見の一般化を阻害するかもしれない。

4. 要約および将来研究の示唆

本稿では、企業による情報の開示が及ぼしうる経済的影響について、先行する研究でなされてきた議論をまとめつつ予備的に考察してきた。1-1 節において、経済的動機に基づき、コストおよびベネフィットを勘案して決定される企業の開示のインセンティブを議論するという本稿の立場および意義を説明した。1-2 節では、企業の開示環境を特徴付ける三つの条件—①経営者の情報優位あるいは情報の非対称性、②経営者と投資者の利害の相違、および③会計ルールと監査の存在—を取り上げ、意義および起こりうる問題について説明を加えることで議論の出発点とした。第2節では、情報開示のコストおよびベネフィットについて考察し (2-1 節)、その決定に潜在的に影響を及ぼしうる要因についてまとめてきた (2-2 節)。情報開示のベネフィット (B) としては、B- ①資本コストの低減、B- ② (他の会社の情報の利用者として) よりよい意思決定の可能性および B- ③訴訟コストの低減、またコスト (C) として C- ④情報開示の直接的費用、C- ⑤競争上の不利益、C- ⑥訴訟コストの発生の可能性および B/C- ⑦その他が考えられた。また、情報開示の決定要因では、D- ①資本市場の取引、D- ②企業の支配権獲得競争、D- ③株式報酬、D- ④訴訟コスト、D- ⑤経営者の能力のシグナリング、および D- ⑥所有者コストの六つが取り上げられ簡潔に議論された。第2節での議論は、実証研究がなされるさいの理論仮説へとつながるものでもある。3-1 節では、アーカイバル手法を用いた当該領域の実証研究で検討されている論点、および採られている実証手法について知識を得ることを目的として、最近の代表的な実証研究の幾つかをレビューした。最後に、3-2 節では、これら実証研究に固有の微妙な問題を議論した。

われわれはこれまで、経営者の戦略的情報開示 (本稿の表記では、B- ①、C- ④、C- ⑤および D- ⑥と関連) について理論モデルを考察し、その実証には実験経済学的手法を用いて研究を進めてきた (上枝 2002、上枝 2003 および Ueeda and Takao 2003)。本稿は、論点および実証方法について、より広い視野をもって全体を俯瞰したものであると位置付けられる。本稿に貢

38) 内生性の問題は、Healy and Palepu (2001) では繰り返し言及されている。また、Core (2001, p. 449) は、理論の結合テストも、研究を複雑にする要素であるとし、例えば、開示レベルが自己資本コストに及ぼす影響を調べる (開示レベル \leftrightarrow 自己資本コスト) さいに、情報の非対称性という別の変数を間に入れ、一方で開示レベルが情報の非対称性に及ぼす影響を調べ (開示レベル \leftrightarrow 情報の非対称性)、他方で情報の非対称性が自己資本コストに及ぼす影響を調べる (情報の非対称性 \leftrightarrow 自己資本コスト) 結果として、結局は二つの理論の検定を合わせて実施しているのかもしれない (すなわち、開示レベル \leftrightarrow 情報の非対称性 \leftrightarrow 自己資本コスト) と指摘している。

献があるとすれば、第1節および第2節において数多くの先行研究から最大公約数的に議論をまとめているところにある。しかしながら、開示のコストおよびベネフィット、および情報開示の決定要因の各項目は、それぞれ独立したものではなく、かつ互いに相反するものも存在している。また、アーカイバル手法を用いた実証研究についても、いまだ確固たる証拠は得られていないようである（例えば、Healy and Palepu 2001、Core 2001、須田他 2002 および中久木 2002 参照）。この領域について、理論的研究および実証研究の双方のさらなる蓄積がなされることが必要とされよう。本稿執筆で得たものを活かしつつ、なんらかの貢献ができるよう最大限の努力を続けていくものとする。

引用・参考文献

- Akerlof, G. (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics* 84, 488 - 500. (幸村千佳良・井上桃子訳 (1995), 「「レモン」の市場: 品質の不確実性と市場メカニズム」、『ある理論経済学者のお話の本』、ハーベスト社、第2章、9 - 33頁。)
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) (1994), *Improving Business Reporting — A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors, A Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*, New York, NY: AICPA. (八田進二・橋本尚訳 (2001), 『事業報告革命』、白桃書房。)
- Botosan, C.A. (1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *Accounting Review* 72, 323 - 349.
- Botosan, C.A., and M.A. Plumlee (2002), "A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research* 40, 21 - 40.
- Core, J.E. (2001), "A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion," *Journal of Accounting and Economics* 31, 441 - 456.
- Diamond, D.W., and R.E. Verrecchia (1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance* 46, 1325 - 1358.
- Dopuch, N. (1989), "The Impact of Regulations on Financial Accounting Research," *Contemporary Accounting Research* 5, 494 - 500.
- Dye, R.A. (1986), "Proprietary and Nonproprietary Disclosures," *Journal of Business* 59, 331 - 366.
- Dye, R.A. (2001), "An Evaluation of "Essays on Disclosure" and the Disclosure Literature in Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 32, 181 - 235.
- Eccles, R.G., R.H. Herz, E.M. Keegan, D.M.H. Phillips (2000), *The Value Reporting Revolution — Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley and Sons, Inc. (中央青山監査法人・PwC コンサルティング訳 (2002), 『企業情報の開示—次世代ディスクロージャーモデルの提案』、東洋経済新報社。)
- Financial Accounting Standard Board (FASB) (2001), "Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures," Steering Committee Report, Business Reporting Research Project.
- Frankel, R., M. McNichols, and G.P. Wilson (1995), "Discretionary Disclosure and External Financing," *Accounting Review* 70, 135 - 150.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu (1993), "The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices," *Accounting Horizons* 7, 1 - 11.
- Healy, P.M., A.P. Hutton, and K.G. Palepu (1999), "Stock Performance and Intermediation Changes Surroundings Sustained Increases in Disclosure," *Contemporary Accounting Research* 16, 485 - 520.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu (2001), "Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature," *Journal of Accounting and Economics* 31, 405 - 440.
- Lang, M., and R. Lundholm (1993), "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research* 31, 246 - 271.
- Leisenring, J.J., and L.T. Johnson (1994), "Accounting Research: On the Relevance of Research to Practice," *Accounting Horizons* 8, 74 - 79.
- McDaniel, L., and J.R. Hand (1996), "The Value of Experimental Methods for Practice-Relevant Accounting Research," *Contemporary Accounting Research* 13, 339 - 351.

- Ohlson, J.A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11, 661 - 687.
- Scott, W.S. (2003), *Financial Accounting Theory (Third Edition)*, Prentice Hall.
- Sengupta, P. (1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *Accounting Review* 73, 459 - 474.
- Skinner, D.J. (1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News," *Journal of Accounting Research* 32, 38 - 60.
- Ueeda, M., and H. Takao (2003), "Voluntary Disclosure With or Without an Antifraud Rule: An Experimental Study," *Journal of Management Accounting, Japan* 11 (『管理会計学』), 25 - 41.
- Verrecchia, R.E. (1983), "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics* 5, 179 - 194.
- Verrecchia, R.E. (2001), "Essays on Disclosure," *Journal of Accounting and Economics* 32, 97 - 180.
- Watts, R.L., and J.L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice Hall. (須田一幸訳 (1991), 『実証理論としての会計学』、白桃書房。)
- 上枝正幸 (2002), 「会計学における実験研究—方法論と開示関連文献のサーベイ」、『大阪大学経済学』、第 52 巻第 2 号、109 - 136 頁。
- 上枝正幸 (2003), 「会計学における実験研究—'98/11・'03/01 の実験を中心として」、第 4 回大阪大学会計学研究会 (平成 15 年 8 月 12 日)、発表資料 (未公表)。
- 大石桂一 (2000), 『アメリカ会計規制論』、白桃書房。
- 太田亘 (1998), 「情報開示と証券取引に関する一考察」、『証券アナリストジャーナル』、第 36 巻第 7 号、14 - 23 頁。
- 大村茂雄・岩下正弘編著 (2002), 『情報と経済活動』、世界思想社。
- 音川和久 (2000), 「IR 活動の資本コスト低減効果」、『会計』、第 158 巻第 2 号、73 - 85 頁。
- 甲斐昌樹 (2001), 『実践 IR マネジメント』、ダイヤモンド社。
- 神谷健司 (1994), 「インベスター・リレーションズの方法」、吉村光威編著、『ディスクロージャーが市場と経営を革新する』、中央経済社、第 VIII 章、185 - 197 頁。
- 孔炳龍 (2002), 「アメリカ会計ディスクロージャーの簡素化と拡大化—市場効率性の影響を中心として」、『経理研究 (中央大学経理研究所)』、第 45 号、25 - 35 頁。
- 近藤一仁・岩田宜子 (2001), 『投資家・アナリストの共感をよぶ IR』、東洋経済新報社。
- 佐藤淑子 (2003), 「制度的開示と IR」、『ディスクロージャー・フォーラム』、第 2 号、58 - 71 頁。
- 椎葉淳・高尾裕二・上枝正幸 (2002), 「経営者の戦略的情報開示—基本モデルのレビュー」、『大阪大学経済学』、第 51 巻第 4 号、42 - 79 頁。
- 柴健次・伊藤美幸 (2000), 「日本企業のディスクロージャー行動」、『経理情報』、第 915 号 (2000. 4. 10)、34 - 38 頁。
- 柴健次 (2001), 「「市場化の会計学」のための論点整理」、『経済システム改革と会計制度』、経済システム改革研究班 (関西大学経済・政治研究所 研究双書第 124 冊)、第三章、43 - 68 頁。
- 須田一幸 (2000), 『財務報告の機能—理論と実証』、白桃書房。
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・太田浩司 (2002), 「ディスクロージャーの戦略と効果 (1) ~ (5)」、『会計』、第 162 巻第 1 ~ 5 号、121 - 134 頁・105 - 116 頁・124 - 136 頁・113 - 124 頁・131 - 144 頁。
- 谷口義幸 (2003), 「図解・ディスクロージャー制度の概観 (上)・(下)」、『ディスクロージャー・フォーラム』、創刊号・第 2 号 (2003 年 7 月・10 月)、111 - 125 頁・108 - 120 頁。
- ディスクロージャー研究会編 (1999), 『現代ディスクロージャー論』、中央経済社。
- 中久木雅之 (2002), 「会計情報と経営者のインセンティブに関する実証研究のサーベイ」、IMES Discussion Paper Series, No. 2002-J-36。
- 仁科一彦 (1997), 『現代ファイナンス理論入門』、中央経済社。
- 藤井路子・寺坪修 (2000), 「企業会計制度改革の本質—IR 的ディスクロージャーの目指すもの」、『産能大学紀要』、第 21 巻第 1 号、37 - 51 頁。
- 古市峰子 (2003), 「非会計情報の開示の意義と開示規制のあり方」、『金融研究 (日本銀行金融研究所)』、2003 年 3 月、41 - 75 頁。
- 松島憲之 (1998), 「発展が期待される『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定』制度—市場の時代が要請する IR 活動やディスクロージャーの充実に向けて、アナリストの活動がより重視されるようになってきた」、『証券アナリストジャーナル』第 36 巻第 7 号、35 - 47 頁。
- 丸山雅祥・成生達彦 (1997), 『現代のミクロ経済学—情報とゲームの応用ミクロ』、創文社、第 7 章、145 - 166 頁。

山本拓（1995）、『計量経済学』、新世社。