

FINANCIAL STATEMENT

資本市場と財務分析

ジョージ・フォスター 著

飯野 利夫 監修

社団法人 日本証券アナリスト協会 訳

FINANCIAL ANALYSIS

同文館

資本市場と財務分析

ジョージ・フォスター 著

飯野 利夫 監修

社団法人 日本証券アナリスト協会 訳

FINANCIAL
STATEMENT
ANALYSIS

同文館

Original Title
FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS

by George Foster

Copyright © 1978 by Prentice-Hall, Inc.

Japanese translation rights arranged with Prentice-Hall International, Inc., New Jersey through Tuttle-Mori Agency, Inc., Tokyo.

日本語版への序

財務諸表分析の分野は、しだいに意思決定を指向してきている。この意思決定指向は、企業経営者による経営意思決定はもとより、投資業界や銀行業界における意思決定をも広く包含している。これら意思決定の背景にある基本概念はいずれも普遍的であり、あらゆる分野に適用できる共通性をもっている。本書は、これらの財務意思決定に関する概念の伝達およびそのあらましを論述することに焦点を合わせている。

このたび、日本証券アナリスト協会の研究グループの手で、私の本が翻訳され、ここに本書が刊行の運びとなったことは、私にとってこのうえない光栄である。私は日本の読者から本書に対するご意見、ご希望を心から歓迎する。それが、今後の本書の内容をよりいっそう充実させることになるからである。

ジョージ・フォスター

序 文

本書は財務諸表分析の集中的学習を目的としたものである。この分野は、研究者たちが会計学だけでなく経済学、財務論および統計学という関連分野の研究成果を導入したため、最近注目すべき発展を遂げている。いまや、練習問題／事例研究をつけ加えた伝統的テキストのなかで、この発展を紹介してもよい段階にきていると考える。

本書の展開をやや詳しく説明すれば、本書の接近方法を理解することができるだろう。主として1960年代の初めから中頃にかけて始められたものだが、会計学や財務論の文献に、特に実証分析の研究が盛んに登場するようになった。財務比率による社債の格付けおよび企業倒産予測の可能性ならびに証券価格のランダム・ウォーク行動などのトピックがこの対象とされた。その後、この研究の流れは検証可能なさまざまなトピックおよびそこで用いられた方法論の分野へと発展した。さらにまた、その方法論や研究対象となった問題の基礎理論を確立するための重要な試みもなされた。

財務諸表分析の講座で、このような実証研究問題を最初に教えた教師たちは、まずこの問題に関する20ないし30編の研究論文をオリジナルで学生たちにテキストとして与えたものだった。そのため、この研究論文による学習は、多くの学生にとって困難な仕事であった。個々の研究論文は、それぞれ表現方法が異なるし、しばしば最先端の研究分野に論及することもあり、また時としてはほとんどの学生の理解能力を越えた統計学や計量経済学の知識を必要としたからである。バルーク・レヴ (Baruch Lev) 著『財務諸表分析』(*Financial Statement Analysis*, Prentice Hall, Inc., 1974年、柴川林也・寺田 徳訳『現代財務諸表分析』東洋経済新報

社、1978年）は、多くの研究文献を1つの総合的なテキストにまとめあげた最初の試みであった。

私はこの分野の長期にわたる講義の経験から、テキストに練習問題／事例研究、厳選されたオリジナルの論文を加えることにより、学生たちにこの問題を理解させる良い媒体が得られると確信した。本書は、シカゴ大学経営大学院の学生に対し練習問題／事例研究付きのテキストを提供しようとしてきたことから発展したものである。学生諸君の反応は私を勇気づけてくれた。また、本書は、その原稿をテキストとして使用し、フィード・バックしてくれた1976/77年次の経営大学院4クラスの学生の協力に負うところが大きい。

このテキストは、経営大学院または経営を専攻する修士課程2年次および会計学または経営学を専攻する大学の最終年次の学生を対象としているが、投資分析、信用分析を行うアナリストにも有益であろう。

本書は1クォーター課程（1年4学期制の1学期）および1セミスター課程（1年2学期制の1学期）用のテキストとなっているが、1セミスター課程には、テキスト、練習問題／事例研究を広範なオリジナルの論文で補足している。

本書の接近方法の特徴

私の財務諸表分析への接近方法の特徴について、いくつか強調しておきたい。

私は本書で

(i) 財務諸表の会計数値の特徴

(ii) 財務諸表情報を用いて行う主要な意思決定の諸局面

および

(iii) この意思決定がなされる環境の性質

について論述することに注力した。

上記(i), (ii)および(iii)を論述する1つの試みとして、従来の財務諸表分析のテキストより多くの実証分析を用いた。財務諸表分析上の多くの問題は、最終的には実証的レベルでしか解決されえないからである。学生諸君はこのことを良く認識し、これまで行われている実証分析の手法を批判的立場で理解することが

肝要である。本書執筆の時点では、会計数値の特徴に関する実証研究は、体系的になされたものがなく、またその質についても千差万別であった。このため、私は本書の第3章から第6章で少なくない新しい実証分析を紹介し、過去のこの分野の研究を最新のものとした。

本書でなされた接近方法のもう1つの特徴は、財務諸表情報を用いて行う意思決定の主要な諸局面とこの意思決定がなされる環境の性質について論述すること、に、相当の力を注ぎ入れたことである。従来のテキストの接近方法である財務諸表情報を得る作業に集中することよりも、主要な意思決定の諸局面とその意思決定がなされる環境の性質を同時に考察することの方が、財務諸表情報の有用性についてより豊かな洞察が得られると考えたからである。したがって、ポートフォリオ理論、資産価格モデルおよび効率的市場理論といったトピックについてはかなり意を注いだ。効率的資本市場に関連する実証分析を紹介し、合わせてその投資意思決定に対してもつ意味を論述するよう努めた。しかし、この投資意思決定に対する意味については残念ながら多くの誤解があるので、効率的資本市場が投資意思決定になんら意味をもたないという面も論述する必要がある。

オリジナルの研究文献に詳しい言及がなされている場所でも、個々の研究文献に対する詳しい批評は意識的に差し控え、“若干のコメント”と題するセクションで批評することとした。ここで批評を行っているのはいくつかの理由からである。まず、ある特定の研究分野の成果を利用する者に対して、公表されている研究成果は限られたものであることを認識させることが必要だからである。“X氏が発見した”または“Y氏が論証した”とあると、X氏またはY氏が適用した方法論や接近方法を評価することなく読んでしまうことがしばしば行われるからである。第2に研究者たちがこれらの研究文献を改善し、さらに発展させることができるようにするためである。私はまた特定の研究分野の研究にまだ結論が得られていないということについてしばしば言及した。例えば資産価格モデルに関する理論と実証もその分野の内の1つである。

本書の構成

本書は次の5つの部分から構成されている。

I 情報および意思決定に関する序説(第1章)で、ここでは財務情報に対する需要の本質が強調される。

II 5つの章(第2章から第6章)からなり、ここでは会計数値の特質、例えばその時系列的変動や個別企業の会計数値に影響を与える経済・産業要因の重要性が論述される。

III 6つの章(第7章から第12章)からなり、ここでは資本資産価格と財務諸表情報との関係が、そしてこの最終章では、ここで考察した問題の投資意思決定に対してもつ意味が論じられる。

IV 3つの章(第13章から第15章)からなり、ここでは社債の格付け、企業倒産、商業貸付・消費者貸付の債務不履行など関心ある問題に対する財務諸表情報による予測の可能性を考察する。

V 最終章(第16章)で、ここでは投資家や与信者に対し企業が提供する情報の規制に関する政策意思決定についてより幅広い立場から論及する。

私はまずIとIIをその順序に従って学習することを強く勧めたい。あとは適当に順序を変えてもオミットしてもよいだろう。すなわち、学習順序として、例えばI II III, I II IV, I II III V, I II III IV Vが考えられる。

本書にはいくつかの難解な章があることは避けられない。読者が確率論など初歩的な統計学の知識をもっていることを前提として本書を執筆したからだ。統計的手法を用いた場合にはその手法についての解説や例証が与えられている。統計学的知識に乏しい(例えば、直接最小二乗回帰法をあらかじめ学んだことのない)学生にとって第4章と第5章のある部分は読みにくいことを承知している。第8章も現代財務論をあらかじめ学んだことのない学生には簡潔過ぎたかもしれない。学生たちにとって難解とみられる章には、練習問題中に、本文中の事例に直接関連のある問題を出題しておいた(例えば問題4.1, 問題5.1, 問題8.1)。

練習問題の解答作業を通じて、学生たちのほとんどは、教科書中のかなり抽象的な概念をも理解しうるものだというを経験上知っているからである。教師用の練習問題解答書は別冊として準備したが、そこにはまた授業上のサジェスションおよび推奨参考文献を掲げておいた。

感謝の言葉

本書の作成にあたり多くの方々からご協力をいただいた。特に、ウィリアム・ビーヴァー、ニコラス・ドブク、バルーク・レヴの3氏には、原稿に詳細な助言をいただいた。ここに深甚なる謝意を表する次第である。レイ・ボール、フィリップ・ブラウン、シドニー・ディヴィッドソン、ディヴィッド・グリーン、チャールス・ホーングレン、ジョン・インガソル、ジョン・シャンク、マイロン・ショールズ、シャム・サンダーおよびローマン・ワイルの各氏からは有益な示唆をいただいた。また、シカゴ大学の学生諸君、特にヘイジ・アイザン、ジョン・キング、イブ・マロイス、ジェフ・スケルトン、トム・ストーバーおよびジニフ・ワッツの諸君からは、多くの力添えをいただいた。ジェーン・ヒルマー、ビッキー・ロンガフおよびエベリン・シュロップシャイヤーは書記として私を支援してくれた。クーパーズおよびリブランドからの財政援助は時間と労力の両面で大きな力となり、遅滞なく原稿を完成させることができた。ブレンティス・ホール社のキム・フィールド、ロン・レッドウィズ両氏からは、本書の出版について注意深いかつ忍耐あるご協力をいただいた。

ジョージ・フォスター

目 次

訳者まえがき

日本語版への序

序 文

I 序 章

第1章 情報と意思決定—— 3

- 1.1 不確実性下での選択のための意思決定分析へのアプローチ…………… 5
- 1.2 より重要な情報選択のための意思決定分析へのアプローチ…………… 8
- 1.3 要 約……………15
- 問 題……………17

II 会計数値の特質

第2章 財務諸表分析：概説——27

- 2.1 クロス・セクション法……………29
- 2.2 時系列法……………42
- 2.3 要 約……………48
- 問 題……………50

第3章 会計数値のクロス・セクション分析——57

- 3.1 “理想的な”基準値……………58
- 3.2 業種基準値……………60
- 3.3 財務比率の業種間差異……………66

3.4	目標財務比率としての業種基準値	70
3.5	要 約	72
付論 3.A	直接最小二乗法による回帰	73
問 題		78
第4章 会計数値の時系列分析		89
4.1	時系列分析の重要性	90
4.2	代替的予測方法	92
4.3	時系列分析の手法	93
4.4	会計数値の時系列動向モデル化の問題点	102
4.5	利益の時系列上の特徴	110
4.6	財務比率の時系列上の特徴	123
4.7	会計数値の予測：展開	125
4.8	要 約	127
付論 4.A	会計データに関するボックス＝ジェンキンスの時系列モデル	128
問 題		142
第5章 会計数値：経済と産業の影響		155
5.1	インデックス作成上の問題点	157
5.2	会計数値における経済・産業要因の重要性	163
5.3	財務諸表分析におけるインデックス・モデル	171
5.4	予測におけるインデックス・モデル	173
5.5	要 約	177
付論 5.A	会計上の比率の全産業インデックス	178
問 題		184
第6章 財務比率：追加的な問題と情報		191
6.1	財務比率の分布	192
6.2	財務比率の相関関係	203

6.3 財務比率と代替的な会計処理方法	210
6.4 要 約	218
問 題	221

III 資本市場と財務情報

第7章 資本市場と情報 233

7.1 資産価値と情報	234
7.2 効率的市場モデルと情報	237
7.3 投資意思決定と情報	241
7.4 要 約	247
付論 7.A 会計学の文献にみる資本市場と情報に関する仮説	247
問 題	252

第8章 ポートフォリオ理論と資産価格モデル 263

8.1 ポートフォリオ理論	264
8.2 資産価格モデル	276
8.3 要 約	281
問 題	283

第9章 リスクの推計と財務情報 295

9.1 証券収益率によるベータ値の推定値	297
9.2 ベータ値の経済的決定要素	301
9.3 ベータ値と会計変数の関係	305
9.4 ベータ値の予測	313
9.5 要 約	318
付論 9.A 段階的多重回帰分析法	318
問 題	323

第10章 資本資産価格と財務情報	333
10.1 資産評価の理論モデル	335
10.2 資産評価の投資モデル	341
10.3 評価モデルと代替的な会計処理	352
10.4 要 約	357
問 題	359
 第11章 資本資産の投資収益と財務情報	 375
11.1 株式投資収益と会計上の利益	376
11.2 企業発表に対する資本市場の反応	389
11.3 株式投資収益と代替的な会計処理	399
11.4 会計データと非会計データの多変量解析	407
11.5 要 約	410
付論 11. A 証券の異常投資収益の推定	410
問 題	417
 第12章 投資意思決定：実証分析のもつ意味	 435
12.1 効率的市場における投資方針	436
12.2 準効率的市場における投資方針	446
12.3 パフォーマンスの評価	450
12.4 要 約	452
問 題	455
 IV その他の応用例	
 第13章 債券格付け、債券利回りおよび財務情報	 483
13.1 債券格付けと債券利回り	484
13.2 債券格付けと財務情報	488
13.3 債券利回りと財務情報	505
13.4 要 約	508

問 題	510
-----	-----

第14章 倒産予測 521

14.1 倒産予測の重要性	522
14.2 倒産の定義上の問題	524
14.3 倒産予測の一変量モデル	525
14.4 倒産予測の多変量モデル	535
14.5 若干のコメント	540
14.6 要 約	544
問 題	547

第15章 信用供与の意思決定と財務情報 563

15.1 信用供与の意思決定の諸局面	564
15.2 計数的信用評点モデル	569
15.3 要 約	581
付論 15.A 銀行規制と財務情報	581
問 題	588

V 政策選択

第16章 会計処理方法の決定 603

16.1 会計処理方法の決定とその影響	606
16.2 会計処理方法の選択	610
16.3 会計処理方法の決定に関する研究	616
16.4 要 約	620
問 題	622

人名索引	643
------	-----

事項索引	649
------	-----

I 序 章

第 1 章

情報と意思決定

-
- 1.1 不確実性下での選択のための意思決定分析へのアプローチ
 - 1.2 より重要な情報選択のための意思決定分析へのアプローチ
 - A 完全な情報の期待値
 - B 組織の整った環境における情報の選択
 - C 組織が十分に整っていない環境における情報の選択
 - 1.3 要 約