The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」に向けて
Author(s)	高尾, 裕二
Citation	大阪大学経済学. 2010, 59(4), p. 98-124
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/27156
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

【覚書】

「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」に向けて*

高　尾　裕　二†

要　旨

本稿の主要な目的は，多様な論点が複雑に絡み合い取扱いが難しい会計開示について，どのような論点があり，これまでどのような議論が展開され，今後取り組むべき課題にはどのようなものがあるのかといった諸点を概観するための試論的な会計情報開示の枠組みを提示することである。

会計開示の枠組みの提示に向けては，Kanodia（2006）に大きく依存する結果となった。Kanodia（2006）と比較したわれわれの枠組みの特徴の一つは，企業部門と金融・家計部門との媒介項としての（本源的）キャッシュフローを明示したこと，また強制的開示としての会計情報の働きを強調するため，「現実の世界」から会計情報を含む「シグナル（情報）の世界」をより明確に識別し，企業部門と金融・家計部門との媒介項としての（本源的）キャッシュフローからみて，企業部門と金融・家計部門を対称的に描いたことである。なお，主にKanodia（2006）に依拠した結果，本稿は，会計開示を媒介とする企業部門と金融・家計部門の均衡の同時決定という会計情報開示分析にとって極めて魅力的なKanodia（2006）の分析視角を紹介する内容ともなっている。

JEL 分類番号：M41
キーワード：会計情報，開示

Ⅰ．会計プロセスの最終段階における開示の強調

現在の（財務）会計学においては，企業財務情報の資本市場への開示（ディスクロージャー）という側面が強調される。その理由の一端は，いうまでもなく，会計の基本的な目的なり機能として，投資者の証券投資判断に資する情報の提供を意味する「情報提供機能」が広く受け入れられるに至ったという点に求められる。例えば，わが国における（討議資料）「財務会計の概念フレームワーク」においては，「財務報告の目的は，企業価値評価の基礎となる情報，つまり投資家が将来キャッシュフローを予測するのに役立つ企業成果等を開示することである」（第２章，本文１）とされている。

会計プロセスにおける最終段階としての開示への注目・強調は，会計プロセスにおける認識・測定の段階（会計情報の作成局面）に多くの関心が寄せられてきたそれ以前の時代と比較して，より一層会計情報が，企業を取り巻く市場や企業の利害関係者にどのように利用され，市場やステークホルダーの行動にどのような影響を与えるのか，またその影響が翻って開示主体である企業の行動にどのような影響をもつのかといった，いわゆる会計情報の経済的影響分析

* 一読してくださり多くのコメントを賜った中村宣一朗先生およびKanodia（2006）など本稿で用いた多くの文献を紹介くださった椎葉淳先生を始めとする科研研究会・阪大会計研究セミナー（HARS）また大阪会計研究会（AWIO）参加の方々にお礼を申し上げます。
† 経済学研究科教授

（以下，「会計情報の経済分析」とよぶ）がより重要な課題として浮かび上がってくることを意味する。なぜなら，企業の会計開示を取り上げるということは，企業を取り巻く市場でのあるいはステークホルダーの会計情報なり会計数値の利用を考慮するということであり，開示と利用，さらには利用の具現としての市場あるいはステークホルダーの行動へのインパクト，このインパクトを予期した企業の開示戦略といった論点が，密接不可分なものとして開示の分析と結びつくことになるからである。

しかし，会計情報の経済分析は容易ではない。第１の理由は，開示は会計プロセスの最終段階であり，それゆえ開示への関心は，当然のこととして，開示の前段階である認識・測定の論点をも包含する会計学における全体の論点をいきおい対象とすることになるからである。さらに第２の理由として，企業の開示環境は，多様な要素から構成され，それらの要素が経時的・空間的に極めて複雑に関連しあい，その結果，開示の経済的影響は，微妙，広範かつ多岐・多様にわたるからである。

会計開示に関してこれまで数多くの実証分析がなされてきた。さらに最近では会計分野における開示モデル分析が増加する傾向がみられる。このような状況のもと，これらの実証分析・モデル分析がそれぞれ関心の対象とし，描き出し，分析した論点を適切に配置できるような，さらにより一般的にいえば，会計開示の主要な論点とその相互の関係を簡潔に示し，会計開示の主要な論点を可能な限り鳥瞰できるような会計開示の「基本的な分析枠組み」があれば，これまでの議論を整理するためにも，今後取り組むべき論点を見出すためにも，さらにいえば今後の会計開示の包括的理論の展開に向けての手掛かりを得るためにも，有益であるにちがいない。

われわれの理解では，上記の意味で参照すべき「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」といったものは現在のところほとんど見当たらない。本稿の目的は，主にKanodia（2006）の議論に依拠して，われわれなりの「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」の提示に向けて，その手掛かりを得ようとするものである。

本稿の構成は以下のようである。まず次節（第Ⅱ節）において，これまで展開された企業情報開示の分析枠組みの例として二つの議論を簡潔に跡づける。さらに「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」を提示するという本稿の目的からみて，取り扱われる論点が明確に示される（会計分野における）開示モデル分析が一つの有力な手掛かりを与える。そこで第Ⅲ節において，これまで会計分野において展開されてきた主要な開示モデル分析を簡単に跡づけ，会計開示における重要な論点にはどのようなものがあり，またそれらの関係がどのように捉えられるのかを改めて確認する。本稿では，広く企業開示情報一般[1]ではなく，むしろ強制的開示とし

---

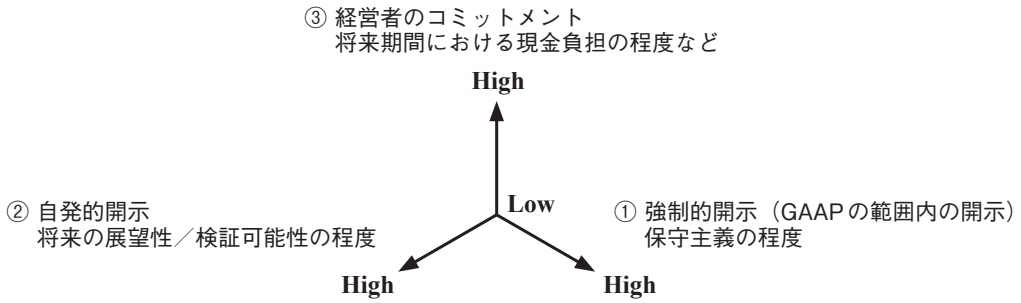
[1] 会計開示を含む企業なり経営者の企業開示情報は多岐にわたり，それゆえ多様な視点からの分類がありえる。以下は，われわれなりに企業開示情報を分類・整理したものである。

1）開示の対象となりうる情報が，法令等で開示が強制されるものであるか否かの観点から，「強制的情報（強制的開示）vs. 自発的情報（自発的開示）」。

強制的－自発的という分類の一つの変形として，開示の対象となりうる情報が，公表されるものであるか，経営者や企業により私的に保有されるものであるかの観点から，「公的情報vs. 私的情報」という分類も，とりわけ自発的開示に関して経営者が公表するか公表しないのかの開示のインセンティブに関わってしばしばなされる。

2）開示の対象となりうる情報が，定量的な属性をもつものか，定性的な属性をもつのかの観点から，「定量的情報vs. 定性的情報」。

3）開示の対象となりうる情報が，（貸借対照表・損益計算書・キャッシュフロー計算書およびその注記情報といった）財務諸表に組み込まれまたは財務諸表関連情報（または財務報告情報）であるか，それ以外の情報であるかの観点から，「会計情報 vs. 非会計情報」。この会計情報－非会計情報という分類の一つの変形として，開示の対象となりうる情報の測定単位が，貨幣(金銭)であるか，物量単位など貨幣単位以外のものであるかの観点から，「財務情報 vs. 非財務情報（または財務指標情報vs. 非財務指標情報）」という分類も，とりわけ非会計情報を念頭におく場



図Ⅱ-1　情報開示行動とそのインパクト
（Lev, 1992, 図3, p.28より。ただし一部加筆修正）

ての「会計」情報に焦点が当てられる。この観点から，企業情報一般ではなく「会計」情報に問題意識を限定した場合に考慮すべき論点（例えば，企業情報一般とは区別される「会計」情報の特性とはなにか）を検討しておくことが「「会計」開示分析の基本的枠組み」の提示に先立って必要となる。この作業を第Ⅳ節で行い，次いで主にKanodia（2006）を参照し，われわれなりの「基本的枠組み」を示す（第Ⅴ節）。最後の第Ⅵ節でまとめと今後の課題を指摘し本稿を閉じる。

Ⅱ．これまで展開された企業情報開示の分析枠組みの二つの例

本節では，強制的開示か自発的開示かといった開示情報のタイプを問わず，開示を巡る重要な論点をある種鳥瞰しようと試みた図式化された企業・経営者による開示全般の分析枠組みの一端を概観する。

1．経営者開示行動の枠組み－Lev（1992）

Lev（1992, pp.23-28）は，自発的開示を含む企業開示全般のインパクトを高めるため，経営者が利用できる開示行動（開示戦略）を，次の三つのカテゴリーから整理した。

① GAAP（一般に認められた会計原則）という法的に強制された集合内での開示選択
② 経営者による自発的開示とコミュニケーション
③ 開示のインパクトを高めるための経営者の行動ないし「コミットメント」

Lev（1992）による上図の説明は以下のようである。なお，これらの説明の根拠となる証拠は，主に経済・経営・金融関連の一般雑誌・新聞の記事によるものである。

①Lev（1992）は，GAAPという法的に強制された集合内での開示選択において，代替的な会計手続選択を行う場合，優先されるべきは，もっとも有効的かつ信頼しうる方法で，経営者のメッセージを伝えるということであり，この場合の有効性・信頼性の一つの重要な決定要因は，保守的－積極的という会計手続の属性（conservative-aggressive quality of accounting techniques）であり，保守的であることが情報

合になされることがある。ここで非財務指標とは，例えば，契約者数，顧客満足度，顧客リピート率，市場占有率，市場の規模などである。なお，財務情報・非財務情報はともに先の定量的情報であることに留意する。

4）開示の対象となりうる情報が，ある種のレベルで集計された（aggregate）情報という属性をもつものであるか否かの観点から，「集計的情報 vs. 非集計的情報」。このような分類の例としては，連結情報に対するセグメント情報，当期純利益や純資産簿価に対するそれらを構成する各勘定科目情報などがある。

なお，本稿での「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」における関心の対象は，上記の分類に従えば，強制的開示としての会計情報，とりわけ集計的情報としての利益情報ということになる。なお「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」と会計をカッコ書きで表現したのは，企業情報一般とは区別される「会計」情報を強調するためである。

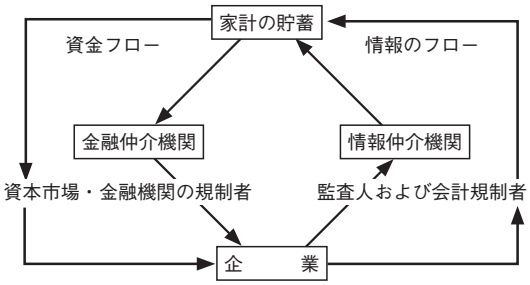
の有効性・信頼性を高め，その結果，強制的開示のインパクトを高める。

②自発的開示の情報内容またはインパクトは，メッセージの将来展望的な性格と検証可能性の程度（つまり開示の正確性についての外部者の事後的な評価能力）によって決定される。一般的には，開示がより将来展望的であればあるほど，また開示がより検証可能的であればあるほど，開示のインパクトは高まる。

③開示の情報内容またはインパクトを高めるために経営者が提供できるコミットメントには，（a）「財務的な意思決定の形態」をとるもの（例えば，配当の増加，自社株式の買戻し）で，将来のキャッシュ・アウトフローの増加という負担を伴うものと（b）企業業績に対する経営者の利害（stake）の引き上げ（例えば，経営者の自社株の買い増し）といった「その他のコミットメントの形態」をとるものの２つの形態がある。前者の（a）「財務コミットメント」の有効性は，一般にそれがもたらす将来のキャッシュフローの負担によって決定される。つまり将来のキャッシュフローの負担が大きいのもであればあるほど開示のインパクトは大きくなる。後者の（b）「その他のコミットメント」に関しての開示のインパクトを高める工夫には，株式分割，株式配当，経営者・取締役による自社株の買い増し，企業レバレッジの引き上げ，経営者報酬を構成する企業業績部分の拡大，経営者報告書に対する技術的・法的妥当性を証明する専門家（技術者，エコノミスト，税理士）の開示，企業の財務的健全性を証明する格付機関等の利用などがある。

2. 資本市場を念頭においた開示の枠組み－Healy and Palepu（2001）

Healy and Palepu（2001，pp.407-410）の開示の枠組みは，マクロ経済ベースの視点から，資本市場の作動における，開示，情報仲介機関および金融機関の役割を概念化したものであり，研究に向けた含意を整理し展開させるために提示されたものである。



図Ⅱ-2　資本市場経済における資金フローと情報フロー
（Healy and Palepu, 2001，図 1，p.408 より。）

図の左側は，貯蓄者から企業への資金（capital）のフローを示している。資金は二つの経路で企業へ流れていく。その一つは貯蓄者から企業への直接的なフローである（例えば，未上場株式の発行，エンジェルからの資金調達）。貯蓄者から企業への資金フローの第２のより一般的な経路は，銀行，ベンチャー・キャピタル・ファンド，保険会社といった金融仲介機関を通じて行われるものである。

これに対して図の右側は，企業から貯蓄者・仲介機関への情報フローを示したものである。企業は，財務報告やプレス・リリースといったメディアを通じて，投資者と直接的にコミュニケーションができる。企業は同様に，金融仲介機関または財務アナリストといった情報仲介機関を通じてコミュニケーションを行う。

上記の開示の枠組みに関連してHealy and Palepu（2001）は，さらに次のように指摘する。いかなる経済であれ，もっとも重要な一つの挑戦は，投資機会に対する貯蓄の最適な配分である。（典型的には，広範に分布している）家計の貯蓄を引きつけたいと考える多くの新規の企業家や既存の企業が存在している。貯蓄者および企業家は互いに取引をしたい（do business）と考える一方で，貯蓄とビジネス投資機会のマッチングは少なくとも次の二つの理由から複雑になる。

理由の第１は，企業家は典型的にビジネス投資機会の価値について貯蓄者に比べてよりよい情報を保有し，その価値を過大に評価したいというインセンティブをもつ。それゆえ貯蓄者は，ベンチャー・ビジネスへの投資に際して，「情報問題」（以下で明らかであるが逆選択を意味する）に直面することになる。第２の理由は，貯蓄者が一旦ベンチャー・ビジネスへ投資をした場合，企業家が貯蓄者の貯蓄を収奪（expropriate）したいというインセンティブをもつことになり，「エージェンシー問題」（要するモラル・ハザードのこと）が発生することになるからである。

第１の理由に関わった「情報問題（または「レモン」の問題）」は，企業家と貯蓄者との間の情報格差（information differences）とインセンティブの対立から生じるものであり，資本市場の機能の破壊を導く可能性がある。「レモン」の問題が完全に解決されない場合，資本市場は，企業家が利用可能な情報に比べて，good ideasを合理的に過少評価し，またbad ideasを合理的に過大評価することになってしまう。情報の非対称性に起因するこの「レモン」の問題に対しては，よく知られたいくつかの解決策がある。その一つは企業家と投資者との間の最適契約である。最適契約は，私的情報を完全に開示するというインセンティブを与え，それによって誤った評価問題を軽減することになる。もう一つの解決策は開示規制である。開示規制は経営者に対して完全な私的情報の開示を要請するものである。解決策の最後は，経営者が保有する優位な情報を見抜くための私的情報生産に従事する財務アナリスト，格付機関といった情報仲介機関の利用である。

以上，わずか二つの企業情報開示の分析枠組みの例をみたにすぎず，またこれら二つの例はそれぞれ固有の目的から図式化されたものであり，その目的は本稿の関心事ともとより同一ではない。このうちLev（1992）は，比較的本稿の目的に近似したものであり，簡潔であるにも関わらず示唆的であり，会計開示における具体的な論点およびこれら論点の相互関係がある程度まで鳥瞰できる内容となっている。ただし，「会計」情報開示に主眼をおく本稿の目的からいえば，会計開示において取り上げられるべき重要な論点が依然として数少なく，満足できるものではない。

本稿の課題を部分的であれ解決し達成するためには，上述したような図式化された「枠組み」といった議論とは異なる他の議論を参照しヒントを得る必要がある。そのため，次に，会計開示上の焦点となる論点およびそれらの論点間での関係性が明解に示されているに違いない「開示の分析モデル」に目を向けてみることにしよう。

Ⅲ．これまで展開された会計分野における「開示の分析モデル」の概観

1．情報開示モデルの三つのタイプ

これまで展開されてきた会計分野における開示のモデル分析は，用いられる基本的なセッティングの観点から，以下の三つタイプに大きく分類することができるように思われる（椎葉・高尾・上枝（近刊）を参照）。

(1) 完全開示モデルに依拠して，開示するか開示しないか，どのような状況のもとで非開示がありうるのかという経営者の開示インセンティブを問う情報開示モデル

このカテゴリーに含まれる開示モデルは，市場の諸力（market forces）によって私的情報はすべて開示される，つまり完全開示（full disclosure）が導かれるとするGrossman（1981）らによる“unraveling argument”をベンチマーク・モデルとして，非開示もありうるといったより現実的な経営者の開示行動を説明しようという問題意識が契機となって展開されたものである。

以下，参考までにVerrecchia（1983）における（裁量的）開示均衡の定義を簡単にみておこう。

経営者	市場（トレーダー）
経営者の目的は、危険資産の価格を最大にすることであり、当該資産の価値に関して経営者が有する情報を、開示するかしないかを(裁量的に)決定する	経営者の開示・非開示に基づいて、トレーダーは、危険資産の価格を以下のように決定する。 $p(\Omega)=E[(\tilde{v})\mid\Omega]-\beta(\mathrm{Var}[\tilde{v}\mid\Omega])$

経営者が $\tilde{z}=z$ という実現値を観察し、

（ｉ）情報を開示する場合 ⟶ $p(\tilde{z}=z)=E[(\tilde{v}-c)\mid\tilde{z}=z]-\beta(\mathrm{Var}[\tilde{v}\mid\tilde{z}=z])$

（ii）情報を開示しない場合 ⟶ $p(\tilde{z}=z\le x)=E[(\tilde{v}-c)\mid\tilde{z}=z\le x]-\beta(\mathrm{Var}[\tilde{v}\mid\tilde{z}=z\le x])$

$\tilde{v}$：危険資産の清算価値

$\tilde{z}$：清算価値についての経営者の情報

$\tilde{\varepsilon}$：経営者の情報のノイズ

$\tilde{z}=\tilde{v}+\tilde{\varepsilon}$

c：開示のコスト（一般的には「専有コスト」とよばれる）

Ω：トレーダーの情報集合

p：危険資産の価格

x：経営者の開示・非開示の境界値

ここで一つの裁量的開示均衡は，次の二つの条件を同時に満たす一つの開示の境界値 $\hat{x}\in R$ として定義することができる。

（ｉ）$\hat{x}$ についての経営者の選択は，観察された $\tilde{z}=z$ について，危険資産の価格を最大にすることである。

（ii）経営者が非開示を選択する場合，トレーダーは，経営者による観察 $\tilde{z}=z$ が，$\tilde{z}\le\hat{x}$ という属性をもつと推測する。

均衡条件（ｉ）は，トレーダーが情報の開示・非開示をどのように解釈するのかに応じて危険資産の価格を最大にするような一つの開示の境界値を経営者が選択することを要求するものである。均衡条件の（ii）は，一つの合理的期待の要請であり，トレーダーの推測は経営者の非開示の動機とコンシステントであることを主張するものである。（Verrecchia, 1983, pp. 184-186）

(2) マーケット・マイクロストラクチャー の基本モデル（主にKyle(1985)）に依拠し，市場にリリースされる公的情報（および情報トレーダーが保有する私的情報との相互作用）の役割の分析に主眼をおいた情報開示モデル

このカテゴリーに含まれる開示モデルは，自身の所得の最大化を目指して取引量を決定する市場参加者（情報トレーダー），価格設定の役割を担うマーケット・メーカー，および流動性などを理由に取引量をランダムに決定しよって効率的な価格設定を妨げノイズを持ち込む非情報トレーダー，というマイクロストラクチャーの基本的な分析枠組みに公的情報を組み込み，市場にリリースされる公的情報の役割（および情報トレーダーの保有する私的情報との相互作用）を分析しようとするものである。このタイプのモデルにおいては，会計情報を意味する公的情報が，取引量，形成される価格，価格の情報提供性，市場の深さ，情報トレーダーの所得などにいかなる影響を与えるのかが具体的に分析されることになる。

以下，参考までにKyle（1985）のモデルに公的情報を組み込んだ開示モデルの一つであるLuo（2001, pp. 60-61）を簡単にみておこう。

1人のリスク中立的なインサイダー	非情報トレーダー	競争的・リスク中立的なマーケット・メーカー
危険資産の将来ペイオフに関する私的情報を保有し，同時に公的情報を観察し，これらの私的・公的情報に基づき，危険資産への注文量を決定し，発注する。	危険資産に対して非弾力的な需要をもつ自身の取引が外生的なトレーダー	公的情報および注文量合計を観察し，セミ・ストロングの効率性のもとで，価格を設定する。
危険資産の将来ペイオフに関して受取った私的情報$\tilde{z}_i$および公的情報$\tilde{z}_c$に基づき，注文を提示し，自身の取引戦略$\tilde{x} = X(\tilde{z}_c, \tilde{z}_i)$を選択する。	全体として，注文$\tilde{u}$を提示する。	注文量合計$\tilde{x} + \tilde{u}$および公的情報$\tilde{z}_c$に基づき，自身の期待利潤がゼロとなるように，危険資産の価格$\tilde{p} = P(\tilde{z}_c, \tilde{x} + \tilde{u})$を設定する。

上記の市場モデルにおける一つのナッシュ均衡は，以下の条件を満たす
$\{\tilde{x} = X(\tilde{z}_c, \tilde{z}_i),\ p = P(\tilde{z}_c, \tilde{x} + \tilde{u})\}$ の一つの組合せから構成される。

（ｉ）インサイダーの利潤最大化：インサイダーの任意の代替的な取引戦略$\tilde{x}'$に対して，

$$E\left[(\tilde{v} - p)\tilde{x} \middle| \tilde{z}_c, \tilde{z}_i\right] \geq E\left[(\tilde{v} - p)\tilde{x}' \middle| \tilde{z}_c, \tilde{z}_i\right]$$

（ii）市場のセミ・ストロング効率性（マーケット・メーカーの価格設定ルール）

$$P(\tilde{z}_c, \tilde{x} + \tilde{u}) = E\left[\tilde{v} \middle| \tilde{z}_c, \tilde{x} + \tilde{u}\right]$$

$\tilde{v}$ ：危険資産の清算価値

$\tilde{z}_i$：危険資産の将来ペイオフに関するインサイダーの私的情報

$\tilde{\varepsilon}_i$：経営者の私的情報のノイズ

$\tilde{z}_i = \tilde{v} + \tilde{\varepsilon}_i$

$\tilde{z}_c$：危険資産の将来ペイオフに関する公的情報

$\tilde{\varepsilon}_c$：公的情報のノイズ

$\tilde{z}_c = \tilde{v} + \tilde{\varepsilon}_c$

p ：マーケット・メーカーが設定する危険資産の価格

$\tilde{x}$ ：インサイダーの危険資産の注文量

$\tilde{u}$ ：非情報トレーダーの危険資産の注文量

(3) 寡占モデル（より正確には複占モデル）を利用した企業の開示インセンティブに関する情報開示モデル

よく知られた，クールノー競争，ベルトラン競争，シュタッケルベルグ競争といった複占モデルに依拠して，経営者の開示のインセンティブ（開示するか非開示か，あるいは開示・非開示を事前にコミットメントするかしないかなど）が分析される。これらの開示に関する企業の意思決定の良否は，結果として生み出される企業の利益の多寡から判断される。さらにこれらの複占モデルにあっては，企業利益を意味する生産者余剰に加えて消費者余剰，さらにこれら二つの合計を意味する総余剰が算定されることから，企業開示が広く経済社会に与える経済的厚生についても明確に判断できるという利点

がある。一般的に開示が望ましいか望ましくないかは，競争のタイプおよび開示される情報の種類（製品価格に関するものか，市場における需要に関するものかなど）およびそれらに関連するパラメータの値に依存する。会計分野における当該領域の代表的な文献として Darrough（1993）がある。

2. 会計分野における開示モデルの特徴

意思決定有用性アプローチのもと，会計情報の役割は資本市場に向けた情報の提供であると想定して，本稿では，上述した情報開示モデルの類型のうち(1)および(2)に注目する。

(1)であれ(2)であれ，モデル上，公的情報さらにいえば会計情報を含意するシグナル$\tilde{z}$は，企業価値$\tilde{v}$（株式価値あるいは危険資産の価値などともよばれる）にある種の誤差項$\tilde{\varepsilon}$を加えたものとして表現されるのが一般的である（$\tilde{v}$および$\tilde{\varepsilon}$は，さらに正規分布すると仮定されるのが一般的である）。つまり，$\tilde{z}=\tilde{v}+\tilde{\varepsilon}$。

この点に関連して，Christensen and Feltham（2003, p.1）の指摘は次のようである。「会計の経済的インパクトを理解するためには経済分析が必要となる。この場合の経済分析はしばしば情報の経済学とよばれる。------情報の経済学の分析の大半は，会計報告書についてなんらの明示的な言及を行ってはいない。事実，会計研究者の手による情報経済学的分析ですら，しばしば会計報告書の具体的な形態はモデル化されることはない。にもかかわらず多くの一般的な諸結果は，会計報告書に適合するものである」。Christensen and Feltham（2003）にあっては，上式のように表現される会計情報が具体的な会計報告書の表現ではないことを認めつつも，モデル分析から得られる諸結果は，会計報告書にも適合するものであると評価する。「会計」情報開示に焦点を当てる本稿の関心事からいえば，前段の「具体的な会計報告書の表現とはいえない」との指摘により注目したい。

Dye（2001, pp.230-231）はVerrecchia（2001）の開示モデルのサーベイ論文で取り上げられた文献を念頭において，次のように批判する。「現行の開示理論は，一体，われわれに何を教えてくれるというのだろうか。他の企業情報と区別される会計情報の特徴が会計基準に準拠して作成される強制的開示情報であるとして，自発的開示と強制的開示との相互作用の本質とは一体どのようなものなのであろうか。これらの問題のいくつかは，財務報告に関する問題であって単なる開示の問題ではない。（単なる）開示の問題は，財務報告プロセス全体に洞察を与えるものでなければ多くの関心を集めるものではない」。

要するに，会計固有の論点を数多く含む「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」の提示という本稿の関心事からいえば，これまで会計分野で展開されてきた開示モデル（少なくとも2000年前後までの開示モデル）の多く（決してすべてではない）は，基本的に公的情報としての会計「情報」を分析したものであって，会計情報の特性を踏まえた「会計」情報を分析したといいうるには解決すべき課題が依然として多く残されているということである。この意味で，本稿の目的に向けて，これまで展開されてきた主要な開示の分析モデルを参照するというわれわれの目論見は，さほど有効なものではないのかもしれない。

それでは，本稿の目的に向けてどのように状況を打開すればよいのだろうか。われわれのみるところ，この問題の解決に向けてヒントを与えてくれそうな議論が二つある。

Ⅳ. 「会計」情報開示分析の基本的枠組みの展開に向けての二つのヒント

1. 会計情報の特徴づけに関するBall（2001）の議論

意思決定有用性アプローチのもと，資本市場のインフラとしての開示が強調される時代背景

にあって，企業により開示される情報が拡大・拡張される傾向が顕著にみられる。開示される情報の行き先である資本市場は，ある意味で情報の競争市場であり，少なくとも一般的には，よりも多くの情報の開示が望ましいと考えられた結果である。

企業による開示情報の拡大・拡張は，①これまで任意開示とされていた情報の強制的開示への取り込み，②これまで自発的に開示されていなかった情報の積極的な自発的開示という基本的に二つの段階でなされるものであるが，このような積極的な開示情報の拡大・拡張という開示環境の変化に直面して，会計分野における根源的な一つの問題が浮かび上がることになる。それは，会計情報とは一体何なのか，企業が開示する他の情報と識別される（はずの）会計情報の特性とはどのようなものなのか，といった疑問である。この点に関して，以下，主にBall（2001,pp.130-144）の議論を参照する。

「経済的に効率的な公表財務報告・開示システム」とは何かを問うたBall（2001）は，監査済み財務諸表（典型的には損益計算書，貸借対照表およびキャッシュ・フロー計算書）に含まれる会計情報と監査の対象とはならず公式の財務諸表には含まれない経営者による開示に含まれる非会計情報（non-accounting information）とを識別するための二つの規準を指摘する。

その第１の規準は，経営者からの独立性であり，会計情報は，非会計情報とは異なり，経営者が明言する信念に基づくのではなく，経営者の行動に関する，経営者とは独立して実際に観察可能なキャッシュフロー・アウトカムに基づくものでなければならないとするものである。換言すると，この第１の規準は，経営者とは独立して観察可能なアウトカムのみの財務諸表への計上を求めるものである。このことは，将来キャッシュフローに関する独立しては観察不能な情報を保有する経営者による（経営者の意見なり計画を反映した）キャッシュフローの開示は，非会計情報として位置づけられることを意味する。

会計情報と非会計情報という二つのタイプの開示は明確に区別され，分離されなければならないとBall（2001）はいう。なぜなら，独立して観察可能（よって監査可能）な情報と観察不能な（経営者の予想・期待に基づく）情報との分離を強制する開示システムは，二つのタイプの効率性を産み出すからである。その一つは契約的効率性における直接的なゲインであり，その二は情報的効率性における間接的なゲインである。前者のゲインは，監査済財務諸表が利用者（例えば，債権者，経営者，株主）に契約可能な変数（contractible variable）を提供することに起因する。後者のゲインは，経営者とは独立した会計情報の公表が，経営者が私的に保有する期待および（計画・予想の形で）公表される経営者の期待を規律づけることにより，経営者による非会計情報の質を向上させるからである。このように監査済財務報告の開示と経営者による非監査情報の開示の効果的な分離は，両者間での相互作用による利益を産み出すものであることから，これら二つのタイプの開示は代替的なものではなく補完的なものであり，かつ公表財務報告・開示の経済的に効率的なシステムのためのファンダメンタルな要請であるとBall（2001, pp.137-138）はいう。

公表財務報告・開示の経済的に効率的なシステムに関する第２の規準は，上記の第１の規準に重要な制限（substantial modification）を課すものと位置づけられ，経済的損失（経営者にのみ観察可能な将来キャッシュフローに関する不利な情報）の公表財務諸表におけるタイムリーな組込みを要請するものである。この第２の規準は，経営者の動機づけ，経営者の監視，コーポレート・ガバナンス，報酬契約および債務契約の有効性を促進し，経営者が負の正味割引現在価値をもつプロジェクトを実施する可能性を減少させ，負の正味割引現在価値をもつ既存の

投資や戦略を廃棄するコストを現役世代の経営者が負担しようとするインセンティブを増加させる。要するにこの第2の規準は，モニタリング効率性・配分的効率性（monitoring and allocative efficiency）を生み出すものであるとBall（2001, pp.138-141）はいう。

この第2の規準に対する一つの当然の疑問は，なぜ経済的利得のタイムリーな組込みという規準が存在しないのか，なぜ経済的利得と経済的損失を非対称的に取り扱うのかというその根拠に対する問いかけである。Ball（2001,pp.141-142）の答えは，経済的利得と経済的損失の対称的な取扱いは，一つの単純な価値関連性規準（value relevance criterion）を採用するということであり，無意味である。もちろん価値関連性規準を採用することは容易にできる。なぜなら期末時に貸借対照表項目を単に時価で評価することによって，つまり期末時に純資産簿価を時価総額に等しいと置くことによって，完全に価値関連的な公表財務報告が達成できるからである。しかしこのような完全に価値関連的な財務諸表は，①完全に余分なものであり，それゆえ完全に無駄なものである，②経営者が表明した信念の関数であり，従って操作可能なものである，③独立して観察可能なアウトカムに基づくものではなく，よって経営者が表明した信念をモニターするという役割を果たすことができないものである。このように考えると，最適な会計システムの規準は，価値関連性のみに基づくものではない。加えて完全に価値関連的な財務諸表は，債務契約，経営者報酬，コーポレート・ガバナンスおよび経営者による期待表明後の実際のアウトカムのモニタリングなど財務諸表情報の異なる多様な需要を無視したものであるとBall（2001）はいう。効率的な公表財務報告・開示にとって，株式市場だけが唯一の働き場所ではないのである。

加えてWatts（2006, pp.52-57）は，①市場それ自体における会計・財務報告への需要および②政治プロセスを通じて産み出される会計・財務報告への需要に対して，これまで市場ないし経済諸力がどのように答えてきたのかを説明しようとした。前者の①の局面に関してWatts（2006）は，会計がなぜ企業価値の推定をも含むより広範な情報の提供という立場を採らなかったのかを問い，資本市場に情報を提供する場合の会計の比較優位は，より広範な情報の提供あるいは企業価値の推定を産み出す以外の「何か」であるということを一連の歴史的な証拠は示唆しているとし，その何かについて，その他の企業情報源を規律づける「ハードな」検証可能な数値を産み出すことこそが会計であるとした。また後者の②政治プロセスに関連してWatts（2006）は，長期的な政治的均衡の結果として会計的保守主義が産み出され，法律的・政治的に支持されてきた事実を歴史的証拠を用いて説明する。

以上, Ball（2001）（およびWatts（2006））は，他の企業情報一般と識別されるはずの会計情報の質的特性を，①経営者の将来キャッシュフローの予測・期待とは独立して観察可能な（よって監査可能な）キャッシュフローのアウトカムに基づくものであること，さらに②経営者のみが観察可能な将来キャッシュフローの予測・期待に関する不利な情報（経済的損失に関する情報）はタイムリーに反映するというゲインとロスの非対称的取扱い，に見出している。「ハードな」検証可能な数値を産み出すことこそが会計であるとしたWatts（2006）の 議論をも同時に踏まえ，会計情報に期待される固有の働きは，会計情報以外の（経営者の期待に基づくものも含めて）開示されることになる他の企業関連情報を規律づけることにあるとするのである。

製品市場ではなく資本市場を念頭においた開示の分析モデルは，先にみたように（a）開示政策によって自身の効用最大化を目的とする経営者（・企業）と（b）経営者（・企業）の

開示をも踏まえて（企業価値を含意する）価格を決定する資本市場というセッティングが基本である。両者の相互作用の過程で一つの開示均衡が導かれる。このような分析プロセスにおいて，会計情報の特性を，経営者が期待するキャッシュフローとは独立して観察可能なキャッシュフローのアウトカムに基礎をおき，かつ経済的損失である場合に限って経営者の予測ないし期待キャッシュフローをタイムリーに反映するものと位置づけるとすると，価格設定ルールとしての資本市場には，以下の三つのタイプの企業情報が潜在的に提供されることになる。

① Ball（2001）が論じたような特性をもつ会計情報
② 会計情報以外の，経営者の将来キャッシュフローの予測・期待に基づく企業情報
③ 資本市場参加者の私的情報に基づく企業の将来キャッシュフローに関する情報

資本市場における価格形成は，これら三つのタイプの情報それぞれに対してあるいは多様な組合せに対してどのようになされるのだろうか，これらを前提にして経営者の開示政策はどのようになされるのだろうか，このような状況を踏まえて強制的開示としての「会計」開示の望ましいあり方とはどのようなものなのだろうかが問われなければならないことになる。いずれにせよ「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」の提示という本稿の関心事からいえば，Ball（2001）（およびWatts（2006））の「会計」情報の一つの特徴づけは，大いに示唆的である。

2. Kanodia（2006）による会計開示の「リアルな影響の観点」（“real effects” perspective）

自身のこれまでの一連の分析モデルのサーベイ論文でもあるKanodia（2006）は，純粋交換経済のもとでの（これまでの多くの）開示研究とは著しく異なるアプローチとして，「会計人が，企業の経済的取引，利益およびキャッシュフローをどのように測定し，資本市場に対してどのように報告するのかは，企業のリアルな意思決定および経済における資源配分に大きな影響を与える」と主張し，会計開示の「リアルな影響」を研究する一つの新しい観点（“real effects” perspective）を提唱する。

(1) 会計開示の「リアルな影響の観点」における具体的なモデルの概観

「リアルな影響の観点」のもとで展開される開示モデルについて具体的なイメージを得るため，例として以下，Kanodia et al.（2005）のモデルを概観する。Kanodia et al.（2005）は，企業が行う投資の会計測定の不正確性が，プロジェクトの事前の収益性を含む投資プロジェクトのに関する経営者と資本市場との情報の非対称性の存在のもとで，どのような経済的影響を与えるのかを分析し，会計測定のある程度の不正確性は，実際のところ企業価値を向上させることがありうることを示した。Kanodia et al.（2005）におけるベンチマークとなるモデル（「完全情報ベンチマーク・モデル」とよばれる）の基本構造は，次ページのようである。

Kanodia et al.（2005）はいう。「このような企業投資モデルは，単純な方法で，企業の投資とその企業投資の資本市場価格との間の双方向的な相互作用を捉えるものである」（*Ibid*., p.492）。あるいはまた次のようにもいう。「上記のような形で，企業の投資問題をモデリングすることにより，会計測定・開示が，資本市場と企業の投資の相互作用を通じて，企業の投資選択にどのような影響を与えるのかを分析することが可能となる」（*Ibid*., p.493）。

Kanodia et al.（2005, pp.493-509）の議論は，このベンチマーク・モデル（「完全情報ベンチマーク・モデル」）に対して，以下の（i）および（ii）で示される二つの情報の非対称性の潜在的な源泉を持ち込み，いずれか一方の非対称性が存在する場合および双方の非対称性が同時に存在する場合といった形で，順次，展開されることになる。

企業の問題　　資本市場

$$\underset{k}{\mathrm{Max}}\left\{\theta k - c(k) + v(k,\theta)\right\}$$ ←企業の投資問題――（4.1）

企業の投資は，株価に影響を与える。

企業の投資は，評価ルール $v(k,\theta)$ における自明でない k の存在によって記述されるように，資本市場における評価に影響を与える。

$v(k,\theta)$ ←資本市場における評価ルール

$c'(k) = \theta + v_k(k,\theta)$ ←企業の投資政策――（4.2）

資本市場の価格反応は，企業の投資政策に影響を与える。

資本市場の評価は，$v_k(k,\theta)$ によって記述されるように，企業の投資に影響を与える。

（4.2）式の解が，ファースト・ベストの解である。$K_{FB}(\theta)$

θ：企業の投資プロジェクトの収益性

k：企業の投資単位

$c(k)$：投資コスト

$v(k,\theta)$ ←評価ルール，企業の本源的価値

（ｉ）資本市場は，企業の投資を，直接的・完全に観察することはできない。

（ii）経営者は，収益性パラメータθについて，より優れた情報を保有する可能性がある。

これらの事実は，外部の関係者が，企業の投資を直接観察するあるいは先験的にθの値を知っているというよりむしろ，ノイズのある会計報告書および企業が直面する投資機会についての外部関係者自身の限定的な理解から引き出される推論に依存しなければならないこと示している。

このような情報の非対称性の存在を前提として，分析されるセッティングは以下の三つである。

(a)　第１のセッティング：収益性パラメータθは，企業の経営者および資本市場の双方にとって共有知識である。しかし，企業の実際の投資kは会計報告書sにおいて不正確に測定され，この不正確な測定が資本市場に伝達される。

(b)　第２のセッティング：収益性パラメータθは，企業の経営者にとっての私的情報である。しかし，企業の投資kは会計報告書sにより完全に測定され報告される。

(c)　第３のセッティング：企業の実際の投資kおよび収益性パラメータθの双方について情報の非対称性が存在するようなより現実的なセッティング。

上で示したKanodia et al.（2005）のベンチマークとなる「完全情報ベンチマーク・モデル」では，会計情報なり会計報告書は，モデルの構成要素として明示されてはいない。完全情報がモ

デルのセッティングの前提となっているからである。会計報告書の存在は，ある種の情報の不完全性なり情報の非対称性の存在を前提とする必要があるということである。存在する情報の非対称性の具体的な中身を明らかにしたのが上記の（ⅰ）・（ⅱ）であり，このような情報の非対称性の存在を前提として設けられるセッティングが，上記の(a)〜(c)に他ならない。

本稿の関心事に照らし，「企業の投資問題をモデリングすることにより，会計測定・開示が，資本市場と企業の投資の相互作用を通じて，企業の投資選択にどのような影響を与えるのかを分析することが可能となる」ことを確認するため，以下，(a)の第１のセッティングについてのみ，簡潔にKanodia et al.（2005, pp. 493-495）の議論を跡づけてみる。

第１のセッティングにおける均衡の定義は，次のようである。

一つの均衡は，以下の二つのスケジュール，つまり，一つの投資スケジュール$k_M(\theta)$および一つの価格づけスケジュール$\varphi(s,\theta)$から構成される。

（ⅰ）　$\underset{k}{\mathrm{Max}}\left\{\theta k - c(k) + \int_{\underline{s}}^{\bar{s}} \varphi(s,\theta) f(s|k) ds\right\}$

$\varphi(s,\theta)$を所与として，企業の投資政策は価値の最大化である。つまり，各θについて，$k_M(\theta)$は，上式の解である。

（ⅱ）　$\varphi(s,\theta) = E\left[v(k_M(\theta),\theta)|s,\theta\right]$

均衡の条件（ⅱ）は，一つの合理的期待の要請であり，より具体的にいえば，資本市場における価格は，企業の投資インセンティブ$k_M(\theta)$および企業の本源的価値$v(k,\theta)$とコンシステントであるような信念を織り込むという合理的期待の要請である。

$\varphi(\cdot)$ ←資本市場における価格設定ルール
s：会計報告書
$f(s|k)$ ←会計報告の測定ノイズ。会計報告がランダムなエラーに従う一方で，企業の真の投資と確率的に関連していることを示す確率密度関数。ただしサポートは$[\underline{s},\bar{s}]$

先の「完全情報ベンチマーク・モデル」のセッティングと上式を比較すると，資本市場における評価ルール$v(k,\theta)$が，資本市場における価格設定ルール$\varphi(s,\theta) = E\left[v(k_M(\theta),\theta)|s,\theta\right]$に置き換えられている点が異なっている。資本市場には企業の投資額kの情報が伝達されず，よって資本市場の価格設定ルールは，観察可能な変数（既知のパラメータθおよび会計報告書s）に依存せざるをえず，この結果，$v(k,\theta)$ではなく$\varphi(\theta,s)$とあらわされることになる。このように設定される価格がまた企業の投資意思決定にも影響を与えることになる。第１のセッティングにおける「企業の投資問題をモデリングすることにより，会計測定・開示が，資本市場と企業の投資の相互作用を通じて，企業の投資選択にどのような影響を与えるのかを分析することが可能となる」シナリオの骨格は，以上のようである。

上記で例として取り上げたKanodia et al.（2005）を含む自身の展開した分析モデルのサーベイ論文であるKanodia（2006）に依拠して，以下では，Kanodia（2006）が提示する概念枠組みをを跡づけることにより，さらに彼のいう「リアルな影響の観点」の理解に努めることにしよう。

(2) 会計開示における「リアルな影響の観点」の概念的枠組みの概観

（ⅰ）会計分野におけるこれまでの開示モデルの評価

Kanodia（2006, pp. 1-5）はいう。これまでの開示に関する大半の研究では，企業の株式を保有することによる株主のペイオフは，株主が株式を購入した後すぐに企業によって支払われる外生的に特定される清算配当$\tilde{v}$から構成され，開示$\tilde{z}$は，この企業の清算配当についてのノイ

ズのあるシグナルとしてモデル化される。例えば，$\tilde{z}=\tilde{v}+\tilde{\varepsilon}$。しかし開示研究における興味ある論点の大半は，このような外生的な清算配当の経済的抽象化により失われる。なぜなら，実際には清算配当はほとんど支払われず，投資者は，資本市場において株式を期間的に売買することによって自身の消費・貯蓄または流動化のニーズを満たすことになるからである。従って，投資者にとっての株式保有のペイオフは，清算配当の支払いというよりも，資本市場価格の内生的な時間パス（time path）によって決定されるものであり，このことはまた，企業は自身の意思決定に際し，自身の意思決定が資本市場においてどのように理解され価格づけられるのかに関心をもたなければならないことを意味する。つまり，市場価格は企業の意思決定およびその予想される結果を反映するに違いないが，同時に企業の意思決定もまた市場の価格づけに影響されるに違いないのである。

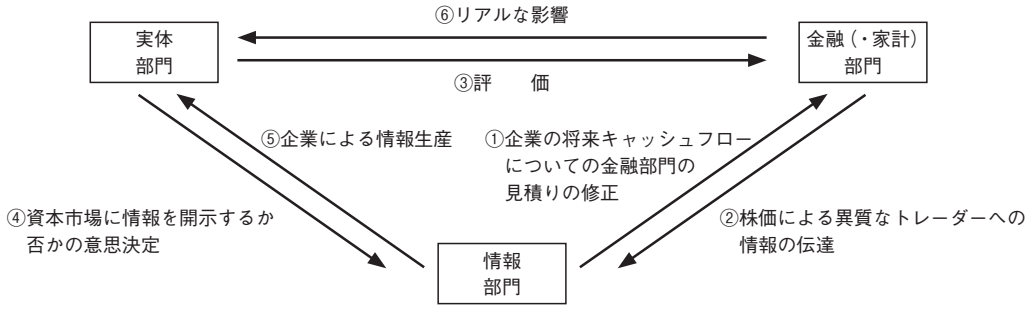
それゆえ，市場価格と企業の意思決定の同時決定およびこれら双方が公的な開示に含まれる情報によってどのような影響を受けるのかについて考えるべきである。

Verrecchia（2001）およびDye（2001）のサーベイの対象となった文献にみられるような，清算配当に関する外生的に与えられる分布に対する請求権が取引の対象であるような「純粋交換経済のフレームワーク」下での研究における公的開示の影響とは，単に，価格（株価）を変化させ，取引量を生み出し，情報トレーダーと非情報トレーダーとの情報の非対称性を減少させることであって，個々の経済的取引の代替的な測定・開示方法に関する政策的な論争を活気づかせるものでは決してない。さらにいえば，会計的保守主義，会計測定上の不正確性あるいはリレバンス・信頼性のトレード・オフといった会計測定における一般的な原則に関する論争を活気づかせるものですらない。

Kanodia（2006）は，これまで展開されてきた会計分野における多くの開示モデルを以上のように評価したあと，どのように会計人が企業の経済的取引，利益およびキャッシュフローを測定し，資本市場に向けて報告するのかは，企業の実体的意思決定（real decisions）に，より一般的には経済における資源配分に大きな影響を与えるとする彼自身の会計開示の「リアルな影響の観点」を簡潔に説明するため，一つの概念的枠組みを提示する。

（ⅱ）会計開示における「リアルな影響の観点」の概念的枠組み

以下では，Kanodia（2006,pp.7-13）に沿って，彼のいう概念的枠組みを比較的詳しく跡づける。



図Ⅳ-1　会計開示の「リアルな影響の観点の枠組み」
（Kanodia, 2006, 図 2-1, p.8, より。ただし, Kanodia（2006）の意図を踏まえて一部加筆修正している）

経済主体として，

(a)　一つの実体部門（財・サービスを生産し，有形固定資産・研究開発・情報テクノロジーなどに投資する企業）

(b)　一つの金融・家計部門（消費・貯蓄・ポートフォリオの意思決定を行う個人（家計）および家計の貯蓄を企業に提供する銀行，ベンチャー・キャピタルなど）

(c)　一つの情報部門

からなる経済を考える。

なおKanodia（2006）は，彼自身の目的から，明示的に製品市場・消費財市場をモデル化することは本質的な問題ではなく，生産・投資の選択を通じて，期間を超えるキャッシュフローの分布（intertemporal distributions of cash flows）を生み出すものとして企業を考え，また消費・ポートフォリオの意思決定を通じて，期間を超える基本財の消費の分布（intertemporal distributions of consumption of the numeraire good）を生み出すものとして家計を考えることで十分であると指摘する。

①　情報部門から金融部門へのリンク

新情報の到来は，企業によって生み出される期間を超えるキャッシュフローの分布を，家計が再見積りする原因となる。このような見積りの改訂が，資本市場で観察される証券価格・取引量の変化を結果としてもたらす。なお，このリンクは, Verrecchia（2001）のいう「関係性ベースの開示研究」に該当するものである。

②　金融部門から情報部門へのリンク

資本市場における価格は，異質な情報をもつトレーダーに情報を伝達する。

③　実体部門から金融部門へのリンク

個々の企業における収益・費用・利益および投資プロジェクトの選択は，資本市場における企業の価値に影響を与える。企業が自社の生産・投資政策を変更し，それによって期間を超える将来キャッシュフローの分布を変化させると，これに応じて資本市場において決定される企業の価値は変化することになる。このリンクに関連する一つの議論として, 割引配当モデル，残余利益モデル，利益成長モデルといった企業価値評価モデルがある。

ただしこれらの企業価値評価モデルは，個々の家計の最大化行動に依拠するものでも，資本市場における清算価値といった価値を決定するものでもない。これらのモデルにおける価値は，外生的に特定された資本コストのもとで，将来の利益や成長に関する情報に依拠して生み出されるであろう期待将来キャッシュフローを割り引くことによって決定されるものである。

④　実体部門から情報部門へのリンク

このリンクでは，資本市場へ情報を開示するか否かの経営者の意思決定, つまり経営者の（自発的な）開示インセンティブが問われる。つまりVerrecchia（2001）のいう「裁量性ベースの開示研究」に該当するものである。

⑤　情報部門から実体部門へのリンク

企業の情報探索・情報生産活動を反映するリンクである。企業によるこのような活動は確かにリアルな影響をもつものであるが，(a)企業による新情報の発見と(b)企業による情報の開示は慎重に区別されるべきである。なぜなら，会計開示は資本市場への情報の顕示（revelation）に関わっているが，企業による情報の発見とは関係がないものである。 会計開示は，開示主体にとって当該情報は既知であることが前提であり，外部の関係者に向けられた経営者がすでに保有し，企業が実施した経済的取引，キャッシュフローおよび情報に関する開示である。なおKanodia（2006, p.10）では，（会計）開示のリアルな影響には関心をもっているが，情報生産（会計情報以外の企業情報）のリアルな影響については関心がないとされている点には留意が必要である。

⑥　金融部門から実体部門へのリンク

会計開示の「リアルな影響」の分析を導くのは実はこのリンクであり，よって「リアルな影

響の観点」における鍵となるリンクである。しかし，このリンクが会計にとって極めて重要であるにもかかわらず，これまで十分に理解されてきたとはいえない。実体部門は，金融（・家計）部門と独立には機能せず，金融部門へのある種の従属性がしばしばみられる一方で，金融部門が実体部門に及ぼす影響は，著しく包括的なものであり著しく微妙なものである（much more comprehensive and much more subtle）。 なお, 以下でなされるこのリンクに関する説明は, Kanodia（1980）, Prescott and Mehra（1980）およびBrock（1982）[2] によって定式化されたとされる企業の意思決定（企業部門）と資産の価格づけ（金融部門）の均衡の同時的決定に関する理論に基づくものであると指摘されている。

まず第１に，ある一つの生産・投資政策を選択する必要のある企業の問題を考えよう。異なる生産・投資政策は，結果として期間を超えるキャッシュフローの異なる分布をもたらし，他方で企業は，不確実な将来が進展し，新たに生み出される投資機会に応じて，自社の意思決定を経時的に変更する機会をもつ。このような状況のもと，企業はどのように意思決定を行うべきかが問題となる。

このシナリオに加えて次に，経時的な消費に対して種々の選好をもち，将来がどのように進展していくのかにつて多様な信念を有するであろう多数の家計の問題を検討する。個々の家計の仕事は，雇用による確率的な所得の流列と過去の投資・貯蓄による富の蓄積のもとで，連続的な予算制約に抵触することなしに経時的な消費パスを選択することである。各時点で家計は，どの程度即時に消費するのか，将来の消費のためにどの程度貯蓄するのかを選択する。ここで貯蓄は，企業が生み出す期間を超えるキャッシュフローの分布における株式の購入・売却によって，将来の消費に変換されることになるが，個々の企業の株式に関するポートフォリオの選択に際して各家計は，企業が生み出すキャッシュフローの分布が時の経過に伴ってどのように実現するのかを見積もことが必要になる。同時に家計は，自身の所得の流列および消費のニーズがどのように時の経過に伴って確率的に変化するのかを見積もる必要がある。このような各時点における個々の家計が直面する問題に対する一つの解として，当期の消費水準と当該家計によって保有される証券（各企業の株式によって表現される）のポートフォリオが生み出されることになるのである。

最後に，一つの競争市場において維持されなければならない「市場の清算条件」を加える。なぜなら，各時点において，すべての企業のすべての証券は，家計によって所有されなければならず，企業が生産する当期の消費財は家計によって消費されなければならないからである。市場の清算条件が加えられることにより，各証券（同じことであるが各企業）に対する一つの価格および生産された各消費財に対する一つの価格から成る，市場が清算される一組の価格の集合が存在することになる。 資本市場における評価を決定するのは，まさにこの類の均衡に向けた過程である。

ここで注目すべきは，市場の清算と家計により解決される複雑でダイナミックな最適化が合わさることにより，各企業が生み出す期間を超えるキャッシュフローの各々の分布は，資本市場において観察される一つの決定論的な評価（a deterministic valuation）に還元されるということである。換言すると, Lucas and Prescott（1971）が観察したように，ある競争市場において，企業が生み出すキャッシュフロー流列を評価するという困難な作業を担当するのは，企業ではなく資本市場におけるトレーダーであるというこ

[2] Prescott, J., and R.Mehra. 1980.“Recursive Competitive Equilibrium: The Case of Homogeneous Households,” *Econometrica* 48（6）, pp.1365-1379. Brock, E.A. 1982. “Assets Prices in a Production Economy,” in McCall, J.J.（ed.）: The Economics of Information and Uncertainty. Chicago: The University of Chicago Press, pp.1-43.

とであり，企業の意思決定問題は資本市場における評価の存在によってかなり単純化されることになるということである。

要するに，表面上は困難にみえる（企業および家計が直面する）ダイナミックな最適化問題は，逐次的な単一期間の最適化に還元されることになり，各時点で各企業は，資本市場で最も高く評価される期間を超えるキャッシュフローの分布を生み出すような生産・投資政策を，実行可能な生産・投資政策のうちから選択しさえすればよいことになる。

厚生経済学の第１基本定理は，各時点で企業が自社の価値を最大化する場合，経済はパレート最適な資源配分を達成すること保証する。換言すると，企業が自社の資本市場価値を最大にすることと企業が全体としての家計が最も選好する期間を超える消費の分布を選択することとは等価であるということである。

以上，静学的な製品市場における価格が生産者と消費者に指針を与え両者を調整する「見えざる手」として働くのとまさに同様に，資本市場における（一連の）価格は，企業の期間を超えた選択と個々の家計の期間を超えた選択に指針を与え両者を調整するという「見えざる手」として働くのである。ただし，静学的な製品市場に比べて資本市場が異なる点は，将来の期待が圧倒的な役割を担うという点にある。よって企業の意思決定に指針を与えるに際して，資本市場における「見えざる手」がどの程度うまく働くのかは，将来に関するレリバントな情報が，資本市場価格にいかに適切に集約・反映されるかどうかに決定的に依存することになるわけである。資本市場に向けた公的開示を根源的に重要なものとし，また展開したいと望んでいる「リアルな影響の観点」を提供するのは，まさにこの「見えざる手」の役割である。

再度，先に掲げた図Ⅳ－１に戻り，実体部門は金融部門に影響を与え，金融部門は実体部門に影響を与え，これら二つの部門は，資本市場で利用可能な情報によって影響を受けると主張してきた。従って，資本市場におけるトレーダーにとって利用可能な情報の変化の影響を理解するためには，実体部門と金融部門における均衡の同時的な決定を理解する必要がある。そのためには，企業の意思決定と資産の価格づけに関するダイナミックな一般均衡理論（dynamic general equilibrium theories）が必要となるのである。

（ⅲ）これまでの一般的な開示研究が基礎をおく枠組みとの比較による「リアルな影響の観点」の特徴

これまでKanodia（2006）のいう「リアルな影響の観点」とは一体どのようなものなのかをみてきた。「リアルな影響の観点」の性格をよりよく理解するため，これまでの多くの開示モデルが陰に陽に依拠してきた枠組みと比較したKanodia（2006）自身による「リアルな影響の観点」の特徴づけを最後に跡づけておくことにしたい。

Kanodia（2006, pp.13-15）は指摘する。「リアルな影響の観点」は，これまでの開示研究の背後にある枠組みとは大いに異なるものである。これまでの開示研究においては，資産の価格づけと企業の意思決定は，分離され，個々別々に取り扱われる。

まず資産の価格づけからみてみよう。ここでの資産の価格づけは，通常，企業活動のいかなる言及もなしに，将来の資産価格の仮定された（一つの）分布から現在の資産価格を導き出すCAPMのレンズを通して眺められ考察されるものである。よってCAPMの枠組みのもと，現在の資産価格がなぜそのようになっているのかを理解するためには，将来の資産価格の均衡分布を知ることがどうしても必要となる。しかし，CAPMはこの将来の資産価格の均衡分布については何も語らない。つまりCAPMは，ある所与の時点で満たされなければならない個々の証券リターン間でのコンシステンシィーの要請を

生み出すだけであって，資産価格が経時的にどのように変化していくのかについての理論，または資産価格がどのように企業活動のファンダメンタルもしくは経済のファンダメンタルに依存するのかについての一つの理論を提供するものでは決してない。

このようなCAPMの限界のもとで会計情報は，将来の資産価格ないし清算配当の外生的な「真の分布」に関するシグナルまたは企業の「真のベータ」に関するシグナルを提供するものとみなされることになるのは必然である。このことは，資本市場においてトレーダーが利用することができる情報のあらゆる変化は，将来の資産価格（または清算配当）の一つの任意の分布を異なったしかし同等の任意の一つの分布（a different but equally arbitrary distribution）に置き換えることと等価であり，この新しい分布がその後に異なる現在の価格を導く，ということを含意するものである。

会計情報が企業の真のベータ値の見積りに役立つという見方は，とりわけ理解が困難である。CAPMの背後にある行動理論は，投資者が将来の資産価格または資産リターンの一つの見積もられた分布（an assessed distribution）に基づいてポートフォリオを形成するというものである。市場清算の要請とともにこのようなポートフォリオに対する集計的な需要は，個々の証券の価格間での均衡関係を決定する。これらの関係は，ベータ値，安全資産の利子率およびすべての証券についての集計的な期待リターン（市場ポートフォリオ）の観点から記述することができる。しかし，これらのベータ値は，将来資産価格または将来リターンの結合分布についての投資者の見積りにおいて，すでに含められ織り込まれているはずのものである。従って，投資者の見積りとは独立した真のベータ値の理論あるいは真のベータの見積りに基づいて投資者がポートフォリオをどのように選択するのかの理論は存在しない。それゆえ，このような観点は，会計開示の経済的影響に対するかなり限定された洞察を提供するものでしかないものである。

次に，これまでの大半の研究が依拠してきた分析枠組みにおける企業の意思決定の取扱いについてみてみよう。企業の意思決定に焦点が当てられる場合，伝統的な分析枠組みのもとでは，一つの「適切な」資本コストで期待将来キャッシュフローを割り引くことで，企業の本源的価値（firm's intrinsic value）が生み出されると想定される。企業は，自身の本源的価値を最大にするため，企業の経営者にとって利用可能な期待将来キャッシュフローに関する情報を用い，投資プロジェクトの正味現在価値を計算し比較することによって，（最適な）投資プロジェクトの選択についての意思決定を行う。資本市場の役割は，おそらく企業が自身の投資の資金手当てのために新規に資本を調達する必要がある場合を除いて，明らかなものではない。市場での価格づけはなんとか資本市場においてなされるとする一方で，企業の本源的価値評価と市場の価格づけは企業の資本コストを通じてたまたま一致するものと想定されるのである。

しかしながら，一方で企業の経営者が自身の情報に基づいて期待将来キャッシュフローを算定し，他方で市場が資本市場における利用可能な情報に基づいて一つの特定の資本コスト（の値）に到達するとしても，これら二つの情報集合が一致しない場合，企業の本源的価値と市場の価格づけとのこのような一致が，どのように生じるのかを理解することは困難である。

にもかかわらず，より精度の高い（より品質の高い）公的情報は，企業の資本コストを減少させるとの前提（postulated）が置かれる。より高い品質の公的開示が企業の資本コストを減少させるという主張は，将来資産価格の分布が清算配当の分布によって置き換えられ，企業の資本コストは企業のリスク証券の均衡期待リターンであると定義されることになるCAPM

といった類の純粋交換モデルにおける価格づけの一つの研究からもたられるものである。このようなモデルにおいては，企業の清算配当の見積もられた分散を減少させるような清算配当に関するより精度の高い公的情報が，より高品質な公的開示とみなされる。リスク回避的な投資者は，清算配当の見積もられたリスクが減少する場合，当該リスク証券の自身の需要を増加させるので，このような情報に反応して当該証券の均衡価格は上昇し，その結果，当該証券の期待リターンは減少するというシナリオが描かれることになる。

より一層微妙な議論は，公的情報の開示が，情報トレーダーと非情報トレーダーとの間の情報の非対称性を減少させ，このことが次に，改善されたリスク・シェアリングを通して資本市場における集計されたリスク回避の程度を減少させるといった議論である。よって証券価格を形成するリスク・プレミアムは低下し，期待リターンは減少する。しかし企業および個々の家計が，（一つの）資本コストに対する市場の調整を通じて，配置される資本に対する需要の意思決定および供給の意思決定を行うという一つの均衡理論が存在しないとすれば，ここに一つの「安全性を確かめないでとる行動（a leap of faith）」がとられることになる。企業は自社の選択がある種の経路のもとで自身の価値に影響を与えるであろうという信念のもとで意思決定を行うことが可能であり得るし，他方で資本市場における観察された評価が全く異なったものであったということがあり得るのである。

企業活動と市場の価格づけの分離が消滅するのは，将来資産価格の分布が，（CAPMといったモデルにみられるように）仮定されるという場合よりむしろ，均衡において内生的に導出される場合であるということは，Kanodia（1980），Prescott and Mehra（1980）およびBrock（1982）といった一般均衡理論から容易に明らかである。

さらにこれらの一般均衡論理論モデルでは，企業の投資政策と資本市場における価格づけの関係は，企業の投資政策が決定・実施され，その後に価格づけがなされるといった連続して起こる（sequential）ものではなく，資産の価格づけは企業の投資に影響を与え，また企業の投資は資産の価格づけに影響を与えるとの洞察を生み出すものである。このような相互依存関係は，科学的観察者としてのわれわれが，資産価格の分析に際して企業の意思決定を単に所与（fixed）とすることによって，また企業の意思決定を分析するに際して資産の価格づけのパラメータを単に所与（fixed）とすることによって，開示の論点を理解することができるとは期待できないことを含意する。会計開示の経済的影響に関するこのような部分均衡分析から導出される洞察は，せいぜい不完備なものであり，代替的な会計測定・代替的な開示基準に関する政策上の議論について重大な誤りを犯すことすらありえるものである。

V．「会計」情報開示分析の基本的枠組みに向けて

1. Kanodia（2006）の概念的枠組みの特徴

これまで跡づけてきたBall（2001）の非会計情報に対する会計情報の特性を念頭におき，さらにKanodia（2006）の「リアルな影響の観点」あるいはそれを理解するための概念的枠組みを主に参照しながら，われわれなりの「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」を最後に考えてみたい。そのためにはまずは，Kanodia（2006）の概念的枠組みについての特徴を改めてわれわれなりに整理することが必要である。

（1）Kanodia（2006）が強調する①企業の意思決定（つまり企業の生産・投資政策の選択）と②資産の価格づけ（企業株式のプライシング）の均衡の同時決定を指向する開示理論は，会計開示のモデル分析において確かに魅力的であ

る。もとよりKanodia（2006）が主張するように企業の投資政策の選択→株式のプライシングという影響の一方通行ではなく，企業の投資政策の選択⇄株式のプライシングという対面通行（双方向）での相互作用的な影響をより明示的に捉えた分析が可能となると思われるからである。

加えて，このような対面通行での分析においては，企業の生産・投資政策の意思決定それ自体が開示モデルにおいてより明示的に意識されることになるという点もまた重要である。このことは，企業の生産・投資活動を測定・開示するという会計の役割からみて，会計学上の本来の論点である認識・測定・開示の具体的な会計方法（例えば，取得原価評価vs. 公正価値評価，純利益vs. 包括利益，損益計算書vs. キャッシュフロー計算書など）の本質的な性格・特徴が，（従来の開示モデルに比べて）分析モデルにおいてより具体的にかつより容易にあらわされる可能性があることを意味する。換言すると，会計情報を含意するはずのシグナルのモデル上の表現が，これまでの多くの開示モデルにおける$\tilde{z}=\tilde{v}+\tilde{\varepsilon}$といった表現に比べて，本来の会計情報なり会計報告により一歩近似することが期待されるということである。

例えば，無形財投資（intangible investments）が営業支出（営業費用）とは区別されて認識・測定されるべきかどうかを問うたKanodia et al.（2004, pp.95-98）では，①完全情報制度（資本市場が企業の投資行動を完全に観察することができるケースであり，この場合，会計報告は必要とされない），②営業費用化制度（無形財への投資は営業支出と区別されて認識・測定されず，営業支出と同様に処理される会計開示方法）および③無形財測定制度（無形財への投資は営業支出とは独立して認識・測定される会計開示方法。ただしこの支出が，貸借対照表において資産化されるか損益計算書において費用として処理されるかといった論点は取り扱われていない）の三つの開示制度が比較検討されるが，例えば，③無形財測定制度のもとで，期間１の会計利益yは，$y=z+I_K+I_N=\tilde{x}_1+\tilde{\omega}$，とあらわされている。説明は少々複雑であるが，まず①企業活動の実体を記述する変数として，企業の有形財K，企業の生産的無形財N，無形財への支出合計額$N+\tilde{\gamma}$，期間１における企業の真の営業利益x_1が定義される。ここで$\tilde{\gamma}$は，無形財投資における非生産的ないし無駄となる確率的要素をあらわす。次いで②資本市場ではこれらの実体変数は直接観察されず，それに代えて，有形財会計測定額I_k，無形財会計測定額I_N，期間１における正味キャッシュフローzおよび会計利益yからなる会計報告書を資本市場は観察すると考える。無形財を測定しようと試みる無形財測定制度のもとでは，さらに（ｉ）会計人は無形財への生産的支出と非生産的支出を識別することができない（無形財投資における非生産的となる支出部分は，先に示したように$\tilde{\gamma}$であらわされる），（ii）営業支出と無形財への支出の境界はあいまいであり，その結果，ある種の営業支出は無形財として，またある種の無形財への支出は営業支出として分類される（この営業支出と無形財への支出の分類誤差は$\tilde{\omega}$であらわされる），（iii）無形財の測定における裁量の幅は大きく，その結果，有形財と無形財が一部誤って分類される（この有形財と無形財の分類誤差は$\tilde{\eta}$であらわされる）。このことから，会計報告書においては，$I_K=K+\tilde{\eta}$，$I_N=N+\tilde{\gamma}-\tilde{\eta}+\tilde{\omega}$，$z=\tilde{x}_1-K-N-\tilde{\gamma}$とあらわされることになり，会計発生高（$I_K$および$I_N$）により調整された観察されたキャッシュフロー（z）として会計利益（y）が常に算定される（会計利益＝（営業）キャッシュフロー＋会計発生高）とすれば，結局のところ，上記で示したように，$y=z+I_K+I_N=\tilde{x}_1+\tilde{\omega}$となるとされる。（なお以上の記号表記は，Kanodia（2006, pp.42-44）のものを用いている）。なお，Kanodia et al.

(2004) のモデルの基本構造は, 前節（Ⅳ節 2 (1)「会計開示の「リアルな影響の観点」における具体的なモデルの概観」）で跡づけたものと変わるところはない。

もっとも資本市場の価格形成に加えて開示を介した企業の投資意思決定を同時に俎上に載せ，企業の効率的な投資決定を検討するといった議論は，比較的初期から注目し強調してきたとはいえ，何もKanodiaの一連の文献のみではない（例えば, Fishman and Hagerty（1989））。また同様により現実に近似した会計情報・会計報告のモデル化についても，（企業の投資政策と価格づけの同時的均衡というセッティングではないものの）代替的な会計報告が企業の投資政策にどのような影響を与えるのかを分析する開示モデルによくみられるものである（例えば, Liang and Zhang（2006））。さらにまた企業の投資意思決定を一方で考慮することから，他方での資本市場における価格設定ルールの定式化は，そうでない開示モデルに比べて，どうしても単純なものになるといった傾向もみられる。

とはいえ, Kanodiaの一連の文献を含む実体（企業）部門と金融部門の均衡の同時決定という分析視角によって，代替的な会計測定・開示基準が，価格づけに影響するプロセスおよび企業の生産・投資の意思決定に与える影響プロセスにおいてより生き生きと描かれることになる点は，強調されるべきであり，改めて注目されるべきである。

(2) Kanodia（2006）の概念的枠組みにあっては,「金融・家計部門から実体部門へのリンク」が，彼も自ら展開した一つのダイナミックな一般均衡的な理論的裏づけのもと，最も重要なリンクであるとされる。この理由の一端は，上記の（1）からも明らかである。

われわれが注意すべきは,「会計開示のリアルな影響の分析を導くのはこのリンク である」（Kanodia, 2006, pp. 10）として，会計情報ないし会計開示は（明示的ではない埋没した形で）このリンクに含まれるものと位置づけられていることである。理由は,「会計開示は，資本市場への情報の顕示（revelation）に関わるものであって，企業による情報の発見に関わるものではない。開示は開示企業にとって既知のものであると考えることができる。 会計開示は，外部の利害関係者に向けられた企業自身の取引およびキャッシュフローに関するものであり，経営者により企業内部ですでに保有されている情報である。本書での関心は，開示のリアルな影響についてであって，情報生産のリアルな影響についてではない」（Kanodia, 2006, pp. 10）からであるとする。このようにKanodia（2006）にあっては，①自社の活動に関する情報であり，あえて情報獲得ないし情報生産によることなく得られる企業にとっては既知であるはずの会計情報（会計開示）と②企業が積極的に獲得・生産する情報とが明確に区別され，この識別が強調される。

先の図Ⅳ－１からも明らかなように会計情報とは区別される，企業が積極的に獲得・生産する情報を表示するのが実体（企業）部門サイドからみた場合の「情報部門」の意味である。要するに，強制的開示としての会計情報は「情報部門」には含まれず，実体部門と金融・家計部門のリンクに埋没した形で組み込まれ, 一方で, 経営者の私的情報であり企業の自発的開示の意思決定の対象となる情報のみが，金融・会計部門サイドからの株価を通じて伝達される，トレーダーの独自の情報とともに「情報部門」に配置されるわけである。

このような特徴をもつKanodia（2006）の概念的枠組みそれ自体は，その枠組みがよってたつ理由も十分に理解できることから傾聴に値するものである。しかしKanodia（2006）の分析の目的が，企業情報一般というのではなく会計開示にあるとすれば，やはり会計情報の存在が枠組みにおいて明示されず埋没してしまっている点は残念である。会計情報の存在がより前面

に位置づけられる枠組みも考えられてよいのではないかとも思う。

また金融・家計部門サイドからいえば，先にも引用したように，家計の各時点における即時の消費と将来の消費（貯蓄）の配分の意思決定における将来の消費は，企業が生み出す期間を超えるキャッシュフローの分布における株式の取得・売却に置き換えられ，加えて家計が直面するこの複雑でダイナミックな最大化問題は，市場の清算条件と結びつくことによって，企業が生み出す各時点での期間を超えるキャッシュフローを資本市場において観察される決定論的な一つの価値にトレーダーが還元することになるとされた。つまり一つの競争的均衡において，企業が生み出すキャッシュフローの流列を評価するとういう負担は，企業が担うのではなく，資本市場におけるトレーダーが担うものとされたわけである（Kanodia, 2006, p. 11）。金融・家計部門における意思決定問題を明示するためには家計といった経済主体を前面に登場させなければならない。この意味でKanodia（2006）の構成は確かに理にかなっている。しかしその結果として，Kanodia（2006）の世界にあっては，資本市場に向けた会計開示を踏まえた企業価値の決定という「見えざる手」の役割を担う資本市場の存在が，背後に押しやられた結果となってしまっている。

Kanodia（2006）の枠組みとは全く無関係であるが，われわれはこれまで，経済における資源配分のシグナル（ないし情報媒体）として，市場における価格と企業組織における会計利益を対置するという観点（「数的シグナルの観点」）を提唱してきた（例えば，高尾（1992，2008）。このようなわれわれなりの観点をも踏まえて，例えば，現実の側面なりあるいはより実体の世界を前提とした企業の生産・投資の意思決定⇄本源的企業価値の決定という対面通行ではなく，むしろ現実の世界を写像したシグナルに注目した企業の生産・投資活動を写像した会計情報（例えば会計利益といった会計測定値）⇄資本市場における本源的価値を推定する価格といった対面通行に焦点を当てることによって，会計情報開示分析のための枠組みにおいて，価格形成の役割を担う資本市場を前面に押し出すことが考えらよう。このようなシグナルの世界への注目は，また同様に会計情報を実体（企業）部門と金融部門のリンクに埋没させるのではなく，より前面に押し出すことにもなる。

Kanodia（2006, p. 12）には，次のような記述がみられる。「企業の意思決定に指針を与えるという市場の見えざる手がどの程度うまく機能するかは，将来についてのレリバントな情報がいかに資本市場価格に適切に集計され反映されるか否かに決定的に依存する。資本市場に向けた公的開示を根本的に重要なものにするのは，------この見えざる手の役割である。会計開示のこの見えざる手の役割は，（会計開示の見えざる手の役割が）企業経営者の個人的な目標と企業のステークホルダーの目標との乖離といったことを前提にする必要がないという点を除いて，企業のガバナンスの役割と類似している」。ここでKanodia（2006）は，前段で市場価格が会計情報を効率的に反映して形成されることの重要性を，また後段では企業ガバナンスもまた企業の適切な生産・投資の意思決定に指針を与えるという役割を果たすことを指摘する。これらの指摘は一般に広く認識・理解されているものである。しかし，中段にみられる「会計開示の見えざる手の役割」という表現にわれわれは注目したい。もちろんKanodia（2006）では，「会計開示の見えざる手」はまずは市場価格に集計され反映されるものとして，市場価格と直接的に結びつけられて理解されている。われわれの「数的シグナルの観点」からいえば，「会計開示の見えざる手」はまずはもって企業ガバナンスの役割と結びつけて理解される。大きく言えば，「リアルな影響の観点」と「数的シグナルの観点」との基本的な相違はここにある。

(3) 生産・投資の選択を通じて期間を超えるキャッシュフロー（ここでキャッシュフローはトウモロコシといったある種の基本財，numeraire good，に置き換えることもできると説明される）を生み出すものとして企業を考えることで十分であり，消費と証券ポートフォリオの意思決定を通じた基本財の消費の期間を超える配分を選択するものとして家計を考えることで十分であるとのKanodia（2006,p.7）の指摘は大いに参考になる。ただし, Kanodia（2006）の概念的枠組みにあっては，評価のリンクとリアルな影響のリンクという対面通行の中で（埋没してしまっている）会計開示の仲立ちによって，企業と家計は基本的に（企業に関わる）期間を超えるキャッシュフロー（あるいは基本財フロー）をある種共有するものと想定されているようにみえる。

とはいえ，企業の投資意思決定に際して想定する期間を超えるキャッシュフローと家計が証券ポートフォリオ意思決定のベースとする期間を超えるキャッシュフローの性格なり特徴については，さらにいえば両者の性格の異同については，会計情報が前面に出ていないKanodia（2006）の概念的枠組みのもとでは全く不明である。

Kanodia（2006）にあっては，会計開示が資産の価格づけに影響を与え，このような資本市場における価格づけが企業の投資意思決定に影響を与えるといった（実体部門と金融・家計部門の均衡を同時に決定するという意味での）一般均衡論的な分析枠組みのもとで会計情報の役割が措定されているのであり，また情報部門に位置づけられる企業による自発的開示（強制的開示としての会計情報以外の新情報）により，家計は企業が生み出す期間を超えるキャッシュフローの見積りを改訂するものとされている。このようなKanodia（2006）の概念枠組みにおける会計情報の役割規定は，もとよりKanodia（2006）の目的なり意図から十分に理解できるものである。

ただし，企業と家計（ないし資本市場におけるトレーダー）という二つの経済主体間である種共有することにもなる「期間を超えるキャッシュフロー」の捉え方の相違をより強調する見方もあってよいのではないかと思う。このような見方が, Kanodia（2006）が強調する他の企業情報とは区別されるはずの経済社会における会計情報の固有の働きをより一層明らかにするものと期待されるからである。

周知のことであるが，会計情報は過去・現在指向的な企業のキャッシュフローをベースに作成されるものであり, Ball（2001）のいう「経営者の期待キャッシュフローとは独立して観察可能なキャッシュフローのアウトカムであり，かつ会計的保守主義に従ったもの」であるのに対して，資本市場（のトレーダー）が指向するキャッシュフローは企業価値評価に向けた，文字通りの企業が生み出す将来キャッシュフローであり, Ball（2001）の言葉を借りれば「非会計情報とされるべき経営者の意見や計画を反映した期待キャッシュフロー」である。

意思決定有用性アプローチの観点から，財務報告の目的が，企業が生み出す将来キャッシュフローについてのトレーダーの見積りに役立つことであるとしても，会計情報以外の企業情報一般ではなく，強制的開示としての会計情報の働きにこだわる限り，会計情報は，企業が生み出す期間を超えるキャッシュフローについて過去・現在指向的な性格をもつものであることを，よって資本市場が本来指向するはずの企業が生み出す将来キャッシュフローないしトレーダーが見積り，予測する将来キャッシュフローとは，性格が大いに異なることを強調し明示する必要があるように思われる。

少し視点を代え議論を展開すると，企業部門と金融・家計部門を仲介し結びつける現実世界における「本源的キャッシュフロー」ともよぶべき真のキャッシュフローは存在しているは

ずである。ただし，この「本源的キャッシュフロー」は，本源的企業価値・内在的企業価値と同様に具体的に把握することはできない。それゆえ，企業部門サイドからは固有の仕組みに基づいて作成される会計情報として，他方で金融・家計部門サイドからは独自の情報を加味したアナリストなりトレーダーによるキャッシュフローの予測情報として，「本源的キャッシュフロー」が代理されることになる。会計情報は一つの集計値として会計利益を明らかにし，アナリストなりトレーダーによるキャッシュフローの予測情報は集計され市場価格の形成に寄与する。もとより，会計利益も市場価格も「本源的キャッシュフロー」の代理であり，「本源的キャッシュフロー」に対してノイズを伴う（企業や家計の現実の意思決定を導くことになる）一つのシグナルにすぎないものである。

「本源的キャッシュフロー」に対して，企業部門の「本源的キャッシュフロー」の代理の仕方と金融・家計部門の「本源的キャッシュフロー」の代理の仕方は，それぞれ固有のものであり，それゆえ異なる。この点の強調はまた，経済における資源配分のシグナル（ないし情報媒体）として市場における価格と企業組織における会計利益を対置するというわれわれなりの観点につながるものである。

2.「会計」情報開示分析の基本的枠組みの提示

Kanodia（2006）の概念的枠組みを基礎に，これまで指摘した諸点を考慮し，われわれなりの「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」を提示すれば，図Ⅴ-1のようになる。

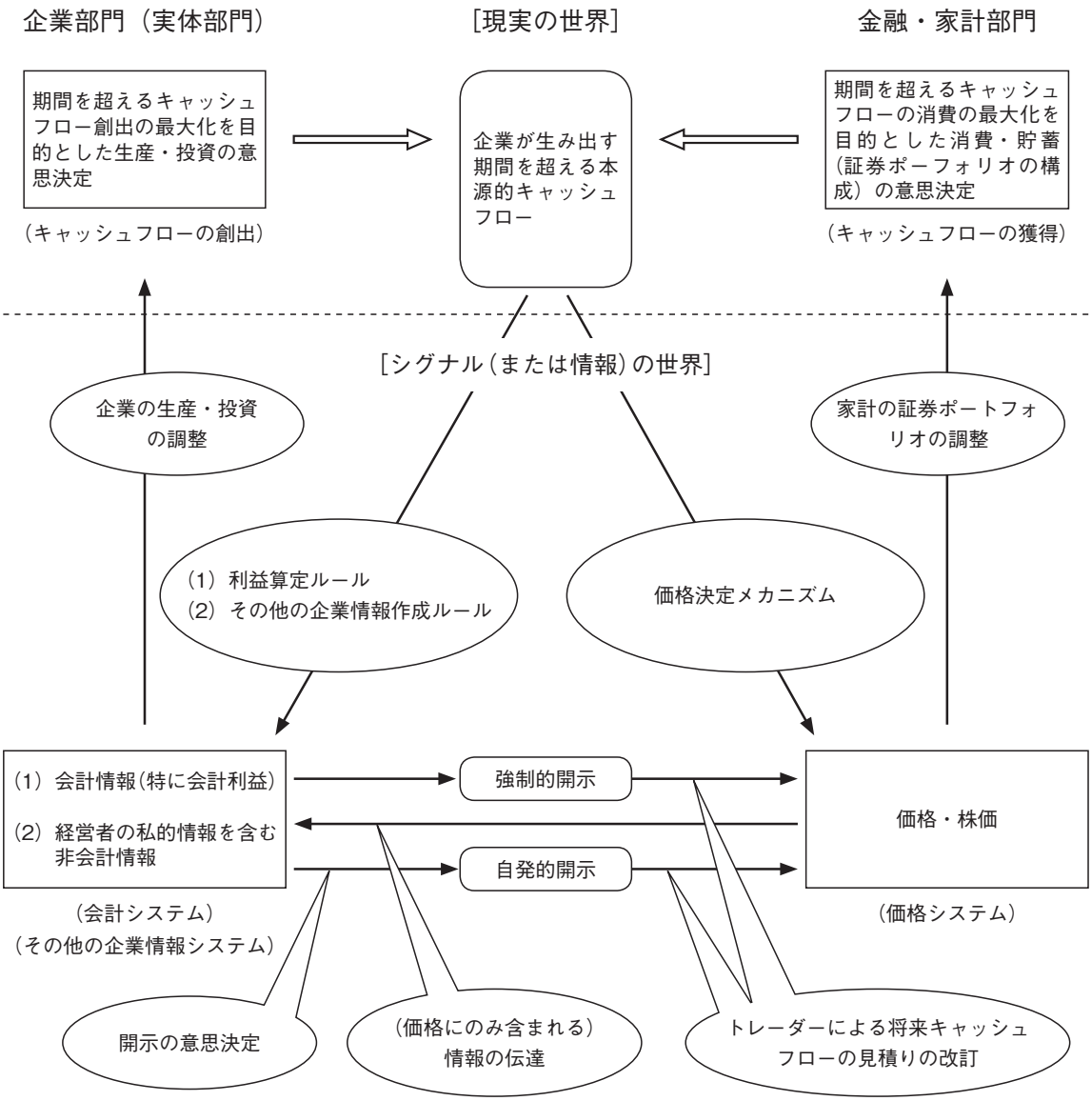
図Ⅴ-1から明らかなように，「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」は，大きく，企業（実体）部門と金融・家計部門からなる軸と「現実の世界」と「シグナル（情報）の世界」からなる軸の二つの軸から構成される。「シグナル（情報）の世界」を強調し，会計情報を含んだ意味での「シグナル（情報）の世界」を「現実の世界」から明示的に識別するのは，会計はもとより企業の生産・投資の意思決定そのものではないからであり，「情報は今日の経済における焦点である」（Vives, 2008, p. 1）との指摘にみられるように，現在の経済社会における会計情報を含む情報の働きにより一層目を向けるためである。

このような相違に加えてあるいはこのような相違に伴う，Kanodia（2006）の概念的枠組みと対比した「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」の特徴としては，①会計情報を明示しようと試みたこと，②同様に価格を形成する資本市場を枠組みの前面に押し出して示したこと，これら①・②とも関連して，③「現実の世界」における企業部門と金融・家計部門を結びつけているはずの（本源的）キャッシュフローを明示し，会計情報（会計利益）と市場価格はそれぞれ固有の仕組みで生み出される（本源的）キャッシュフローの代理であることを強調したことなどである。

このような加工・修正によって，Kanodia（2006）の概念的枠組みが本来強調する実体（企業）部門と金融・会計部門の均衡の同時決定というメッセージが，枠組みの背後に押しやられる結果となってしまっている。われわれなりの枠組みにおいて，このような同時決定という分析視角がどのように取り扱われることになるのかといった点については，われわれなりの枠組みがこれまでの会計開示に関する重要な議論や論点を整理し，新たに検討すべき論点を見出すために，どの程度有効であるのかを吟味・検討する作業とともに，今後に残された課題である。

Ⅵ. おわりに

会計の機能における意思決定有用性アプローチのもと，一連の会計プロセスの最終段階ともいえる開示が強調される。会計情報開示に関して，どのような論点があり，これまでどのような議論が展開され，今後取り組むべき課題には



図Ⅴ-1 「「会計」情報開示分析の基本的枠組み」

どのようなものがあるのか，といった一連の論点およびこれら論点の関係性をある程度鳥瞰できる「開示論点マップ」といったものを作成することができないだろうか，もとより広範かつ多様な論点が複雑に関連し合う会計開示論において部分的にしか光をあてることができないに違いないが，そのようなものを概略的であれ作成することができれば，これまでの議論をわれわれなりに整理し，また新たな論点を見出すために有益であろうというのが，本稿の問題意識であった。

本稿では，このような極めて困難な課題に取り組む一つの手掛かりとして，一方で各論者の本来の意図がどのようなものであれ，会計開示の枠組みなり概観を示していると理解される（数少ない）議論に注目するとともに，他方

で会計開示において何が重要な論点となるのかについての示唆を得るため会計分野における情報開示モデルのいくつかを参照することによって，企業情報一般とは区別されるはずの「会計」情報に力点をおいたわれわれなりの会計開示の枠組みを試行的に提示した。

「会計」情報開示の枠組みの提示に向けて，結果としてKanodia（2006）を始めとするKanodiaの一連の文献に大きく依拠することになった。そのため本稿は，Kanodia（2006）のいう会計開示を介した実体（企業）部門と金融部門の均衡の同時決定といった極めて魅力的な分析視角を紹介する内容ともなっている。

提示したわれわれなりの「会計」情報開示の基本的枠組みが，どの程度，有益であるのかの検証作業が，今後の課題となる。

［参考・引用文献］

Ball, R. 2001.“Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure,” *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp.127-169.

Christensen, P. O., and G.A.Feltham. 2003, *Economics of Accounting: Volume I – Information in Markets,* Kluwer Academic Publishers, Norwell, USA.

Darrough, M. N. 1993. “Disclosure Policy and Competition: Cournot vs. Bertrant,” *Accounting Review* 68（3）, pp.534-561.

Dye,R.A. 2001. “An Evaluation of Essays on Disclosure and the Disclosure Literature in Accounting,” *Journal of Accounting and Economics* 32, pp.181-235.

Fishman, M. J., and K. M. Hagerty. 1989. “Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency,” *Journal of Finance* 44（3）, pp.633-646.

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, pp.405-440.

Grossman, S. J. 1981. “The Information Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality,” *Journal of Law and Economics* 24（3）, pp.461-484.

Kanodia, C. 1980. “Effects of Shareholder Information on Corporate Decisions and Capital Market Equilibrium,” *Econometrica* 48（4）, pp.923-953.

Kanodia, C. 2006. *Accounting Disclosure and Real Effects*, Fundation and Trends in Accounting, Vol.1, No.3, Now Publisher Inc., Hanover, USA.

Kanodia, C., and A. Mukherji. 1996. “Real Effects of Separating Investment and Operating Cash Flows,” *Review of Accounting Studies* 1, pp.51-71.

Kanodia, C., and D. Lee. 1998. “Investment and Disclosure:The Disciplinary Role of Periodic Performance Reports,” *Journal of Accounting Research* 36（1）, pp.33-55.

Kanodia, C., H. Sapra, and R. Venugopalan. 2004. “Should Intangibles Be Measured: What Are the Economic Trade-Offs?” *Journal of Accounting Research* 42（1）, pp.89-120.

Kanodia, C., R. Singh, and A. E. Spero. 2005. “Imprecision in Accounting Measurement: Can It Be Value Enhancing?” *Journal of Accounting Research* 43（3）, pp.487-519.

Kyle, A.S. 1985. “Continuous Auction and Insider Trading,” *Econometrica* 53（6）, pp. 1315-1335.

Lev, B. 1992. “Information Disclosure Strategy,” *California Management Review* 34（4）, pp.9-32.

Liang, P. J., and X. J. Zhang. 2006. “Accounting

Treatment of Inherent versus Uncertainties and the Capital Structure of the Firm," *Journal of Accounting Research* 44（1）, pp.145-176.

Luo, S. 2001. "The Impact of Public Information on Insider Trading" *Economic Letters* 70, pp.59-67.

Lucas, R. E., and E. C. Prescott. 1971. "Investment under Uncertainty," *Econometrica* 39, pp.659-681.

Verrecchia, R. E. 1983. "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics* 5（3）, pp.179-194.

Verrecchia, R. E. 2001. "Essays on Disclosure," *Journal of Accounting and Economics* 32, pp.97-180.

Vives, X. 2008. *Information and Learning in Markets: The Impact of Market Microstructure*, Princeton University Press（Chap.1）.

Watts, R. L. 2006. "What Has the Invisible Hand Achieved?" *Accounting and Business Research*（International Accounting Policy Forum）, pp. 51-61.

企業会計基準委員会（2006）討議資料『財務会計の概念フレームワーク』。

椎葉淳・高尾裕二・上枝正幸（近刊）『会計ディスクロージャーの経済分析』同文舘。

高尾裕二（1992）『制度としての会計システム－経済社会における会計の働き－』中央経済社。

高尾裕二（2008）「市場システムにおけるディスクロージャー」柴・須田・薄井編著『現代のディスクロージャー－市場と経営を革新する－』中央経済社，第1部第6章，114-137ページ。

（本稿は，科学研究補助金（基盤研究B（一般），課題番号19330096）の成果の一部である）

Toward a Conceptual Framework for Analyzing Accounting Disclosure

Hiroji TAKAO

Financial Reporting and Disclosure have potentially broad and complex effects on corporate production-investment policies, investor decisions and market pricing. We provide a conceptual framework for identifying and analyzing the economic effects of accounting disclosure, mainly based on the conceptual framework in Kanodia（2006）.

Contrasted with Kanodia（2006）framework, our disclosure framework explicitly focuses on an "intrinsic" cash flow which intermediate between a corporate sector and a financial / household sector in a real world, and aggressively separates a information sector（including accounting information）from the real world consisting of the corporate sector and the financial sector. Our framework has resulted in wholly emphasizing a role of accounting information in an economy relative to Kanodia（2006）framework.

JEL classification: M41

Keyword: Accounting information; Corporate disclosure