

学籍番号：CD112003

包括利益の情報有用性に関する実証研究

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

氏名：根建 晶寛

論文要旨

2010年6月30日に企業会計基準委員会は企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」を公表した。2013年9月13日、同第25号は最終改正された。「包括利益の表示に関する会計基準」の導入を契機に、連結株主資本等変動計算書で開示されてきた評価・換算差額等の当期の変動額が2011年3月期以降、1計算書方式では当期純利益の下に、2計算書方式では当期純利益と別個にその他の包括利益として表示されることになった。本論文の目的は、わが国の会計基準設定主体が導入した包括利益が与える経済的影響を検証し、基準設定主体に資する経験的証拠を提供することにある。また、包括利益が誰にとって有用な利益か実証的に分析し、包括利益の情報特性が何かその一端を明らかにすることにある。

このような研究を行う背景には、4つの大きな問題意識がある。

第1の問題意識は、包括利益は会計基準のコンバージェンスに関する重要なトピックであり、その表示が義務づけられたことで包括利益の情報有用性がいかに変化するか検討する余地が生ずる点にある。国際的収斂化の流れを受けて、ASBJは2010年6月30日に企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」を公表した。ASBJはこの基準第25号で、当期純利益を最も重視する立場をとっているが、包括利益を利益概念として表示することを上場企業に強制したのは周知の事実である。果たしてこの意思決定が与えた経済的帰結はどのようなものであったか。

第2の問題意識は、IASBとASBJが掲げる財務報告の目的が同じであるが、両者の包括利益に対する捉え方（具体的には、純損益または当期純利益に対して包括利益をどのように位置づけるか）に少なからず相違がみられる点にある。IASBとASBJは、財務報告の目的として「利用者の企業価値評価に役立つ情報」と捉えている点で、両者の方向性は概ね一致している。

しかし、財務報告の目的を達成するために必要な利益概念に関する考え方、リサイクルを強制するか否かについて両者の相違点は少なくない。2013年7月にIASBが公表した「財務報告に関する概念フレームワークの見直し」を除き、これまでIASBは純利益より包括利益を重視する立場をとってきたが、ASBJは包括利益を純利益に対する「補完的な利益」として位置づけている。ASBJは包括利益よりも純利益を重視しているが、実証分析を行った場合に包括利益が表示された影響が顕著に確認できるだろうか。

第3の問題意識は、資産の評価差額を「利益」として認識する範囲が拡張し、包括利益の当期純利益に対する相対的影響が高まりつつある点である。グローバル化など日本企業を取り巻く経済環境の変化に伴い、企業の包括利益変動に対して従来よりも注目が集まる可能性があるだろう。企業が為替変動の影響を受けることで包括利益と当期純利益の金額にも差が生ずるだろう。上場企業は金融商品や為替換算差額など拡張した評価差額を「利益」

として認識し、包括利益として表示されるよう強制されたが、その経済的影響はいかなるものであったか。具体的に包括利益の表示はどのような投資家や経営者に対して影響を与えているか。

第4の問題意識は、これまで国内外で蓄積されてきた包括利益の情報有用性に関する実証研究は当期純利益との相対的な情報内容の比較に焦点が当てられ、いささか研究内容の独創性に乏しい点である。具体的にこれまで蓄積された先行研究をレビューすると、リサーチの特徴として包括利益と当期純利益の相対的な情報内容の比較に焦点をあてたものが多い。しかし、包括利益に市場が反応する状況を切り分けることが出来ていない。そこで本論文では、いかなる状況下で包括利益が高い有用性を示すかにまで分析の射程を拡張し、新しい角度からの検証を行う。

本論文で提示した検証課題とそれに対する検証方法（リサーチの特徴）は以下のとおりである。まず、検証内容としては、主に以下の5点を取り上げる。

検証内容①

- ・企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」適用前後で、当期純利益と包括利益の相対的な情報内容に変化が生ずるかに関する検証。

検証内容②

- ・当期純利益とあわせて追加的にその他の包括利益が表示されることで、会計利益情報の有用性が高まるかに注目した検証（特に、会計基準の導入前後でその他の包括利益の有用性に変化が生ずるかに着目した検証）。

検証内容③

- ・自社の業績予想達成のためにその他有価証券を売却した利益調整を行っている企業の当期純利益と包括利益の相対的な情報有用性を比較した検証。

検証内容④

- ・財務困窮企業と通常企業の当期純利益と包括利益の相対的な情報有用性を比較した検証。

検証内容⑤

- ・包括利益と配当との関係に企業の政策保有株式が間接的にいかなる影響を与えているか、ガバナンスの観点に着目した検証。

では検証内容①から⑤をどのように検証していくか、具体的なリサーチの手法も含めて説明する。

まずは、検証内容①と②について言及する。包括利益が利益概念として表示されたこと

で、市場の反応はいかに変わるだろうか。こうした検証は、今日の財務会計研究では特に注目される研究領域であり、看過しえない論点である。先行研究の検証内容を振り返ると、会計基準適用前後の比較に焦点を当てたものは筆者の知る限り存在しない。上述の検証内容①と②では、国内外で蓄積されてきた研究手法や視点にならい、実際に会計基準が適用される前後を切り分け、包括利益の表示に関する会計基準導入が包括利益とその他の包括利益の情報内容に変化を生じさせたか検証する。

検証内容③は、日本企業が行う利益調整行動と包括利益の情報有用性に光をあてたものである。利益調整を分析的視点に取り入れた包括利益の情報有用性に関する先行研究はほとんど蓄積されていない。日本では、他国と比較して政策保有株式（政策保有株式の一部には持ち合い株式があげられる）の割合が多いが、こうした日本企業をとりまく環境をふまえると経営者がその他有価証券を売却した利益調整を行う可能性がある。IASB から出された最新のディスカッション・ペーパーでもリサイクリングに関する議論が行われているが、こうした会計処理は経営者の利益操作を招きかねないという意見も出されている（IASB[2013], para.8.25 [企業会計基準委員会訳[2013]]）。日本ではリサイクリングが認められていることで、裁量的なその他有価証券売却を通じた機会主義的行動が行われる可能性に言及している研究も存在する。利益調整後の当期純利益は包括利益と比較して利益情報として有用か。検証内容③を明らかにするため、本論文では若林[2008]で用いられているMose[1987]のその他有価証券売却損益を計上した利益平準化の程度をはかる分析モデル（筆者のほうで一部改善したもの）を用い、利益平準化を行っている企業を抽出した検証を行う。

検証内容④は、先行研究にはない「未解明の論点」である。包括利益の表示に関する会計基準適用前後の包括利益と当期純利益の有用性を比較するだけでは包括利益に市場が反応する理由が定かにならない。たとえば、これまで国内外で蓄積されてきた多くの先行研究をふりかえると、包括利益の情報特性が何であるかその一端すらも明らかにされていない。それ故、分析結果の解釈が難しい状況にある。そこで本論文では、包括利益の情報特性を明らかにするため、いかなる状況下で包括利益が有用となるか検証する。具体的なりサーチの手法としては、Altman[2000]の修正倒産予測モデルを用い財務的状況が安全かグレーか困窮しているか 3 グループに切り分けた検証を行う。企業の財務的状況で切り分けることで、市場がどのような企業の包括利益情報に反応しているかだけでなく、こういったタイミングで当該利益情報に反応するか明らかにできるだろう。どのような状況下で包括利益が高い有用性を示すかにまで立ち入ることで、包括利益の「新たな情報特性」を浮き彫りにできるかもしれない。こうした特徴をもつ実証研究は、筆者の知る限り確認できず、その意味で貴重な成果になるだろう。

検証内容⑤では、包括利益と経営者行動との関係に着目した研究を行い、財務諸表利用者の観点からでなく経営者にとって包括利益が有用か注目する。具体的には、包括利益が表示されたことが日本企業の配当政策にどのような影響を与えるかガバナンスの観点から

検証を行う。包括利益は当期純利益よりも景気変動を受けやすく景気循環増幅効果をもつ。分配可能利益計算に直接含まれないが、こうした特性から経営者の配当行動に影響をもつのではなかろうか。どのような企業経営者が包括利益変動によって配当行動を変えるか。本論文では、分析の射程を広げてどのような経営者が包括利益変動によって配当行動を変えるか検証するため、政策保有株式を所有している機関投資家の属性を含めた検証を行う。リサーチの特徴としては、政策保有株式の実際のデータを活用している点に独創性がある。分析モデルは、Goncharov and Van Triest[2011]で提示された検証モデルに一部本論文で確認したいガバナンスの変数を追加したモデルを設定する。

以上が大きな検証内容とそれに対するリサーチの手法である。では、本論文で得られた結果と主な解釈はどのようなものか。以下では、各章で得られた主な結果と筆者なりの考察を示す。

第4章の検証結果と考察

第4章では、検証内容①と②をとりあげた。具体的には、「包括利益の表示に関する会計基準」適用前後の当期純利益と包括利益の情報有用性を比較し、その他の包括利益が追加的な情報内容を有するか確認した。また、包括利益の構成要素であるその他の包括利益に市場が反応する理由が何かを分析の射程に含めた検証を行った。

第4章で得られた主な推定結果は、以下の通りであった。主分析では、基準適用前後で比較した場合、基準適用前の包括利益の情報有用性が高い結果が得られた。しかし、基準適用前後で当期純利益と包括利益の相対的な情報内容を比較した場合、当期純利益に対する相対的位置づけは包括利益のほうが高まっていた。頑健性テストでは、なぜ基準適用後に当期純利益と包括利益の情報内容に差が生じているかその原因を特定する検証を行った。推定の結果、基準適用前と比較して基準第25号が企業に対して適用された後では、当期純利益が黒字の企業でもその他の包括利益の追加的な情報内容が観察された。対して、包括利益が利益概念として表示される基準適用前には、当期純利益が「赤」の企業が開示する推定包括利益に市場が強く反応し、黒字企業に対する反応とは経済的に大きな差が生じていた。筆者が考えるに、わが国の会計基準設定主体による包括利益表示の影響は少なからず出ているものと解釈できる。

第5章の検証結果と考察

第5章では、検証内容③をとりあげた。具体的には日本企業の経営者が自社予想を達成するためにその他有価証券の売却損益（売却益が売却損を超えている企業に限定）を操作した利益平準化行動をとる場合、当期純利益と包括利益のどちらが利益情報として有用か分析した。主分析では、若林[2008]と比較して分析期間を近年にまで拡張した場合、どのような検証結果が得られるかに注目した。得られた主な推定結果は、2001年度から2006年度を分析対象期間として設定した若林[2008]とやや異なり、包括利益モデルと当期純利益モ

デルの優劣がつけがたいというものであった（経済的に顕著な差異が確認できない）。

主分析のみでは、経営者による利益操作とそれ以外の要因を効果的に切り離せていないため、その点を考慮した頑健性テストを行った。先行研究の記述をふまえると、アナリストカバレッジは投資家の情報環境に少なからず影響を与えている可能性が高い。実務的にもアナリストカバレッジは各企業の時価総額や売買代金で決定されているという背景もある。それ故、頑健性テストでは主分析で用いた利益調整サンプルをアナリストカバレッジの有無で切り分けた検証を行った。

頑健性テストで得られた主な分析結果は以下の通りであった。得られた分析結果は、アナリストカバレッジを有する企業ではカバレッジをもたない企業と比較して、市場がその他有価証券を売却した場合でも包括利益の有用性が高い点を示唆していた。その一方で、アナリストカバレッジの有無にかかわらず、市場はその他有価証券売却を通じた企業が開示する当期純利益に対して、強く反応している点が観察された。両サンプルの主な違いは、アナリストにカバレッジされている企業の包括利益に対して市場は「強く」反応しているが、カバレッジをもたない企業の包括利益に対しては「それなりに」反応し、包括利益の有用性が落ちている点にあった。

以上が、第 5 章の主な推定結果になるが、全般的にどのサンプルを用いた場合でも NI と CI の情報有用性に大きな経済的差異を観察できていない。得られた分析結果をふまえると、利益調整後の当期純利益と包括利益の情報内容に優劣をつけるのは時期尚早であると判断できる。しかし、特にアナリストにカバレッジされていない企業と比較した場合、「相対的には」カバレッジされている企業の包括利益情報に市場が反応している傾向にあるだろう。「アナリストにカバレッジされている」という特定の条件下で、市場は補完的に包括利益を有用な利益情報として捉えている可能性があるものと解釈できる。

第 6 章の検証結果と考察

第 5 章ではどのような状況またはいかなる企業において包括利益の価値関連性が相対的に高まるか、とりわけ企業の財務的特徴と包括利益の有用性との関係に着目した検証を行った。本論文の第 3 章で取り上げた論点整理から直接導出されない検証課題であるが、これまでの国内外で蓄積されてきた包括利益に関する実証研究とはリサーチの特徴を変え、包括利益の情報特性について「新たな概念」を実証結果から提唱している点で意味をもつ。

得られた分析結果は以下の通りであった。第 6 章では、Altman [2000] で提示された修正倒産スコアモデルを用いて、分析対象サンプルを財務安全サンプル、グレーサンプル、財務困窮サンプルの 3 つに分類した。各サンプル群の当期純利益と包括利益の相対的な情報内容を比較した場合、財務安全サンプルからグレーサンプル、財務困窮サンプルへと移行するについて、当期純利益と包括利益の価値関連性に差が生じていた。この分析結果は、財務安全サンプル、グレーサンプル、財務困窮サンプルに移行するにつれて、包括利益の意味内容が「利益情報」から「リスク情報」へと変化する可能性を示していた。

では、本当に財務困窮企業の包括利益情報を市場はリスクとして捉えているか。この疑問に対する新たな証拠を提供するため、筆者はさらなる検証を行った。具体的にはその他の包括利益の構成要素を分解し、主分析で用いた財務困窮サンプルをその他有価証券の保有金額で 2 分位に分けた検証を試みた。得られた分析結果は、保有金額上位サンプルのほうが下位サンプルと比較して、その他有価証券評価差額金の変動額に強く反応していた。

確かに、従前の当期純利益に資産の評価損益を合計した推定包括利益であることをふまえると、現時点での保有資産を有効に活用しようとする通常企業と比較し財務困窮企業に対して投資家が評価益を効果的に活用することを期待する可能性もあろう。

しかし、追加分析で使用したその他有価証券の保有金額上位サンプルの PBR を確認した所、その平均値は 1.5 であった。また市場評価を決定する際に頻繁に使用されている ROE と株式時価総額も保有金額上位サンプルが下位サンプルより高かった。会社のファンダメンタル数値はたしかに財務的に困窮している傾向にあるが、市場指標としては決して悪くない企業に対して、市場はこうした企業の評価益が将来的に売却されるという将来キャッシュフローとして織り込むよりも、むしろ多分に保有している有価証券の下落リスクとして捉えていると解釈できるのではなかろうか。わが国では、持ち合いの慣行が根強く残っており、安易にその他有価証券を売却した場合、グループとしてではなく個別企業のみ（スタンドアローン）で市場から評価されてしまうという懸念もある。その他有価証券の買い手先を見つけるばかりか自社が市場からの評価を下げてしまうという点も危惧される。こうした現実的な慣行を考慮しても、筆者は市場が財務困窮企業の包括利益情報を評価する際に、将来キャッシュフローの予測に資する「利益情報」としてというよりも「リスク情報」として解釈しているのではないかと考える。

第 7 章の検証結果と考察

第 7 章の目的は、政策保有株式を保有している企業のガバナンスが、政策保有株式を保有されている企業のその他の包括利益と配当との関係にどのような影響を与えているか検証することであった。第 4 章から第 6 章で取り上げた実証研究では、利益情報の公表に対して市場がいかに関心するかを検証した。主な財務諸表利用者として株式投資家を設定し包括利益と当期純利益のどちらが有用か検証したが、包括利益の表示を経営者がどう捉えているか着目した検証を行っていない。そこで第 7 章では、政策保有株式の生データを使用し、政策保有株式を所有している機関投資家の属性の違い（一般事業会社か金融機関か。金融機関の中でも銀行以外を含む場合と銀行だけの場合）が企業の包括利益と配当との関連にどのような影響を与えているか実証的に検証した。

得られた分析結果は以下の通りであった。まず、一般事業会社に政策保有株式を保有されている企業群では、包括利益と配当との関係が「正」であった。ただし、NI は 1%水準で有意な正の関係にあるが、OCI は統計的に有意な値を示していなかった。その一方で、金融機関に政策保有株式を所有されている企業群では、包括利益と配当との関係が「負」

であり、NIだけでなくOCIも1%水準で有意な負の値を示していた。特に、金融機関の中でも銀行だけが政策保有株式を保有しているサンプルだけに限定した検証では、より強い証拠が得られた。同サンプルの分析結果は、包括利益と配当との関連を検証した際、OCIが1%水準で有意な負の値を示し、両者の関係に間接的な影響を与える変数であるOCI×RELATION（その他の包括利益と政策保有株式の割合）も5%水準で有意な負の値を示していた。

得られた分析結果から、銀行に政策保有株式を保有されている企業群では、その他の包括利益が「負」でも配当を「増配」する傾向にある。こうした分析結果に踏襲すると、銀行が事業会社に対して与えているプレッシャーはかなり強く、銀行にガバナンスされている事業会社は包括利益が「負」であっても配当を「増配」することで自社の財務体力が厳しくない点をアピールしていると解釈できる。

以上が各実証分析で得られた主な推定結果と解釈になるが、今後の大きな展望として、国際比較を行い日本企業に限定しない検証を行うことが求められるだろう。また、これまで埋もれていた現象を最終的に描き出す上では、行われた検証の「規模」や「回数」が充分であることを論証する必要がある。一部、実証的検証を行った章では、まだこうした論証をし切れていない。引き続きサンプルを変更し、規模やサンプル数が異なった場合にも同様の結果が得られるか確認することに努める必要があるだろう。