

# 最適情報開示に関する一考察

## An Essay on Optimal Disclosure

寺崎 克志  
(Katsushi TERASAKI)

### 【要約】

本稿の目的は企業が開示する全ての情報に関する整合的な基本モデルを構築し、利潤極大均衡としての情報開示の最適水準を提示し、その最適均衡条件の特性を吟味することにある。本稿では、ディスクロージャーの対象としての企業会計情報は企業が自主的に開示する、あるいは法を遵守するために開示する、あらゆる企業情報の一部として位置づけられる。このような視点から、最適情報開示水準について、①投資家向け、②一般社会向け、③仕入先向け、④社内向け、に分類して、それぞれの最適水準の特性について論ずる。

キーワード：ディスクロージャー、広報宣伝活動、投資家向け広報活動  
Disclosure, IR, PR

### Abstract:

This paper provides a simple consistent model with information strategies including investor relations (IR) as well as public relations (PR). In this mode IR serves the minimization of capital costs while PR contributes to realize the optimum revenue. The conditions for profit-maximization are shown with respect to a heterogeneous piece of information but also outputs. We define disclosure as a strategy of managers who aim at profit-maximization by disclosing inside information.

### 1. はじめに

ディスクロージャーというテクニカルタームは二十世紀後半以降、現在まで文献上では企業会計情報開示の意味で用いられることが多かった<sup>1</sup>。その理由は、企業会計情報開示が商法や証券取引法で法的強制の対象となっており、また商品広告や企業広報活動などの会計情報以外の情報は二十世紀以前からも開示されていたからである<sup>2</sup>。法的な対象ではないディスクロージャーは「自主的ディスクロージャー」とか「自発的開示」あるいは「裁量的開示」と表現されることが多い<sup>3</sup>。法的強制はすべての該当する企

業に対して平等に人為的に適用されるものであるから、一般的な法律（民法や刑法）と同様に<sup>4</sup>、業態や規模の異なる多種多様なすべての企業に対して一律に適用されることが、例外規定も含めて適正であるかどうか問題となる<sup>5</sup>。そればかりでなく、企業社会を取り囲む環境も時々刻々変転するため、たとえば新たなIT社会に企業会計情報開示はどのようであるべきか<sup>6</sup>、あるいはどのように対応すべきであるかというような問題も議論の対象となる<sup>7</sup>。このような傾向はディスクロージャーという英単語に、クローズされていた情報を法的効力を用いてオー

プンにするというニュアンスがあるためである。実際、SECによるディスクロージャー制度が最初に確立されたアメリカの証券取引においては、そのような意味合いを持っていた<sup>9</sup>。

一方で経済学においては、情報は不確実性という観点と非対称性という観点から膨大な文献を生み出した<sup>10</sup>。しかし戦略的な情報開示という視点からの文献はほとんど存在しない。

本稿の目的は、企業が開示するすべての情報に関する基本モデルを構築し、情報開示の最適水準を提示し、その均衡の特性を吟味することにある。ここでは、いわゆるディスクロージャーの対象としての企業会計情報は企業が開示するあらゆる情報の一部として位置づけられる。次の第2節では任意の企業に関する整合的な基本モデルを提示し、第3節ではそのモデルによって導出される利潤極大均衡の特性を吟味する。最後に、本稿の論点をまとめ、今後の課題について述べる。

## 2. 基本モデル

本節では第3節以降で展開される議論の基本モデルを提示する。まず、第*i*企業の利潤 $\pi_i$ を以下のように定義する<sup>10</sup>。

$$\pi_i = R_i - C_i - F_i, \quad i = 1, 2, \dots, I. \quad (1)$$

ただし、 $R_i$ は第*i*企業の売上（収入）、 $C_i$ は第*i*企業の情報開示費用を除く経費（費用）、 $F_i$ は第*i*企業の情報開示費用、 $I$ は企業数である。それぞれ以下のように定義される。

$$R_i = \sum_j p_j x_{ij}, \quad j = 1, 2, \dots, J. \quad (2)$$

ただし、 $p_j$ は第*i*企業が生産・供給・販売する第*j*財（商品）の価格、 $x_{ij}$ は第*i*企業が生産・供給・販売する第*j*財（商品）の数量、 $J$ は全ての企業が生産・供給・販売する財（商品）の品目数である。かりに、この企業が第*j*財の市場において価格受容者（price-taker）であるとすれば、

$$p_{ij} = p_j,$$

となるが、この企業が何らかの製品差別化を行い、この商品について価格設定力を持っているとすれば、独自の価格を設定することになる。すなわち、この企業が市場において優位な立場にあるとすれば相場 $p_j$ よりも高い価格設定が可能であり、逆に劣位にあれば相場よりも低い価

格設定を強いられることになる。

$$C_i = \sum_h q_h y_{ih}, \quad h = 1, 2, \dots, H. \quad (3)$$

但し $q_h$ は第*i*企業が投入・需要・購入する第*h*財（要素）の価格、 $y_{ih}$ は第*i*企業が投入・需要・購入する第*h*財（要素）の数量、 $H$ は全ての企業が投入・需要・購入する要素の品目数である。 $q_h$ は第*h*要素が労働であれば賃金率、他人資本であれば利子、土地であれば地代、建造物であれば家賃、機械・什器等であれば賃貸料、仕入品であればその仕入価格であることを意味する。かりにこの企業が第*h*要素の市場において価格受容者（price-taker）であるとすれば、

$$q_{ih} = q_h,$$

となるが、この企業が何らかの交渉力を持ち、この要素について価格設定力を持っているとすれば、独自の価格を設定することになる。すなわち、この企業が市場において優位な立場にあるとすれば相場 $q_h$ よりも低い価格設定が可能であり、逆に劣位にあれば相場よりも高い価格設定を強いられることになる。

$$F_i = \sum_k b_{ik} f_{ik}, \quad k = 1, 2, \dots, K. \quad (4)$$

ただし、 $b_{ik}$ は第*i*企業が利用・使用・開示する第*k*情報（手段）の開示価格（費用）、 $f_{ik}$ は第*i*企業が利用・使用・開示する第*k*情報（手段）の数量、 $K$ はすべての企業が利用・使用・開示する情報の種類数である。ここで定義される広義のディスクロージャーとして開示される情報は大雑把に分類すると購入者・需要者向けのPR（public relations）、投資家向けのIR（investor relations）<sup>11</sup>、従業員向けの社内報などになる。狭義のディスクロージャーである財務諸表などの会計情報の開示はIRに含まれ、法的（商法・証券取引法）な情報開示や証券取引所の慣例的な情報開示はその一部を構成する。

第*i*企業の第*k*情報の数量 $f_{ik}$ を定義することはきわめて困難である。ここでは次のように想定する。たとえばPRの場合、文書による情報開示として新聞広告や雑誌広告であればその発行部数、パンフレットやチラシであれば印刷部数、テレビやラジオのCMであればスポット広告時間などを想定する。IRであれば企業概要説明書の印刷部数、セミナーの開催頻度や開催時間などが該当する。

情報の単位価格  $b_{ik}$  はアウトソーシングした場合の広告会社の要求単価でもあり、企業内の広報室等が情報開示する場合はそのセグメントに割り当てられる按分帰属価格である。

以上よりこの企業の製品に対する逆需要関数は次のように提示される。

$$p_{ij} = p_{ij}(x_j, x_{ij}, F). \quad (5)$$

ただし、 $x_j$  は市場全体の第  $j$  財の数量である。すなわち、

$$x_j = \sum_i x_{ij}, \quad (6)$$

であり、第  $i$  企業以外の企業が供給する第  $j$  財は  $x_{ij}$  と極めて密接な代替財であることを仮定している。また、 $F$  はすべての企業の情報ベクトルである。すなわち、

$F = \{f_{ik}\}$ ,  $i = 1, 2, \dots, I$ ;  $k = 1, 2, \dots, K$ , である。ここで  $F$  は逆需要関数のシフトパラメータとして想定されており、需要量 (=供給量) は市場規模  $x_j$  に依存する部分と、当該企業の規模  $x_{ij}$  に依存する部分とがある。 $F$  の PR に相当する部分は個別企業の製品に対する需要関数の上方・右方シフトとともに市場全体の需要規模を拡大させることも考慮されている。ただし、この財市場が競争的であり、個別企業に対する固有の需要が存在しない場合には逆需要関数は以下のように示される。

$$p_i = p_i(x_i, F).$$

いずれにしても逆需要関数においては IR 関係の情報開示はほとんど関数関係を持たないであろうことが想像される。

同様にしてこの企業に対する要素 (労働、土地、資本、技術など)・仕入品・素原材料などの逆供給関数は次のように提示される。

$$q_{ih} = q_{ih}(y_h, y_{ih}, F). \quad (7)$$

ここで  $y_{ih}$  は生産関数より第  $i$  企業が供給するすべての生産物の関数となる。すなわち、

$$y_{ih} = y_{ih}(x_i). \quad (8)$$

ただし、 $x_i$  は第  $i$  企業が生産するすべての財の産出量ベクトルである。

$$x_i = \{x_{ij}\}, \quad i = 1, 2, \dots, I; \quad j = 1, 2, \dots, J.$$

また、 $y_h$  は市場全体の第  $h$  投入物の数量である。すなわち、

$$y_h = \sum_i y_{ih}, \quad (9)$$

である。また  $F$  は逆供給関数のシフトパラメータとして想定されており、供給量 (=需要量)

は市場規模  $y_h$  に依存する部分と、当該企業の規模  $y_{ih}$  に依存する部分とがある。 $F$  の PR やリクルート広報活動や IR に相当する部分は個別企業に対する供給関数の下方・右方シフトとともに市場全体の供給規模を拡大させることも考慮されている。ただし、この市場が競争的であり、個別企業に対する固有の供給が存在しない場合には、逆供給関数は以下のように示される。

$$q_h = q_h(y_h, F).$$

いずれにしても逆供給関数においては IR 関係の情報開示は重要な意味を持つであろうことが想像される。たとえば、当該企業や産業に原材料や部品を売上債権 (売掛金や受取手形) で供給している企業は当該企業に対して企業間信用の授与、すなわち広い意味での投資 (リスク・テイキング) を行っていることを意味する。同様に当該企業に労働を提供している労働者にとって当該企業に就職することは広い意味での人的投資を行っていることを意味する。特に、終身雇用的な労働市場においては労働移動に関して、きわめて高いリスクを労働者は負うことになる。自己資本や他人資本を提供する資本家・株主や金融機関にとっては言うまでもないが、当該企業の費用を構成する財貨・サービス・要素を提供しているあらゆるステイク・ホルダーにとってこの企業のみならず、機会費用の観点から他のすべての企業が開示する情報はきわめて重要である。

以上より、情報開示のインセンティブは利潤極大にあるものと想定して利潤極大の 1 階の条件を求める<sup>12</sup>。まず、第  $i$  企業の第  $j$  生産物の供給量  $x_{ij}$  に関して、

$$\partial \pi_i / \partial x_{ij} = \partial R_i / \partial x_{ij} - \partial C_i / \partial x_{ij} = 0, \quad (10)$$

同様に、第  $i$  企業の第  $k$  情報の開示量  $f_{ik}$  に関して<sup>13</sup>、

$$\begin{aligned} \partial \pi_i / \partial f_{ik} &= \partial R_i / \partial f_{ik} - \partial C_i / \partial f_{ik} \\ &\quad - \partial F_i / \partial f_{ik} = 0. \end{aligned} \quad (11)$$

本節の最後に体系が完結しているかどうかをチェックする。まず方程式の数を確認する。(1)式が  $I$  本、(2)式が  $I$  本、(3)式が  $I$  本、(4)式が  $I$  本、(5)式が  $I \times J$  本、(6)式が  $J$  本、(7)式が  $I \times H$  本、(8)式が  $I \times H$  本、(9)式が  $H$  本、(10)式が  $I \times J$  本、(11)式が  $I \times K$  本で、合計で  $I(4 + K) + 2I(1 + J + H)$  本となる。これに

対して未知数は  $\pi_i$  が  $I$  個、 $R_i$  が  $I$  個、 $C_i$  が  $I$  個、 $F_i$  が  $I$  個、 $p_{ij}$  が  $I \times J$  個、 $x_{ij}$  が  $I \times J$  個、 $q_{ih}$  が  $I \times H$  個、 $y_{ih}$  が  $I \times H$  個、 $x_j$  が  $J$  個、 $y_h$  が  $H$  個、 $f_{ik}$  が  $I \times K$  個、合計すると  $I(4 + K) + 2I(1 + J + H)$  個となり、体系が完結する。

### 3. 最適情報開示均衡の特性

(10)式と(11)式で提示される最適情報開示均衡は、第  $i$  企業が第  $j$  財市場と第  $h$  要素市場において、どのようなポジションにあるかに依存し、また第  $k$  情報がどのような属性を持っているかに依存する。まず(10)式を吟味しよう。右辺第1項の限界収入 (marginal revenue) は(2)式と(5)式を用いて以下のように展開される。

$$\begin{aligned} \partial R_i / \partial x_{ij} &= p_{ij} + x_{ij} (\partial p_{ij} / \partial x_j + \partial p_{ij} / \partial x_{ij}) \\ &= p_{ij} (1 - 1/e_{ij} - s_{ij}/e_{ij}). \end{aligned} \quad (12)$$

但し  $e_{ij}$  は第  $i$  企業の供給する第  $j$  財に対する個別需要曲線の需要の価格弾力性であり、 $e_{ji}$  は第  $i$  企業の供給する第  $j$  財価格に関する第  $j$  財市場全体の需要の交差弾力性である。すなわち、

$$\begin{aligned} e_{ij} &= - (p_{ij}/x_{ij}) \partial x_{ij} / \partial p_{ij}, \\ e_{ji} &= - (p_{ij}/x_j) \partial x_j / \partial p_{ij}. \end{aligned}$$

また、 $s_{ij}$  は第  $i$  企業の供給する第  $j$  財の市場占有率である。すなわち、

$$s_{ij} = x_{ij}/x_j.$$

かりに第  $j$  財市場が競争市場であり、需要の価格弾力性が極めて大きく、したがって第  $i$  企業の市場占有率も極めて小さいとすれば、限界収入は価格に等しくなる。すなわち、

$$\partial R_i / \partial x_{ij} = p_{ij}.$$

同様に(10)式の右辺第2項の限界費用 (marginal cost) は(3)式と(7)式と(8)式を用いて以下のように展開される。

$$\begin{aligned} \partial C_i / \partial x_{ij} &= \sum_h \partial y_{ih} / \partial x_{ij} \{ q_{ih} + y_{ih} (\partial q_{ih} / \partial y_h + \partial q_{ih} / \partial y_{ih}) \} \\ &= \sum_h q_{ih} \partial y_{ih} / \partial x_{ij} (1 + 1/\epsilon_{ih} + s_{ih}/\epsilon_{ih}). \end{aligned} \quad (13)$$

ただし、 $\epsilon_{ih}$  は第  $i$  企業の需要する第  $h$  要素に対する個別供給曲線の供給の価格弾力性、 $\epsilon_{hi}$  は第  $i$  企業の需要する第  $h$  要素価格に関する第  $h$  要素市場全体の供給の交差弾力性である。すなわち、

$$\begin{aligned} \epsilon_{ih} &= (q_{ih}/y_{ih}) \partial y_{ih} / \partial q_{ih}, \\ \epsilon_{hi} &= (q_{ih}/y_h) \partial y_h / \partial q_{ih}. \end{aligned}$$

また、 $s_{ih}$  は第  $i$  企業の需要する第  $h$  要素の市

場占有率である。すなわち、

$$s_{ih} = y_{ih}/y_h.$$

かりに第  $h$  要素市場が競争市場であり、供給の価格弾力性が極めて大きく、したがって第  $i$  企業の市場占有率も極めて小さいとすれば限界費用は各要素価格の合計に等しくなる。すなわち、

$$\partial C_i / \partial x_{ij} = \sum_h q_{ih} \partial y_{ih} / \partial x_{ij},$$

となる。かくして第  $i$  企業の第  $j$  財生産に関する利潤極大の1階の条件は(12)式と(13)式から、限界収入と限界費用の均等、すなわち、

$$\begin{aligned} p_{ij} (1 - 1/e_{ij} - s_{ij}/e_{ij}) &= \sum_h q_{ih} \partial y_{ih} / \partial x_{ij} (1 + 1/\epsilon_{ih} + s_{ih}/\epsilon_{ih}), \end{aligned}$$

で与えられる。とくに当該企業が完全競争企業である場合は、すべての価格弾力性が無限大となるため、上記の均衡条件式は簡略化され、

$$p_{ij} = \sum_h q_{ih} \partial y_{ih} / \partial x_{ij},$$

となり、限界生産力説が成立する<sup>14</sup>。

同じく(11)式の右辺第1項の限界情報収入 (marginal information revenue) は(2)式と(5)式より、

$$\partial R_i / \partial f_{ik} = x_{ij} \partial p_{ij} / \partial f_{ik}, \quad (14)$$

となる。すなわち、供給量を固定した場合は、需要曲線の上方シフトを通じて価格の引き上げが可能となり、一般的に製品情報の開示 (PR) は増収をもたらすことになる<sup>15</sup>。逆に、リコール等の bad news の開示は需要曲線の下方シフトを通じて価格の引き下げをもたらす、製品不良情報の開示は減収をもたらすことになる。したがって bad news の情報開示は短期的には利潤極大化と両立しない。ゆえに企業利潤の長期的な極大化という視点を欠くと bad news は開示されないことになる。

同様に(11)式の右辺第2項の限界情報費用 (marginal information cost) は(3)式と(7)式から、

$$\partial C_i / \partial f_{ik} = \sum_h y_{ih} \partial q_{ih} / \partial f_{ik}, \quad (15)$$

となる。情報には多様なものが含まれるがとりあえず以下の4項目について言及しておく。

- ① IR (対投資家向け情報開示) は資本調達コストを低下させ、資金調達単位あたりの費用を削減することにより利潤極大化に貢献する。
- ② PR (一般社会向け情報開示) は新規労働

調達コストを低下させ、労働生産性の高い人材を集めることを通じ、効率単位で測った労働費用を削減することにより利潤極大化に貢献する<sup>16</sup>。

- ③ 仕入先向け情報開示は取引先のリスクを軽減させることを通じ、仕入単位あたりの購入コストを削減することにより利潤極大化に貢献する。
- ④ 社内向け情報開示は従業員の最適化行動を通じて、労働生産性を高め、効率単位で測った労働費用の削減や素原材料投入の節約を促進させることにより、利潤極大化に貢献する。

以上の①～③はいずれも情報開示により社外の人々のリスクが低減し、そのことを通じて費用（経費）の削減が図られることを指摘している。もっともこれらはいずれも開示される情報が good news の場合で、bad news の場合は情報の開示がコストを引き上げ、最悪の場合には当該企業を債務超過に陥れ、倒産に追い込むことも考えられる。したがって、当該企業を倒産に追い込むような bad news の場合には情報は開示されず、情報の非開示により後日民事裁判で敗訴し、賠償することを経営者が考慮に入れなければ、秘匿される可能性もある<sup>17</sup>。

最後に(11)式の右辺第3項の情報費用は(4)式より、

$$\begin{aligned} \partial F_i / \partial f_{ik} &= b_{ik} + f_{ik} \partial b_{ik} / \partial f_{ik} \\ &= b_{ik} (1 + 1 / \epsilon_{ik}), \end{aligned} \quad (16)$$

となる。ただし、 $\epsilon_{ik}$ は情報供給の価格弾力性で、

$$\epsilon_{ik} = (b_{ik}/f_{ik}) \partial f_{ik} / \partial b_{ik},$$

である。情報供給に規模の経済性が認められれば、情報供給の価格弾力性は負の値を取る。また、当該情報市場が完全競争的で当該企業が価格受容者の立場にあれば、情報供給の価格弾力性は無限大となり、(16)式は情報の単価  $b_{ik}$  に等しくなる。

以上より、情報供給に関する利潤極大の1階の条件は、

$$\begin{aligned} x_{ij} \partial p_{ij} / \partial f_{ik} - \sum_h y_{ih} \partial q_{ih} / \partial f_{ik} \\ = b_{ik} (1 + 1 / \epsilon_{ik}), \end{aligned} \quad (17)$$

で与えられる。すなわち、情報供給による収入の増加と一般経費の削減を合計した金額が情

報費用の増加分に等しくなる水準に、情報供給は設定されることになる。たとえば、商品販売の顧客向けの情報開示 (PR) の場合には、一般経費の削減には貢献しないので、(17)式は単純に、限界収入と情報コストの均等で均衡条件が示される。すなわち、

$$x_{ij} \partial p_{ij} / \partial f_{ik} = b_{ik} (1 + 1 / \epsilon_{ik}).$$

また投資家向けの情報開示 (IR) は一般的に製品売上には直接的に貢献しないので(17)式は、限界費用と情報コストの均等で均衡条件が示される。すなわち、

$$-\sum_h y_{ih} \partial q_{ih} / \partial f_{ik} = b_{ik} (1 + 1 / \epsilon_{ik}),$$

である。したがって資本調達コストの引き下げに貢献しないと思われる投資家向けの情報、すなわち上式右辺はかならずプラスの値をとるので、左辺の値が正值とならないような情報は開示されないことになる<sup>18</sup>。

#### 4. 情報開示による経費削減効果

前節で情報開示による経費削減効果が当該企業に財貨・サービス・労働・資本等を提供する取引相手にとって情報開示によるリスク軽減効果に基づくものであることを指摘した。

ここで言うリスクとは予想収益率  $r$  の標準偏差  $\sigma$  (あるいは分散  $V$ ) を意味する<sup>19</sup>。以下、前節で分類した費用（経費）の内訳にしたがって論じてみよう。

① IR (投資家向け情報開示) : 平均一分散法 (2パラメータ・アプローチ) に基づいて、証券投資家について次のような効用関数を想定する<sup>20</sup>。

$$U = U(E(r), \sigma_r).$$

そこで収益率  $r$  の分布を正規分布で擬制し、危険回避的投資家 (risk averter) を仮定すると、投資家の最大化の対象となる期待効用  $E(U)$  は収益率  $r$  の期待値  $E(r)$  の増加関数、収益率の標準偏差  $\sigma_r$  の減少関数となる<sup>21</sup>。すなわち、

$$E(U) = U(E(r), \sigma_r); \quad \partial U / \partial E(r) > 0;$$

$$\partial U / \partial \sigma_r < 0.$$

つぎに収益率の標準偏差は投資家向け情報開示の関数であり、情報開示量の増加に伴い、標準偏差は低下し、限りなく内部情報に基づく標準偏差  $r^*$  に漸近すると仮定する<sup>22</sup>。

$$\sigma_r = r(F_i) \geq r^*;$$

$$\partial \sigma_r / \partial f_{ik} < 0.$$

ただし、収益率の期待値は情報開示に依存しないものとする。すなわち、投資家向け情報開示の効果は収益率の標準偏差を低下させ、限りなく内部情報によって求められる収益率の標準偏差に近づけることを通じて、投資家の期待効用を高め、当該企業に対する資金供給の拡大（債権・債券需要の増大）をもたらす、資金調達経費を引き下げると考えられる<sup>23</sup>。

② PR（一般社会向け情報開示）：当該企業に対する効率単位で測った労働供給は、正規雇用の場合は約定に基づく資金供給と同様に一定期間の流動性を拘束されるので、一定期間の労働所得  $w$  の期待値  $E(w)$  と労働所得の標準偏差  $\sigma_w$  に依存すると考える。すなわち、労働供給者の期待効用  $E(W)$  は、労働所得の期待値の増加関数、その標準偏差の減少関数と考えられる<sup>24</sup>。

$$E(W) = W(E(w), \sigma_w);$$

$$\partial W / \partial E(w) > 0;$$

$$\partial W / \partial \sigma_w < 0.$$

PRにより、労働供給者にとっての労働所得の標準偏差は小さくなり、内部情報に基づく標準偏差  $F_i^*$  に近づく。すなわち、

$$\sigma_w = w(F_i) \geq F_i^*;$$

$$\partial \sigma_w / \partial f_{ik} < 0.$$

かくして、リクルートのためのPR活動は効率単位で測った労働供給曲線を下方・右方にシフトさせ、当該企業にとっての労働費用を削減させる。

③ 仕入先向け情報開示：仕入先向けの情報開示はとくに行われていない。取引の規模や両社の力関係にも依存するが、当該企業への納品業者はIRやPRを通じて情報を入手するのが一般的である。取引が売掛金や受取手形などの企業間信用に基づく場合、取引業者にとって重要なのは当該企業のビジネス・リスク、あるいはデフォルト・リスクである。赤字企業の場合にはこれらのリスクが極めて高くなるので、素原材料・部品などの供給曲線は上方・左方シフトする。逆に利潤の期待値  $E(\pi)$  が大きく、しかも安定的で、その標準偏差  $\sigma_\pi$  が小さければ当該企業に対する供給曲線は下方・右方シフトすると考えられる。したがって、取引業者の期待効用  $E(T)$  は、当該企業の期待利潤  $E(\pi)$  の増加

関数、その標準偏差  $\sigma_\pi$  の減少関数となる。すなわち、

$$E(T) = \tau(E(\pi), \sigma_\pi);$$

$$\partial \tau / \partial E(\pi) > 0;$$

$$\partial \tau / \partial \sigma_\pi < 0.$$

かくして、IRやPRを通じた間接的な仕入先向け情報開示は、利潤の標準偏差を低下させ、限りなくインサイダー情報  $\pi^*$  に近づけ、仕入業者の供給曲線を下方・右方シフトさせ、当該企業の購入価格の低下をもたらす。すなわち、

$$\sigma_\pi = \pi(F_i) \geq \pi^*;$$

$$\partial \sigma_\pi / \partial f_{ik} < 0.$$

いずれの場合も内部情報の開示は外部者にとっての情報リスクプレミアムを低減させることを通じて企業の利潤極大化に寄与することになる。

#### 4. おわりに

日本証券アナリスト協会は1995年度から毎年リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定を行っている<sup>25</sup>。選定の方法は、

- ① 決算短信および補足資料における開示（8点）
- ② 説明会、インタビューおよび説明資料等における開示（64点）
- ③ タイムリー・ディスクロージャー（8点）
- ④ 企業が自主的に公表している情報（20点）

という項目と配点で、100点満点でアナリストがスコアリングするものである。いずれも開示される情報が良質で多ければ評価は高くなる。このような考え方がおそらく業界においても学会においても支配的である<sup>26</sup>。しかし、本稿では利潤極大均衡として情報開示を捉えているので、日本証券アナリスト協会による優良企業選定によって選定された企業は必ずしも規範的な意味での優良とは言えないという考え方に立つ。すなわち、開示される情報が良質で多いのはその企業にとっての必然であり、また優良企業として選定されない企業は単に利潤極大化において良質で多くの情報を開示する必要がないだけのことである。つまり、優良・不良という規範的な評価は誤解を招く可能性があることを指摘

したい。たとえば、情報開示することによって巨額の利潤を喪失するような企業機密は<sup>27</sup>、当然のことながら開示されないが、そのことは当該企業が情報開示において不良であるという烙印を捺されるのは冤罪のようなものである、というのが本稿の主張である。

本稿ではある企業の情報開示のレベルがなぜ他の企業と異なるのかということを解明するための基本的なフレームワークを構築した。産業の特性、市場構造、既存企業の規模などによって情報開示の最適水準は異なるのが一般的である<sup>28</sup>。たとえば平成15年度の日本証券アナリスト協会のディスクロージャー優良企業選定の結果によると、業種別の評価結果で最高は化学の73点、最低は銀行の62点となっている<sup>29</sup>。それでは、情報開示水準と産業特性、市場構造、企業規模などがどのような関係にあるのか。この分野に関する実証研究は枚挙に遑がないが、実態分析が中心で、その理論的な枠組みは必ずしも十分に提供されているとは言えない。また情報開示のタイミングも本稿では取り上げなかった。タイミングの問題は本稿の基本モデルに時間的要素を導入することを意味し、このことは更にモデルの動学化の側面と情報開示の履歴の側面を考慮しなければならないことを意味している。こうした視点からの分析は本稿に対する読者の批判を俟って今後の課題としたい。

#### ＜引用文献＞

- 安達巧, 2002, 『ディスクロージャーとアカウントビリティ: 監査人としての公認会計士の責任』創成社。
- バルディーズ研究会(編), 1992, 『営業報告書にみる企業の環境情報開示: 上場企業140社の記載事例』リサイクル文化社。
- Bedford, N.M., 1973, *Extensions in accounting disclosure*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall; 武田隆二(監訳)、原田満範(訳), 1980, 『会計ディスクロージャーの拡張』東洋経済新報社。
- Botosan, C.A., 1997, Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review*, 72 (3) : 323-349.
- 中小企業総合事業団, 2002, 『中小企業におけるコーポレート・ガバナンス: 成長企業にみる経営システムと情報開示』中小企業総合事業団。
- Eccles, R.G., R.H. Herz, E.M. Keegan, and D.M.H. Phillips, 2000, *The ValueReporting revolution: Moving beyond the earnings game*, New York, N.Y., John Wiley & Sons; 中央青山監査法人・PwC コンサルティング(株)(訳), 2002, 『企業情報の開示: 次世代ディスクロージャーモデルの提案』東洋経済新報社。
- Elliott, R.K., and P.D. Jacobson, 1994, Costs and benefits of business information disclosure, *Accounting Horizons*, 8 (4) : 80-96.
- ディスクロージャー研究学会(編), 1999, 『現代ディスクロージャー論』中央経済社。
- ディスクロージャー研究会(編), 1996, 『積立保険とディスクロージャー』安田火災記念財団。
- Fama, E.F., and M.H. Miller, 1972, *The theory of finance*, New York, N.Y., Holt, Rinehart and Winston.
- FASB (Financial Accounting Standards Board) , 1980, *Qualitative characteristics of accounting information*, Stamford, Conn., FASB; 平松一夫・広瀬義州(訳), 1994, 『FASB 財務会計の諸概念: 改訳新版』中央経済社, 45-144.
- Francis, J., D. Philbrick, and K. Schipper, 1994, Shareholder litigation and corporate disclosures, *Journal of Accounting Research*, 32(2) : 137-164.
- 藤江俊彦, 2001, 「信頼回復に負の情報も開示を: IRとPRは連動させて」金融ジャーナル 42(3) : 44-48.
- 藤井正志, 1998, 『金融業の情報開示と検査・監督: 日本はアメリカから何を学ぶべきか』東洋経済新報社。
- 福田真也, 1993, 『ディスクロージャーの知識』日本経済新聞社。
- 郡司健, 1989, 『現代会計の基礎: 発生主義会計の展開と情報開示』中央経済社。
- 萩下峰一, 2002, 「効率的資本市場形成に向けて: ディスクロージャーの新しい動き」経営情報学論集 8 : 177-186.
- 浜本道正, 1993, 「日本企業の株主構成と会計政策: 米国との比較を通じて」会計 143(5) : 643-659.
- 濱本道正, 2002, 「グローバル・ネットワーク時代のディスクロージャーを考える」会計 161(4) : 562-577.
- Harlow, W.V., 1991, Asset allocation in a downside-risk framework, *Financial Analysts Journal*, September-October, 28-40.
- 林田学, 1999, 『企業情報の公開と秘密保持』中央経済社。
- Healy, P.M., and K.G. Palepu, 1993, The effect of

- firms' financial disclosure strategies on stock prices, *Accounting Horizons*, 7(1) : 1-11.
- 平井克彦・石津寿恵,2004,『損益計算と情報開示：四訂版』白桃書房.
- 堀江正之,2002,「ITによるディスクロージャー・モデルの変革」*会計* 161(4) : 597-608.
- 一ノ瀬博人,2002,「戦略的マーケティングと会計ディスクロージャー」*エコノミスト・ナガサキ* 8 : 69-96.
- 飯田修三・早矢仕健司,1986,『会計情報と情報開示』白桃書房.
- 石塚博司,1988,「会計情報開示のコストとベネフィット」*企業会計* 40(12) : 1684-1690.
- 糸瀬茂,1996,『銀行のディスクロージャー』東洋経済新報社.
- 伊藤邦雄,1983,「ディスクロージャー政策の新しい波」*企業会計* 35(10) : 1445-1455.
- 伊藤邦雄,1986,「日本的ディスクロージャーを求めて」*監査役* 219 : 666-673.
- 伊藤邦雄,1992,「ディスクロージャーとIR：会計ディスクロージャーの役割と限界＝情報提供側の視点から」*企業会計* 44(1) : 87-92.
- Johnson, H.L., 1979, *Disclosure of corporate social performance : Survey, evaluation, and prospects*, New York, N.Y., Praeger Publishers; 名東孝二(監訳),青柳清(訳),1980,『ソーシャル・ディスクロージャーの新展開』中央経済社.
- 梶原晃・関口秀子,2001,「金融システム改革によるディスクロージャー制度の進展：有価証券報告書等を中心として」*国民経済雑誌* 184(5) : 45-59.
- 鎌田信夫(編著),1991,『資金情報開示の理論と制度』白桃書房.
- 神崎克郎,1988,『ディスクロージャー：弘文堂法学選書7』弘文堂.
- Kasznik, R., and B. Lev, 1995, To warn or nto to warn : Management disclosures in the face of an earnings surprise, *The Accounting Review*, 70(1) : 113-134.
- 河崎照行,2002,「ネットワーク社会と会計ディスクロージャー」*会計* 161(4) : 546-561.
- 企業財務制度研究会(財)(編著),大蔵省証券局企業財務課(監修),1997,『詳説：証券取引法におけるディスクロージャー制度』税務研究会出版局.
- 近藤一仁・佐藤淑子,1997,『IR(インベスター・リレーションズ)入門』東洋経済新報社.
- 小谷融,1997,『デリバティブ・ディスクロージャー詳説』税務研究会出版局.
- 久保幸年,2000,『マーケットサイド・ディスクロージャー：市場志向の企業情報開示』中央経済社.
- 熊本浩明・佐藤江司,2003,『無形価値：会計と情報開示』清文社.
- 國部克彦,2002,「プログラムとテクノロジーの視点から見たネットワーク社会とディスクロージャー」*会計* 161(4) : 578-596.
- 國部克彦・平山健次郎(編),2004,『日本企業の環境報告：問い直される情報開示の意義』財団法人省エネルギーセンター.
- Markowitz, H., 1959, *Portfolio selection : Efficient diversification of investments*, New York, N.Y., John Wiley; 鈴木雪夫(監訳),1969,『ポートフォリオ選択論』東洋経済新報社.
- 増田祐司,1995,『情報の社会経済システム：新経済学ライブラリ=22』サイエンス社.
- 松尾隼正,1999a,『環境情報開示論：企業行動の環境影響に関するディスクロージャーを中心として』白桃書房.
- 松尾隼正,1999b,「会計方針の決定に影響を与える要因」松尾・柴(1999),189-215.
- 松尾隼正,2002a,『会計ディスクロージャーの理論と実態』中央経済社.
- 松尾隼正,2002b,「コーポレート・ガバナンスと会計ディスクロージャー」*企業会計* 54(7) : 900-907.
- 松尾隼正・柴健次(編著),1999,『日本企業の会計実態：会計基準の国際化に向けて』白桃書房.
- 三浦敬,1997,「自主的ディスクロージャーの研究方向」*産業経理* 56(4) : 63-72.
- 森川八州男,1985a,「会計責任とディスクロージャー」*税経セミナー* 2 : 6-9.
- 森川八州男,1985b,「会計責任とディスクロージャー」*税経セミナー* 3 : 8-12.
- 森田章,1991,『企業内容開示制度：法規制の展開と課題』中央経済社.
- 森田章,2001,『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス：市場原理による経営監視とディスクロージャーの充実』中央経済社.
- 室本誠二,1983,『現代企業における成果測定と情報開示』税務経理協会.
- 中野誠,1996,「コーポレート・ガバナンスと会計行動：メインバンク・テークオーバーにみる「従業員主権モデル」の有効性の分析」*経済と貿易* 171 : 81-100.
- 中条裕介,1991,「コーポレート・ガバナンスと会計政策：メインバンクの変更を中心として」*企業会計* 43(9) : 1315-1321.
- 中条裕介・三浦敬,1994,「戦略的情報開示とインベスターズ・リレーションズ」*横浜市立大学論叢* 45(3) : 103-122.
- 中条裕介・三浦敬,1995,「戦略的IRプログラムの構



- 築とその効果」横浜市立大学論叢 46(1)：27-53.
- 根岸康夫,2002,「IT化時代における財務部門とディスクロージャー：企業経営と財務」*OMNI-MANAGEMENT* 4：11-16.
- 日本社会関連会計学会(編),1992,『企業情報ディスクロージャー事典』中央経済社.
- 日本証券アナリスト協会(編),2003,『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定(平成15年版)』太平社.
- 日本証券アナリスト協会(編),2004,『リサーチ・アナリストによるディスクロージャー優良企業選定(平成16年版)』太平社.
- 野間幹晴,2002,「コーポレート・ガバナンスと経営者の裁量的行動：株式保有構造を中心として」*会計* 162(5)：728-742.
- 法雲俊彦,1987,『企業情報システム』杉山書店.
- 岡部孝好,1998,『会計報告の理論』森山書店.
- 岡田裕正,2002,「IT社会における会計ディスクロージャー」*クレジット研究* 27：41-60.
- 興津裕康,1984,「会計諸基準の改正に見るディスクロージャー問題の検討：とくに企業会計基準を中心として」*商経学叢* 30(3)：651-667.
- 興津裕康,1986a,「会計情報のディスクロージャーに関する検討」*会計* 130(2)：180-193.
- 興津裕康,1986b,「会計情報の拡大とディスクロージャー問題」*世界経済研究年報* 7：19-37.
- 興津裕康,1987,「制度会計におけるディスクロージャー問題の検討」*商経学叢* 34(1)：87-108.
- 興津裕康,1988a,「会計情報のディスクロージャーと制度会計の役割：1」*会計* 133(1)：33-43.
- 興津裕康,1988b,「会計情報のディスクロージャーと制度会計の役割：2」*会計* 133(2)：241-250.
- 大崎貞和,2001,「米国の公平開示規則と金融機関のディスクロージャー」*金融ジャーナル* 42(3)：61-63.
- 音川和久,2000,「IR活動の資本コスト低減効果」*会計* 158(4)：543-555.
- 斎藤静樹,2000,『企業会計とディスクロージャー』東京大学出版会.
- 酒井泰弘,1990,『寡占と情報の理論』東洋経済新報社.
- 酒井泰弘,1995,『リスクと情報：新しい経済学』勁草書房.
- Skinner, D.J., 1994, Why firms voluntarily disclose bad news, *Journal of Accounting Research*, 32(1)：38-60.
- 櫻田照雄,1995,『銀行ディスクロージャー：規制緩和と「自己責任」経営』法律文化社.
- 佐々木宏夫,1991,『情報の経済学：不確実性と不完全情報』日本評論社.
- 椎名照雄,2001,「個人も聞けるインターネットIR：一部の都銀などで本格導入」*金融ジャーナル* 42(3)：49-52.
- 新海哲哉,1993,『情報と寡占市場』多賀出版.
- 品川陽子,2002,「知的無形資産戦略としての情報開示：100社の実態分析」*経理情報* 981：15-18.
- 新日本監査法人(編),2002,『IT化とディスクロージャー制度：新会計制度の実務問題・9』中央経済社.
- 静正樹,2002,「マーケットの視点から見た会計ディスクロージャーの動向」*会計* 161(4)：609-619.
- 須田一幸,1993a,「契約の経済学と会計規則(一)」*会計* 143(4)：500-515.
- 須田一幸,1993b,「契約の経済学と会計規則(二完)」*会計* 143(5)：713-728.
- 須田一幸,1994,「会計情報開示のベネフィットとコスト」*会計* 146(5)：649-668.
- 須田一幸,1998,「エイジェンシー理論とディスクロージャー」*企業会計* 50(1)：50-58.
- 須田一幸,1999,「情報の非対称性と会計基準」*松尾・柴(1999)*：139-166.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002a,「ディスクロージャーの戦略と効果(一)」*会計* 162(1)：121-134.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002b,「ディスクロージャーの戦略と効果(二)」*会計* 162(2)：265-276.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002c,「ディスクロージャーの戦略と効果(三)」*会計* 162(3)：440-452.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002d,「ディスクロージャーの戦略と効果(四)」*会計* 162(4)：585-596.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002e,「ディスクロージャーの戦略と効果(五)」*会計* 162(5)：743-756.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2002f,「ディスクロージャーの戦略と効果(六)」*会計* 162(6)：909-923.
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤昭信・大田浩司,2003,「ディスクロージャーの戦略と効果(七完)」*会計* 163(1)：119-134.
- 杉岡仁,2002,『会計ディスクロージャーと監査：再生と更なる発展』中央経済社.
- 住友海上リスク総合研究所(編),1998,『情報開示と企業リスク：ビジネスマンのためのディスクロージャー百科』化学工業日報社.
- 鈴木幸毅(編),2000,『環境会計と情報開示』税務経

- 理協会.
- 鈴木三也(編),1989,『新しいディスクロージャー制度』財経詳報社.
- 寺崎克志,1988,「不確実性下の関税と数量制限」杏林社会科学研究 5(1): 37-48.
- 寺崎克志,1994,『解説ミクロ経済学』同文館.
- 鶴島琢夫,1975,「証券市場におけるディスクロージャーの役割:現状と今後の展望」産業研究 24: 33-50.
- 上田和男,2000,『保険の情報開示:先進各国の実態と我が国への教訓』同文館.
- von Neumann, J. and O. Morgenstern, 1944, *Theory of games and economic behavior*, Princeton, N.J., Princeton University Press; 銀林浩・橋本和美・宮本敏雄(監訳),1972-73,『ゲームの理論と経済行動』東京図書.
- 若杉明,1999,『企業ディスクロージャーと企業倫理』税務経理協会.
- Watts, R.L., and J.L. Zimmerman, 1986, *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall; 須田一幸(訳),1991,『実証理論としての会計学』白桃書房.
- 藪下史郎,1995,『金融システムと情報の理論』東京大学出版会.
- 山上達人・飯田修三(編著),1994,『社会関連情報のディスクロージャー:各国企業の社会関連情報開示の実態』白桃書房.
- 山口義行,2001,「コミュニティーの一員として:信金の情報公開・広報活動を考える」金融ジャーナル 42(3): 57-59.
- 山地秀俊,1983,『会計情報公開論』神戸大学経済経営研究所.
- 山地秀俊,1986,『会計情報公開制度の実証的研究:日米比較を目指して』神戸大学経済経営研究所.
- 山地秀俊,1992,『労使問題と会計情報公開』神戸大学経済経営研究所.
- 山地秀俊,1994,『情報公開制度としての現代会計』同文館.
- 山中壽一,2001,「地方銀行の情報開示・IRにもとめられるもの」金融ジャーナル 42(3): 53-56.
- 吉田貴史(編),1997,『デリバティブ・ディスクロージャー:時価会計時代へのアプローチ』
- 吉村光威,1991,『ディスクロージャーを考える』日本経済新聞社.
- 吉村光威(編著),1994,『ディスクロージャーが市場と経営を革新する』中央経済社.
- 善積康夫,1995a,「企業の会計情報開示行動について:開示のインセンティブに関連して」会計 147(3): 322-339.
- 善積康夫,1995b,「ディスクロージャーと企業行動」JICPA ジャーナル 478: 34-35.
- 善積康夫,1998,「会計ディスクロージャーと経営者の選択行動」産業経理 58(2): 51-60.
- 《注》
- \* 本稿執筆の動機はアートパーク(株)代表取締役朴貞夏氏の啓発に基づく。社会科学の純粹理論を研究する者が陥りやすい陥穽に現実社会から遊離した「理論のための理論」,ご都合主義の前提や仮定の網羅などがある。そうした陥穽からの脱却を促す氏の経営者としての徹底したりアリズムは裨益するところが大きく,記して謝意を表する次第である。
- <sup>1</sup> たとえば興津(1984,1986a,1986b,1987,1988a,1988b)がそうである。また期中のストックを期首と期末の平均値とすることにも見られるように会計学そのものが分配可能利益の算定に関する情報開示をそもそもの目的としているという室本(1983)、郡司(1989)、平井・石津(2004)のアプローチやその歴史的展望として山地(1983,1994)がある。
- <sup>2</sup> 規制を正当化する理論の展望については、Watts and Zimmerman(1986): chapter 5を、会計情報公開制度そのものの実証研究については山地(1986)を参照されたい。
- <sup>3</sup> 自主的ディスクロージャーの簡単なサーベイについては三浦(1997)を参照されたい。また伊藤(1992)は規制の対象となるのがディスクロージャー制度で、自主的ディスクロージャーがIRであるという見解を示している。善積(1995b)も極めて簡略なサーベイで、これらに対応してディスクロージャー行動研究に2つの類型のあることを指摘している。
- <sup>4</sup> 受託会計責任説の立場からディスクロージャーの原理的な諸問題について検討したものに森川(1985a,1985b)、法的側面からディスクロージャーを論じたものに神崎(1988)、森田(1991,2001)、公認会計士の立場からディスクロージャーを論じたものに安達(2002)などがある。
- <sup>5</sup> 膨大な文献のごく一部を紹介すると、会計ディスクロージャーの多面的な拡張の可能性について論じたものにBedford(1973)、企業の社会的責任という観点から広範な情報開示を論じたものにJohnson(1979)、さまざまな会計情報を解説したものに飯田・早矢仕(1986)、日本的なディスクロージャーについて素描したものに伊藤(1986)、資金計算書の情報開示を紹介したものに鎌田(1991)、企業会計情報に限定されない社会関連情報の各国における実態を紹介したものに山上・飯田(1994)、日本の会計報告の特質を論じたものに岡部(1998)、

- 社会環境に関する影響の開示を論じたものにバルディーズ研究会(1992)、松尾(1999a)、鈴木(2000)、國部・平山(2004)、会計ディスクロージャーにまつわるさまざまな論点について考究したものに若杉(1999)、ディスクロージャーの諸側面をテーマ別に解説したものに吉村(1994)やディスクロージャー研究学会(1999)、会計学の観点からディスクロージャーを考察したものに斎藤(2000)、新たなディスクロージャーモデルを提示したものに Eccles, Herz, Keegan, and Phillips(2000)、証券取引実務の立場から企業情報開示に論じたものに鶴島(1975)、久保(2000)や静(2002)、有価証券報告書を中心とした展開をレビューしたものに梶原・関口(2001)、会計監査の視点からディスクロージャーを論じたものに杉岡(2002)などがある。
- <sup>6</sup> ITの発展と企業情報システムの関係について法雲(1987)を、またITと情報開示に関する最近の文献として、萩下(2002)、濱本(2002)、堀江(2002)、河崎(2002)、國部(2002)、根岸(2002)、岡田(2002)などを参照されたい。
- <sup>7</sup> 例えば平成13年末に可決・成立した企業統治関係商法改正法による監査役の機能強化で、ディスクロージャーがコーポレート・ガバナンスに果たす役割がどのような影響を受けるかという新たなテーマが松尾(2002b)によって提示されている。またかつては簿外取引であったデリバティブが原因でヘッジファンドが破綻するという不祥事が起こると、そのような可能性のある事態を適正に開示する方法が新たなテーマとなる。こうした問題については小谷(1997)や吉田(1997)などを参照されたい。
- <sup>8</sup> 証券取引法におけるディスクロージャー制度の資料的な解説は鈴木(1989)に、最も包括的な解説は企業財務制度研究会(1997)に、また項目別に解説したものは日本社会関連会計学会(1992)にある。更にSECのディスクロージャー政策については伊藤(1983)を参照されたい。
- <sup>9</sup> 文献が余りにも膨大なので参考迄に邦文文献として寺崎(1988)、酒井(1990)、佐々木(1991)、新海(1993)、藪下(1995)、増田(1995)、酒井(1995)のみを挙げておく。またこうした経済学における理論を会計学に援用したものに Watts and Zimmerman(1986)、須田(1993a,1993b,1993c,1999)等がある。
- <sup>10</sup> このようなコスト・ベネフィット分析は、Elliott and Jacobson(1994)も行っている。また、叙説的かつ羅列的ではあるが、石塚(1988)、須田(1994)、善積(1998)も論じている。
- <sup>11</sup> 吉村(1991);p.180によればIRとは具体的には、
- 「①各種説明会＝マスコミ、アナリスト向け定期、不定期、臨時等個別ミーティングと集団的なもの、②出版物＝企業報告書、「株主通信」(年二回)、アニュアルレポート(英文)、...、③フィードバック情報＝株主へのアンケート調査、アナリストへのアンケート調査」などである。より具体的な戦略的IRプログラムについては中条・三浦(1995)や近藤・佐藤(1997)などを参照されたい。
- <sup>12</sup> ここでは企業活動の金銭的な側面にかかわる情報開示のすべてが利潤極大化のインセンティブの対象となるが、会計情報にのみ言及したものに善積(1995a)がある。
- <sup>13</sup> 松尾(2002a);p.56に包括的な最適情報開示水準が図示されているが、多種多様な情報をどのようにひとつの変数で表示しているのか、説明がなく不明である。
- <sup>14</sup> 完全競争市場については寺崎(1994);pp.137-138を、限界生産力説については同pp.88-89を参照されたい。
- <sup>15</sup> ディスクロージャーにより、的確な判断材料を得て利害関係者は、その企業が自分達にとって利益になると判断した場合には、当該企業に対して各々が高い評価を与え、支持する行動をとるという視点から、マーケティング戦略を反映した会計セグメント情報の開示方法を見出そうとしたものに一ノ瀬(2002)がある。
- <sup>16</sup> 効率単位で測った労働とは労働生産性を基準として労働量を測るという意味で、たとえばある労働者の生産性が他の労働者の2倍であるとするれば、この労働者の労働量は他の労働者を1人とすれば、2人分ということになる。
- <sup>17</sup> 自発的情報開示とさまざまな bad news との関係については Francis, Philbrick, and Schipper(1994)、Skinner(1994)や Kasznik and Lev(1995)などを参照されたい。
- <sup>18</sup> 同様の指摘は FASB(1980)にも見られる。
- <sup>19</sup> すなわち、Markowitz(1959)的なリスクを指す。また1990年代以降登場したリスク概念に Harlow(1991)などのダウンサイド・リスク(投資家の目標収益率を下回る確率)がある。
- <sup>20</sup> 期待効用という概念を最初に提示したのは、von Neumann and Morgenstern(1944)であるが、この概念を証券投資論に援用したのは、Markowitz(1959)である。
- <sup>21</sup> 同種の分析については Fama and Miller(1972);chapter 6を参照されたい。
- <sup>22</sup>  $r(F_i) = r^*$ 、であれば須田(1998)が論じているような投資家と経営者の間のエージェンシー問題は生じない。

- <sup>23</sup> 一連の実証的なサーベイ論文の中でBotosan(1997)や須田・乙政・松本・首藤・大田(2002a,2002b,2002c,2002d,2002e,2002f,2003)は自主的ディスクロージャーに積極的な企業ほど資本コストと負債コストは小さいという検証結果を紹介している。同様の議論は音川(2000)にも見られる。とくに財務情報開示と株価の関係についてはHealy and Palepu(1993)を参照されたい。また当該企業が非上場である場合は、IR情報の開示はメインバンクに限定される。この種の会計政策の議論については中条(1991)、浜本(1993)、中野(1996)、松尾(1999b)、野間(2002)などを、また株式未公開の中小企業に関する情報開示については中小企業総合事業団(2002)を参照されたい。
- <sup>24</sup> 労使問題とディスクロージャーの関係については山地(1992)を参照されたい。
- <sup>25</sup> 最新版は、現時点では、日本証券アナリスト協会(2004)である。
- <sup>26</sup> 住友海上リスク総合研究所(1998);p.45も同様に「自主的な開示に消極的だと、法的な制裁は受けないものの、世間から批判され」と述べており、より多くの情報を開示しないのは規範的に不良という判断をしている。
- <sup>27</sup> 林田(1999)はじめ多くの論者が指摘していることではあるが、一例として福田(1993);p.52とp.143を参照されたい。また特許・技術に関する情報開示の調査については品川(2002)を、いわゆる無形価値の情報開示については熊本・佐藤(2003)を参照されたい。
- <sup>28</sup> たとえば銀行業界については櫻田(1995)、糸瀬(1996)、藤井(1998)、藤江(2001)、椎名(2001)、山中(2001)、山口(2001)、大崎(2001)などを、生保業界についてはディスクロージャー研究会(1996)、上田(2000)、江澤(2002)などを参照されたい。
- <sup>29</sup> 日本証券アナリスト協会(2003);p.6.