

博士学位申請論文概要書

論文題目

日本資本市場における会計報告の  
情報効果に関する研究

提出者

河 榮 徳

目 次

1. 本論文の目的 .....	1頁
2. 本論文の構成 .....	2頁
3. 本論文の概要 .....	4頁

## 1. 本論文の目的

会計は、個人あるいは組織体の営む経済活動を貨幣の収支にもとづいて記録測定し、それらの結果をその経済活動に関心をもつ人々に伝達する人間の行為である。会計が果たしている一般的機能として、少なくとも、次の3つの機能をあげることができる。第1は、受託責任の解明手段としての機能（「受託責任会計機能」）であり、第2は、経済財の分配手段としての機能（「分配会計機能」）、第3は、経済活動または経済意思決定の合理化手段としての機能（「意思決定会計機能」）である。

これら会計の機能の3つの側面は、その経済的環境の変化とともに重点が変化してきたと考えることができるが、1960年代以降においては、会計の「意思決定会計機能」が強調されるようになった。その転換点を与えたのが、1966年に刊行されたアメリカ会計学会の『基礎的会計理論ステートメント』(A Statement of Basic Accounting Theory; 以下, A S O B A Tという)である。A S O B A Tは、会計を、「情報の利用者が事情に精通して判断や意思決定を行うことができるように、経済的情報を識別し、測定し、伝達するプロセスである」と定義している。

このように、近年、会計情報利用者の意思決定に有用な情報を提供する会計機能が重視されることになり、意思決定有用性 (decision-usefulness) の考え方にそって、会計のディスクロージャ制度も、会計情報利用者に有用な情報を提供するために拡充されるようになった。例えば、中間決算報告、連結決算報告、セグメント別報告、決算予測情報の公表などがそれである。

しかしながら、これらの現行会計制度のもとで作成され公開される会計情報がその利用者にとって有用であるかどうかは明かでない。会計情報の有用性を確保するために、さまざまな努力がはらわれてきたが、会計情報の有用性は、最終的には、実証的分析によって検証されるべき問題である。

そこで、本論文は、会計報告（とくに、個別決算報告と連結決算報告）の情報効果を分析することによって、会計情報の意思決定有用性を検証することを目的とする。かかる実証分析は、抽象的・規範的に展開された会計情報の有用性に関する研究に、具体的・実証的な検証結果を与えるものになると思われる。また、この実証分析によって、現行会計制度のもとで作成、公開される会計報告の有用性を確認することができる。さらに、この実証分析は、今後の会計ディスクロージャー制度の在り方に何らかの示唆を与えることができると考えられる。

## 2. 本論文の構成

本論文は、7章から成り、その構成は次のとおりである。

### 第1章 序 論

- 第1節 研究の目的
- 第2節 研究の範囲
- 第3節 論文の構成

### 第2章 会計報告と資本市場

- 第1節 会計報告の情報効果
- 第2節 資本市場の効率性
- 第3節 期待収益率の決定モデル
- 第4節 要 約

### 第3章 これまでの実証研究 — 文献サーベイ —

- 第1節 会計利益情報に関する研究
- 第2節 会計変更に関する研究
- 第3節 会計規制に関する研究
- 第4節 要 約

### 第4章 2指標モデル — 市場モデルの拡張 —

- 第1節 指標モデル
- 第2節 産業要因
- 第3節 研究デザイン
- 第4節 分析結果
- 第5節 要 約

### 第5章 個別決算報告の情報効果

- 第1節 研究方法
- 第2節 研究デザイン
- 第3節 使用データの特性
- 第4節 分析結果
- 第5節 要 約

### 第6章 連結決算報告の情報効果

- 第1節 研究方法
- 第2節 研究デザイン
- 第3節 使用データの特性
- 第4節 分析結果
- 第5節 要 約

### 第7章 結 論

- 第1節 本論文の要約
- 第2節 本論文の意義と限界
- 第3節 今後の研究課題

### 参考文献

- 付録A サンプル企業のリスト
- 付録B コンピューター・プログラム
- 付録C コンピューター・アウトプット

### 3. 本論文の概要

本論文では、現行制度のもとで作成され、公開される決算報告（個別決算報告と連結決算報告）がその利用者にとって有用であるか否かを、東京証券取引所の上場企業をサンプルに用いて実証的に分析・検討する。

第1章「序論」においては、研究の目的に続いて、研究の範囲と本論文の構成について述べる。本論文では、会計の意思決定会計機能に注目し、会計システムから出力される会計情報の意思決定有用性を検証する。その検証は、株式投資家の集合としての株式市場において、会計報告の情報効果を分析することによって行われる。

第2章「会計報告と資本市場」においては、会計報告の情報効果について実証分析を行うための検証モデルを提示し、その前提について検討する。

会計は、1つの情報システムとして考えることができる。会計情報システムは、経済的現象のなかで企業の経済的資源の変動に関する現象を識別し、測定し、会計情報の利用者に伝達するシステムである。会計システムは、処分可能利益の算定と会計情報の提供という2つの側面をもっている。会計の目的に関する研究は、数多く行われたが、ASOBAT以来、会計は、会計情報の利用者の経済的意思決定に有用な情報を提供するという、会計情報提供の側面が強調されるようになった。

会計情報の具備すべきもっとも重要な特性は、有用性である。その有用性を確保するために、いくつかの情報基準ないし補助的な質的特性が抽象的・規範的に提案されている。しかしながら、会計情報の有用性は、その使用者の意思決定の際にその情報が役立ったか否かによって決定される。

そこで、現行制度のもとで作成、公開される会計情報のうち、決算報告が、その利用者、とくに株式投資家にとって有用であるかについて検証するための検証モデルを提示する。その検証モデルは、会計報告の利用者の期待の変化を

観察することができないので、資本市場における会計報告に対する反応を分析する情報効果の分析によって間接的にその有用性を確認するものである。

市場レベルにおける会計報告の情報効果を分析する際に、セミストロング・フォームの市場効率性が分析の前提条件となる。市場効率性は、ウィーク・フォーム、セミストロング・フォーム、およびストロング・フォームの3つの形態に分類できるが、会計報告が公的に利用可能な情報集合に含まれるので、会計報告の情報効果の分析においては、セミストロング・フォームの市場効率性が問題となる。日本資本市場におけるセミストロング・フォームの効率性の検証は、若干の反証例はあるものの、公的に利用可能な情報を速やかに、かつ、偏りなく株価に反映することから、概ね、セミストロング・フォームで効率的であることを支持している。

会計報告の情報効果を分析する際のもう1つの前提条件となるのは、分析に用いる期待収益率の決定モデルの妥当性である。ここでは、期待株式収益率の決定モデルとして、「資本資産評価モデル」、「市場モデル」、および「裁定評価モデル」を検討し、この3つのモデルは、それぞれに問題点を抱えていることを明らかにする。

第3章「これまでの実証研究 — 文献サーベイ —」においては、会計情報を用いた欧米および日本の実証研究のなかで代表的な研究を、会計利益情報に関する研究、会計変更に関する研究、および会計規制に関する研究に分けてサーベイする。

会計利益に関する実証研究を、年次決算報告に関する研究、中間決算報告に関する研究、および決算予測情報に関する研究に分けてサーベイする。年次決算報告に関する研究として、W. H. Beaver [1968], R. Ball & P. Brown [1968], P. Brown [1970], M. Firth [1976] の研究を紹介し、中間決算報告に関する研究として R. May [1971], P. Brown & J. Kennelly [1972], D. Morse [1981] の研究を、決算予測情報に関する研究として G. Foster [1973], J. M. Patell [1976] の研究をサーベイする。また、日本資本市場における実証

研究のうち、年次決算報告に関する石塚博司 [1978] の研究、中間決算報告に関する大塚宗春 [1981] の研究、決算内容に関する佐藤紘光 [1979] の研究、連結決算に関する桜井久勝・後藤雅敏 [1985] の研究、利益予測情報に関する石塚博司・佐藤紘光・竹本達広 [1980] の研究などを紹介する。

次に、会計変更に関する実証研究をサーベイする。代替的会計方法の選択に関する研究として、減価償却方法に関する W. H. Beaver & R. E. Dukes [1973] の研究、合併の方法に関する H. Hong, R. S. Kaplan & G. Mandelker [1978] の研究を紹介している。また、会計処理方法の変更に関する研究として T. Archibald [1967], R. S. Kaplan & R. Roll [1972], R. Ball [1972] の研究、棚卸資産評価方法の変更に関する S. Sunder [1973], A. R. Abdolkhalik & J. C. McKeown [1978] の研究、会計方針の自発的変更と強制的変更を比較した T. Harrison [1978] の研究などをとりあげた後、日本における会計方法の変更に関する石塚博司・河榮徳 [1986] の研究を紹介する。

その後、会計規制に関する G. L. Benston [1973] の研究、研究開発費会計に関する R. L. Vigeland [1981] の研究、原油およびガスの探査費用処理に関する T. R. Dyckman & A. J. Smith [1979], D. W. Collins & W. T. Dent [1979], B. Lev [1979] の研究などの実証研究をサーベイする。

第4章「2指標モデル — 市場モデルの拡張 —」においては、日本の資本市場において、従来の市場モデルの説明力が低下したことを明らかにし、市場モデルに産業要因を表わす指標を加えた2指標モデルを開発する。

株式投資収益率は、市場全般要因、産業要因および企業固有の要因によって影響を受ける。ところが、市場モデルは、そのうち市場全般要因と企業個別要因のみを考え、産業要因は考慮に入れていない。もし、産業要因による部分が無視できないほど大きいとすれば、それをも考慮に入れなければならない。そこで、市場モデルに産業要因を表す指標を加え、次のような2指標モデルに拡張することが考えられる。

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} R_{mt} + \beta_{2j} f_{it} + \varepsilon_{jt}$$

ここで、 $R_{jt}$ と $R_{mt}$ は、 $t$ 期における $j$ 社の株式変化率と市場指標の変化率、 $r_{it}$ は、企業 $j$ が属している産業 $i$ の純産業要因である。 $\alpha_j$ 、 $\beta_1$ および $\beta_{2j}$ はモデルのパラメータ、 $\varepsilon_{jt}$ は残差項である。

分析対象期間は、1976年から1985年までの10年間である。市場モデルおよび2指標モデルの全体的な状態を捉えるために、分析期間を前後5年ずつに分けて分析を行う。また、両モデルのパラメータと決定係数の推移を明らかにするために、2年間の期間を1976年から始め、1年ずつずらしながら分析を行う。分析対象企業は、東京証券取引所第1部上場企業のうち、データの入手可能なすべての企業である。分析に必要なデータは、個別企業の株価は『NEEDS-MT 株価ファイル』の磁気テープから読み取り、東証1部総合指数および産業指数は日本経済新聞から収集する。

分析の結果、市場モデルのパラメータ $\beta$ の値が1981-1982年の分析期間を境におよそ半減していること、また、市場モデルの決定係数が0.04から0.09とかなり低いことが明らかとなる。一方、2指標モデルの産業要因を表すパラメータ $\beta_2$ は、すべての分析期間において、かなり安定して推移しており、産業要因による決定係数への寄与分は、約0.10とかなり安定している。その結果、2指標モデルの決定係数は、各分析期間において、平均的に0.16から0.20とほぼ安定しており、市場モデルの約2倍から3倍であることが確認される。

第5章「個別決算報告の情報効果」においては、第4章で開発した2指標モデルを用いて、東京証券取引所第1部に上場されている企業をサンプルに、個別決算報告の情報効果を分析する。その分析は、次のような個別決算報告の情報効果に関する仮説を統計学的仮説検定の手順に従って、検証するものである。

まず、次のような2つの仮説を設定する。

・仮説1：個別決算について

帰無仮説 $H_{10}$ ：個別決算公表は、資本市場における企業評価に影響を及ぼさない。

対立仮説  $H_{11}$  : 個別決算公表は、資本市場における企業評価に影響を及ぼす。

・仮説2 : 個別決算の内容について

$H_{20}$  : 資本市場における企業評価は、個別決算内容に無関連である。

$H_{21}$  : 資本市場における企業評価は、個別決算内容によって異なる。

会計報告の情報効果を捉えるために、2指標モデルによる残差を求め、その残差をもとに作成される標準化された残差の2乗の平均  $\bar{U}_t$  とそのテスト統計量  $Z_t$  を用いる。

サンプル企業は、1978年から1984年までの7年間において、東京証券取引所の1部に上場されている企業のうち、個別決算報告に関するデータが入手可能な企業を対象とする。分析対象期間は、企業の責任者が、東京証券取引所においてその個別決算内容を発表した日を含む週を個別決算公表週(0週)とし、その前の6週間と後の6週間の13週間(-6, ..., 0, ..., +6)とする。2指標モデルのパラメータは、個別決算公表週を基準にして-108週から-9週までの100週(-108, ..., -9)のデータを用い、最小2乗法を適用して推定する。

分析に必要なデータについては、調査対象企業の週末株価は『NEEDS-MT 株価データ』より収録し、市場指標には東証1部総合指数を用いることにし、『東証統計年報』より収録する。産業指標としては、東証業種別加重平均株価を用い、『日本経済新聞』より収録する。また、各企業の決算数値は『NEEDS-MT 決算ファイル』から収録する。個別決算公表日は、企業の責任者が証券取引所において決算概要を発表する日とし、『日本経済新聞』より収録する。

仮説1をテストするための分析の結果、個別決算報告の公表週(0週)において、かなり大きい市場の反応が存在し、 $\bar{U}_0$ の値は1%水準で有意であり、公表週の前後数週間においては、異常な $\bar{U}_t$ の動きはみられない。このことから、仮説1について帰無仮説  $H_{10}$  は、棄却され、対立仮説  $H_{11}$  が採択される。すなわち、個別決算の公表には情報効果が存在し、個別決算公表は資本市場における企業評価に影響を及ぼすことが確認される。

次に、個別決算に含まれる新情報を識別するために、新情報の尺度として個別決算数値の予測誤差を用いる。個別決算に含まれる主な会計変数(売上高、経常利益、純利益、1株当たり利益など)について予測誤差を計算し、それを大きい順に並べ替え、上位20%ずつ、5つのポートフォリオを作成する。

ポートフォリオ1には、個別決算の内容について正の予測誤差が大きい企業(前年度と比べ大きく増収または増益した企業)が属し、ポートフォリオ5には、負の予測誤差が大きい企業(前年度と比べ大きく減収または減益した企業)が属することになる。ポートフォリオ3には、予測誤差がそれほど大きくない企業(前年度なみの業績の企業)が属することになる。

ポートフォリオ1とポートフォリオ5は、個別決算報告の公表週において、大きい市場の反応を示しており(1%の水準で有意)、公表週の前後数週間には有意な動きはみられない。また、ポートフォリオ3では、公表週を含む数週間において有意な市場の反応は存在しない。この結果から、ポートフォリオ1と5には個別決算の内容が資本市場において形成されている期待とかなり異なるので、個別決算の公表は、新情報を伝えることになり、かなり大きい情報効果をもつものに対し、ポートフォリオ3に属する企業の個別決算の公表は、ほとんど新情報を伝えないので、それほど情報効果をもたないことがわかる。

この分析結果から仮説2についての帰無仮説  $H_{20}$  は、棄却され、対立仮説  $H_{21}$  が採択される。すなわち、個別決算の内容に新情報が含まれている場合、個別決算の公表は情報効果をもち、資本市場における企業評価に影響を及ぼすことが確認される。

第6章「連結決算報告の情報効果」においては、第5章に続いて、第4章で開発された2指標モデルを用いて、連結決算報告の情報効果を分析する。連結決算報告は、通常、個別決算報告以後に公表されるので、個別決算報告と連結決算報告を対比しながら分析する。その分析に際し、第5章と同様な仮説検定手続を用いて、個別決算と連結決算の公表に関する3つの仮説を検証する。サンプル企業は、第5章において用いた企業のうち、連結決算報告に関するデータが入手可能なすべての企業を対象とする。

個別決算については、第5章における結果と同じ結果が得られる。すなわち、個別決算の公表には情報効果が存在し、個別決算公表は資本市場における企業評価に影響を及ぼすことが確認される。次に、連結決算に関する仮説2の帰無仮説「連結決算公表は資本市場における企業評価に影響を及ぼさない」は棄却され、対立仮説が採択される。すなわち、個別決算ほどではないが、連結決算の公表には情報効果が存在し、連結決算公表は資本市場における企業評価に影響を及ぼすことが確認される。

また、連結決算の内容に関する「連結決算の内容は資本市場における企業評価に影響をおよぼさない」という帰無仮説は棄却され、対立仮説が採択される。すなわち、連結決算の内容と個別決算の内容との差が大きいほど、連結決算公表は資本市場における企業評価に強く影響を及ぼすということが確認される。

以上の分析結果から、次のことが明らかとなる。

第1に、現行の会計制度のもとで作成され、公開される決算報告は、投資家の意思決定に有用な情報として利用されているという点で、「有用性」をもっている。

第2に、一般に、個別決算報告の情報効果は連結決算報告のそれよりも大きい。これは、連結決算の内容が個別決算内容とあまり変わらない場合が多いため、連結決算報告に「新情報」がそれほど大きく含まれていないからであると解釈できる。

第3に、個別決算報告であれ連結決算報告であれ、決算報告に含まれる「新情報」が大きいほど、その情報効果は大きい。

第7章「結論」においては、本論文の全般的な要約を述べた後、本論文の意義と限界、および今後の研究課題について述べる。

本論文は、次のような意義をもつと思われる。

第1に、本論文では、会計情報の有用性を客観的データを用いて実証的に分析している。この分析は、抽象的・規範的に展開された会計情報の有用性に関する研究の検証プロセスとして位置づけることができる。一般に、理論は、2

つのプロセス — 理論の構築プロセス (process of theory construction) と理論の検証プロセス (process of theory verification) — によって形成される。会計理論も、理論の構築および理論の検証の両プロセスを経て形成されるべきであるとするならば、本論文のような実証研究は、より完全な会計理論の形成のために必要不可欠のものであると考えられる。

第2に、このような実証研究は、研究の積み重ねが重要である。実証研究の集積によって、既存理論の検証や理論の新しい方向を示唆することができるからである。実証研究の積み重ねは、分析の客観性、分析の妥当性、および分析の再現可能性を確保することによって達成されると思われる。本論文では、分析の客観性を確保するために、ランダム・サンプルではなく、分析可能なすべてのサンプルを用いて分析している。すなわち、東京証券取引所第1部上場企業のうち、分析に必要なデータが入手できるすべて企業を分析対象にしている。したがって、分析対象期間である1978年3月から1985年2月までの7年間において、延べ5,964の個別決算報告と3,681の連結決算報告をサンプルとする本格的分析を行っている。また、分析の再現可能性を確保するために、分析に用いたサンプルのリスト、分析のためのコンピュータ・プログラムおよび主なコンピュータ処理結果を付録に示している。

第3に、分析の妥当性を確保するために、近年日本資本市場において説明力が低下している従来の市場モデルの代わりに、より説明力の高い「2指標モデル」を開発し、分析に用いている。2指標モデルは、従来の市場モデルより2~3倍の説明力をもっており、その説明力は、分析対象期間においてかなり安定していることが明らかとなっている。

第4に、本論文では、現行の会計制度のもとで作成、公開される個別決算報告と連結決算報告の情報効果を分析することによって、その意思決定有用性を確認した。この結果は、会計情報利用者に有用な情報を提供するために拡充されるようになった会計ディスクロージャー制度に対する1つの論拠を提供するものであると考えられる。