

会計情報の社会的意義の再検討

中 條 良 美

1 はじめに

会計情報と価格形成との関連は、企業になかば強行的に情報を開示させる証券取引法に、理論的根拠を与えてきた¹。もともと、ディスクロージャーというのは、市場参加者の間の私的な契約により成立する関係であり、会計情報の開示規制はそれを補完する仕組みの一環をなしている。そのようななか、開示される会計情報に価格関連性 (value relevance) があるかどうかは、市場参加者の重要な関心事となっている。かれらにとって役に立つ情報であれば、規制を拡大して開示の範囲を広げることが要求されたのである。しかし、通常の財と同様、会計情報も私的な取引の対象である。となると、ディスクロージャー規制の根拠を、会計情報の価格関連性のみに求めることには疑問が投げかけられよう²。

たしかに、資本市場の機能は、会計情報をはじめ規制にかかわらず企業が開示する情報に大きく依存している。企業間での資源配分を適正にするためには、なによりも投資者が豊富な情報をもつことが必須と考えられたのである。むろん、企業と

1 たとえば、Barth [1994]、Eccher et al. [1996]、Davis-Friday et al. [1999]では、新しい会計基準にもとづいて認識される金融商品や退職給付債務の公正価値 (fair value) が、価格形成に有意に織り込まれる事実が析出されている。FASBやIASBのような基準設定機関は、こうした事実を引用することで、しばしば規制拡大の効果を事後的に裏づけようとする (Barth et al., 2001, pp. 86-88)。あるいは、ブランド価値の見積り額や非財務情報の価格関連性を発見した研究 (Barth et al., 1998; Amir and Lev, 1996など) も、会計上の認識対象を増やすうえで、一定の論拠を与えるかもしれない。しかし、価格関連性をめぐる一連の実証研究は、あくまで事実を客観的に確認する作業にすぎず、本来基準設定を促すような規範的な内容を含んでいないはずである。

直接かかわりをもたない個々の投資者にとって、企業情報にアクセスするための経路はそれほど整備されていない。企業の側に自発的に情報を開示しようとするインセンティブがないかぎり、規制をもちいて強制的に開示させる以外にこれらの投資者を保護する手立てはない。企業自身による情報の過少生産を回避するためには、社会全体で規制の費用を負担したほうが、便益が大きいというわけである。

その一方で、企業情報についても、「市場」は存在する。証券アナリストによる予測情報から非法な内部情報にいたるまで、企業に関する情報が社会に広く出まわっている事実は、その存在をはっきりと裏づけている。私的な情報取引がコストをとまう以上、公的に開示される情報の水準を所与としても、投資者間で保有できる情報量には偏りが生ずる。そうなると、開示規制に期待される役割は、投資者に配分される情報量を均等化することに求められるのであろう。それは結果として、情報市場での取引規模を縮小させることになるかもしれない。少なくとも、無償で入手できる情報の量が増えれば、追加的な情報に対する取引動機は弱まるというのが通念となっているようである³。

この意味では、公的に開示される情報量が増えるのも自然な流れである。会計情報については、企業資産の時価や年金債務の見積り額の開示、あるいはセグメント情報や連結情報の拡大とその充実は著しい。会計基準のいっそうの整備がかつてないほど世論を賑わしているのもまた事実である。規制の強化はときに過度の注目にさらされてきている。しかし、いくらそのような情報を増やしたところ

2 公的に強制される情報開示が、資本市場における私的な情報取引におよぼす影響については、Lundholm [1991]、Alles and Lundholm [1993]などをみよ。そこでは、公共財である公的開示に対して、私的な情報が、状況に応じて補完財ないし代替財としての性質をもつことが考慮されている。それによって、規制によるディスクロージャーの拡大が社会全体の厚生を高めるという所期の命題が、あらゆる条件のもとで成立するわけでないことが明らかにされている。

3 斎藤 [1993]は、シグナリング効果の観点から、経営者が自発的に情報を開示する可能性を考慮している。公的なディスクロージャーが存在しない状況では、企業が私的な情報を生産するコストとシグナリングから期待される経済効果とが限界的に等しくなるように、最適な情報発信の量が決まる。

で、本当に投資者間の情報格差 (informational disparity) が是正されるかどうかは、それほど明らかでない。規制の先見的な効果を強調する一面で、市場における情報供給のインセンティブはもちろん、そうした通念の検証にはさして関心が集まらなかった (Gonedes, 1975; 1980)。

そこで、本稿では情報の市場取引を前提としたうえで、規制された情報開示が社会的にどういった効果をもつのか検証する。そこでは、投資者の意思決定に資産価格を情報源として加えることで、かえって情報格差が拡大してしまうパラドックスが示される。そのうえで、企業による自発的なディスクロージャーが、経済的な効果をもたらす可能性について議論する。まずは、本稿の分析にとってキーファクターとなる資産価格の性質から分析をはじめることしよう。

2 資産価格はどれだけ情報を集約するか

(1) 資本市場に関する記述

他のあらゆる商品と同様に、金融資産を売買する際にも、価格はその資産の品質についてある種の情報を提供する。たとえば、企業が発行する株式の時価は、理論上その企業のファンダメンタルをもとに決まる。その理論が妥当であるならば、株価の上昇を観察した投資者は、企業に将来流入するキャッシュフローの増加を確信するであろう。市場の需給均衡によって決まる価格は、そこに参加する投資者それぞれの行動の結果として形成される。投資意思決定がなんらかの情報にもとづいて行われる以上、価格はかれらの保有する情報をある程度集約していると考えられる。経験的な事実として知られるように、証券価格の推移が将来のペイオフを予想するための手がかりとなっているのである⁴。

逆に、この事実は、投資者の情報需要にも影響する。かりに、価格が投資者の

4 このように資産価格は、ペイオフの予想をつうじて投資者の行動を変化させる。価格をはじめとする情報が、その利用者の行動に影響するための必要十分条件については、Marschak [1963]をみよ。

もつ情報をすべて集約するならば、投資の判断材料はそれに尽きるはずである。なにも投資者は、コストを負担してまで企業情報を購入する必要はないのである。これは資本市場の情報集約機能が、投資者個人の情報収集能力を上回ってしまう結果である。そのような状況においては、明らかに裁定の機会が存在しないし、投資者は個人的に情報を収集するインセンティブを失う。均衡価格がすべての情報を集約するという以前に、均衡そのものが成立しなくなるわけである (Kreps, 1977)⁵。概念の矛盾が示すように、価格がすべての情報を織り込むことはありえないとすれば、問題はどの程度の情報が反映されるかである。それを分析するため、以下では基準となる価格モデルを構築する。ここでは、ひとまず全体の分析の下準備として、資本市場をとりまく前提条件を明らかにしておこう。

さしあたり、1 期間に2種類の資産が取引される市場を考える。ひとつは国債などの安全資産であり、その1単位あたりのペイオフを1とする。他方はリスク資産であり、その単位あたりペイオフを \tilde{u} であらわす。ペイオフはいずれも期間のおわりに判明する。市場には T 人の投資者が参加し、投資者 t ($t=1,2,\dots,T$) は当初、安全資産とリスク資産とをそれぞれ \bar{B}_t 、 X_t だけ所有している。この時点で成立している市場価格は、前者が1、後者が P であるとする。安全資産の価格はたんに、リスク資産の価格との相対的な比較の基準（ニュメレール）として扱うため、その時間価値は無視してよい。なお、いくつかの変数に付されたティルドは、確率変数であることを示す。

他方、一連の取引はさまざまな情報をもとに行われる。均衡価格と情報との関係を明示的に分析するため、各投資者には期初にリスク資産に関する情報が外生的に付与されると仮定する。 $\tilde{Y}=(\tilde{Y}_1, \tilde{Y}_2, \dots, \tilde{Y}_T)$ であらわされるペイオフ関連情

5 価格があらゆる情報を織り込んでいれば、投資者が個人的に企業情報を収集する必要はなくなる。そこでは、公的な情報も投資判断に活用されないため、どのような情報が与えられたところで、投資者の行動はなんら変わらない。なぜなら、投資者の行動は瞬時に価格に反映されるため、市場のコンセンサスを逸脱した期待形成は、およそ無意味だからである。

報の内容はすべて異なるが、それらの精度 s (=分散の逆数⁶) は等しいものとする。また、これらの情報を観察していない状態では、投資者はリスク資産のペイオフ \tilde{u} について同一の期待を抱く。 \tilde{u} は平均 y_0 、分散 h_0^{-1} の正規分布にしたがう。 \tilde{u} と \tilde{y}_t は2変量の同時正規分布にしたがい、その平均は (y_0, y_0) 、分散・共分散行列は、

$$\begin{bmatrix} h_0^{-1} & h_0^{-1} \\ h_0^{-1} & h_0^{-1} + s^{-1} \end{bmatrix}$$

である。

このような状況のもとで、各取引主体は安全資産とリスク資産の取引量を決定するが、そのまえにもうひとつ変数を追加する必要がある。周知のように、合理的な投資者を前提とすれば、資産の需要量は価格を含め、かれらにとって既知の変数を適当に操作することで与えられる。その場合、需要量の決定において不確実性が問題になることはない。したがって、均衡価格の形成が攪乱されるとすれば、それは供給量が不確実なためであろう。たとえば、将来値上がりが見込まれる資産であっても、決算対策などを理由に企業から売却されることがある。こうした取引は、明らかに主体が所有する情報の内容とは無関係である。そこで、リスク資産の初期所有量 $\tilde{X} = (\tilde{X}_1, \tilde{X}_2, \dots, \tilde{X}_T)$ は互いに独立で、平均ゼロ、分散 v の正規分布にしたがうものとする。この分散 v が経済上のノイズとなるわけである⁷。

6 情報 \tilde{y}_t ($t=1, 2, \dots, T$) が期待値 $E[\tilde{y}_t]$ から乖離するほど、精度が低いと考えるわけである。後者は市場のコンセンサスを意味するから、このとき s は、つぎの均衡で形成される価格と情報との関連の程度をあらわす。なお、 \tilde{y}_t の分散は、本来のペイオフ \tilde{u} のボラティリティである h_0^{-1} に情報そのものの不確実性 s^{-1} を加えた大きさとなる。

7 各投資者は自身の資産所有量 X_i は知っていても、経済全体でみた潜在的な供給量 (=すべての投資者の所有量 $\sum_{i=1}^T \tilde{X}_i$) については把握していない。

(2) 証券価格モデルの構築

さて、以上の前提にしたがって価格モデルを構築するが、その作業はいたって機械的である。ここでは、与えられた情報に対して合理的に行動する投資者を取引主体に選ぶことにする。投資者は私的な情報 Y_t をもとにリスク証券の需要量を市場でコールする。その結果、均衡価格 P を観察する。このプロセスを繰り返すうちに、かれらは変数 \tilde{Y}_t 、 \tilde{P} および \tilde{u} の間の統計的な関係を知り、ペイオフ \tilde{u} について合理的な期待を形成するにいたる⁸。いうまでもなく、投資者がこのように金融投資に通暁しているという合理的期待均衡のシナリオはあまり現実的でない。しかし、価格と情報との関係を一般化して理解するうえで、そういった制約は当面の分析と無関係である。もちろん、需要量のばらつきをノイズとしてモデルに加えることもできるが、結果は同じことである。議論をいたずらに複雑にしないためには、ノイズをひとつの変数であらわしたほうが便利であろう。

いま、投資者 t の効用関数を期末の財産 W_t の関数としてつぎのように定義する。

$$U_t(W_t) = -\exp(-W_t)$$

すなわち、市場に参加する投資者はそれぞれの予算制約の範囲内で、将来の財産に対する主観的な効用水準に飽和点をもつ。実は、このようなかたちでリスク回避型の効用を想定するのも、期待効用にもとづいて需要関数を導くための技術的要件にしたがっているにすぎない⁹。投資者 t は自身にとって既知の情報、 $\tilde{X}_t = X_t$ 、 $\tilde{Y}_t = Y_t$ 、 $\tilde{P} = P$ に照らして証券のペイオフを予想する。したがって、

8 合理的期待形成にもとづく価格形成の理論に関する研究は、1970-80年代に多くの蓄積がある。Kreps [1977]は先物市場に関して、数値例をもちいながら、均衡の不成立を回避するための選好条件を提示した。Hellwig [1980]では、複数の情報が流通する場合、価格は最大公約数の投資者が所有する情報のみを織り込むことが示されている。それに対して、Diamond and Verrecchia [1981]は、あらゆる情報が価格に部分的に反映されることをHellwigと同様のモデルから導いている（footnote 1をみよ）。

9 いまのところ、逓減型の効用関数以外に閉じたかたちの需要関数を導く方法が、開発されていないからである。

リスク資産の需要量 D_t は、以下の最大化問題の解として決められる。安全資産の需要量を B_t とすれば、 $W_t = uD_t + B_t$ より¹⁰、

$$\begin{aligned} \text{Max.} \quad & E[U_t(uD_t + B_t) | \tilde{X}_t = X_t, \tilde{Y}_t = Y_t, \tilde{P} = P] \\ \text{s.t.} \quad & PD_t + B_t = PX_t + \bar{B}_t \end{aligned}$$

から D_t を導出することになる。なお、 $E[\cdot]$ は期待値をあらわすオペレータである。

このとき、期待効用は \tilde{u} の条件つき分布の平均 μ_t と分散 σ_t^2 によってあらわされる。まず、予算制約から、 $B_t = -PD_t + \bar{B}_t + PX_t$ が導かれ、これを効用関数に代入すれば、

$$\begin{aligned} E[\cdot] &= U_t(-[P-u]D_t + \bar{B}_t + PX_t) \\ &= -\exp([P-u]D_t - \bar{B}_t - PX_t) \end{aligned}$$

となる。すべての情報を観察したあとに予想される分布が正規分布であるとすれば、 \tilde{u} と \tilde{X}_t に関して積分し、 D_t に関連する部分のみに注目すると、この式は、

$$-\exp\left(PD_t - \mu_t D_t + \frac{1}{2} D_t^2 \sigma_t^2\right)$$

と変形される¹¹。括弧のなかを D_t で微分してイコールゼロとおけば、投資者 t の需要関数

$$D_t = \frac{(\mu_t - P)}{\sigma_t^2}$$

が得られる。総需要 ΣD_t = 総供給 ΣX_t より、

10 期末におけるリスク資産の時価は、1単位ペイオフ $u \times$ 需要量 D_t 、安全資産の時価は同様に、 $1 \times$ 需要量 B_t である。

11 積率母関数の導出方法については、畠中 [1991] の332頁を参照した。

$$P = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \mu_t - \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T X_t (\sigma_t^2)$$

であり、これが均衡価格である。

ところで、上述したとおり、投資者はあらゆる時点の価格 \tilde{P} と情報 \tilde{Y} との相関係数を熟知している。同時に、与件となる情報に対して合理的な需要行動が期待される以上、その関係は市場において実現されなければならない。そこで、投資者はリスク資産の価格の推移をつぎのように予想するとしよう。

$$\tilde{P} = \alpha y_0 + \frac{1}{T} \beta \sum_{t=1}^T \tilde{Y}_t - \frac{1}{T} \gamma \sum_{t=1}^T \tilde{X}_t$$

\tilde{P} が正規分布にしたがうとすれば、その平均は y_0 、分散は¹²、

$$H^{-1} = \beta^2 h_0^{-1} + \beta^2 (Ts)^{-1} + \gamma^2 \left(\frac{1}{T} \nu \right)$$

となる。このとき、ベクトル $\left(\tilde{u}, \sum_{t=1}^T \tilde{X}_t, \tilde{X}_t, \tilde{Y}_t, \tilde{P} \right)$ の結合分布は、5変量正規分布

であり、その平均は $(y_0, 0, 0, y_0, y_0)$ 、分散・共分散行列は、

$$\begin{bmatrix} h_0^{-1} & 0 & 0 & h_0^{-1} & c_1 \\ 0 & T\nu & \nu & 0 & c_2 \\ 0 & \nu & \nu & 0 & c_3 \\ h_0^{-1} & 0 & 0 & h_0^{-1} + s^{-1} & c_4 \\ c_1 & c_2 & c_3 & c_4 & H^{-1} \end{bmatrix}$$

なお、 $c_1 = \beta h_0^{-1}$, $c_2 = -\nu$, $c_3 = -\frac{1}{T} \nu$, $c_4 = \beta \{ h_0^{-1} + (Ts)^{-1} \}$ である。

12 $[\tilde{P} - (\alpha + \beta)y_0]^2$ によって求められる。

そこから、 \tilde{u} の条件つき分布を求めると、その平均および分散はつぎのようになる¹³。

$$\mu = y_0 + \det \sum_{22} \left[\left(c_1 c_3 \{h_0^{-1} + s^{-1}\} - h_0^{-1} c_4 c_3 \right) X_t + \left(\nu c_1 c_4 + h_0^{-1} \{c_3^2 - \nu H^{-1}\} \right) (Y_t - y_0) \right] \\ + \left(h_0^{-1} \nu c_4 - \nu \{h_0^{-1} + s^{-1}\} c_1 \right) (P - \{\alpha + \beta\} y_0)$$

$$\sigma_t^2 = h_0^{-1} + \det \sum_{22} \left[\nu \{h_0^{-1} + s^{-1}\} c_1^2 - 2 h_0^{-1} c_1 c_4 \nu + h_0^{-2} \nu H^{-1} - h_0^{-2} c_3^2 \right]$$

$$\det \Sigma_{22} = \left[\nu c_4^2 + c_3^2 \{h_0^{-1} + s^{-1}\} - \nu H^{-1} \{h_0^{-1} + s^{-1}\} \right]^{-1}$$

これらを代入して得られる均衡価格は、当初の予想が自己実現したものでなければならぬ。両者を比較すれば、価格は外生的なパラメータだけで構成される。すなわち、

$$\tilde{P} = \left\{ \frac{h_0(\nu + s)}{s(Ts + h_0) + \nu(h_0 + s)} \right\} y_0 + \left\{ \frac{s(Ts + \nu)}{s(Ts + h_0) + \nu(h_0 + s)} \right\} \left(\frac{1}{T} \right) \sum_{t=1}^T \tilde{Y}_t \\ - \left\{ \frac{Ts + \nu}{s(Ts + h_0) + \nu(h_0 + s)} \right\} \left(\frac{1}{T} \right) \sum_{t=1}^T \tilde{X}_t$$

となる。

一見してわかるように、資産価格は市場参加者のもつ情報を部分的にしか集約することができない。その直接の原因は、経済にノイズが存在することにある。

13 $Z = \begin{pmatrix} Z_1 \\ Z_2 \end{pmatrix}, m = \begin{pmatrix} m_1 \\ m_2 \end{pmatrix}, M = \begin{pmatrix} M_{11} & M_{12} \\ M_{21} & M_{22} \end{pmatrix}$ とおき、 $Z_1 = (\tilde{u}, \sum \tilde{X}_t), Z_2 = (\tilde{X}_t, \tilde{Y}_t, \tilde{P})$ 、

$m_1 = (y_0, 0), m_2 = (0, y_0, 0)$ 、 $M_{11} = \begin{bmatrix} h_0^{-1} & 0 \\ 0 & T\nu \end{bmatrix}, M_{12} = \begin{bmatrix} 0 & h_0^{-1} c_1 \\ \nu & 0 \end{bmatrix} c_2$ 、 \dots のように決めれば、 Z_2 を所

与とした場合の \tilde{u} と $\sum \tilde{X}_t$ の同時分布は、2変量正規分布であり、 \tilde{u} の平均および分散はそれぞれ、 $\mu_t = (1, 0) [m_1 + M_{12} M_{22}^{-1} (Z_2 - m_2)]$ 、 $\sigma^2 = (1, 0) [M_{11} - M_{12} M_{22}^{-1} M_{21}]$ によって求められる。

Diamond and Verrecchia [1981]および細江編 [1990]の第3章を参照。

均衡時点で将来のペイオフについてどれだけ確信しているかをあらわす $(\sigma_i^2)^{-1}$ は、そのことを端的に示している。すなわち、 $(\sigma_i^2)^{-1}$ は、

$$(\sigma_i^2)^{-1} = \frac{s(Ts + h_0) + v(h_0 + s)}{v + s} = h_0 + \frac{s(Ts + v)}{v + s}$$

と書き換えられる。たとえば、ノイズがゼロにかぎりなく近い場合、 $(\sigma_i^2)^{-1} = h_0 + Ts$ となる。このとき、 Ts からわかるように、価格はすべての情報を市場に顕示している。逆に、ノイズが無限に大きい場合、 $(\sigma_i^2)^{-1} = h_0 + s$ となり、自身の情報だけをもとに意思決定しているのと変わらないことになる。

3 公的な情報の水準は情報市場の均衡配分をどう変えるか

(1) 情報需要に影響する要素の特定

ただ、この結果自体は、それほど目新しい事実ではない。資産価格が唯一確実な情報源であるとすれば、もはや投資者の個人的な情報ニーズは存在しない。また、すべての投資者が同じ情報源にしたがって行動する以上、裁定の機会もありえない。価格が情報としてかならずしも完全な判断材料とならないからこそ、投資者は私的に情報を得て市場の予想平均を上回るリターンを獲得しようとする。それは、半強度の効率的市場仮説¹⁴をもちだすまでもなく、経験的にたしかめられた事実を、理論をもちいて客観的に示したにすぎない。言い換えれば、資産価格が投資者のもつ情報を完全に織り込んでいない状況でなければ、公的に開示さ

14 半強度の効率的市場仮説 (semi-strong form efficient market hypothesis) とは、だれでも入手することが可能な情報であれば、すべて価格に反映されるという考え方をいう。ノイズが存在する経済においては、開示の有無を問わずあらゆる情報を価格が包含するという、強度の (strong form) 効率的市場仮説は、成り立たないのである。その証明については、経営者と投資者の情報の非対称性を考慮した、山本 [2002] の36-40頁も併せて参照。

れる情報が社会的に必要とされることもないはずである。

しかし、価格モデルが情報市場に与えるインプリケーションはそれだけではない。ノイズの水準がきわめて大きかったり小さかったりする場合でなければ、価格は情報市場における取引の規模を間接的に規定している。つまり、価格の精度が向上すれば、それだけ投資者の情報ニーズは希薄化すると考えられる。たとえば、当初、競争的な市場で情報を購入する投資者の割合が多ければ、資産価格はかれらの所有する情報をそれだけ反映したものとなる。価格はだれもがコストをかけずに観察することができるから、このように価格が情報源としての性格を増すにつれて、それを観察するだけの投資者も情報をもつようになる。市場全体の動きからすれば、価格が情報を多く含むほど、追加的に情報を購入する動機が抑えられてしまうのである。

価格を公共財の一種とみれば、これはいわゆるフリーライダー問題と考えることができる¹⁵。この場合、情報を購入した一部の投資者は、意図せずして情報を市場に流す役割を担わされているわけである。中長期的には、市場にフリーライダーが増えることになり、追加的な情報が市場に供給されても、需要は鈍い反応しか示さなくなるであろう。それに対して、規制によって開示される情報も結果として同じ効果をもつ。どのようなかたちであれ、所有可能な情報の量が増えれば、一般的に追加的な情報に対する投資者の効用は逡減するからである。この意味では、公的に開示される情報は、同じ公共財としての性格をもつ価格の不確実性を埋めるための手段のひとつと考えることもできる。

しかし、両者の要素は、投資者の情報ニーズを希薄化させるにいたるプロセスにおいてかなり異なる。かりに、公的に開示される情報が私的に取引される情報と内容的に相関がないとしても、その増加は追加的な情報に対する投資者の評価を変える。主観的な評価である以上は、リスク回避の程度にも影響されるのであ

15 公共財の供給を特定の主体に限定することができず、無償でそうした財を消費しようとする動きを抑制することが難しいケースをさして、フリーライダー (free-rider) 問題という。

ろうが、はじめからある程度情報をもつ投資者のほうがそうでない投資者より追加的な情報ニーズが低いという前提は、直感的にみてもごく自然である。他方、価格はノイズが無限に大きいというのでなければ、かならず私的な情報と内容的に相関する部分をもつ。したがって、価格を観察したあとでは、市場で購入される情報をもつ追加的な精度が相対的に劣化してしまうのである。それは投資者の主観的な評価とは無関係に、もっぱら情報の確率的な性質のみに依存している。

ここで、より一般的にこの問題を分析するために、企業に関する情報が市場で複数取引されている状況を想定することにしよう。いま、 Y_1 、 Y_2 という互いに共通する部分をもたない情報がふたつだけ取引されている市場を考える。前掲の設定とは異なり、投資者は価格 P と公的な情報 F とを観察したうえで、これらの情報をどれだけ購入するかを選択することができる。とくに、両方の情報をもつ場合を Y_B 、どちらも購入しない場合を Y_0 であらわす。 F は Y_1 、 Y_2 から独立であり、その精度は r である。さらに、価格と公的な情報とを観察している状態で、 $Y=(Y_0, Y_1, Y_2, Y_B)$ がもたらす追加的な精度を $s=(s_0, s_1, s_2, s_B)$ とし、観察可能なすべての情報から得られる精度を $S=(S_0, S_1, S_2, S_B)$ とする。なお、 $s_1=s_2$ である。

すでに述べたように、投資者の情報ニーズは、購入される情報が P と F とを超える情報内容をどれだけ含むかに依存する。したがって、私的な情報の価値は、投資者の期待効用をもちいて、つぎのように与えられる。

$$U(Y_i | Y_j, F, P) = \log \left(1 + \frac{S_i - S_j}{S_j} \right)$$

$i \neq j$ 、 $i=1, 2, B$ 、 $j=0, 1, 2$ である。このとき、公的に開示される情報が増えると、両方の情報の価値が下がるが、 Y_1 と Y_2 の精度にもそれらの間の関係にも変化はない。他方、価格が情報源としての精度を向上させると、 Y_1 も Y_2 も追加的な情報内容が少なくなるから、やはりそれらに対する需要は減少する。

もともと、価格にはあらゆる情報と相関する部分が含まれているから、どちらの情報を購入するにしても、そこから得られる追加的な精度は小さくなるはずで

ある。その点は、情報がひとつだけ取引されるケースと事情は変わらない。しかし、価格が情報として利用されるかぎり、ふたつの情報には精度に関して特別な関係が付与される。その関係を理解するには、すでに両方の情報を入手している投資者を想定すればよい。この投資者は将来のペイオフに関するすべての情報を所有しているから、もはや価格から情報を得ることはない。このとき、一方の情報をもつ場合と違って、価格によって情報の追加的な精度が損なわれることはない。したがって、価格の不確実性を克服するという意味で、ある情報はひとつも情報をもたない投資者がもつよりも、どちらか一方の情報をもつ投資者に所有されるほうが精度が高いことになる。

(2) 情報市場における均衡配分の変化

しかし、そのような情報間関係そのものが、投資者の情報需要を直接規定するわけではない。それを決めるのは、あくまでも情報に対する各投資者の主観的な評価である。したがって、情報市場における均衡配分も、投資者がふたつの情報をどう評価するかによって違ってくる。たとえば、 Y_1 がすでに流通している状況で、あらたに Y_2 が供給されたとき、 Y_1 をもつ投資者ともたない投資者とでは、どちらがその価値を高く評価するであろうか。もしそれが前者であれば、市場において情報格差が生ずる可能性が高い。それにくらべて、後者のほうが Y_2 をより選好すれば、相対的にだれもが情報をもつようになり、情報格差は小さいと考えられる。

要するに、市場における情報格差は両方の情報を選好する投資者と一方の情報のみを選好する投資者のどちらが多いかによって影響される。もし、 $U(Y_B|Y_1, F, P) > U(Y_2|F, P)$ であれば、ふたつの情報は一部の投資者に集約される。なお、 Y_1 と Y_2 は精度が等しいから、 $U(Y_B|Y_2, F, P) > U(Y_1|F, P)$ の場合も同じことがいえる。したがって、情報市場の均衡配分は、 $U(Y_B|Y_1, F, P) - U(Y_2|F, P)$ が正負いずれの符号をもつかによって決まる。そこで、公的に開示される情報の影響を分析するために、これをつぎのように書き換える必要がある。

$$\begin{aligned}
 & U(Y_B | Y_1, F, P) - U(Y_2 | F, P) \\
 &= \log \left(1 + \frac{S_B - S_1}{S_1} \right) - \log \left(1 + \frac{S_2 - S_0}{S_0} \right) \\
 &= \log(S_B S_0) - \log(S_1 S_2)
 \end{aligned}$$

ここで、 $S_B S_0 - S_1 S_2 = \Pi$ とおけば、 $S_0 = H + r + s_0$ 、 $S_1 = H + r + s_1$ 、 $S_2 = H + r + s_2$ 、 $S_B = H + r + s_B$ より、

$$\Pi = (s_B s_0 - s_1 s_2) + (H + r)(s_0 + s_B - s_1 - s_2)$$

となる。また、 $\Pi_1 = s_B s_0 - s_1 s_2$ 、 $\Pi_2 = s_0 + s_B - s_1 - s_2$ 、 $q = H + r$ とすれば、

$$\Pi = \Pi_1 + q\Pi_2$$

と変形される。価格が情報源となるとき、両方の情報をもつほうが精度が高いから¹⁶、 $\Pi_2 > 0$ である。したがって、 Π の符号は q の大きさに左右される。そこから、当初は $\Pi < 0$ であっても、公的な情報水準が十分に上昇すると、 $\Pi > 0$ となることがわかる。

図をもちいて、そのことを確認しよう。図1に描かれるように、あらかじめ情報 Y_1 をもつ投資者が追加的な情報 Y_2 を評価する場合（破線）、 Y_1 をもたない投資者による評価（実線）をつねに下回る¹⁷。ただし、個々の投資者を取り巻く不確実性を Y_2 がどれほど払拭するかは、価格や公的な開示情報を所与とした私的情報の確率属性に依存する。いま、 Y_1 を観察していない投資者にとっての Y_2 の追加的

16 いずれの情報も、価格によって精度の高さを部分的に侵食されるため、厳密に $s_B > (s_1 + s_2)$ となる。この性質は、流通する情報が3つ以上であっても変わらない。ただし、 Π を多数の情報について展開することには、技術上の問題が残されている（Admati and Pfleiderer, 1986）。

17 両方の投資者にとって Y_2 の追加的な精度が同じ水準であるなら（ $s_1 = s_2$ ）、すでに Y_1 をもつ投資者が Y_2 を入手する効用は、相対的に小さいはずである。

図1 追加的な Y_2 に対する投資者の評価

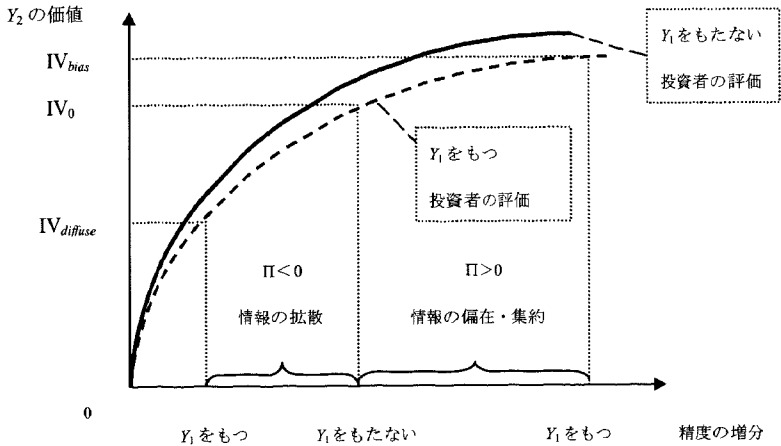
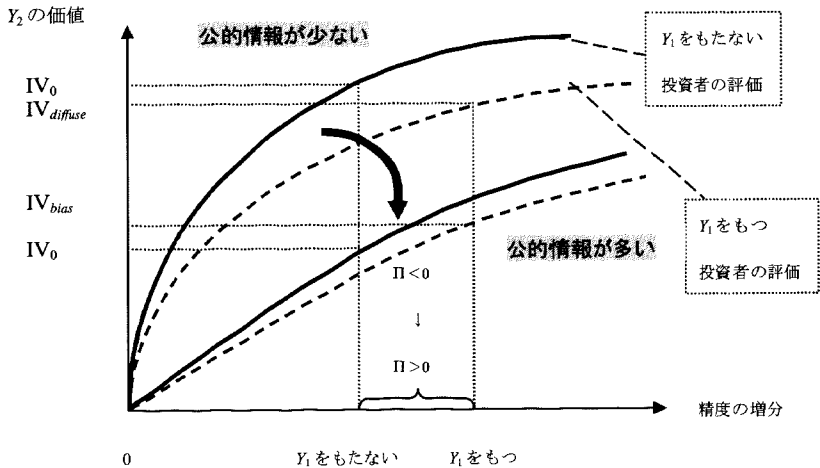


図2 公的な情報開示のもとでの追加的な情報 Y_2 に対する投資者の評価



な精度と価値 (IV_0) を固定する。もし Y_2 が、情報をもつ投資者の不確実性をより多く減らすならば、かれにとっての Y_2 の価値 IV_{bias} は IV_0 を上回る。このとき、情報を所有する投資者は情報購入の動機を高める ($\Pi > 0$) から、市場における

情報の配分は、一部の投資者に集約されやすい。逆に、 Y_2 の精度が Y_1 をもつ場合に小さくなるなら、 $IV_{diffuse} < IV_0$ （ $\Pi < 0$ ）であり、情報の配分は拡散する。

このような状況で、公的な情報開示が拡大された場合、各投資者の効用は図2のように変化する。比較のため、当初は $IV_{diffuse} < IV_0$ によって、情報配分が拡散していると考えよう。このとき、公的に開示される情報が増えると、両者の効用曲線は右下方にシフトし、より近接するようになる。公的な情報が少ない場合と異なり、そこでは Y_1 を観察しているほうが、 Y_2 の精度が相対的に向上していることがわかる。対価を負担せずとも観察することができる情報が増えれば、わざわざコストをかけてまで私的に情報を購入する誘因は小さくなる。また、公的な情報の拡大によって相対的に価値が劣化した Y_1 をもつ投資者からすれば、自身の情報優位を維持するために Y_2 を追加的に購入したほうが得策であろう。

結局、開示規制を拡大すれば、情報をもたない投資者にとって取引される情報の価値が低下し、投資者の間で情報格差が広がる。市場で情報を購入する投資者の割合が小さくなれば、情報源であるはずの資産価格は情報を反映しなくなる。その結果、いずれか一方の情報をもつ投資者としては、価格への依存を弱めなければならない。価格の情報源としての価値が相対的に劣化することによって、これらの投資者は市場に流通するもう一方の情報を購入する動機を高めるであろう。このようにして、市場における情報の配分は完全に二極化される。はじめから情報をもたない投資者は無償で観察することができる情報が増加することで、市場で情報を購入する意欲を低下させる。他方、情報をひとつでも購入した投資者は、それとは反対に、すべての情報を所有する方向に動くのである。

4 価格関連性の分析はなにを示唆するか

(1) 自発的な情報開示を促す誘因

このように、資産価格の情報集約機能を考えたとき、規制にもとづく情報開示は、かならずしも社会厚生 of 改善という所期の効果をもたらさない。情報という

公共財の供給に付随する外部性が¹⁸、情報生産の機会費用を過大にしている側面もある¹⁸が、その負担を規制によって肩代わりすれば、問題がすべて片付くわけではないのである。とりわけ、資本市場の整備にともなって利用可能な情報量が飛躍的に増加するなか、追加的な開示規制の効果については慎重に検討しておく必要がある。情報と受け手の行動との関係が単純に決まらない事実は、会計情報に期待される役割を考え直す契機ともなりうる。

むろん、リスクに対する態度も確率的な判断基準も異なる多数の主体の間で、情報評価の観点をひとつに絞っても、具体性のある議論にはなりにくい。ただ、情報市場の経済分析の観点からすれば、規制にもとづく会計情報は、いわば市場独占に近いかたちで供給される。投資者の選好がどれだけ多様であっても、無償で与えられるこうした情報には、かれらの意思決定の材料として特別な位置が与えられていると考えてよい。単純に考えて、会計情報と企業の価格との間に関連性があるかと問われれば、むろん答えはイエスであろう。その意味で、会計研究のメインストリームを形成する価格関連性の研究が、規制拡大に与える論拠は稀薄である。

情報が価格と相関するという事実をとらえて、あらたな会計ルールを決めるという社会的な選択は、少なくとも価格関連性をめぐる実証研究からは、簡単に成果の得られない難問なのである。もちろん、規制のコストを正当化するうえで、開示情報の効果を事後的に検証する作業は不可欠である。しかし、そうしたコストをもともと社会的に負担すべきであったかどうかは、事後的にみた投資者の行動変化からただちに決まらないのである。会計の存立基盤にもかかわる根本的な規制の必要性は、ともすれば自明とみなされてきたが、投資者の経済合理性に照らせば、思惑が決めつけになる場合もある。上述の見解は、言葉ばかりの批判に

18 内部情報を積極的に開示すれば、競合する企業に有利な情報を与えかねない (information leakage)。均質な情報開示を迫る規制がなければ、企業は投資決定に不可欠な情報を秘匿しようとするかもしれないのである。

依拠せず、客観的に規制の効果を検証した結果である¹⁹。

見方を変えれば、情報を供給する企業の側にも、同様の疑問を投げかけることができる。会計をはじめとする企業情報が、投資者にとって有用であるなら、なぜ企業は自発的に情報を発信しないのであろうか。ディスクロージャーが企業の資本調達上、情報生産のコストを上回る便益をもたらすとすれば、開示規制にあまり意味はない。不正な情報の発信を取り締まる以外の役割期待は、さして必要とされないのである。現実にも、IR（investor relations）やウェブ情報の拡充、あるいはアナリストに向けた業況説明の充実など、自発的な開示のウェイトは次第に大きくなっている。そうした開示のあり方に経済的なメリットが存在するかぎり、どこまで規制すべきかは程度問題でしかありえない²⁰。

なかでも、自発的な情報開示の効果としては、市場から資本を調達する際のコストに関心が寄せられてきた。そこでは、積極的な情報開示が資本のコストを有意に削減するかが、主要な検証課題とされている。いうまでもなく、企業要因を排除したうえで開示水準の変化に対応する価格の値上がり観察されれば、資本調達のコストが低下したとみなすことができる。それにもかかわらず、この方向の研究において、価格はディスクロージャーによって説明される直接の変数にならないようである。なぜなら、実証研究では、情報の量と質（＝ペイオフとの関連）を前掲のモデルのように表裏一体の関係で扱うことが難しいからである²¹。

19 いうまでもなく、分析の前提や概念の道具立てを変更すれば結果は変わりうるから、ここまでの記述の論拠はかならずしも普遍的でないことに注意しよう。

20 公的に規制される情報開示が不要といっているのではない。注18で述べたように、規制がなければ、企業は情報をまったく公開しないことも選択することができる。このように、情報市場の均衡が成立しないときでも、規制が存在することで、少なくとも流通する情報量がゼロになるという均衡を避けることができるのである。

21 このような疑問に対処するため、Leuz and Verrecchia [2000]では、量と質を両立させるようなディスクロージャーの変更を分析対象としている。他の研究では、往々にしてこのような観点が看過されているように思われる。Leuz and Verrecchia [2000]の footnote 1を併せて参照。

周知のとおり、企業の価格は、将来のキャッシュフローに関する見通しと資本のコストをもちいて合理的に予想される。このとき、情報の質は前者に影響すると考えてよい。たとえば、成長性の高い実物市場への投資計画が発表された場合、企業が取得するキャッシュフローの予想に変更が加えられるであろう。投資者の期待を修正する情報内容は、将来の企業業績そのものに関連するわけである。他方、情報の量は後者の資本コストを変更する要素とみなされてきた。直感的に理解されるように、流通する情報量が少ない企業には資本が集まりにくい。業績の見通しだけでなく、企業の信頼性を測るうえでも、利用可能な情報が多いほど予想が円滑になり、資本取引が活発化される。情報量を潤沢にすることは、いわゆる逆選択（adverse selection）を防ぐための有効な手段となるのである。

もし、情報量の拡大が資本調達ポジションを有利にするならば、企業には規制されずとも積極的にディスクロージャーを拡大する誘因がある。米国のように、情報開示にすぐれた企業を順位づけする制度があれば、社会的な関心が喚起されるにともない、企業の情報発信に向けた戦略も変わってこよう²²。たとえば、Botosan [1997]は、1990年に機械製造業が発行した年次報告書を対象に、独自に選んだ情報項目がそこに記載されているかを調査し、情報開示の積極性をランキング評価した。このランキングと企業の資本調達コストとは、証券アナリストのカバレッジが小さい企業において、負の相関をもつことが観察されている²³。

また、AIMRのような調査機関による公式な評価であれば、自発的な開示の効果はより鮮明になろう。1986-1996年にわたるAIMRのディスクロージャー・ランキングは、企業特性を所与としても、資本のコストを有意に増減させること

22 とくに、AIMR (Association for Investment Management and Research) によるディスクロージャー・ランキングは、企業による情報開示を(1)年次報告書、(2)四半期報告書およびその他の公開情報、(3)IRの各カテゴリーについてランキングを毎年発表している。

23 アナリストが注目する企業であれば、年次報告書以外の情報が、豊富に出まわっている可能性が高い。

が知られている（Botosan and Plumlee, 2002）。そこでは、年次報告書に関する順位が1位向上すると、企業の資本コストが0.7%ほど減少するようである。大規模な企業や成長性が期待される企業であれば、おのずと取引される情報の量も豊富になる。しかし、そうした要因を視野の外においてもこの結果が成り立つ事実は、情報生産を促進する経済的便益の存在をはっきりと裏づけている。

もちろん、資本市場の整備の点では、日本も米国に劣らない。とすれば、上記の傾向は、米国に固有の現象ではないはずである。日本でも、証券アナリスト協会からAIMRと同様のディスクロージャー・ランキングが発表されている。この点に着目した須田ほか [2002]は、あらゆる情報源泉を評価した総合ランキングと資本調達コストとの関連を分析した。その結果、各産業のなかで1位から3位に選ばれた企業では、有意に資本のコストが小さくなることが示された。同時に、産業内の順位が高いほど、削減されるコストが大きくなることも明らかになった。それはまた、情報の量的な側面と開示の技術的な巧拙がいっしょに評価されて、資本調達のポジションに反映された結果とみることもできよう。

これらの成果を踏まえると、情報の量だけをみた場合に、規制を講じて企業に開示を迫る正当性の論拠は、薄弱であるといわざるをえない。企業の評価に役立つ情報なら、企業が自身の責任で開示すればよい。開示のコストを上回る便益が確認される間は、情報の供給は過小にならないし、とくに不利な情報を秘匿しようとするれば、露見した場合のペナルティが大きくなるだけである。そうなると、会計情報の価格関連性のあるべき規制の延長線上で議論しても、あまり生産的な結論は得られないであろう。たんに価格と相関するというだけなら、私的に開示される情報であっても同じことだからである。規制を受ける会計情報と価格との関連性を分析する意義は、少なくとも情報の量という表面的な事象からは導かれそうにない。

(2) 統一的な開示様式と市場の反応

要するに、会計上の認識領域の拡大にともなって資本市場での価格形成にも変化が起こるが、そのプロセスを後追いするだけでは、投資者の期待形成の仕組み

やパターンはわからない。それでも、市場が見落としていた情報が新しい会計ルールのもとで与えられたと割り切れれば、規制の事後的な効果を確認する意味で、価格関連性の研究は一定の役割を果たす。さしあたり本稿では、開示規制の効果の解明には立ち入らない。むしろ、株主が支出した資本の増減を統一的な計算構造のもとで測定する会計の基本的な構造が、投資者の共感を呼んでいる側面に焦点をあわせる。

企業を取り巻く多様な事実をいくつかの数値に集約した会計情報は、だれにとっても共通に理解可能な言語としての特性をもつ。ある時期における会計ルールのレジームは、認識対象となる事実をある程度絞り込むことで、投資者の体系的な行動変化を目に見えるかたちで検証することを可能にする²⁴。情報利用のあり方はひとつにかぎられないが、市場全体の効率性などを裏づける際には、統一されたフォーマットをもつ会計情報に特別の関心が払われてきたといつてよい。現状のように、国際基準や米国基準が世界標準をうかがう過渡期は、投資者の反応の変質を大規模に実験するよい機会でもある。それはまた、公的な情報開示の質を問い直す契機ともなる。

たとえば、Leuz and Verrecchia [2000]では、1998年6月時点でDAX100に組み入れられた102銘柄を対象に、国際基準ないし米国基準を選択した企業の資本コストが、ドイツ基準を採る企業よりも小さくなるかが調査された。同じ会計基準でも、株主資本や利益の測定方法が異なれば、開示される情報の質は変わるとみなされたのである。その結果、いずれかの基準を採用した企業では、ビッドアスク・スプレッド (bid-ask spread) が縮小し、市場取引量が増加するという現象が観察された²⁵。売値と買値の乖離をあらわすスプレッドの縮小は、情

24 たとえば、Ball and Brown [1968]などは、会計情報に対する投資者のシステマティックな反応を模索した初期の試みのひとつである。

25 Botosan [1997]やBotosan and Plumlee [2002]と異なり、ここでは会計基準が内生的に選択される可能性を、いわゆるMills比率の逆数を導入することで排除している。回帰分析の同時性に一定の配慮がなされたのである。

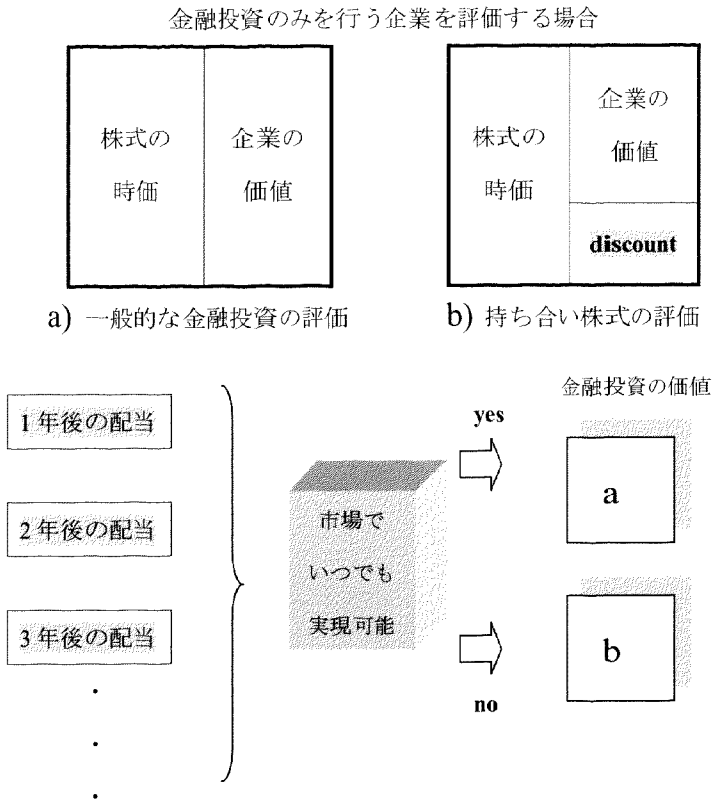
表1 自発的なディスクロージャーの経済的便益に関する研究

研 究 名	資本コストの定義	発 見 事 項
Botosan [1997]	残余利益モデルから推計された資本コスト	証券アナリストのカバレッジが低い米国企業では、年次報告書における自発的な開示に積極的なほど資本のコストが低くなる。
Botosan and Plumlee [2002]	配当割引モデルから推計された資本コスト	AIMRのディスクロージャー・ランキングのうち、年次報告書に関する評価が高い企業ほど、資本コストが小さくなる。
須田ほか [2002]	残余利益モデルから推計された資本コスト	証券アナリスト協会のディスクロージャー・ランキングが各産業で3位以内に入る日本企業では、資本コストが段階的に低減する。
Leuz and Verrecchia [2000]	ビッドアスク・スプレッド、取引量、ボラティリティ	国際基準ないし米国基準で会計情報を開示するドイツ企業では、ビッドアスク・スプレッドが減少し、取引量が增大する。
Park and Chujo [2003]	Ohlson [1995]の残余利益ダイナミクスから推計された資本コスト	環境庁の環境会計ガイドラインに準拠して、事業エリア内効果を開示する日本企業では、資本のコストが低くなる。

報の非対称性がある程度解消されたことを意味する。相対的に質の高い情報が供給されれば、企業のファンダメンタルに関する予想にずれが生じにくくなるわけである。

少し視点は異なるが、環境情報についても整った開示様式の必要性が浸透しつつある。Park and Chujo [2003]によれば、2000年に発表された環境庁の環境会計ガイドラインにそくして2001年に事業エリア内効果を開示した企業において、資本調達コストが有意に小さくなることが明らかにされた。そこでは、日経環境経営度調査による環境情報開示の積極性の評価と資本コストとの間には、顕著な相関が発見されなかったものの、環境会計情報の効果については強力な裏づけが得られている。多様な開示形式を許す環境報告書よりも、理解可能性や比較可能性にすぐれた環境会計情報のほうが、有用性が高いという当初の期待が、遅まきながら確認されたといえよう。

図3 持ち合い株式の評価



一連の研究を整理すると、表1のようになる。同時に、規制の費用と効果に敏感な米国では、開示様式の統一性がもたらす経済的な便益も早くから重要な関心事となってきた。たとえば、Admati and Pfleiderer [2000]は、情報市場でナッシュ均衡が成立しないケースでも、形式が整合された情報開示を規制することによって、均衡が回復されることを明らかにした²⁶。それはともかく、開示規制が体系的な投資者の反応を引き起こすのであれば、企業行動の変化にともなって、

26 ただし、業種や企業規模といった部分集合ごとの調整が必要な場合もあろう。

そうした反応にも相違が生じてこよう。基準となるケースを設けて、会計情報の価格関連性がそこからどのように乖離するかを仔細に分析すれば、企業行動に内在する矛盾や問題点が明らかになるものと考えられる。

たとえば、企業による金融投資の成果は、売買益や利息といった実現利益だけでなく、時価の変動によっても測られる。その一方、時価の変動は、将来の成果やリスクに関する期待の変化を意味するから、この投資の価値はつねに現在の時価に一致する。営業投資であれば、このように所有する資産の時価で、投資者の期待を代替することはできない。企業の経営努力によって成果が大きく変わるため、売却を想定した時価は、営業投資の評価にとって基本的に無関係だからである。それにくらべると、だれに帰属するかを選ばない金融投資には、時価を超える無形の価値は付与されようもない。実際に売却するかどうかとは関係なく、投資者の期待は時価の水準で折りあうわけである。

しかし、日本企業の間で頻繁に観察される株式の持ち合いが²⁷、企業の金融投資の一角を占める場合、話は異なる。はじめから売らないことが約束された株式であれば、市場はその時価を直接の評価対象としないであろう。このとき、時価の変動は投資の成果の計算から除かれる。営業投資のケースと同様に、受取配当などの利益の確定以外に成果を決めようがないからである²⁷。図3のように、将来の成果をただちに実現することが可能であれば、その実現のタイミングは、価値を決めるうえで無関係である（aのケース）。しかし、持ち合い株の処分が制約されるほど、この金融投資の価値は、将来の成果（＝時価）を反映しなくなる（bのケース）。企業経営のあり方が投資の価値評価の基準を変えるとすれば、投資者にとって必要な会計情報も、時価や原価といった複数ある選択肢から決められる。

そのようななか、たんに特定の会計情報と価格形成との関係を発見するだけで

27 税効果会計についても同じ点を指摘することができよう。売却を想定して将来の税金を当期の利益にチャージする繰延税金負債は、この投資の性質からみて、投資者の期待形成に役立ちそうもない。

は、政策的なインプリケーションも規範的な知見も得られないであろう。むしろ、会計情報と価格とが有機的に結びつくとすれば、市場が注目する会計情報を明らかにすることで、経営システムの功罪まで明らかになるのではないか。会計情報の価格関連性という、きわめてプリミティブな側面が強調されるのは、それが企業経営のあり方を映し出す一種のカルテとして機能するからである。その意味で、本稿における作業は、開示規制の正当性を証明するほど野心的ではないが、経営環境の急速な変化に対する資本市場の評価やその転換を展望するうえで、残す貢献は少なくないと考え²⁸。

5 おわりに

本稿の議論は、それだけで興味深い事実を提供している。会計情報が資本市場での価格形成に本当に寄与しているのかを、事後的に検証する価格関連性の研究は、政策面での会計研究をリードしてきた分野である。課題の性質上、そうした研究の成果は、規制を強化するのに必要な経験的な内実を与えてきた。有用でない情報が公的な負担で開示されていては問題であるが、もともと情報と価格との関係は、規制の有無によって変化したりしない。自発的なディスクロージャーを促す誘因が存在するのであれば、むしろ規制にともなう社会的コストが過剰になるおそれがある。少なくとも、そうした研究を規制の整備につなげるためには、情報市場の性質を徹底的に考え直す必要がある。

しかし、だからといって価格との関連を模索するアプローチが、有用性に欠けるとは決まらない。ルールを所与としても、与えられた会計情報に対する価格の反応は、企業の特長や経営方針などによって変わってくる。投資者が企業のどの側面を評価しているかが、そこに顕著にあらわれるのである。問題となるような

28 そのような研究の方向性については、たとえばChujo [2003]やChujo and Ohnishi [2002]をみよ。

企業行動が、投資者による会計情報の選択に影響を与えているとすれば、その分析は、日本型とよばれる企業経営の仕組みが直面する矛盾や課題を洗い出す機会を与えてくれよう。情報と価格形成との因果関係に関心を向けることで、新しい会計研究の方向性が導かれるとすれば、この分野の研究の有用性は決して否定されないのである。重要なのは、社会的にみてなぜ会計情報が必要とされるかを虚心に考える姿勢であろう。

参考文献

【英文】

- [1] Admati, A., and P. Pfleiderer, 1986, Viable allocations of information in financial markets, *Journal of Economic Theory* 43, pp. 76-115.
- [2] Admati, A., and P. Pfleiderer, 2000, Forcing firms to talk: financial disclosure regulation and externalities, *The Review of Financial Studies* 13, pp. 479-519.
- [3] Alles, M., and R. Lundholm, 1993, On the optimality of public signals in the presence of private information, *The Accounting Review* 68, pp. 93-112.
- [4] Amir, E., and B. Lev, 1996, Value-relevance of nonfinancial information: the wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics* 22, pp. 3-30.
- [5] Ball, R., and P. Brown, 1968, An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting research* 6, pp. 159-178.
- [6] Barth, M., 1994, Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks, *The Accounting Review* 69, pp.1-25.
- [7] Barth, M., W. Beaver and W. Landsman, 2001, The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view, *Journal of Accounting and Economics* 31, pp. 77-104.
- [8] Barth, M., M. Clement, G. Foster and R. Kasznik, 1998, Brand values and capital market valuation, *Review of Accounting Studies* 3, pp. 41-68.
- [9] Botosan, C., 1997, Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review* 72, pp. 323-349.
- [10] Botosan, C., and M. Plumlee, 2002, A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital, *Journal of Accounting Research* 40, pp. 21-40.
- [11] Chujo, Y., 2003, How does the ownership structure affect investor valuation of the adaptation option? a fundamental analysis of Japanese stock market, *2002 Bulletin of Japanese Association for International Accounting Studies*, pp. 139-154.
- [12] Chujo, Y., and A. Ohnishi, 2002, Linking ownership structure to valuation of Japanese firms: an analysis using accounting valuation model, *Collected Papers of AAAA2002 in Nagoya*, pp. 451-471.
- [13] Davis-Friday, P., L. Folami, C. Liu and H. Mittelstaedt, 1999, The value relevance of financial statement recognition vs. disclosure: evidence from SFAS No. 106, *The Accounting Review* 74, pp. 404-423.

- [14] Diamond, D., and R. Verrecchia, 1981, Information aggregation in a noisy rational expectations economy, *Journal of Financial Economics* 9, pp. 221-235.
- [15] Eccher, E., K. Ramesh and S. Thiagarajan, 1996, Fair value disclosure by bank holding companies, *Journal of Accounting and Economics* 22, pp. 79-117.
- [16] Gonedes, N., 1975, The capital market, the market for information, and external accounting, *The Journal of Finance* 31, pp.611-630.
- [17] Gonedes, N., 1980, Public disclosure rules, private information-production decisions, and capital market equilibrium, *Journal of Accounting Research* 18, pp. 441-476.
- [18] Hellwig, M., 1980, On the aggregation of information in competitive markets, *Journal of Economic Theory* 22, 477-498.
- [19] Kreps, D., 1977, A note on “fulfilled expectations” equilibria, *Journal of Economic Theory* 14, pp. 32-43.
- [20] Leuz, C., and R. Verrecchia, 2000, The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research* 38 (Supplement), pp. 91-124.
- [21] Lundholm, R., 1991, Public signals and the equilibrium allocation of private information, *Journal of Accounting Research* 29, pp. 322-349.
- [22] Marschak, J., 1963, The payoff-relevant description of states and acts, *Econometrica* 31, pp. 719-725.
- [23] Park, E., and Y. Chujo, 2003, Environmental disclosure does matter in Japanese capital market: the association between estimated cost of equity capital and environmental disclosure level, *Collected Paper of AAAA2003 in Seoul*, pp. 26-40.

【和文】

- [1] 斎藤静樹、1993、「なぜ利益のディスクロージャーか」斎藤静樹編著「財務会計—財務諸表分析の基礎—」補章、有斐閣。
- [2] 須田和幸・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（三）」『会計』第162巻第3号、440-452頁。
- [3] 畠中道雄、1991、『計量経済学の方法』創文社。
- [4] 細江守紀編、1990、『応用ミクロ経済分析』有斐閣。
- [5] 山本達司、2002、『企業戦略評価の理論と会計情報』中央経済社。