

わが国証券市場における包括利益の評価

中 村 美 保

1 はじめに

近年、業績報告のあり方に大きな変化が生じようとしている。純利益に代えて包括利益を企業の最終的な業績とするような議論が行われているのである。

包括利益は1会計期間における資本取引を除くすべての純資産変動であり、包括利益＝純利益＋その他の包括利益と定義される。その他の包括利益には、会計基準設定主体ごとに多少の違いがあるが、キャッシュフロー・ヘッジのデリバティブの未実現損益、売却可能有価証券の未実現損益、外貨換算調整勘定の当期発生高、最小年金負債調整、有形固定資産の評価損益などが含まれる。ではなぜ、包括利益を最終的な業績指標として位置づけるのか。会計基準設定主体が主張する論拠は次の2つである¹⁾。

第1に、未実現項目を反映する包括利益は将来キャッシュフローの金額、発生時期、発生の不確実性を予測する際に純利益よりも有用だということである。

第2に、実現基準に基づく純利益は、経営者の裁量により操作されやすいため、信頼性にとばしいという考えである。

つまり、包括利益を最終的な業績指標として位置づけようとする動きは、投資意思決定の有用性の向上という論拠に基づいている。

こうした動きは、主に国際会計基準審議会（IASB）を中心に進行している。国際財務報告基準（IFRS）に対しては、EU諸国は2005年までに連結財務諸表について適用することを明らかにしている。またアメリカにおいても包括利益をボトムラインとする方向性が打ち出されている²⁾。まさに、包括利益を純利益に

代わる業績指標とする動向は世界的に受け入れられつつあるとあってよいだろう。

しかし、このような世界的潮流にもかかわらず、現時点では実際に投資家が包括利益をどのように評価しているかは必ずしも明らかではない。というのも、制度化後のデータを取り入れて検証した先行研究がほとんどないからである。

またわが国においては、業績報告をめぐる議論が本格化したばかりである。そのため、包括利益が証券市場でどのような評価を受けているかといった先行研究が皆無に等しい。とはいえ、IFRSがグローバル・スタンダードとして受け入れられつつある状況に照らすと、今後わが国でも包括利益や業績報告をめぐる議論が活発となっていくだろう。こうした際に包括利益が証券市場からどのような評価を受けているかについて検討していく必要があろう。

以上のことから、本稿では、実際に包括利益を開示している日本企業を対象として、わが国の証券市場においてどのように包括利益が評価されているのかを明らかにすることを課題とする。

2 先行研究のレビューと検証仮説の構築

(1) 包括利益に関連する先行研究のレビュー

包括利益を開示する主要な目的の1つとして、投資意思決定に有用な会計情報の提供があげられる。こうしたことから、包括利益に関連する実証研究の多くは、純利益と包括利益の株価説明力を検証し、比較検討するスタイルが多い。主な研究成果は表1—1で示したとおりである。

Cheng et al. [1993] は営業利益、純利益あるいは包括利益のいずれかを説明変数とし、異常リターンを被説明変数とするモデルにより回帰分析を行った。この結果、営業利益と純利益の両方が包括利益よりも異常リターンに対する説明力は高いという結果が得られた。また、彼らは情報内容 (information content) に関する検証も行った。それによると、純利益は営業利益に対して追加的な情報内容をもっているが、包括利益は純利益に対して追加的な情報内容をもっていないことが示された。以上の結果から、Cheng et al. [1993] は、将来業績の予測に役立つ情報を提供するという観点からは包括利益の開示は支持されないと結論

表1-1: 包括利益の有用性に関する実証研究

	検証期間	サンプル数	被説明変数	説明変数
Cheng et al. [1993]	1972-1989	アメリカ企業 総計16,604サンプル	異常リターン	営業利益, 純利益, 包括利益
O'Hanlon and Pope [1999]	1973-1992	イギリス企業 総計3,128サンプル	累積株式リターン	有形固定資産評価損益, 外貨換算差額, これらの年変動累積額
Dhaliwal et al. [1999]	1994-1995	アメリカ企業 総計11,425サンプル	株式リターン, 株価, 次年度の純利益, 次年度の営業キャッシュフロー	包括利益, その他の包括利益各項目, 純利益
Cahan et al. [2000]	1992-1997	ニュージーランド企業 総計237サンプル	株式時価総額	純利益, 有形固定資産評価損益, 外貨換算調整勘定
若林 [2002]	1992-1999	東証1部上場企業(金融・証券をのぞく) 総計6,655サンプル	株式リターン	純利益, 包括利益, その他有価証券の未実現損益

づけている。

O'Hanlon and Pope [1999] は、20年間という長期にわたってイギリスの事業会社3,128サンプルについてその他の包括利益項目に該当する有形固定資産の評価損益、外貨換算差額と累積株式リターンとの関係を調べた³⁾。結果として、これらの項目と累積株式リターンとの間には関係性は認められなかった。

Dhaliwal et al. [1999] は、包括利益およびその他の包括利益項目別の株価説明力を検証した。彼らの研究からは以下の2つのことが判明した。

第1に、リターンモデルでは、純利益および包括利益とも株式リターンと有意な正の相関関係があるという結果が示された。自由度調整済み決定係数については、包括利益の方が大きいという結果が得られた。しかし、株価モデルによる検証では、包括利益よりも純利益の決定係数の方が大きいという結果を得た。この

ため、包括利益が純利益よりも投資意思決定に有用な業績指標とはいえないと結論づけている。

第2に、その他の包括利益の個別項目についての検証では、金融機関における売却可能有価証券の未実現損益のみが純利益よりも株式リターンに対する説明力が高いという結果が得られた。外貨換算調整勘定の当期発生高、および最小年金負債調整については、株式リターンとの有意な相関は見られないという結果であった。

一方、Cahan et al. [2000] は株式時価総額を被説明変数とするモデルにより回帰分析を行った。それによると、包括利益⁴⁾は純利益よりも株式時価総額との関連性が強いという結果が得られた。

わが国については、若林 [2002] が検証を行っている。リターンモデルを用いて回帰分析を行った結果、純利益とその他の有価証券未実現損益を足し合わせた会計利益は株式リターンに対して純利益を超える説明力は有しないこと、またその有価証券未実現損益は株式リターンを説明しないことが判明した。

先行研究の結果をまとめると、制度化後のサンプルを用いた Cahan et al. [2000] のみが純利益よりも包括利益の投資意思決定有用性が高いという結論を導きだしている。それ以外の研究では基本的に純利益の方が包括利益よりも有用性が高いという結論に達している。このように、全体としては純利益を超える包括利益の有用性は認められないという結論が多いため、現在のところ包括利益の有用性を支持しない論調が強い⁵⁾。

(2) 先行研究の問題点と検証仮説の構築

先行研究では、Cahan et al. [2000] を除くと、包括利益の開示が制度化されて以降どのような評価を受けているかについては必ずしも検証されてこなかった。つまり、ほとんどの研究は制度化以前の数値をベースに検証を行っている。しかし、制度化を通じて包括利益に対する評価は以下の2タイプの変化を生じさせる可能性がある。

第1に、分析コストという点でいえば、包括利益の開示の制度化後は、包括利

益の報告形式が統一化され、その他の包括利益についても個別に金額を表示することが要求されるようになった。このため、投資家の分析コストは低下したと考えられる⁶⁾。分析コストが高い財務情報については、それが株価に反映されにくいことが報告されている。そうであれば、包括利益の開示を制度化した前後では株価説明力が変化してくることが考えられる。

第2に、投資家が純利益に対して機能的固定化(functional fixation)を起こしている可能性がある。すなわち、投資意思決定において投資家が従来から開示されている純利益およびその構成要素を偏重し、純利益に含まれないような新たな会計数値を合理的な理由なしに受け入れようとしない現象が起きている可能性がある。この点についてはCheng et al. [1993], Skinner [1999] も指摘している⁷⁾。

このように、投資家は従来の方法にとらわれる傾向があるので、新たに導入された包括利益の有用性を検証するには、制度化後、数年経過したサンプルを用いて分析する必要がある。

さらに、わが国に関していえば、包括利益に関係する実証研究は蓄積という域にも達していない。しかしながら、冒頭でも述べたように、IFRSがグローバル・スタンダードとなりつつあることに鑑みると、わが国の証券市場における包括利益に対する投資家の評価について検証を積み上げておくことは必要であると考えられる。

以上のことから、本稿では、東京証券取引所第1部にアメリカSEC基準によって上場している日本企業を検証対象とする。さらにFAS130号が適用された1998年以降のサンプルを含めて包括利益と株式価値との関連性(価値関連性)を検証することとする。

検証を行うにあたって、本稿では2つの段階を踏む。

第1の段階として、制度化後前後でサンプルを分けて包括利益の価値関連性を検証する。これは包括利益の価値関連性に対する制度化の影響を捉えるためである。また、変化が捉えられれば、純利益に対する機能的固定化が生じていないことの証拠にもなる。合わせて純利益の価値関連性の検証も行う。これは従来から

の業績指標である純利益と包括利益との価値関連性を比較することで、包括利益の業績指標としての有用性を検討するためである。

第2の段階として、その他の包括利益の構成要素の価値関連性について検証を行う。包括利益と純利益との差はその他の包括利益である。したがって、純利益を所与としたとき、その他の包括利益の構成要素の価値関連性を検証することで何が包括利益の価値関連性に影響を及ぼしているかを突き止めることができる。

3 リサーチ・デザイン

(1) サンプルの選択

本稿では次の規準を満たすサンプルを検証の対象とした。

- ① 東京証券取引所第1部に上場している企業であること。
- ② サンプル期間⁸⁾である1995年～2001年にアメリカ SEC 基準に基づき連結財務諸表を作成している、あるいは作成したことのある企業であること。
- ③ サンプル期間を通じて売却可能有価証券の未実現損益および外貨換算調整勘定の当期発生高について各々の金額が明らかなこと。

以上の規準により181サンプルが抽出された。

(2) 検証方法

検証方法としては Collins et al. [1997], Cahan et al. [2000] が用いたモデルをベースとする。その理由は2つである。1つは、本稿では会計数値と株価との関連性を検証することが目的であるからである。いま1つは、先行研究との比較可能性を保つためである。Collins et al. [1997] のモデルは Lev and Zarowin [1999] 等、多くの研究で利用されている。

Collins et al. [1997] は、株式価値は超過利益の割引現在価値と純資産簿価の関数として表わすことができるとした Ohlson [1995] に基づいて、株価を被説明変数とし、1株当たり利益と1株当たり純資産簿価を説明変数とするクロスセクションモデルを設定した。

ただし、本稿では前期末の株価により定数項を除く変数をデフレートすること

とした。これはサンプルの分散不均一性および説明変数間の多重共線性を緩和するためである⁹⁾。

本稿では、まず、以下のモデルにより第1段階の検証を行う。

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \varepsilon_{ait} \cdots \textcircled{1}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 CI_{it} + \varepsilon_{bit} \cdots \textcircled{2}$$

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it} + \varepsilon_{cit} \cdots \textcircled{3}$$

さらに、第2段階の検証を行うために次の④式および⑤式を推定することとする。

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 NI_{it} + \delta_3 FOR_{it} + \varepsilon_{dit} \cdots \textcircled{4}$$

$$P_{it} = \zeta_0 + \zeta_1 BV_{it} + \zeta_2 NI_{it} + \zeta_3 SEC_{it} + \varepsilon_{eit} \cdots \textcircled{5}$$

P_{it} : i社のt期末2ヶ月後の株価¹⁰⁾／前期末の株価

NI_{it} : i社のt期末の1株当たり純利益／前期末の株価

BV_{it} : i社のt期末の1株当たり純資産簿価／前期末の株価

CI_{it} : i社のt期の1株当たり包括利益／前期末の株価

SEC_{it} : i社のt期末の1株当たり売却可能有価証券の未実現損益／前期末の株価

FOR_{it} : i社のt期末の1株当たり外貨換算調整勘定の当期発生高／前期末の株価

$\varepsilon_{ait}, \varepsilon_{bit}, \varepsilon_{cit}, \varepsilon_{dit}, \varepsilon_{eit}$: 誤差項

なお、CIは純利益に売却可能有価証券の未実現損益と外貨換算調整勘定の当期発生額を加えたものとする。FAS130号では売却可能有価証券の未実現損益と外貨換算調整勘定の当期発生高の他に最小年金負債調整を純利益に加えたものを包括利益としているが、サンプル企業の中には最小年金負債調整を開示していな

いものも少なくなかったので、本稿の分析では最小年金負債調整は除外することとした。

①式は純資産簿価および純利益がどれほど株価を説明するかを推定する式である。①式を推定した結果得られた自由度調整済み決定係数が純資産簿価および純利益をあわせた株価説明力とみなすことができる。同様に、②式は純資産簿価と包括利益とがどれほど株価を説明するかを推定する式である。

ただし、①式では純資産簿価と純利益の2つの説明変数を使用しているので、①式からはどちらの説明変数がどれほど自由度調整済み決定係数に影響しているかは判らない。そこで、説明変数ごとの株価説明力を特定するために、①式に加えて、③式についても回帰分析を行う。このとき、①式の自由度調整済み決定係数 ($\text{Adj.R}^2_{①}$) から③のそれを差し引くと、純利益の株価説明力を特定することができる。同様に、 $\text{Adj.R}^2_{②} - \text{Adj.R}^2_{③}$ により包括利益の株価説明力を、 $\text{Adj.R}^2_{④} - \text{Adj.R}^2_{①}$ により外貨換算調整勘定の株価説明力を、 $\text{Adj.R}^2_{⑤} - \text{Adj.R}^2_{①}$ により売却可能有価証券の未実現損益の株価説明力を特定することができる。

さらに本稿では、制度化前後で純利益および包括利益の価値関連性に変化が生じているのかどうか判定するために、①式から③式について FAS130号が適用されるようになった1998年を境としてサンプルを分けた比較分析を行う。比較分析において、純利益および包括利益それぞれの株価説明力に変化があったといえるなら、包括利益の開示の制度化前後で純利益および包括利益それぞれの価値関連性に変化があったと考えることができる。

4 検証結果と解釈

(1) サンプルの概要

本稿の検証に用いるサンプルの記述統計量、および各説明変数間の相関関係は以下のとおりである。

表1—2より平均、標準偏差ともCIとNIとで大きく異なっていないことから、両変数の分布は近似しているといえる。むしろ、標準偏差に関してはCIの方が若干小さくなっている。つまり、本サンプルにおいては、純利益よりも包括

表1-2: サンプルの記述統計量 (単位: 円)

	P	CI	NI	BV	SEC	FOR
平均	1.07	0.03	0.04	0.64	-0.01	-0.01
中央値	1.01	0.02	0.03	0.59	-0.01	-0.01
標準偏差	0.23	0.04	0.05	0.26	0.03	0.03
最小	0.49	-0.14	-0.13	0.02	-0.09	-0.12
最大	2.64	0.18	0.36	1.77	0.09	0.14

表1-3: 説明変数間の相関

	CI	NI	BV	SEC	FOR
CI	1				
NI	0.21	1			
BV	0.24	0.11	1		
SEC	0.57	0.21	0.001	1	
FOR	0.51	-0.02	0.15	0.01	1

利益の方が変動性が小さいといえる。

一方, 表1-3においてCIとSECの相関係数が0.57と最も高くなっている。しかし, 多重共線性の影響を懸念するほどではないと考えられるので, とくに調整を行うことはしない。

(2) 制度化前後の価値関連性の変化

まず, 制度化前後で包括利益および純利益の有用性に影響があったかどうかを検証した。その結果は表1-4および表1-5に示すとおりである。

以上の検証から次のことが判明した。

第1に, CIの係数は1995—1997年, 1998—2001年のいずれでも1%水準で有意となっている。したがって, 包括利益は株価説明力を持つといえることができる。また, 包括利益の株価説明力は1995—1997年では0.21であったのが, 1998—2001年は0.25と高まっている。これらのことから, 包括利益の価値関連性は制度化後の期間において高まっていると考えることができる。

第2に, NIについては, 係数の統計的有意性はいずれの期間でも1%水準で有意となっている。また, ①式の自由度調整済み決定係数と①'式のそれを比較すると後者の方が小さくなっているが, NIの株価説明力は1995—1997年では0.26であったのが1998—2001年は0.30と高くなっている。よって, ①'式の自由度調整済み決定係数の低下は純資産簿価の株価説明力に起因するものであり, 純利益の株価説明力そのものについては高まっているということが窺える。

第3に, NIとCIとを比較した場合, NIおよびCIとも株価説明力は高まって

表1-4: 制度化前および制度化後のサンプルを用いた検証

式	1995—1997 (n=77)			
①	α_0	α_1	α_2	Adj.R ² _①
	0.60 [6.95]***	0.29 [2.78]***	6.71 [5.92]***	0.38
②	β_0	β_1	β_2	Adj.R ² _②
	0.84 [10.50]***	0.23 [2.11]**	2.84 [5.09]***	0.33
③	γ_0	γ_1		Adj.R ² _③
	0.83 [8.80]***	0.42 [3.40]***		0.12

式	1998—2001 (n=104)			
①'	α_0	α_1	α_2	Adj.R ² _{①'}
	0.81 [10.76]***	0.21 [6.16]***	5.34 [5.84]***	0.34
②'	β_0	β_1	β_2	Adj.R ² _{②'}
	0.61 [6.89]***	0.32 [2.66]***	11.6 [5.21]***	0.29
③'	γ_0	γ_1		Adj.R ² _{③'}
	0.85 [9.81]***	0.31 [2.32]***		0.04

[] は t 値, n はサンプル数, *** 1%水準で有意, ** 5%水準で有意, * 10%水準で有意.

$$\text{モデル: } P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 NI_{it} + \varepsilon_{ait} \cdots \text{①}$$

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 CI_{it} + \varepsilon_{bit} \cdots \text{②}$$

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it} + \varepsilon_{cit} \cdots \text{③}$$

表1-5: CI および NI の株価説明力とその推移

	(1)1995—1997	(2)1998—2001	(2)-(1)
CI の株価説明力	0.21 ₍₁₎	0.25 ₍₃₎	0.04
NI の株価説明力	0.26 ₍₂₎	0.30 ₍₄₎	0.04

(1)Adj.R²_②-Adj.R²_③, (2)Adj.R²_①-Adj.R²_③, (3)Adj.R²_②-Adj.R²_③, (4)Adj.R²_①-Adj.R²_③

いることがわかる。ただし、株価説明力はいずれのサンプル期間を通じても CI よりも NI の方が高い。つまり、制度化前、制度化後を通じて NI の方が CI よりも価値関連性が高い。したがって、株価との関連性は純利益の方が高いので、純利益の方が投資意思決定の有用性は高いといえることができる。

(3) その他の包括利益の価値関連性に関する検証

純利益と包括利益とを比べた場合、包括利益の方が含まれる項目が多い。したがって、一見すると、包括利益の方が情報量が多いため有用であるように思われる。それにもかかわらず、なぜ純利益の方が有用性が高いという結果が得られたのだろうか。

そこで本稿では、さらに純利益と包括利益との差であるその他の包括利益項目の株価説明力について検証する。つまり、純利益を所与とした場合、包括利益の価値関連性は何によって影響を受けているのかを特定する。以下は、その他の包括利益の構成要素の株価説明力を検証した結果である。なお、資本直入項目としてではなく、その他の包括利益の項目として表示される売却可能有価証券の未実現損益および外貨換算調整勘定の当期発生高の株価説明力を検証するために、制度化後の期間(1998—2001年)のサンプルを対象として検証を行った。

表1—6および表1—7より以下のことを指摘できる。

第1に、外貨換算調整勘定の当期発生高についてである。FORの係数につい

表1—6：その他の包括利益の価値関連性に関する検証結果

式	1998—2001 (n=104)				
④	δ_0	δ_1	δ_2	δ_3	Adj.R ² _④
	0.82 [11.15]***	0.22 [1.92]**	5.39 [6.17]***	2.57 [1.61]	0.31
⑤	ζ_0	ζ_1	ζ_2	ζ_3	Adj.R ² _⑤
	0.67 [7.67]***	0.26 [2.26]**	5.73 [3.88]***	6.84 [2.73]***	0.36

[] はt値。nはサンプル数。*** 1%水準で有意、** 5%水準で有意、* 10%水準で有意。

$$\text{モデル：} P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 NI_{it} + \delta_3 FOR_{it} + \varepsilon_{dit} \cdots \text{④}$$

$$P_{it} = \zeta_0 + \zeta_1 BV_{it} + \zeta_2 NI_{it} + \zeta_3 SEC_{it} + \varepsilon_{eit} \cdots \text{⑤}$$

表1—7：その他の包括利益項目の株価説明力

SECの株価説明力	0.02 ₍₁₎
FORの株価説明力	-0.03 ₍₂₎

(1) Adj.R²_⑤ - Adj.R²_④, (2) Adj.R²_③ - Adj.R²_①

ては統計的に有意という結果は得られなかった。また、FORの株価説明力は-0.03となった。これらのことから、外貨換算調整勘定の当期発生高に関しては株価と関連性があるとはいえない。むしろ、ノイズとなっている可能性があると考えられる。つまり、外貨換算調整勘定の当期発生高は、包括利益の価値関連性の減少につながっていると考えられる。

第2に、売却可能有価証券の未実現損益の係数は、1%水準で統計的に有意となっている。株価説明力も0.02とプラスである。よって、売却可能有価証券の未実現損益は株価との関連性があるといえる。したがって、包括利益の価値関連性を高める要因となっていると考えられる。

以上のことから、その他の包括利益のうちの売却可能有価証券の未実現損益は包括利益の価値関連性にプラスとして働いているが、外貨換算調整勘定の当期発生高はマイナスの作用を及ぼしていることが判明した。

(4) 検証結果からのインプリケーション

それでは、2つの検証からどのようなインプリケーションを導くことができるだろうか。とりわけ、以下の点が注目される。

第1は、その他の包括利益の構成要素に対する証券市場の評価についてである。本稿では、外貨換算調整勘定の当期発生高に関しては価値関連性が確認されず、売却可能有価証券の未実現損益については価値関連性が認められた。売却可能有価証券の未実現損益の有用性についてはDhaliwal et al. [1999] が検証を行っていた。またわが国ではその他有価証券の未実現損益について若林 [2002] が東証1部上場企業について検証を行っていた。2つの先行研究では共通して事業会社のこれらの有価証券の未実現損益について有用性は認められないという結論に達していた。にもかかわらず、本稿では有用性が認められた。それはなぜか。この要因としては2つのことが考えられる。

1つはSEC基準適用企業の多くが大企業であるということから、株式持ち合いを行っていることが考えられる。現在では、持ち合い株式に対して時価評価が適用されたために、株式持ち合いは解消されつつある。とはいえ、アメリカの事

業会社と比較するとわが国の事業会社は売却可能有価証券の保有量・金額とも大きいことが報告されている¹¹⁾。

いま1つは、サンプルにおいて売却可能有価証券の未実現損となるデータが2/3を占めていたことが考えられる。保有有価証券の未実現損に関しては、投資家が財務安全性を揺るがすものとして注目するために株価と有意な関連性が認められるという結果が報告されている¹²⁾。

つまり、売却可能有価証券の未実現損益の有用性が認められた背景には、わが国の企業特性と市場動向が深く関わっていることが考えられる。

一方、純利益と包括利益の価値関連性を比較した検証では、1995—1997年、1998—2001年のいずれの期間においても、純利益の株価説明力は包括利益のそれを上回っていた。売却可能有価証券の未実現損益の有用性が確認されたにもかかわらず、このような結果がえられたのは外貨換算調整勘定の当期発生高がノイズとして影響したことが考えられる。

つまり、外貨換算調整勘定の当期発生高のノイズの大きさが売却可能有価証券の未実現損益の株価説明力を上回ったことにより、合計値としての包括利益の株価説明力が低くなり、純利益の株価説明力を下回ったと考えられる。いいかえると、株価説明力の異なる構成要素を足し合わせていることが、包括利益が純利益よりも有用性が低い原因であるといえる。このような解釈は、 $Adj.R^2_{\text{包}}$ と $Adj.R^2_{\text{純}}$ とを比較すると、後者の方が高い値を示していることから裏付けられるだろう。

したがって、投資意思決定の有用性を高めるという目的からは、売却可能有価証券の未実現損益については開示する意義はあるといえる。しかしながら、合計値としての包括利益を開示することについては意義を見出すことはできないということになる。

第2は包括利益と純利益との株価説明力の関係についてである。純利益の株価説明力についてはCollins et al. [1997], Lev and Zarowin [1999]などが示すように、近年低くなっていることが報告されている。このような純利益の有用性の減少を招いた要因の1つとされているのが純利益の操作可能性である。つまり、

純利益は保有有価証券の売却などを通じて経営者によって操作される可能性があるため、業績指標としての信頼性が低下してきているというのである。

ところが、本稿では包括利益の制度化後の期間において純利益の株価説明力は、増加していた。このような結果が得られたのはなぜか。理由の1つとして考えられるのが包括利益の構成要素の開示効果である。

この点については、包括利益の報告と利益操作の関係を実験的に調査した Hirst and Hopkins [1998] が興味深い結果を示している。彼らによれば、アナリストは FAS130号に従って包括利益とその構成要素を報告している企業と資本直入方式により報告している企業とを比較した場合、前者の純利益に対する利益操作をより容易に見破ることができ、そして見破った場合にはより悪い評価を付す傾向が観察された。つまり、その他の包括利益の開示により、アナリストはより容易に経営者の利益操作を見抜くことができるようになったということである。

経営者が FAS130号に準拠する場合、利益操作がよりあからさまになると意識しているならば純利益に対する利益操作を抑制する。その結果、純利益は利益操作が行われなかった場合の数値、いいかえると本来の企業業績を示すこととなり、株価説明力の増加につながったということが考えられる。

5 結論と今後の展望

以上から、その他の包括利益のうち売却可能有価証券の未実現損益については有用性が認められること、純利益に対する経営者の利益操作を抑制する可能性をもつということから、わが国においてその他の包括利益の構成要素を開示することの意義は認められる。

しかしながら、投資意思決定の有用性を向上させるという立場から包括利益を純利益に代わる企業の最終業績として位置づけることには問題があるといわざるを得ない。というのも、先行研究と同じく本稿においても、純利益の株価説明力は包括利益のそれを上回っているという結果が得られたからである。つまり、わが国の証券市場においても投資家は、包括利益よりも純利益を企業活動の達成度を示すより良い指標と捉えているのである。

したがって、わが国においては、投資意思決定の有用性を高めるという目的に照らしていえば、このまま純利益を業績指標として位置づけた上で、その他の包括利益に関する項目を開示していくことが望ましいと考えられる。

IASBを中心に純利益を放棄し、包括利益を業績指標に据えようとする動きがグローバル・スタンダードとなりつつあることは冒頭で述べた。本稿および先行研究の結果からは、包括利益を純利益に代わる最終的な業績指標として位置づけようすることと、投資意思決定の有用性を高めるというIASBの業績報告の目的とは一貫しないということになる。

本稿の検証からは以上のような結論を導きだすことができる。ただし、本稿の結論は以下の点で暫定的なものである。

第1に、アメリカのSEC基準を採用して東証1部に上場している企業をサンプル対象としている。したがって、本稿の結果が市場全体に当てはまるかどうかは断言できない。

第2に、その他の包括利益の構成要素の開示が純利益に対する利益操作を抑制させたという直接的な因果関係は本稿の検証からは明らかではない。この点について本稿においては仮説の域をでていない。さらなる検証が必要である。

- 1) FASB [1997], par.12. ASB [2001], preface.
- 2) FASB [2003], Decisions Reached at the last Meeting. ただし、FASBは純利益の開示を放棄しない方針を示している点でIASBとは異なる。
- 3) 実際には暖簾償却についても検証しているが、現在のところ包括利益の議論とは関係してこないので本稿では省いている。
- 4) 彼らの検証では、外貨換算調整勘定の当期発生額と有形固定資産の評価損益を純利益に加えたものである。
- 5) Dhaliwal et al. [1999] のように包括利益が純利益よりも高い株価説明力があるとした結果を得た研究においても、その頑健性について問題があるため、純利益を超える包括利益の有用性は認められないという結論を出している。
- 6) 実際、FASB [1997], par.4, par.52では、報告形式の統一がなされていないため、その他の包括利益の構成要素を分析する際に分析コストがかかっていたことが指摘されている。

- 7) Cheng et al. [1993] は、特別損益は本業の収益力を示すものではなく、かつ非反復的な性質のものであるのに追加的株価説明力があるという結果を得た。このような結果が得られたことを受けて Cheng et al. [1993] は、投資家が純利益という括りで投資意思決定を行うことにとらわれている可能性があると指摘している。つまり、純利益に含まれている項目はどのような性質のものであっても有用性があるとし、そうでない項目は有用性がないとする投資判断が行われている可能性を指摘している。
- 8) サンプル期間を1995年からとしたのは SEC 基準採用企業の多くが1995年3月期から FAS115号を適用し、売却可能有価証券の未実現損益を開示しているからである。
- 9) 大日方 [2002] は、価値関連性研究の問題として既存の実証研究に比べて異常に高い決定係数が出ていること、分散不均一性の影響を考慮していないことを指摘している。また、これらの問題の解決にデフレーターとして前期末株価の利用が有効であることを実証している。同時に説明変数間の多重共線性の緩和にもつながることを報告している。
- 10) 通常、決算発表は決算2ヵ月後までに行われていることから、2ヵ月後の月末（たとえば3月決算企業の場合は5月末株価）に決算数値が反映されている、という仮定に基づいている。なお、決算月の株価（3月決算企業なら3月月末）、決算3ヵ月後（3月企業なら6月末）の株価を使用した場合も結果は変わらなかった。
- 11) 経済産業省 [2002], pp. 8-14.
- 12) 須田 [2000], pp 179-212.

参考文献

- Accounting Standard Board, *Financial Reporting Exposure Draft No. 22, Revision of FRS 3: Reporting Financial Performance*, ASB, December, 2000
- Cahan S.F., S.M. Courtenay, P.L. Gronewoller and D.R. Upton., "Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosure," *Journal of Business Accounting* Vol. 27, No. 9 & 10, November/December 2000.
- Cheng, C.S.A., J.K. Cheun, V. Gopalakrishnan, "On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns," *ACCOUNTING AND BUSINESS RESEARCH*, Summer 1993.
- Collins, D.W., E.L. Maydew and I.S. Weiss, "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years," *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 24, no. 1, December, 1997.
- Dhaliwal, D., K.R. Subramanyan and R. Trezevant., "Is comprehensive income

- superior to net income as measure of firm performance?," *Journal of Accounting & Economics* Vol. 26, Nos. 1-3, January 1999.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), FAS No. 130, *Reporting Comprehensive Income*, FASB, June 1997.
- _____, Project Updates, *Financial Performance Reporting by Business Enterprises*, FASB, June 13 2003.
- Hirst, D.E. and P.E. Hopkins, *Earnings: Measurement, Disclosure, and the Impact on Equity Valuation*, The Research Foundation of AIMR and Blackwell Series in Finance, August 2000.
- International Accounting Standards Committee (IASC), Discussion Paper: *Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities*, IASC, July 1997.
- _____, *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*, IASC, July 1989.
- Lev, B. and P. Zarowin, "The boundaries of financial reporting and how to extend to them," *Journal of Accounting & Economics* Vol. 21, 1996.
- Ohlson, J.A., "Accounting Earnings, Book Value, and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation," unpublished paper, Columbia University, 1989.
- Skinner, D.J., "How well does net income measure firm performance? A discussion of two studies," *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 26, Nos. 1-3, January 1999.
- 伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店, 1996年.
- 大日方隆「わが国製造業の Permanent earnings」ワーキングペーパー, 東京大学, 2002年4月.
- 経済産業省「あたらしい業績報告書に関する調査報告」経済産業省, 2002年9月.
- 須田一幸『財務会計の機能——理論と実証』白桃書房, 2000年.
- 万代勝信『現代会計の本質と職能: 歴史的および計算構造的 연구』森山書店, 2000年.
- 若林公美「包括利益情報に対する株式市場の評価——有価証券の評価差額を手がかりとして」『会計』第162巻第1号, 2002年7月.

2003年4月22日受稿
2003年7月31日レフェリーの審査をへて掲載決定

(一橋大学大学院博士課程)