

平成 29 年 6 月 14 日現在

機関番号：24501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2013～2016

課題番号：25780286

研究課題名(和文) 会計情報に対する意見不一致が及ぼす影響に関するモデル分析

研究課題名(英文) Studies on differences of opinion of accounting information

研究代表者

石花 義和 (ISHINAGI, Yoshikazu)

神戸市外国語大学・外国語学部・講師

研究者番号：20553142

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,600,000円

研究成果の概要(和文)：会計情報には投資家が企業価値を評価するにあたって有用な情報を提供することが求められている。しかし、会計情報をどのように解釈するのかについては投資家に委ねられており、意見が一致しない可能性がある。本研究は、会計情報に対する意見不一致がもたらす影響について、株式市場に関する数理モデルを用いて考察するものである。検証を通して、意見不一致が株価変化に対する経営者の事前の信念を変化させる可能性があり、また経営者の行動が会計情報の解釈のされ方に依存する可能性を示唆する結果を得た。これらの結果は、情報開示制度の設計など会計情報の意義を考えるうえで、新たな視点を提供するものである。

研究成果の概要(英文)：Accounting information is required to provide useful information to investors for enabling them to evaluate corporate value. However, the interpretation of accounting information is left to the discretion of the investors, and their opinions may not agree with each other. This study considers the effect of disagreement on accounting information by using mathematical model of the stock market. As a result of the verification, it was found that the disagreement could change management's prior beliefs about the change in the stock price, and the possibility that the management's behavior depends on how the accounting information is interpreted. These results provide new perspectives in considering the significance of accounting information, such as the design of the information disclosure system.

研究分野：会計学

キーワード：会計情報 資本市場 意見不一致

### 1. 研究開始当初の背景

企業が開示する会計情報は、資本市場において投資家に観察され、投資の意思決定に利用されている。会計情報に期待されるこのような役割は一般に意思決定有用性と呼ばれており、会計情報の主要な目的の一つとされている。会計情報は企業価値自体を表現するものではなく、投資家が企業価値を評価するにあたって有用な情報を提供することを目的としているが、会計情報をどのように解釈するのかについては投資家に委ねられている。このため、投資家によって情報の解釈が異なる、すなわち投資家間に「意見不一致」が生じる可能性が存在する。たとえば投資家が棚卸資産の増加という情報を入手したとき、受注が増えたことにより生産量が増加したというグッドニュースと捉えるか、製品の売れ残りが増加したことを示唆するバッドニュースと捉えるかは、投資家の信念や他の事前の情報などにより解釈が異なるかもしれない。

同一の情報に対して投資家間で意見が一致する状況と意見不一致が生じる状況では、株式市場で形成される株価や資本コストが異なる可能性が示唆されている。Bloomfield and Fischer (2011) は数理モデルを用いて、互いに自分の解釈が正しく相手の解釈は誤っていると考える2種類の投資家を想定し、解釈の相違が資本コストに影響することを示している。Chen, Hong, and Stein (2002) は、一定の条件下で、投資家間の意見不一致が大きい状態において株価がファンダメンタルズに比して高くなるという実証結果を得ている。企業が開示する会計情報は、情報利用者によって解釈が異なる可能性のある情報であり、会計情報の特性をより現実的に即して考察するうえで、意見不一致は考慮すべき重要な論点であろう。

市場参加者間の意見不一致の存在は、経営者の行動にも影響を与えられられる。たとえば Dutta and Trueman (2002) では、開示する情報が投資家にどのように解釈されるか不確実な経営者を想定し、情報利用者の評価を予測した上で自発的開示戦略を決定することを示している。また石椋(2011) においては、株価を意識する経営者を想定し、会計情報の精度によって企業の事業投資行動が変化することを指摘しており、会計情報の精度に対する投資家の意見が異なれば、その程度によって投資活動にも影響することが予想される。

望ましい会計情報を考察する上でも、意見不一致を考慮することは重要である。Morris and Shin (2007) では、会計基準の設定において、会計情報が詳細であることと、共通の解釈ができることとのトレードオフを指摘している。会計情報が詳細で複雑になるほど、意見不一致の程度も大きくなると考えられ、これにより社会厚生が低くなるのであれば、精度は低くとも誰にでも理解できる単純な

会計基準を設定したほうが望ましいかもしれない。

このように、会計情報に対する意見の不一致は、資本市場における企業価値評価を左右し、ひいては経営者の戦略に影響を与えることが考えられる。

### 2. 研究の目的

この研究では、会計情報に対する意見不一致が、資本市場の価格形成や経営者行動などにもたらす影響について、株式市場に関する数理モデルを用いて明らかにすることを目的とする。理論モデルの構築により、意思決定有用性の側面から会計情報の特性を理解し、どのような会計情報が望ましいのかについて検証することが可能であると考えられる。

資本資産価格モデル(CAPM)をはじめ、伝統的な株式市場モデルにおいては、投資家の持つ情報が同質であるとの仮定が置かれている。その上で、たとえば Kyle (1985) や Grossman and Stiglitz (1980) などの合理的期待モデルでは、市場参加者間の情報の非対称性の影響を考察している。一方、本研究で焦点を当てる「意見不一致」はこれらと異なり、同一の情報に対して異なる解釈をすることを指しており、会計情報はこの特徴を有している情報と言えるだろう。意見不一致の影響を考察した研究はこれまでも行われているものの、そのフレームワークや、意見不一致が生じる情報の定義はモデルによりさまざまであり、「会計情報」に焦点を当てた意見不一致モデルを構築することは、数理モデルを用いた会計研究において意義のあるものである。本研究によって、これまでに会計研究で得られている実証結果に対して新たな理論的解釈を提供できる可能性があり、また近年の開示制度に係る議論にも貢献するものであると考える。

### 3. 研究の方法

この研究では会計情報に対する意見不一致に着目しており、会計情報に対して市場参加者間で意見不一致が存在する株式市場を表現する数理モデルを特定することを通して、投資意思決定に用いられる会計情報の特徴を明らかにする。このため、まず(1)意見不一致と情報非対称性とのモデル上の相違点を明らかにし、定義を明確にすることで、意見不一致の状態を特定することが必要である。つづいて、(2)会計情報を特定し、株式市場モデルの拡張を行う。これにより意見不一致の存在する市場における会計情報の役割について確認することが可能となる。さらにモデルに、(3)経営者行動を導入することで、意見不一致の程度によって経営者の開示行動や事業投資行動が変化することを検証する。

(1) 意見不一致と情報非対称性との相違点を明らかにし、定義を明確にする

本研究で関心のある株式市場における意見不一致とは、同一の情報に対して、それを観察する市場参加者によって異なる解釈をする状態をいう。したがって意見不一致は、Kyle (1985) などの合理的期待均衡モデルで検証されているような、異なる情報を保有することで情報格差が生じる情報非対称の状態とは別の概念である。意見不一致とは情報に対する投資家の解釈が異なることであるから、モデル上は情報に対する期待値と(共)分散で表される、投資家の事前の信念についての相違をもって表現しうると考えられる。既存研究における意見不一致のモデル表現方法は、研究ごとに大きく異なっており、情報非対称の状態との相違点が明確でないことから、既存研究の調査を継続し、情報非対称のモデルとの比較を通して、意見不一致モデルに共通する要点を確認する。

#### (2) 会計情報を特定し、株式市場モデルの拡張を行う

会計情報に対する意見の不一致が株式市場に存在するとき、会計情報は市場で形成される株価にどのような影響を与えるのかについて考察を行う。会計研究の領域において、会計情報が市場参加者の期待に影響を与えることを通して株価に織り込まれるモデル研究はこれまでも存在するが、これらの研究では情報の非対称性を仮定しているものの特定の情報に対する解釈は同質であるとされている。(1)で行った意見不一致の特定をもとに、既存の株式市場モデルを拡張することで、意見不一致が存在するというより現実的に即した状況下における、会計情報の有用性を検証することが可能である。また意見不一致が存在することは会計情報の大きな特徴であることから、意見不一致が存在しないケースと比較することで、会計情報の、それ以外の情報と異なる特徴を明らかにすることができると考える。

#### (3) 経営者行動を導入する

株式市場における評価を意識する経営者は、開示する会計情報が投資家にどのように解釈されるかに注目している。したがって市場における意見不一致の程度によって経営者行動が変化する可能性がある。そこで(2)で構築された株式市場モデルに対して、経営者行動を追加することで検証を行う。投資家は企業の将来収益性を予測し企業評価を行なっていることから、将来収益を変化させる経営者の事業投資決定や、意見不一致の程度を変化させる経営者の開示行動を考慮することで、経営者行動の観察が可能であると考える。

#### 4. 研究成果

本研究でははじめに、研究の方法(1)で述べたように、特定の情報に対して意見不一致が生じている状況をどのように定義・定式化

を行うかについて検討を行った。これまでの意見不一致に関する既存研究を調査したところ、たとえ情報に対する他人の解釈が自分と異なっても、自分の解釈が正しいと各投資家が信じている状況が意見の不一致を生み出しており、本研究でもこの考え方に従うこととした。そこで、意見の不一致が資本市場に与える影響に注目した先行研究のレビューを行い、資本市場における意見の不一致が市場取引を生じさせていることを確認した。これは開示情報が市場に参加するすべての投資家に伝達され観察される情報に非対称性がない場合であっても、開示情報に対する意見の不一致が取引を生じさせることを示しており、開示会計情報の役割を考えるうえで着目すべき点であると考えられる。

また、研究の方法(3)の準備として、意見の不一致の程度が企業経営者の行動選択に影響を与える可能性をさぐるため、モデルの簡単な拡張により検証を行った。その結果、意見不一致の程度が大きくなるほど価格変化に対する事前の分散が大きくなることがわかった。これはたとえば、資本市場に関心を持つリスク回避的な経営者であれば、意見が一致するようにシンプルな情報開示を選択するなど、経営者の行動選択に影響を与えることが予想される結果である。上記の研究は、雑誌論文としてまとめられている。

つづいて研究の方法(2)にあるように、会計情報に対する意見の不一致と株式市場の関係を示すモデルの検討を行った。そこで、Kyle (1985)の株式市場モデルに会計情報を追加し、さらに情報に対する事前の信念が市場参加者間で異なるように、モデルの拡張を行ったところ、市場参加者間の事前の信念の差が均衡株価に影響するという結果が得られた。投資家は新たな情報を観察したとき、事前の予想と異なる分だけ評価を改めると考えられるため、新たに同じ情報を観察したとしても、事前の信念が異なる市場参加者ごとにその情報の解釈は異なることになる。この結果は、投資家によって解釈が異なるという資本市場のより現実的な状況を想定し、会計情報が株式市場に与える影響を理論的に明らかにするものであり、会計情報に期待される意思決定有用性を考えるうえでも重要性が高い。しかし経営者はこのように情報を解釈する市場を前提として、事業投資先や業績開示方法といったさまざまな経営上の意思決定を行っている可能性があり、会計情報に対する意見不一致から生じる経済的帰結を考えるうえで経営者行動の考慮は欠かせないものである。

そこで研究の方法(3)として、上記で構築された株式市場モデルに経営者行動を追加する形で拡張し、さらに検証を行ったものが雑誌論文である。本論文は、経営者の事業投資行動と開示会計情報の関係について、選択される事業の内容に注目して分析したものであり、会計情報の開示は事業内容が複雑

なケースにおいては投資量を増加させる一方、事業がシンプルなケースでは投資量を減少させるという結果を得た。事業が複雑な場合には、企業の収益性に対する信念が市場参加者によって異なり意見の不一致が生じることが考えられる。この場合、会計情報が開示されても収益性に関する情報が株価に正確に反映されない可能性がある一方で、事業から生じる不確実性も株価に反映されず、株価の不必要な変動を抑えられることが投資量の増加につながる可能性がある。一方で、事業内容がシンプルで投資量が観察可能な場合には意見の不一致が生じにくく、会計情報が企業価値と相関が高まることで、投資量決定時点での期待株価の変動リスクが高まり、これを嫌う経営者は投資量を減少させる可能性がある。この結果は、質の高い財務報告が情報の非対称性を減少させ投資の効率性を改善するという既存研究の結果に対して、投資家の意見の不一致を考慮することで、情報開示によって投資規模が縮小し企業価値が減少する可能性を示唆するものである。

また、事業の複雑性と会計情報、経営者予想との相互関係に注目した研究を行い、雑誌論文としてまとめている。この研究では、経営者予想の改訂開示に対する理論的説明が行われると同時に、経営者予想の開示は事業の複雑性によって企業価値に異なる影響を与えるという結果が得られている。この結果は、経営者の経営努力が、開示情報の株式市場での解釈のされ方に依存することに起因している。なお、この研究は学会発表として国際学会で報告を行っている。

このように、会計情報に対する市場参加者の意見不一致が生じることで、会計情報の役割が変化し、それともなって経営者の行動も影響を受ける可能性があることが、一連の研究によって示された。上記の結果は、情報開示制度の設計など会計情報の意義を考えるうえで新たな視点を提供しうるものである。

さらに、企業の開示情報は資本市場の投資家のみならず、製品市場においても競争企業に観察されることから、競争企業間で観察情報に対する意見が一致しないことで、経営者の行動に何らかの変化が生じる可能性がある。そこで、製品市場における意見不一致の可能性という、今後の発展的研究の準備として、製品市場における情報開示と企業の投資活動との関係を検証する研究を行っている。マルチマーケットで数量競争をおこなう企業が、コストを削減する投資を実施する状況を想定し、投資情報の開示が企業に与える影響について分析した研究は、学会発表として学会報告を行った。また、スピルオーバー効果を有する投資情報の開示が、企業の行動にどのような影響を与えるのかについて考察した研究を、雑誌論文としてまとめている。これらの結果は、企業が直面する製品市場の環境や事業投資内容に依存して、情報開

示が企業行動に与える影響が変化することを示している。会計情報に対する意見不一致は市場環境や事業内容とも密接に関連すると考えられることから、製品市場における意見不一致の影響についても今後研究を継続したいと考える。

#### <参考文献>

- Bloomfield, R. and P. Fischer, 2011, "Disagreement and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, 65(4), pp.1269-1302.
- Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein, 2002, "Breadth of Ownership and Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, 66, pp.171-205.
- Dutta, S. and B. Trueman, 2002, "The Interpretation of Information and Corporate Disclosure Strategies," *Review of Accounting Studies*, 7(1), pp.75-96.
- Grossman, S., and J. Stiglitz, 1980, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," *The American Economic Review*, 70(3), pp.393-408.
- Kyle, A. 1985. "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica* 53, pp.1315-1335.
- Morris, S. and H. S. Shin, 2007, "Optimal Communication," *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), pp.594-602.
- 石椏義和, 2011, 「会計情報の開示が企業の投資効率性に与える影響」, 『名古屋商科大学論集』, 55(2), pp.15-22.

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計4件)

呉重和、石椏義和、投資情報の開示と投資協力 - d'Aspremont and Jacquemin (1988) のレビューと考察 -、査読無、名古屋商科大学論集、第61巻第2号、2017、85-95、

[http://www.nucba.ac.jp/university/library/journal/nucb/library\\_journal\\_e/vol61\\_no2/entry-16694.html](http://www.nucba.ac.jp/university/library/journal/nucb/library_journal_e/vol61_no2/entry-16694.html)

石椏義和、事業の複雑性が企業の投資行動に与える影響と開示会計情報の役割、査読有、第66巻第3号、2016、105-123、[https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/?action=pages\\_view\\_main&active\\_action=repository\\_view\\_main\\_item\\_detail&item\\_id=2094&item\\_no=1&page\\_id=13&block\\_id=17](https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=2094&item_no=1&page_id=13&block_id=17)

Ishinagi, Yoshikazu, Atsushi Shiiba, Manager's Forecasting Strategy and

Project Complexity, 査読有 ,APMAA 2016 Proceedings , 2016

石椋 義和、開示情報に対する意見の不一致と資本市場の反応、神戸大論叢、査読無、第 65 巻第 1 号、2015、115-129、[https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/?action=pages\\_view\\_main&active\\_action=repository\\_view\\_main\\_item\\_detail&item\\_id=1875&item\\_no=1&page\\_id=13&block\\_id=17](https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_detail&item_id=1875&item_no=1&page_id=13&block_id=17)

〔学会発表〕(計 2 件)

Ishinagi, Yoshikazu, Atsushi Shiiba, Manager ' s Forecasting Strategy and Project Complexity, Asia-Pacific Management Accounting Association 12th Annual Conference, 2016 年 10 月 5 日 , The Sherwood Taipei, Taipei (Taiwan)

石椋 義和、呉 重和、マルチセグメント企業の投資情報の開示、日本管理会計学会 2016 年度年次全国大会、2016 年 9 月 1 日、明治大学駿河台キャンパス(東京都千代田区)

6 . 研究組織

(1)研究代表者

石椋 義和 (ISHINAGI, Yoshikazu)

神戸市外国語大学・外国語学部・講師

研究者番号 : 20553142