

# 株価水準を評価するうえで有用な 利益情報：公正価値情報や 減損損失はノイズなのか

あさの たかし おおつぼふみたか てんぱくじゅんや  
浅野敬志／大坪史尚／天白隼也

## 要 旨

本稿は、ファンダメンタルズ分析に基づき個別銘柄の割高感や株式市場全体の過熱感、すなわち株価水準を評価する場合に、いかなる会計利益がより有用な情報であるかを日本企業（金融業を除く一般事業法人）のデータを用いて検証するものである。具体的には、本源的価値の推定に当たっての実践可能性に優れ、会計基準設定主体等が想定する企業の経済活動の捉え方とも整合的と考えられる残余利益モデルをベースに、公正価値変動額や減損損失は企業の本源的価値を推定するうえでノイズといえるかどうかを実証的に分析・検討している。

分析の結果、会計利益に含まれる一時項目と考えられるもののうち、公正価値変動額については、企業の本源的価値を推定するうえでノイズである可能性があることが確認された。一方、事業用資産・のれんの減損損失については、必ずしもノイズではない可能性が示唆された。

キーワード： ファンダメンタルズ分析、会計利益、減損損失、公正価値、残余利益モデル

.....  
本稿の作成に当たっては、金融研究所主宰の会計研究報告会「会計情報とマクロ経済指標との関連性」（2014年11月28日開催）において本稿の指定討論者を務めた青野幸平准教授（京都産業大学）、若林公美教授（甲南大学）および報告会参加者ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者たち個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者たち個人に属する。

浅野敬志 首都大学東京大学院社会科学部研究科准教授  
(E-mail: takasano@tmu.ac.jp)

大坪史尚 日本銀行金融研究所  
(現金融市場局主査、E-mail: fumitaka.oosubo@boj.or.jp)

天白隼也 日本銀行金融研究所 (E-mail: junya.tenpaku@boj.or.jp)

## 1. はじめに（問題意識）

本稿は、ファンダメンタルズ分析に基づき個別銘柄の割高感や株式市場全体の過熱感、すなわち株価水準を評価する場合に、いかなる会計利益（純利益や包括利益等の総合的な業績指標としての利益をいう。以下、本稿において同じ。）がより有用な情報であるかを日本企業（金融業を除く一般事業法人）のデータを用いて検証するものである。

株価水準を評価する指標としては、株価収益率（Price Earnings Ratio: PER）が用いられる場合が多いが<sup>1</sup>、こうした指標で用いる会計利益の内容次第で株価水準の評価は異なりうる。実際、米国では、金融危機以降、株価が総じて大きく上昇していることから、株価水準をめぐる議論が活発化しているが、そこでは、株価水準の評価に用いるベンチマークとしての会計利益にどのような項目を含めるかが株価水準の評価を左右しうる論点の1つとなっているように窺われる。

例えば、ロバート・シラー教授<sup>2</sup>（イエール大学）の考案した「CAPE（Cyclically Adjusted Price/Earnings multiple）」によると、金融危機以降、米国株式市場では、その水準が総じて過去の平均（long-run average）を上回っている。CAPEは、PERの分母に物価変動調整後の10年平均の「純利益（reported earnings）」を用いることで、景気変動や会計基準変更の影響を緩和し<sup>3</sup>、企業の本源的価値（fundamental/intrinsic value）に基づいた株価水準の評価（ファンダメンタルズ分析）を可能にすると説明されており（Campbell and Shiller [1988]）、株価水準を評価する指標として注目を集めている。

他方、ジェレミー・シーゲル教授（ペンシルバニア大学）が新たに考案した「修正CAPE」（Siegel [2013]）によれば、株価水準に対する評価は逆転しうる<sup>4</sup>。シーゲル教授は、長期平均の会計利益を用いるというCAPEの基本概念には賛同しつつも、本源的価値に基づいた株価水準の評価という観点からすれば、有価証券の公正価値変動額や事業用資産・のれんの減損損失等の「一時項目（unusual/transitory items）」は会計利益を過小評価し、CAPEに上方バイアスをもたらすとして、これらのノイズを排除した会計利益を用いて修正CAPEを算出している<sup>5</sup>。

.....  
1 このほか、株式市場全体の過熱感を測る場合には、騰落レシオや移動平均乖離率等の株式市場における値動きに着目した指標が一般的に用いられている。

2 資産価格に関する実証分析における功績が評価され、2013年にノーベル経済学賞を受賞。

3 PERに対しては、一時点の会計利益をベンチマークとするために、景気変動（循環的な企業収益の変動）等の影響を強く受けてしまうという批判がある（齊藤 [2010] 85頁）。

4 2013年9月3日付のFinancial Timesの記事（“Clash of the Cape Crusaders”）を参照。

5 CAPEの算定方法をめぐるシラー教授とシーゲル教授の議論を紹介したものとして、例えば祝迫 [2014]がある。なお、金融危機以降の米国株式市場が過熱状態にあることを示す根拠の1つとして、現在のCAPEの水準が過去のバブルと同水準（25倍程度）にあることも指摘されていた（前掲

これらの結果が示すように、ベンチマーク（本源的価値の代理変数）とする会計利益に公正価値変動額や減損損失を含めるかどうかによって、株価水準の評価が異なる可能性がある。特に、現行の米国会計基準における事業用資産・のれんの減損損失は、資産（または資産グループ）の収益力が著しく低下していることが判明した時点でのみ認識されるほか、金融商品の公正価値の変動額は、（売買目的有価証券等の一部を除いて）その市場価格等が大幅に下落した場合にのみ純利益に反映される<sup>6</sup>。そのため、2つの指標（CAPEと修正CAPE）の乖離は、それぞれの算定期間に景気後退期や不況期が含まれる場合に拡大する傾向がある。

こうした著名な経済学者の間でみられる議論は、公正価値変動額および減損損失の計上に関して米国と類似の会計基準を採用するわが国においても、同様に成立しうる<sup>7</sup>。特に、2012年12月以降、わが国の株価水準は大きく改善しているものの、CAPEによって足もとの株価水準を評価しようとする場合、算定期間である10年間に金融危機直後の景気後退期が含まれるため<sup>8</sup>、ベンチマークに用いる会計利益によって株価水準に関する評価が異なる可能性がある。

そこで本稿では、利益情報の投資意思決定（企業価値評価）における有用性（株価や株式リターンに対する説明力）に関する会計上の議論や先行研究を整理・考察したうえで、株価水準を評価する場合に、いかなる会計利益がより有用かについて、規範および実証面から検討を行う。より具体的には、ファンダメンタルズ分析における会計情報の利用と会計基準設定主体等における企業活動の描写という視点から、投資意思決定に有用な会計利益に関する概念上の議論を整理する。そのうえで、本源的価値の推定に当たっての実践可能性に優れ、会計基準設定主体等における企業活動の描写とも整合的と考えられる「残余利益モデル（residual income model）」（2節（1）参照）をベースに、企業価値評価モデルに算入する会計利益に公正価値変動額や減損損失を含めるかどうかによって推定精度が変化するか、換言すれば、公正価値変動額や減損損失は企業の本源的価値を推定するうえでノイズといえるかどうかを実証的に分析・検討している。

本稿における主な分析結果は次のとおりである。まず、一時項目と考えられるもののうち、公正価値変動額については、企業の本源的価値を推定するうえでノイズである可能性があることが確認された。一方、事業用資産・のれんの減損損失については、必ずしもノイズではない可能性が示唆された。

注4参照)。もっとも、過去のバブル期には減損会計が導入されておらず、純利益に減損損失が反映されていなかった点で、現在とは前提が異なる点は留意が必要である。すなわち、シーゲル教授の見解に従えば、現在のCAPEの水準には、減損会計が導入されていなかった以前のバブル期と比べて、より強い上方バイアスがかかっていることになる。

6 売買目的有価証券やデリバティブについては、常に公正価値変動額が純利益に反映される。

7 もっとも、わが国の会計基準は、のれんの償却処理を求める点で米国基準とは異なるため、減損損失にかかる会計利益の差は小さくなると考えられる。

8 内閣府「景気基準日付」によれば、2008年は景気後退局面となっている。

本稿の貢献は、次のような特徴を有している点であろう。第1に、ファンダメンタルズ分析を行う際に、公正価値変動額や事業用資産・のれんの減損損失は一時項目として一纏めにノイズか否かが議論される傾向にある。しかし、これら2つの利益情報の会計上の意味合いは異なっており、本来はそうした性質の違いに基づいた議論が行われる必要がある。本稿では、利益情報の投資意思決定における有用性をめぐる会計上の議論や先行研究の整理・考察から、こうした性質の違いを踏まえた仮説を提示し、分析を試みている。

第2に、経済・ファイナンス研究の領域や実務では、PERやCAPEのような会計利益を用いた財務比率（financial ratio）に基づきファンダメンタルズ分析が行われることが多いが、次節で詳述するように、こうした財務比率を用いた分析は、簡便である一方、企業の本源的価値そのものを推定するわけではないため、会計情報と株価水準の評価との理論的な関連性がやや不明確と考えられる。そこで本稿では、企業の本源的価値そのものを推定する企業価値評価モデル、そのなかでも他のモデルに比べて本源的価値の推定精度が高く、会計基準設定主体等における企業活動の描写とも整合的と考えられる残余利益モデルを前提に、将来キャッシュ・フローの（期待値の）代理変数として有用な会計利益を検討している。

第3に、会計の領域においても、公正価値変動額の投資意思決定（企業価値評価）への有用性に関する先行研究は数多くみられるものの、事業用資産・のれんの減損損失の投資意思決定への有用性に着目した先行研究はほとんどみられない。また、日本では、会計利益の投資意思決定（企業価値評価）への有用性に着目した先行研究は多くない。そうしたなかで、本稿は、減損損失に関する情報を会計利益に含めるかどうかによって残余利益モデルの推定精度が変化するかを実証的に分析することを通じて、減損損失の投資意思決定（企業価値評価）への有用性についても示唆を得ている。

本稿の構成は次のとおりである。まず、2節でファンダメンタルズ分析や会計基準設定主体における会計利益についての概念上の議論を整理する。そのうえで、3節において関連する先行研究を概観しつつ、仮説を提示する。4節では本稿のリサーチ・デザインおよび分析結果を提示する。5節では結論と今後の展望について述べる。

## 2. 利益情報の投資意思決定における有用性をめぐる議論

会計利益が投資意思決定に有用であるためには、それが企業の本源的価値と結びついていること、すなわち企業の将来キャッシュ・フローを予測するのに役立つものであることが望ましい。以下では、ファンダメンタルズ分析における会計情報の

利用と会計基準設定主体等における企業活動の描写という2つの視点から、投資意思決定に有用な会計利益に関する概念上の議論の整理を試みる。

## (1) ファンダメンタルズ分析における会計情報の利用

一般に、株式市場は効率的であることが前提とされており、こうした仮説は「効率的市場仮説 (efficient market hypothesis)」と呼ばれている。効率的な市場においては、会計情報を含めたすべての情報が瞬時に株価に反映されるため、いかなる情報を用いたとしても市場平均を上回るパフォーマンスをあげることはできない。もっとも、効率的市場仮説を支持する証拠が存在する一方で、それに反する証拠も存在していることから、効率的市場仮説を所与とせず、さまざまな情報を用いて追加的な収益機会の獲得を目指す運用<sup>9</sup>への支持も強い。こうした背景には、割高(過大)・割安(過小)に評価されている株式であっても、長期的には理論上の株価である本源的価値に収束すると考えられていることが挙げられる(乙政 [2014] 216~217頁)。株価が時間の経過とともに本源的価値に近づくとすれば、この解消過程を利用した収益機会が存在する(黒川 [2009] 26頁)。こうした企業の本源的価値に基づいて株価水準を評価する分析手法は、一般に「ファンダメンタルズ分析」と呼ばれている。

実務におけるファンダメンタルズ分析の標準的なツールとしては、PERや株価純資産倍率(Price Book value Ratio: PBR)等の財務比率ないしマルチプル(multiple)と呼ばれる指標が普及している。PERは株式が1株当たり会計利益の何倍まで買われているかを示し、PBRは株式が1株当たり株主資本の何倍まで買われているかを示す指標である。ある企業のPERないしPBRがその業界平均等と比べて高い(低い)場合には、割高(割安)を示す相対的な指標とされている(例えば薄井 [2011] 7~9頁)。もっとも、こうした財務比率を用いた企業価値評価は、単純で扱いやすい一方、比較すべき業界平均等を算出するための類似企業をどのように選定するかといった実務上の問題<sup>10</sup>も指摘されているほか、企業の本源的価値を直接的に推定するものではないため、会計情報と株価水準の評価との理論的な関連性がや

.....  
9 実務ではバリュエーション投資などと呼ばれている。

10 こうした問題については、音川 [2010] が詳細に検討している。また、PBRを用いた企業価値評価については、現行の会計基準との関係でも問題を抱えている。PBRは、バランス・シート上の株主資本そのものを企業の本源的価値の代理変数と想定した指標と考えられるが、現行の会計基準のもとでは自己創設のれん(超過収益力)の資産計上が基本的に認められていないことから(例外については徳賀 [2012] を参照)、バランス・シート上の株主資本は企業の本源的価値を表さない。そのため、PBRがファンダメンタルズ分析のツールとして有効に機能するには、少なくとも株主資本と本源的価値との間に安定的な関係が想定される必要があるが、実際には自己創設のれんが株主資本と同じ比率・方向で動く保証はない(斎藤 [2013] 45~46頁)。

や不明確と考えられる。

ファンダメンタルズ分析においては、企業の本源的価値を将来キャッシュ・フローの割引現在価値と捉え、企業の本源的価値そのものを直接推定する企業価値評価モデルが存在し、そのインプット情報として会計情報が用いられることがある。代表的な企業価値評価モデルとしては、株式から得られる将来の配当を割り引く「配当割引モデル」、企業の将来のフリー・キャッシュ・フローを割り引く「割引キャッシュ・フロー・モデル」、企業の将来の会計利益から資本コストを控除した残余利益を割り引く「残余利益モデル」の3つが挙げられる。理論上は、いずれのモデルも同じ推定結果になるはずであるものの、本源的価値の推定額に占めるターミナル・バリュー<sup>11</sup>の割合が小さいなど、実践可能性の面で残余利益モデルに優位性があると考えられている（桜井 [2012] 296～298 頁）。

ここで、残余利益モデルは、企業の本源的価値と株主資本の差額部分を推定する企業価値評価モデルであり、企業価値を構成する将来の期待キャッシュ・フローの代理変数として期待利益を想定している<sup>12</sup>。より具体的には、将来の期待利益  $E(X_t)$  のうち正常利益<sup>13</sup>（期首株主資本  $BV_{t-1}$  に株主資本コスト  $r$  を乗じたもの）を上回る部分を「残余利益（超過利益）」としたうえで、株主資本の簿価  $BV_0$  に（株主資本に対する）将来の残余利益の割引現在価値を合計することで本源的価値  $V_0$  を推定するものであり、(1) 式によって表わされる（秋葉 [2014] 81 頁）。

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(X_t) - BV_{t-1} \times r}{(1+r)^t}. \quad (1)$$

残余利益モデルでは、期待利益 ( $E(X_t)$ ) を予測するに当たり、過去の利益情報である損益計算書上の会計利益を用いるが、損益計算書上の会計利益には一時的要因に基づく損益（ノイズ）が少なからず含まれており、そうした要因が期待利益の予測精度に影響を及ぼすと考えられる。そのため、残余利益モデルを用いる場合には、ノイズを排除した持続的な会計利益を用いることが求められる<sup>14</sup>。また、残余

11 ターミナル・バリューとは、将来キャッシュ・フローの割引現在価値を推定するモデルにおいて、将来キャッシュ・フローを具体的に予測する期間の末端時点での、それより先の将来キャッシュ・フローの現在価値をいう。例えば、残余利益モデルにおいて具体的に予測する期間を5年までとした場合のターミナル・バリューは、5年先時点での、将来の残余利益の現在価値である（桜井 [2012] 294～297 頁）。

12 斎藤 [2013] 46～47 頁が示すように、将来の期待利益と期待キャッシュ・フローは期間帰属が違っているだけであるとすれば、将来キャッシュ・フローの期待値と会計利益の期待値は同額となる。また、福井 [2007] も「純利益概念は、発生主義概念に基づき、一種の恒常所得（利益）を測定することを目指している」と述べている。なお、こうした前提のもとで会計利益が測定されているとすれば、割引率が一定のもとでは、会計利益が本源的価値の代理変数であることを意味する（例えば福井 [2007] 参照）。

13 正常利益の割引現在価値は株主資本の現在価値を意味する（福井 [2008] 20 頁）。

14 例えば大日方 [2013] 231 頁、239 頁参照。なお、この点に関しては、PER 等を用いて株価水準を評

利益モデルは、クリーン・サープラス関係<sup>15</sup>を前提として配当割引モデルから導出できるものであり（桜井 [2012] 285～287 頁）、株主資本と期待利益の間にクリーン・サープラス関係が成立していることが求められる。

## (2) 会計基準設定主体等が想定する企業の経済活動の捉え方

国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board: IASB）と米国財務会計基準審議会（Financial Accounting Standards Board: FASB）が共通化した概念フレームワーク（以下「共通概念フレームワーク」）やわが国の会計基準設定主体である企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan: ASBJ）が公表している討議資料「財務会計の概念フレームワーク」（以下「討議資料」）<sup>16</sup>では、財務報告の主要な目的として、投資家の将来キャッシュ・フローの予測（ひいては企業価値評価）に役立つ情報の提供を掲げ（企業会計基準委員会 [2006] 第 1 章 1～2 項、第 2 章 1 項、IASB [2010] pars. OB2-3）、会計情報が投資意思決定ないし企業価値評価に利用されることを意図している<sup>17</sup>。

かかる機能を果たすため、共通概念フレームワークおよび討議資料では、会計情報に求める基本的な質的特性の 1 つとして、「目的適合性（relevance）」（意思決定に影響を与えること）ないし「意思決定との関連性（relevance to decision）」（意思決

.....  
 価する場合にも同様である。ちなみに、保守的な会計処理（保守主義）が行われている場合、そうした会計処理に基づく会計利益を用いてファンダメンタルズ分析を行うと、本源的価値が過小評価されるとの批判も考えられる。もっとも、将来キャッシュ・フローの期待値と会計利益が等しくない場合であっても、その比率（バイアス）が（時系列および比較対象先の間で）安定している限りは問題とならない（例えば福井 [2008] 65～66 頁）。こうした観点からみれば、無条件保守主義のように、継続的に予防的な会計処理を行う場合には、将来キャッシュ・フローの期待値と会計利益の比率（バイアス）は安定する傾向にあるため、問題が生じる可能性は低いと考えられるが、条件付保守主義（とりわけビッグ・バス）のようにグッド・ニュース（経済的利益）とバッド・ニュース（経済的損失）の間で認識のタイミングが異なる会計処理を行う場合には、バイアスが安定しないため、問題が生じる可能性が高いと考えられる（2つの保守主義の詳細については、中野・大坪・高須 [2015] 等を参照）。ただし、仮にファンダメンタルズ分析の観点から問題があるとしても、保守主義には債務契約を効率化するなどの別の機能もあるため、会計基準から排除すべきかどうかは別途検討する必要がある。

15 クリーン・サープラス関係とは、資本取引を除く資本の増減が利益と一致するという関係をいう（秋葉 [2014] 59 頁）。

16 概念フレームワークとは、会計基準のコアとなる諸概念とその相互関係を記述し、現行基準を体系的に説明するとともに、将来の基準設定に指針を与える明文のステートメントのことをいう（斎藤 [2013] 103 頁）。なお、討議資料についても、「会計基準の設定機関みずからが、財務報告の目的を明文化したもの」と位置付けられている（桜井 [2013] 461 頁）。

17 こうした目的は、会計の「投資意思決定支援機能」とも呼ばれている。なお、財務報告の目的には、このほかにも「契約支援機能」ないし「利害調整機能」（「契約の監視と履行を促進し契約当事者の利害対立を減少させ、もってエイジェンシー費用を削減すること」（須田 [2000] 21 頁））等があるとされている。

定目的に関連する情報であること)を求めている (IASB [2010] QC4, 5、企業会計基準委員会 [2006] 第2章 1~2項)<sup>18</sup>。

それでは、具体的にどのような会計情報が「目的適合性」ないし「意思決定との関連性」を有していると考えられているのか。この点、IASB や FASB の会計基準設定の動向をみると、少なくとも従来は、すべての資産・負債を (広義の) 公正価値<sup>19</sup>により每期再評価し、その変動額を会計利益 (包括利益) として表示する「純資産価値モデル」が指向されていた。もっとも、こうした方向性に対しては批判も強く、現在は (狭義の) 公正価値評価と取得 (償却) 原価評価が混在した「混合会計モデル」が採用されている<sup>20</sup>。例えば、2015年5月にIASBが公表した公開草案「財務報告に関する概念フレームワーク」(IASB [2015a])では、「目的適合性」の観点からは、資産・負債の評価方法は、それがどのように将来キャッシュ・フローに寄与するかによって決定されるべきとの見解が示されている (par. 6.54)。また、2013年7月にIASBが公表した討議資料「財務報告に関する概念フレームワーク」(IASB [2013])では、直接的にキャッシュ・フローを生み出す売却予定の資産 (トレーディング目的で保有する金融商品やコモディティ等) については、公正価値による評価が適切である一方、他の資産と合わせて使用することにより間接的にキャッシュ・フローを生み出す資産 (企業が使用する資産) については、通常、原価による評価のほうが公正価値による評価よりも目的適合性に適うと考えられていた (pars. 6.79, 6.83)<sup>21</sup>。実際、現行の国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) では、トレーディング目的で保有する金融商品やデリバティブ等のように、売却によって直接的に将来キャッシュ・フローに寄与するもの (いわゆる「金融投資」) については、每期、公正価値 (原則として市場価格) で評価し、その変動額を純利益に計上することが求められている。他方、満期保有目的の金融商品や事業用資産・のれん等のように、事業活動で用いることによって間接的に将来キャッシュ・フローに寄与するもの (いわゆる「事業投資」) については、

18 このほかの基本的な質的特性として、共通概念フレームワークでは「忠実な表現 (faithful representation)」が、討議資料では「信頼性 (reliability)」(一定の水準で信頼できる情報であること) が、それぞれ求められている (IASB [2010] QC4、企業会計基準委員会 [2006] 第2章 1~2項)。なお、会計情報の質的特性の詳細については、例えば大日方 [2007]、斎藤 [2013]、桜井 [2013]、秋葉 [2014] 等を参照。

19 公正価値は、広義では市場価格等のほかに使用価値を一部含むが (徳賀 [2012] 142~143頁)、本稿では、市場価格等と使用価値の企業評価における有用性について論ずるため、特に断りがない限り、「公正価値」とは使用価値を含めない狭義の意味で用いている。

20 この点については、例えば徳賀 [2012] 参照。なお、本稿では詳述しないが、以下でみるような現行のIFRSにおける評価基準は、会計基準の国際的なコンバージェンスを通じて、わが国でもほぼ同様となっている。

21 これらの記述はIASB [2015a]では削除されている。この点、IASBは、IASB [2013]の内容には、資産又は負債が将来キャッシュ・フローにどのように寄与するのが事後測定に与える影響について基準レベルの詳細の記述が多すぎるという懸念が寄せられたため、当該記述の多くを削除した旨を述べており (IASB [2015b] par. 6.49)、これらの記述もそうした理由から削除されたものと推察される。



公正価値評価の対象ではなく、取得（償却）原価で評価される。また、トレーディング目的および満期保有目的以外の目的で保有する金融商品のように、公正価値で評価するものの、その変動額は、純利益に含めずに、「その他包括利益」と呼ばれる項目に計上される資産もある<sup>22</sup>。なお、負債については、原則として償却原価で評価される。

こうした見方に照らせば、市場価格による公正価値評価の対象とされる金融投資については、帳簿価額そのものが将来キャッシュ・フローの現在価値を表しており、企業の本源的価値を構成しているといえる。これに対して、公正価値で評価されない事業投資の資産については、その帳簿価額そのものは、基本的には、企業の本源的価値を構成しているとはいえない。

なお、現行の会計基準のもとでは、事業投資（事業用資産・のれん等）についても、毎期、経営者が将来キャッシュ・フローの割引現在価値（使用価値）を見積もり、それが帳簿価格を下回り、回復可能性が極めて低い場合には、使用価値まで帳簿価額を引き下げる処理（減損処理）が求められている。こうした会計処理の適用によって、事業用資産・のれん等についても、その帳簿価額が（その期に限っては）企業の本源的価値を構成するとの見方もありうる。しかしながら、使用価値は、市場価格のように客観的に観察されるものではなく、経営者自身の期待が反映されることから、その評価に当たっては経営者の裁量余地が大きい。そのため、事業投資の減損処理は、使用価値が高い確度で下落した場合にのみ認識することとされている。また、使用価値が取得（償却）価額を上回る場合、すなわち超過収益力（自己創設のれん）を有すると評価される場合であっても、そうした超過収益力の評価額を帳簿価額に反映させることは認められていない。

こうした点から、事業用資産・のれん等のように、信頼性が確保できる場合に限り使用価値で評価すべきと考えられている資産（事業投資の資産）については、帳簿価額そのものが企業の本源的価値を構成していない可能性のほうが高い。そこで、事業投資については、帳簿価額には含まれていない本源的価値の部分（事業投資から生じる将来キャッシュ・フロー）を何らかの情報から推定する必要がある。この点、投資の成果は会計利益を通じて表わせることから<sup>23</sup>、会計利益を事業投資から生じる将来キャッシュ・フローの期待値（期待キャッシュ・フロー）の代理変数として捉えることが可能と考えられる。

以上から、現行の会計基準のもとでは、①企業が保有する金融投資の簿価（公正価値）に、②事業投資の簿価（原価）と、事業投資から生じる期待キャッシュ・フ

22 その他有価証券評価差額金のほか、その他包括利益に計上される項目としては、繰延ヘッジ損益、為替換算調整勘定、退職給付にかかる調整額等がある。

23 例えば討議資料では、「投資の成果を示す利益情報は基本的に過去の成果を表すが、企業価値評価の基礎となる将来キャッシュ・フローの予測に広く用いられている」と述べられている（企業会計基準委員会 [2006] 第1章3項）。

ローの代理変数と想定可能な会計利益の割引現在価値を加えることによって、本源的価値の推定を行うことが想定されているものと考えられる。こうした企業の本源的価値 ( $V_0$ ) の捉え方は、(2) 式のように表すことが可能であるとすれば、現行の会計基準が想定する企業価値の評価モデルは、(基準設定主体が意識しているかどうかは別として) ファンダメンタルズ分析における残余利益モデルと同様の考え方に基づくものといえよう<sup>24</sup>。

$$\begin{aligned}
 V_0 &= BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(X_t) - BV_{t-1} \times r}{(1+r)^t} \\
 &= \underbrace{FFV_0}_{\text{①金融投資}} + \underbrace{BBV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(bp_t) - BBV_{t-1} \times r}{(1+r)^t}}_{\text{②事業投資}}. \tag{2}
 \end{aligned}$$

$FFV_0$ : 0 期末 (1 期首) における金融投資の簿価 (公正価値)

$BBV_0$ : 0 期末 (1 期首) における事業投資の簿価 (原価)

$BBV_{t-1}$ :  $t$  期首における事業投資の簿価

$E(bp_t)$ :  $t$  期において事業投資から期待される (予想される) 税引後の利益

ところで、投資意思決定に有用な会計利益とは何かについて、少なくとも IASB は、当初は純利益の表示やクリーン・サープラス関係を維持するために必要なリサイクリング<sup>25</sup> と呼ばれる会計処理に対して批判的な検討を加えてきたことから (川村 [2011] 198 頁)、公正価値変動額を含めた株主資本の変動額である包括利益<sup>26</sup> を想定していたことが示唆される。もっとも、包括利益のみを表示し、その小計に当たる純利益を廃止することに対しては、利用者等からの反対が強く、IASB が 2008 年に公表した討議資料「財務諸表の表示に関する予備的見解」以降は、包括利益とともに純利益の表示も求めるようになってきている (斎藤 [2013] 43 頁)<sup>27</sup>。また、

24 例えば、徳質 [2012] は、会計基準設定主体の想定する評価モデルは残余利益モデルであると指摘している (177~178 頁)。なお、事業投資から生じる将来キャッシュ・フローの代理変数として想定可能な会計利益の割引現在価値とそれに対応する正常利益の割引現在価値の差額は、事業用資産・のれん等から生じる自己創設のれん (超過収益力) に相当することから、残余利益モデルは自己創設のれんの推定モデルとも言い換えることができる。

25 リサイクリングとは、純利益と包括利益を 1 組の財務諸表で示す場合に、①純利益と株主資本との間、②包括利益と純資産との間の 2 つのクリーン・サープラス関係を成立させるため、純利益と包括利益のズレの部分である「その他の包括利益」を純利益に組み替えることをいう (秋葉 [2014] 114 頁)。

26 包括利益は、IAS 第 1 号において、「資本取引 (所有者の立場としての当該所有者との取引) による資本の変動以外の取引または事象による一期間における資本の変動をいう」とされており、資産と負債の差額である資本をどう捉えるかによって内容 (意味) が異なる (秋葉 [2014] 106 頁)。

27 最近のハンス・フーガーホースト IASB 議長の発言等を見ると、損益 (純利益) が財務業績の重要な指標であることが強調されてきている (IASB [2014])。

ASBJを含む各国・地域の会計基準設定主体等からは、財務業績（会計利益）として、不確実性の高い公正価値の変動情報を含まない、純利益（純損益）を想定すべきとの見方が多く示されている（ASBJ [2013] 等）。

包括利益と純利益の主な違いは、事業投資の評価に関し、不確実性の高い公正価値の変動情報を含むかどうかにあるため、両者の間の有用性にかかる議論は、不確実性の高い公正価値の変動情報が事業投資の期待キャッシュ・フローの予測におけるノイズに当たるかどうかについての議論といえよう<sup>28</sup>。もっとも、純利益のなかにも一時的な損益と捉えられる傾向にある金融商品および事業用資産・のれんの減損損失等が含まれており、純利益にも予測可能性の観点から問題がないとは言い切れない。このため、予測可能性と信頼性の2つを踏まえれば、経常利益等のより安定した会計利益が有用との見方もあり得よう（例えば桜井 [2010] 46 頁）<sup>29</sup>。

### 3. 関連研究と仮説

以上の考察を踏まえると、残余利益モデルを用いた株価水準の評価は、本源的価値の推定に当たっての実践可能性の面で優位性があるほか、会計基準設定主体等における企業活動の描写、すなわち投資意思決定に有用な情報を提供するうえで前提とする企業の経済活動ないし企業価値の捉え方も整合的と考えられる。

ここで、現行の会計基準のもとで残余利益モデルを用いる場合、前述のとおり、会計利益を用いて事業投資から生じる期待キャッシュ・フローを予測する必要があるが、実際には、財務報告のような過去の利益情報に基づき予測がなされることから、その予測精度を高めるためには、持続的な利益と一時的な利益を区別することが必要となる。すなわち、一般事業法人を前提とすれば、事業投資は企業の本業に密接に関係していることから、企業の本業の基礎的な収益力を示す持続的な会計利益を識別することが求められる。また、会計利益の実績に基づき同予想の確認・見直しが行われることから、会計利益には信頼性が求められる（桜井 [2010] 45 頁）。なお、残余利益モデルの前提となっているクリーン・サープラス関係は、予測される期待キャッシュ・フローについて成り立っていることは必要であるが、予測に用いる過去の利益について成り立っている必要はない（秋葉 [2014] 121 頁）<sup>30</sup>。

28 その他の包括利益（OCI）がリサイクリングされる限り、純利益と包括利益の差異は計上のタイミングだけであり、存続期間を通算すれば本来同じ額になる（斎藤 [2013] 108 頁）。

29 ここでの「予測可能性」と「信頼性」は、概念フレームワークが会計情報に求めている基本的な質的特性を念頭に置いている。また、会計研究では、「予測可能性（利益のボラティリティ）」と「信頼性（真の値から乖離している程度）」を併せた概念は「硬度（hardness）」とも呼ばれている（徳賀 [2012] 167 頁）。

30 一時的な損益の期待値をゼロと仮定すれば、将来キャッシュ・フローの代理変数である会計利益に

また、一般事業会社を前提とすれば、事業投資のうち、公正価値によって評価される資産・負債は本業と関係の薄い金融商品が中心であるのに対し、使用価値によって評価される資産は本業で用いられる事業用資産・のれんである。そのため、前者の価値に関する変動情報（公正価値評価損益）は企業の基礎的な収益力に影響を及ぼさないのに対し、後者の価値に関する変動情報（減損損失）は企業の基礎的な収益力の低下を意味すると考えられる。すなわち、本源的価値を推定する際の事業投資の期待キャッシュ・フローの代理変数として公表済みの会計利益を用いる場合、公正価値の変動情報はノイズであるのに対し<sup>31</sup>、事業用資産・のれんの減損損失は本源的価値の低下を示す有用な利益情報である可能性が高いと考えられる。

そこで、公正価値情報および減損損失の投資意思決定への有用性（株価や株式リターンに対する説明力）に関する先行研究をみると、公正価値情報については、一貫した結果が得られていない。他方、減損損失のような使用価値情報については、先行研究の蓄積が少ないため、一定の結論付けは困難であるものの、概ね株価や株式リターンに対する説明力があることを示唆する結果が得られている。

より具体的にみると、まず公正価値情報については、①公正価値の変動情報を多く含む会計利益（包括利益）と相対的にあまり含まない会計利益（純利益、経常利益等）の株価や株式リターンの説明力を比較した研究<sup>32</sup>や、②「その他包括利益」項目（個別項目および小計項目）の公正価値の変動情報（売却可能有価証券の評価損益や為替換算調整差額等）が株式リターンの追加的な説明力（価値関連性）を有しているかを分析した研究<sup>33</sup>があるが、いずれにおいても公正価値情報が株価や株式リターンの説明力を有するかどうかについて、一貫した結論が得られていない（例えば大日方 [2012]）<sup>34</sup>。

ちなみに、こうした先行研究のほとんどが会計利益または公正価値情報と株価や株式リターンの相関を直接分析した研究であるが、近年、会計基準設定主体が企業

---

ついて一時的な損益を控除しても、予測される将来キャッシュ・フローにおけるクリーン・サープラス関係には影響を及ぼさない。この点、市場価格の動向の予測ができないことから、少なくとも公正価値の変動額の期待値についてはゼロと考えることができる（桜井 [2012] 314 頁）。また、秋葉 [2014] 121 頁で問題提起されているように、「将来の利益や将来キャッシュ・フローの予測に役立つのは、①クリーン・サープラス関係を満たした純利益なのか、②クリーン・サープラス関係を満たしていないが業績を示す何らかの利益（たとえば、わが国の営業利益や経常利益のようなもの）なのか議論になり得る」とも考えられるが、未だ結論は出ていない。

31 ストック情報としての資産・負債の公正価値評価の有用性を否定しているわけではない。

32 純利益の説明力が高いとした研究として須田 [2008]、若林 [2009]、Dhaliwal, Subramanyam, and Trezevant [1999]、Barton, Hansen, and Pownall [2010] 等、包括利益の説明力が高いとした研究として岡田・島・中村 [2013]、Biddle and Choi [2006]、Kanagaretnam, Mathieu, and Shehata [2009] 等、両者に有意な差はないとした研究として大日方 [2009] 等がある。

33 若林 [2001, 2002]、須田 [2008]、Barth [1994]、Nelson [1996]、Barth and Clinch [1998]、Louis [2003] 等。

34 なお、公正価値情報の株価や株式リターンとの関係に関する実証研究を広範にサーベイしたものとして、伊藤 [2011]、徳賀 [2012]、宮宇地 [2013] 等も参照。

の経済活動を捉えるうえで想定していると考えられる残余利益モデルを介し、公正価値情報の株価説明力を検証しようとする先行研究が僅かながらみられ始めている。こうした先行研究の結果をみると、例えば八重倉・若林 [2010] では、残余利益モデルのインプット情報に包括利益と純利益を用いた場合で株価説明力が異なるかを分析し、純利益を用いた場合のほうが説明力は高いとの証拠が得られている。以上から、本稿では、金融商品等の公正価値の変動情報が含まれる会計利益を用いるほど、残余利益モデルの推定精度は低下すると予想する。

### 仮説 1

公正価値の変動情報を含む会計利益を用いるほど、残余利益モデルの推定精度は低下する

他方、事業用資産・のれんの減損損失（使用価値情報）の株価や株式リターンに対する追加的な説明力（価値関連性）を分析した先行研究として、例えば Jones and Smith [2011] は、事業用資産・のれんの減損損失等を主な構成要素の 1 つとする「特別項目（special items）」と公正価値の変動情報である「その他包括利益（OCI）」の株式リターンに対する追加的な説明力や将来利益（経常利益）の予測力（predictive value）等を比較分析し、特別項目を含めた利益のほうが追加的な説明力が高いほか、特別項目には長期間（5 年まで）の予測力があるのに対し、その他包括利益には 1 年程度の予測力しかないとの証拠を得ている。また、事業用資産またはのれんの減損損失の価値関連性をそれぞれ分析対象とした研究もいくつかみられており、いずれも概ね株価や株式リターンに対する追加的な説明力があるとの結論が得られている（例えば Chambers [2007]、Chen, Kohlbeck, and Warfield [2004]、Li, Amel-Zadeh, and Meeks [2010] 等）。こうした先行研究の結果は、事業用資産・のれんの減損損失が投資意思決定に有用な情報であることを示唆している<sup>35</sup>。すなわち、事業用資産・のれんの減損損失は、将来キャッシュ・フローの期待値ないし企業の基礎的な収益力に影響を与える利益情報として、投資家の期待を改訂する可能性が示唆されている。

もっとも、2 節 (2) でみたように、減損損失の評価は経営者の裁量余地が大きい。そのため、使用価値が高い確度で下落した場合にのみ認識することとされるなど一定の歯止めはかけているものの、減損損失が機会主義的に用いられる可能性は排除できない。この点、いくつかの研究では、減損損失が機会主義的に用いられてい

35 この点、金融商品の公正価値情報についても、分析対象を金融機関に限れば、株価や株式リターンの説明力を有することを示唆する結果もみられている（大日方 [2012] を参照）。このことは、金融機関では金融商品の運用が営業活動に直接関係する（すなわち、いわゆる本業である）とすれば、将来の基礎的収益力の予測に関連する情報であるかどうかが本源的価値の予測にとって有用な情報かどうかの判別基準になるとの見方と整合的である。

る場合があるとの証拠が報告されている（例えば Riedl [2004]、Ramanna and Watts [2012]、大日方・岡田 [2008] 等）。この場合、減損損失は企業の基礎的な収益力を適切に反映していないと考えられるため、事業投資から生じる将来キャッシュ・フローの予測に当たって、むしろノイズとなりうる<sup>36</sup>。したがって、事業用資産・のれんの減損損失が企業の本源的価値の予測に有用といえるかどうかについては、実証的な検証等を通じて慎重に見極める必要がある。

このように、事業用資産・のれんの減損損失に関する情報は、本来、企業の本源的価値を推定するうえで有用である（減損損失に関する情報を含む会計利益を用いたほうが残余利益モデルの推定精度が高まる）と考えられるものの、その認識・評価において経営者の裁量余地が大きいため、それが機会主義的に用いられる場合には、むしろノイズとなりうる（減損損失に関する情報を含む会計利益を用いたほうが残余利益モデルの推定精度が低下する）とも考えられる。そこで、本稿では、以下の2つの仮説を立て、検証を行う。

#### 仮説 2-1

減損損失に関する情報を含む会計利益を用いたほうが、残余利益モデルの推定精度は高まる

#### 仮説 2-2

減損損失に関する情報を含む会計利益を用いたほうが、残余利益モデルの推定精度は低下する

## 4. 実証分析

### (1) サンプルの抽出方法

本稿では前述の仮説を検証するに当たり、以下の条件を満たす企業を分析対象とする。

.....  
36 この点、(有用性の前提となる)信頼性を備えた利益情報が提供されるためには、経営者の会計処理に対するガバナンスが有効に機能していることが必要であろう。ちなみに、Song, Thomas, and Yi [2010] は、銀行が保有する金融商品の公正価値情報（一般事業法人における使用価値情報に相当するとの見方も可能〈前掲注 34 参照〉）について、信頼性の程度に応じて株価説明力が異なることを発見している。なお、ガバナンスと会計情報の有用性との関連性については、例えば浅野・古市 [2015] を参照。

- ①東証業種分類で、銀行業、証券・商品先物取引業、保険業、その他金融業を除く東京証券取引所第1部上場企業である。
- ②IFRSや米国会計基準ではなく、日本会計基準を採用している。
- ③事業年の決算月数が12カ月である。
- ④連結財務諸表データおよび調整済み株価データが日経NEEDS-Financial QUEST 2.0から入手可能である。

分析の都合上、3月決算企業を分析対象とする。2002年8月9日に企業会計審議会により公表された「固定資産の減損に係る会計基準」は2005年4月1日以降に開始する事業年度から強制適用されたが、2004年3月31日に終了する事業年度から任意適用が可能となり、2004年3月期から減損損失の計上が見られるようになった。したがって、2004年3月期以降の決算期（2004年3月期から2013年3月期までの10決算期）を分析対象期間とする。また、異常値の影響を除去するために、年別に各変数の上下1%をサンプルから除外している。分析に必要な所定の条件を満たし、かつ欠損値、異常値を排除した後のサンプルは、計10,010企業・年度である。

## (2) 本源的価値の推定方法

### イ. 本源的価値の推定モデル

本稿では、企業の本源的価値の推定に当たり残余利益モデルを用いる。前述のように、残余利益モデルによれば、 $t$ 時点における企業の本源的価値（ $V_t$ ）は以下の算定式により求められる。

$$\begin{aligned} V_t &= BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E(X_{t+\tau}) - BV_{t+\tau-1} \times r}{(1+r)^\tau} \\ &= BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} E_t \left[ \frac{X_{t+\tau}^a}{(1+r)^\tau} \right]. \end{aligned} \quad (3)$$

ここで、 $BV_t$ は $t$ 時点における株主資本、 $E(X_{t+\tau})$ は $t+\tau$ 時点における期待利益、 $r$ は株主資本コスト、 $X_{t+\tau}^a$ は $t+\tau$ 時点における残余利益を表す。

残余利益モデルに基づく本源的価値の推定には、①必要な変数を残余利益モデルにインプットして推定する方法と、②株主資本と会計利益のみを用いた線形回帰モデルにより推定する方法の2つがある。

①の方法に基づく場合、株主資本（ $BV_t$ ）、将来の期待利益（ $E(X_t)$ ）、株主資本コスト（ $r$ ）を残余利益モデルにインプットする必要がある。将来の期待利益として、数

期先までのアナリストの予想利益や実績利益（主に純利益）が使用される場合が多く<sup>37</sup>、また株主資本コストは、資本資産価格評価モデル（Capital Asset Pricing Model: CAPM）やファーマ=フレンチ・3ファクター・モデル（Fama and French [1993]）等で推定される場合が多い。なお、アナリストの予測期間を超える期間については、将来の期待利益が定率成長すると仮定し、予測期間以降の本源的価値（ターミナル・バリュー）を推定する場合が多い。このような推定方法は、企業の本源的価値を厳密に推定するという点で優れているが、その一方で、株主資本コストの推定、ターミナル・バリューの推定、将来の期待利益の予測といったインプット情報の推定や予測に伴う問題点が指摘されている<sup>38</sup>。

②の方法は、①の方法の問題点を改善するために、線形情報ダイナミクスと呼ばれる一定の仮定を追加し、現時点の情報のみによって本源的価値を推定する（Ohlson [1995]）。ここで、線形情報ダイナミクスの仮定とは、残余利益が企業の競争優位性や独占等により一時的に発生するものの、長期的には競争原理によってゼロに収束し、以下のような時系列過程に従うとする仮定である。

$$X_{t+1}^a = \omega X_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1}. \quad (4)$$

$$v_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1}. \quad (5)$$

$v_t$  は残余利益以外のその他の情報であり、期末受注残高や会計発生高等の情報が想定されている（Myers [1999]、Barth *et al.* [1999]）。 $\omega$  は残余利益の持続パラメータ、 $\gamma$  はその他の情報の持続パラメータで、それぞれ  $0 \leq \omega, \gamma < 1$  の範囲にあると予想されている。 $\varepsilon_{1t}$  と  $\varepsilon_{2t}$  は平均値ゼロの誤差項である。

残余利益モデルに上記の時系列過程を挿入すると、以下のように本源的価値が表される（Ohlson [1995], Appendix 1）。

$$V_t = BV_t + a_1 X_t^a + a_2 v_t. \quad (6)$$

$$a_1 = \frac{\omega}{1 + r - \omega}. \quad (7)$$

.....  
37 残余利益モデルにインプットする利益としてアナリストの予想利益を用いた場合、会計利益の実績値を用いた場合よりも、本源的価値の推定精度が高いことが知られている（Frankel and Lee [1998]、奥村・吉田 [2000]）。

38 株主資本コストの推定上の問題として、CAPM やマルチファクター・モデルを用いて推定したとしても、業種レベルはともかく個々の企業レベルに適用すると、非現実的な数値が推定される場合があることが挙げられる。ターミナル・バリューの推定上の問題点としては、残余利益が一定率もしくはゼロ成長するという仮定をおく場合が多い点が挙げられる。利益予測の問題点としては、アナリストまたは時系列モデルによる利益予測をモデルのインプット情報に用いた場合、その実証研究は利益予測の品質と残余利益モデル自体の性質のジョイント・テストとなり、研究結果から得られるインプリケーションも限定的なものにならざるを得ない点が挙げられる。以上の点については、八重倉 [2013] を参照。



$$a_2 = \frac{1+r}{(1+r-\omega)(1+r-\gamma)}. \quad (8)$$

$X_t^a$  を  $X_t - rBV_{t-1}$  で置き換え、クリーン・サープラス関係を喚起すれば、上記 (6) 式は以下のように展開可能である (Easton [1999])。

$$V_t = (1-k)BV_t + k(\phi X_t - d_t) + a_2 v_t. \quad (9)$$

$$k = ra_1 = \frac{r\omega}{1+r-\omega}. \quad (10)$$

$$\phi = \frac{1+r}{r}. \quad (11)$$

(9) 式は、株主資本 ( $BV_t$ ) および配当 ( $d_t$ ) 控除後の資本化利益 ( $\phi X_t - d_t$ ) の加重平均 ( $(1-k)+k=1$ ) にその他の情報 ( $v_t$ ) を加えて表した企業価値評価モデルであり (石川 [2007] 65 頁)、オールソン・モデルといわれる。多くの価値関連性に関する先行研究では、(12) 式のように、株主資本と会計利益のみを用いた線形回帰モデルが使用されているが、(9) 式はその理論的根拠として引用されている。

$$V_t = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 X_t + \varepsilon_t. \quad (12)$$

このような方法は、現時点の情報のみを使用するため、将来の期待利益の予測、株主資本コストの推定、ターミナル・バリュエの推定といった上記①の方法の問題点を排除できる点に大きな利点がある。とはいえ、(12) 式では配当 ( $d_t$ ) とその他の情報 ( $v_t$ ) を考慮せず、残余利益モデルを過度に単純化し過ぎているという指摘もある (八重倉 [2013])。

本稿では、後述のように金融商品等の公正価値の変動情報や事業用資産・のれんの減損損失を含むか含まないかにより、複数の会計利益を導出したうえで、企業の本源的価値の推定に有用な会計利益を比較検討しているが、これらの会計利益に関する信頼できる予測値を入手・推計することは困難である。したがって、多くの価値関連性に関する先行研究 (太田 [2014] 等) に倣い、(12) 式を用いて企業の本源的価値 ( $V_t$ ) を推定し、それぞれの会計利益の有用性を検証する。なお、決算公表 (決算短信と有価証券報告書) の時期と投資家の情報処理に要する十分な時間を考慮し (大日方 [2010a, b])、パラメータの推定に用いるベンチマークの本源的価値 ( $V_t$ ) として7月末の株式時価総額を用いる (本節 (3) イ. 参照)。また、クリーン・サープラスの関係式から、株主資本 ( $BV_t$ ) には  $t$  時点の親会社株主持分 (=純資産 - 新株予約権 - 少数株主持分) を、会計利益 ( $X_t$ ) には  $t$  時点の親会社株主に帰属する利益 (後掲の表2に示す4種類の会計利益) を用いる<sup>39</sup>。不均一分散を緩和するため、各変数を前期の総資産でデフレートしたうえで、年別に OLS 回

39 ベンチマークの本源的価値 ( $V_t$ ) として企業グループ (親会社株主持分) の市場価値である株式時価

帰を用いてパラメータを推定し、実績値を挿入して、本源的価値の推定値を算定する<sup>40</sup>。なお、本源的価値の推定に際して、異常値の影響を排除するため、年別に各変数の上下1%を除外している。OLS 回帰による本源的価値の推定に利用したサンプルは、計 10,010 企業・年度である。

#### ロ. 本源的価値を表す会計利益

残余利益モデルで用いる利益については、2 節で述べたとおり、理論的には将来の利益と株主資本との間にクリーン・サープラス関係が成立することが前提とされている。ただし、前述のとおり、残余利益モデルの前提となっているクリーン・サープラス関係は、予測される将来期待キャッシュ・フローについて成り立っていることは必要であるが、予測に用いる過去の利益について成り立っている必要はない（秋葉 [2014] 121 頁）。また、実務界においては、必ずしもこの条件に合致しない利益も残余利益モデルのインプット情報として用いられていることを前提に、八重倉・若林 [2010] は、包括利益と純利益の有用性比較のために、これら 2 つの会計利益を残余利益モデルにインプットしている。そこで本稿では、企業の本源的価値を推定するうえで公正価値の変動情報や減損損失がノイズなのかどうかを検証するために、4 つの会計利益をそれぞれ残余利益モデルにインプットし、その推定精度の比較を通じて 4 つの会計利益の有用性を検討する。

まず、会計利益は、公正価値の変動情報と事業用資産・のれんの減損損失を含むか含まないかにより、表 1 のように 4 通りに区分しうる。

I の会計利益は、公正価値の変動情報と事業用資産・のれんの減損損失をどちらも含まない会計利益であり、シーゲル教授が修正 CAPE の算出に利用する会計利益

表 1 会計利益の区分

		公正価値の変動情報	
		含まない	含む
事業用資産・ のれんの減損損失	含まない	I	III
	含む	II	IV

総額を用いるため、株主資本 ( $BV_t$ ) および会計利益 ( $X_t$ ) について、子会社の少数（非支配）株主の持分（少数株主持分）の価値を控除して親会社株主に帰属する価値を抽出する必要がある（例えば大日方 [2013] 288～289 頁参照）。

40 公正価値変動額や減損損失額の情報価値は業種ごとに異なると考えられるため、業種（日本標準産業分類・中分類）別に OLS 回帰を用いてパラメータの推定を行ったが、サンプル数の偏りなどから、業種によっては、各パラメータが有意でなかったほか、誤差項の系列相関のおそれがある（ダービン=ワトソン比が 2 から大きく乖離する）など、統計処理上の問題が観察された。他方、年別に OLS 回帰を行った場合、こうした統計処理上の問題が観察されなかったことから、本稿では、業種の別を問わず、年別にパラメータの推定を行っている。なお、年別に OLS 回帰を行った場合の自由度調整済決定係数は概ね 0.3～0.4 の値をとっている。

がこれに該当する。現行の日本会計基準のもとでは有価証券評価損益、デリバティブ評価損益、その他資産評価損益、為替差損益等の公正価値変動額は、営業外損益もしくは特別損益として計上され、減損損失は特別損失として計上されるため、両方の情報を含まない会計利益として、営業利益を挙げることができる。なお、本稿では、税引後営業利益を用いる。また、税引後営業利益のうち親会社株主に帰属する部分を抽出するために、新株予約権を除く純資産のうち親会社株主に帰属する割合を税引後営業利益に乗じることとする。

IIの会計利益は、公正価値の変動情報は含まないものの、事業用資産・のれんの減損損失を含む会計利益である。これは本稿で提示した仮説を検証するうえで特に関心が高い会計利益であるため、以下ではこれを「仮説利益」と呼ぶ。仮説利益は、Iにおいて算出した公正価値変動額と減損損失を含まない会計利益から減損損失を控除して算出する。なお、損益計算書上の減損損失額は、先行き複数期間に亘るキャッシュ・フローの減少に関する情報を当期の会計利益のみに認識させるものであるため、そのまま本節(2)イ.の推定モデルのインプット情報とする会計利益に算入すると、期待利益に対する減損損失の影響を過大に見積もり、推定精度を低下させる可能性がある。そのため、損益計算書上の減損損失額を何らかの方法で割り引いたうえで、会計利益に算入することも考えられる。ただし、具体的な割引方法等が見出し難いため、本稿では、特段の処理を行わずにそのまま会計利益に算入することとする。この点は、会計利益IVについても同様である。

IIIの会計利益は、公正価値の変動情報は含むものの、事業用資産・のれんの減損損失は含まない会計利益である。これはIIの対極にある利益であり、本稿で提示した仮説を検証するうえでは、I、IIおよびIVの会計利益を分析すれば足りると考えられるため、本稿では取り扱わない。

IVの会計利益は、公正価値の変動情報と事業用資産・のれんの減損損失を含む会計利益であり、包括利益と純利益がこれに該当する。包括利益は「その他の包括利益」を含む分だけ、純利益よりも公正価値の変動情報を多く含んでいる。本稿では、本源的価値の予測に有用な利益情報を検討するに当たり、包括利益と純利益のうち親会社株主に帰属する部分を用いる。なお、わが国では2011年3月31日に終了する事業年度から包括利益の開示が義務付けられたが、それ以前から「その他包括利益」の開示が行われていた。具体的には、その他有価証券評価差額金と為替換算調整勘定はそれぞれ「金融商品に係る会計基準」と「外貨建取引等会計処理基準」により、2000年4月1日以降に開始する事業年度から資本(純資産)に直接計上することが義務付けられていた。繰延ヘッジ損益は、2005年7月に公布された会社法の施行日以降に終了する事業年度より、純資産に計上することが義務付けられていた。本稿では、分析対象期間(2004~13年)において継続して情報が入手できることを条件に、資本(純資産)に計上されたその他有価証券評価差額金と為替

表2 会計利益の導出方法

	利益の種類	計算式
I	営業利益	$\frac{(\text{営業利益} - \text{法人税等}) \times \text{親会社株主持分}}{(\text{純資産} - \text{新株予約権})}$ 親会社株主持分 = 純資産 - 新株予約権 - 少数株主持分
II	仮説利益	$\frac{(\text{営業利益} - \text{減損損失} - \text{法人税等}) \times \text{親会社株主持分}}{(\text{純資産} - \text{新株予約権})}$
IV	純利益	純利益 (親会社株主帰属分)
	包括利益	$\frac{\left( \begin{array}{l} \text{純利益} + \text{少数株主損益} \\ + \Delta \text{その他有価証券評価差額金} \\ + \Delta \text{為替換算調整勘定} \end{array} \right) \times \text{親会社株主持分}}{(\text{純資産} - \text{新株予約権})}$

換算調整勘定の変動額のみを「その他包括利益」として純利益と少数株主損益に加え、間接的に包括利益を導出している。

以上から、表2に示す4種類の会計利益が導出される。以下では、これら4つの利益を用いて、企業の本源的価値の推定に有用な利益情報を比較検討する<sup>41</sup>。

### (3) 推定精度による分析

#### イ. 全体サンプルの分析

本稿では、本源的価値の推定に有用な会計利益を比較検討するために、八重倉・若林 [2010] や太田 [2014] に倣い、次式に基づき推定精度を算定する<sup>42</sup>。値がゼロに近いほど推定精度が高く、本源的価値の推定に利用した会計利益の有用性が高いと判断できる。

$$\text{推定精度} = \left| \frac{V_t - P_t}{P_t} \right| \quad (13)$$

本源的価値の推定値 ( $V_t$ ) をどの時点の株式時価総額 ( $P_t$ ) と比較するかについては、論者によって意見が分かれる。八重倉・若林 [2010] は3月末の時価総額

41 IおよびIIの会計利益については、公正価値変動額と減損損失の有無に応じた会計利益を厳密に計算するため、少数株主損益控除前の税引後利益を出発点にして、営業外損益と特別損益に計上される公正価値変動額 (有価証券評価損益、デリバティブ評価損益、その他資産の評価損益、為替差損益) と減損損失のみを除いた (足し戻した) 会計利益も算出して分析を行ったが、その推定精度 (後述) は本稿で取り上げた営業利益または仮説利益よりも劣っていたため、本稿では省略している。なお、これらの会計利益で除いた (足し戻した) 公正価値変動額のうち、その他資産の評価損益については、データベースの都合上、公正価値の変動による評価差額ではない処分益が含まれている。

42 このほか、本源的価値の推定に際しての会計利益の優劣を将来の株式リターンを獲得する能力から検討したが、こちらの分析では会計利益ごとの有用性の差異はほとんど確認できなかった (補論ロング・ショート・ポートフォリオによる分析を参照)。

を、太田 [2014] は 6 月末の時価総額を用いている。本稿では市場は短期的にはミスプライスし、公表情報は徐々に株価に織り込まれることを想定しているため、大日方 [2010a, b] と同様に、決算公表（決算短信と有価証券報告書）の時期と投資家の情報処理に要する十分な時間を考慮し、7 月末の時価総額を用いる。より具体的には、7 月末の時価総額を (13) 式の  $P_t$  に挿入し、4 種類の推定精度を算定した。なお、異常値の影響を除去するため、年別に 4 種類の推定精度の上下 2%<sup>43</sup> を除外した結果、サンプル数 (N) は 9,150 企業・年度になっている。

表 3 は、4 種類の会計利益に基づく推定精度に関する記述統計量を示している。年別に上下 2% の異常値を排除してもなお、各推定精度の最大値が大きく、分析結果に対する異常値の影響が懸念される。したがって、各利益による推定精度の比較に際して、対応する 2 組のデータ群の平均値差の検定である  $t$  検定 (paired  $t$ -test) に加えて、ノンパラメトリック検定の 1 つであり、データに順位をつけて平均値の代わりに順位平均を検定するウィルコクソンの符号付順位検定 (Wilcoxon signed rank test) も行う。

表 4 は推定精度の平均値と中央値を、分析対象期間全体 (2004~13 年)、減損会計の強制適用以降 (2006~13 年)、そして年別に示している。分析対象期間全体をみると、営業利益を用いた場合に推定精度が最も高く、次いで仮説利益を用いた場合になっており、純利益または包括利益を用いた場合に比べて、営業利益または仮説利益を用いた場合の推定精度が高いことがわかる。さらに、純利益と包括利益を比べても、「その他包括利益」(その他有価証券評価差額金等) を含まない純利益の推定精度が高いことがわかる。

表 5 は  $t$  検定の結果を、表 6 はウィルコクソンの符号付順位検定の結果を、それぞれ示している。各行において、上段から下段の会計利益を用いた推定精度を差し引いて検定統計量 ( $t$  値、 $z$  値) を算出しており、その値が正 (負) であれば、上段の会計利益を用いた推定精度のほうが低い (高い) ことを意味する。表 5 および表 6 をみると、 $t$  値と  $z$  値がすべて負かつ 1% 水準で有意な値をとっており、表 4 でも確認された会計利益ごとの推定精度の差異が統計的にも有意であることがわかる。

表 3 推定精度に関する記述統計量

	N	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
営業利益	9,150	0.473	1.065	0.007	0.155	0.310	0.549	56.721
仮説利益	9,150	0.483	1.056	0.006	0.160	0.320	0.562	56.807
純利益	9,150	0.496	0.985	0.008	0.164	0.327	0.588	42.566
包括利益	9,150	0.509	1.088	0.010	0.167	0.333	0.600	47.478

.....  
 43 異常値の排除に当たっては、上下 1% のデータを除外することが通例であるが、上下 1% のデータを除外してもなお、推定精度の最大値が大きく、平均値と中央値の乖離幅も大きかったことから、本稿では上下 2% のデータを除外している。以降の分析において、上下 2% のデータを除外しているのは同様の理由による。

表4 推定精度（年別）

	営業利益		仮説利益		純利益		包括利益	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
2004～13年 (N=9,150)	0.473	0.310	0.483	0.320	0.496	0.327	0.509	0.333
2006～13年 (N=7,474)	0.495	0.319	0.504	0.328	0.514	0.334	0.527	0.341
2004年 (N=819)	0.388	0.298	0.396	0.309	0.425	0.314	0.458	0.332
2005年 (N=857)	0.368	0.258	0.381	0.264	0.400	0.285	0.398	0.283
2006年 (N=871)	0.402	0.295	0.429	0.306	0.442	0.315	0.475	0.343
2007年 (N=912)	0.428	0.295	0.442	0.300	0.455	0.306	0.461	0.310
2008年 (N=917)	0.698	0.318	0.707	0.330	0.684	0.317	0.741	0.328
2009年 (N=928)	0.532	0.358	0.539	0.365	0.547	0.372	0.543	0.360
2010年 (N=943)	0.537	0.331	0.540	0.342	0.542	0.339	0.538	0.336
2011年 (N=944)	0.458	0.301	0.458	0.304	0.497	0.331	0.520	0.353
2012年 (N=973)	0.467	0.330	0.469	0.335	0.482	0.339	0.484	0.342
2013年 (N=986)	0.438	0.339	0.451	0.354	0.467	0.354	0.458	0.351

表5 推定精度の差の検定（*t* 検定）

	2004～13年 (N=9,150)			2006～13年 (N=7,474)		
	平均値	t値	p値	平均値	t値	p値
営業利益	0.473	-7.485	0.000	0.495	-6.155	0.000
仮説利益	0.483			0.504		
営業利益	0.473	-6.662	0.000	0.495	-5.112	0.000
純利益	0.496			0.514		
営業利益	0.473	-10.212	0.000	0.495	-8.207	0.000
包括利益	0.509			0.527		
仮説利益	0.483	-4.157	0.000	0.504	-2.954	0.003
純利益	0.496			0.514		
仮説利益	0.483	-7.916	0.000	0.504	-6.235	0.000
包括利益	0.509			0.527		
純利益	0.496	-4.712	0.000	0.514	-3.877	0.000
包括利益	0.509			0.527		

表 6 推定精度の差の検定（ウィルコクソンの符号付順位検定）

	2004～13年 (N=9,150)			2006～13年 (N=7,474)		
	中央値	z値	p値	中央値	z値	p値
営業利益	0.310	-23.679	0.000	0.319	-19.955	0.000
仮説利益	0.320			0.328		
営業利益	0.310	-11.592	0.000	0.319	-10.051	0.000
純利益	0.327			0.334		
営業利益	0.310	-13.309	0.000	0.319	-10.897	0.000
包括利益	0.333			0.341		
仮説利益	0.320	-6.823	0.000	0.328	-5.454	0.000
純利益	0.327			0.334		
仮説利益	0.320	-9.674	0.000	0.328	-7.469	0.000
包括利益	0.333			0.341		
純利益	0.327	-7.024	0.000	0.334	-5.314	0.000
包括利益	0.333			0.341		

以上の結果から、公正価値の変動情報は企業の本源的価値の推定に際してノイズを加える可能性がある（仮説 1 が支持される）と判断できよう。また、営業利益と仮説利益を用いた場合については、営業利益を用いた場合の推定精度が高く、仮説 2-2 が支持される結果となった。このことは、本来、企業の本源的価値を推定するうえで有用と考えられる減損損失の情報が、経営者によって機会主義的に用いられている可能性があることを示唆しているものと解釈できる。

#### ロ. 減損損失企業の分析

サンプル企業の多くが減損損失を計上していないことに加え、減損損失を計上している企業においても、総資産に占める減損損失の割合は小さい傾向にあるため、サンプル企業全体では仮説利益と営業利益の違いが表れにくい。このため、本節(3)イ. では仮説利益の有用性が分析結果に十分に表れなかった可能性がある。そこで、①減損損失を計上している企業群と、②より仮説利益の特徴が典型的に表れるとみられる減損損失の割合が大きい企業群を対象に、それぞれ本節(3)イ. と同様にして各利益の推定精度を確認した。ここで、②の減損損失の割合が大きい企業群は、減損損失の計上企業を対象に、年別に、総資産に占める減損損失の割合（減損損失/総資産）の大きさ順に 5 分割した場合の、その割合が最も大きい企業群を指す。

表 7 はそれぞれの記述統計量を示している。①の減損損失を計上している企業群と、②の減損損失の割合が大きい企業群のいずれにおいても、年別に上下 2% の異常値を排除してもなお、各推定精度の最大値が大きく、分析結果に対する異常値の影響が懸念される。したがって、本節(3)イ. と同様に、*t* 検定およびウィルコクソンの符号付順位検定を通じて、各利益の推定精度を比較する。

表7 減損損失企業の推定精度に関する記述統計量

①減損損失を計上している企業群								
	N	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
営業利益	4,201	0.482	0.969	0.009	0.158	0.313	0.551	43.859
仮説利益	4,201	0.482	0.912	0.006	0.161	0.319	0.552	40.479
純利益	4,201	0.500	0.925	0.010	0.160	0.328	0.580	40.038
包括利益	4,201	0.510	1.008	0.010	0.165	0.332	0.582	46.137

  

②減損損失の割合が大きい企業群								
	N	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
営業利益	838	0.599	1.783	0.010	0.169	0.344	0.590	43.859
仮説利益	838	0.570	1.617	0.011	0.184	0.350	0.590	40.479
純利益	838	0.605	1.636	0.017	0.173	0.363	0.626	40.038
包括利益	838	0.607	1.845	0.010	0.177	0.353	0.616	46.137

表8は推定精度の平均値と中央値を、分析対象期間全体（2004～13年）、減損会計の強制適用以降（2006～13年）、そして年別に示している。①の減損損失を計上している企業群についての結果をみると、サンプル企業全体（本節（3）イ.）と概ね同様の結果が得られ、推定精度は、営業利益、仮説利益、純利益、包括利益の順に高いことが確認された。他方、②の減損損失の割合が大きい企業群については、減損会計が強制適用された後（2006～13年）を中心に、仮説利益の推定精度が最も高いことが判明した。

表9はt検定の結果を、表10はウィルコクソンの符号付順位検定の結果を、それぞれ示している。①の減損損失を計上している企業群においては、z値については、すべて負かつ1%水準で有意である一方（表10）、t値については、すべて負であったものの、営業利益と仮説利益の比較では統計的に有意ではないことがわかる（表9）。これらの結果は、サンプル企業全体（本節（3）イ.）と概ね同様であるが、①の減損損失を計上している企業群では、全体サンプルの場合とは異なり、営業利益を用いた場合の推定精度が仮説利益を用いた場合に比べて必ずしも高いとは限らない（仮説2-2が支持できるとは一概にはいえない）ことを示唆するものとなっている。

他方、②の減損損失の割合が大きい企業群においては、仮説利益の有用性が統計的にも有意な水準で確認できる結果となった。具体的には営業利益と仮説利益の比較において、t値は減損会計の強制適用以降（2006～13年）では正かつ1%水準で有意であったほか（表9）、z値は分析対象期間全体（2004～13年）および減損会計の強制適用以降（2006～13年）で正かつ1%水準で有意であった（表10）。

このように、減損損失の割合が大きい企業を対象を絞った分析では、減損損失を含む会計利益の有用性が確認された。これは、減損損失が大きい企業に限ってみると、事業投資から生じる将来キャッシュ・フローの減少を表すという減損損失の情報価値が、機会主義的に用いられることによるノイズとしての効果を上回ることを示唆しており、仮説2-1を支持するものである。



表 8 減損損失企業における推定精度（年別）

①減損損失を計上している企業群								
	営業利益		仮説利益		純利益		包括利益	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
2004～13年 (N=4,201)	0.482	0.313	0.482	0.319	0.500	0.328	0.510	0.332
2006～13年 (N=3,999)	0.490	0.319	0.490	0.324	0.508	0.333	0.519	0.336
2004年 (N=50)	0.318	0.201	0.338	0.308	0.349	0.287	0.351	0.288
2005年 (N=152)	0.311	0.227	0.309	0.237	0.344	0.230	0.335	0.207
2006年 (N=548)	0.415	0.309	0.431	0.313	0.449	0.328	0.483	0.351
2007年 (N=389)	0.420	0.277	0.430	0.288	0.441	0.289	0.462	0.295
2008年 (N=425)	0.642	0.327	0.631	0.337	0.632	0.314	0.676	0.331
2009年 (N=523)	0.519	0.343	0.522	0.365	0.526	0.368	0.519	0.348
2010年 (N=552)	0.568	0.329	0.564	0.336	0.573	0.342	0.565	0.336
2011年 (N=497)	0.495	0.310	0.483	0.314	0.525	0.326	0.549	0.357
2012年 (N=520)	0.456	0.330	0.447	0.323	0.470	0.326	0.468	0.328
2013年 (N=545)	0.421	0.319	0.427	0.341	0.453	0.346	0.448	0.334
②減損損失の割合が大きい企業群								
	営業利益		仮説利益		純利益		包括利益	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
2004～13年 (N=838)	0.599	0.344	0.570	0.350	0.605	0.363	0.607	0.353
2006～13年 (N=798)	0.609	0.351	0.576	0.347	0.613	0.364	0.617	0.357
2004年 (N=10)	0.365	0.195	0.536	0.394	0.511	0.594	0.326	0.333
2005年 (N=30)	0.395	0.203	0.427	0.361	0.428	0.206	0.436	0.199
2006年 (N=109)	0.475	0.381	0.448	0.300	0.460	0.337	0.460	0.343
2007年 (N=78)	0.415	0.275	0.444	0.301	0.432	0.298	0.429	0.307
2008年 (N=85)	1.286	0.351	1.202	0.388	1.180	0.319	1.317	0.333
2009年 (N=104)	0.471	0.370	0.477	0.393	0.496	0.392	0.497	0.368
2010年 (N=110)	0.678	0.346	0.633	0.348	0.657	0.366	0.648	0.347
2011年 (N=99)	0.705	0.392	0.626	0.341	0.733	0.428	0.722	0.397
2012年 (N=104)	0.520	0.417	0.460	0.378	0.564	0.395	0.525	0.375
2013年 (N=109)	0.418	0.291	0.412	0.326	0.457	0.367	0.436	0.348

表9 推定精度の差の検定 (t検定)

	①減損損失を計上している企業群						②減損損失の割合が大きい企業群					
	2004~13年 (N=4,201)			2006~13年 (N=3,999)			2004~13年 (N=838)			2006~13年 (N=798)		
	平均値	t値	p値	平均値	t値	p値	平均値	t値	p値	平均値	t値	p値
営業利益	0.482	-0.102	0.919	0.490	-0.047	0.962	0.599	2.393	0.017	0.609	2.755	0.006
仮説利益	0.482			0.490			0.570			0.576		
営業利益	0.482	-3.617	0.000	0.490	-3.403	0.001	0.599	-0.300	0.764	0.609	-0.155	0.877
純利益	0.500			0.508			0.605			0.613		
営業利益	0.482	-6.230	0.000	0.490	-6.131	0.000	0.599	-0.562	0.574	0.609	-0.505	0.614
包括利益	0.510			0.519			0.607			0.617		
仮説利益	0.482	-4.387	0.000	0.490	-4.185	0.000	0.570	-2.407	0.016	0.576	-2.458	0.014
純利益	0.500			0.508			0.605			0.613		
仮説利益	0.482	-6.241	0.000	0.490	-6.138	0.000	0.570	-2.499	0.013	0.576	-2.677	0.008
包括利益	0.510			0.519			0.607			0.617		
純利益	0.500	-2.591	0.010	0.508	-2.692	0.007	0.605	-0.121	0.903	0.613	-0.238	0.812
包括利益	0.510			0.519			0.607			0.617		

表10 推定精度の差の検定 (ウィルコクソンの符号付順位検定)

	①減損損失を計上している企業群						②減損損失の割合が大きい企業群					
	2004~13年 (N=4,201)			2006~13年 (N=3,999)			2004~13年 (N=838)			2006~13年 (N=798)		
	中央値	z値	p値	中央値	z値	p値	中央値	z値	p値	中央値	z値	p値
営業利益	0.313	-6.842	0.000	0.319	-6.720	0.000	0.344	3.074	0.002	0.351	3.705	0.000
仮説利益	0.319			0.324			0.350			0.347		
営業利益	0.313	-5.656	0.000	0.319	-5.869	0.000	0.344	-0.155	0.876	0.351	-0.122	0.903
純利益	0.328			0.333			0.363			0.364		
営業利益	0.313	-6.912	0.000	0.319	-7.044	0.000	0.344	-0.482	0.629	0.351	-0.599	0.549
包括利益	0.332			0.336			0.353			0.357		
仮説利益	0.319	-4.998	0.000	0.324	-5.272	0.000	0.350	-2.765	0.006	0.347	-2.999	0.003
純利益	0.328			0.333			0.363			0.364		
仮説利益	0.319	-6.214	0.000	0.324	-6.370	0.000	0.350	-2.031	0.042	0.347	-2.423	0.015
包括利益	0.332			0.336			0.353			0.357		
純利益	0.328	-3.838	0.000	0.333	-3.812	0.000	0.363	0.472	0.637	0.364	0.482	0.630
包括利益	0.332			0.336			0.353			0.357		

## 5. おわりに

本稿では、株価水準を評価する際に用いる会計利益の内容によってその評価が変わりうるとの問題意識のもと、ファンダメンタルズ分析に基づき株価水準を評価する場合に、いかなる会計利益がより有用な利益情報であるかを、日本企業（金融業を除く一般事業法人）のデータを用いて分析した。分析に当たっては、企業の本源的価値の推定精度が高く、会計基準設定主体が想定する企業の経済活動の捉え方とも整合的と考えられる残余利益モデルをベースとした回帰モデルを用い、公正価値の変動情報や事業用資産・のれんの減損損失情報の有無に応じて分類した複数の会計利益について、それぞれの推定精度を比較した。

本稿における主たる分析結果は次のとおりである。まず、公正価値変動額について

ては、株価水準を評価するうえでノイズである可能性が高いことが確認された。他方、事業用資産・のれんの減損損失については、減損損失の割合が大きい企業にサンプルを絞った分析では、減損損失を含む会計利益の有用性を示唆する結果が得られたものの、全サンプルを対象にした分析では、減損損失を含まない場合のほうが推定精度は高くなる（株価水準を評価するうえで有用である）という結果が得られた。こうした分析結果を解釈するうえでは、後述のような分析上の課題も踏まえ、さらに研究を深めることが必要と考えられる。しかしながら、減損損失に関する規範面における検討によれば、本業で用いられる事業用資産・のれんの減損損失は企業の基礎的な収益力の低下を意味すると考えられる。これを踏まえれば、本稿における分析結果は、本来、企業の本源的価値を推定するうえで有用な減損損失に関する情報が、経営者によって機会主義的に用いられる結果として、ノイズとして作用している可能性があることを示唆するものと解釈できよう。

本稿における分析結果は、一時項目と考えられるものであっても、その性質を踏まえて情報の有用性を判断する必要があることを表している。このことは、残余利益モデルによる企業価値評価にとどまらず、株式市場で観察される株価にどの程度ファンダメンタルズの裏付けがあるかという観点から株価水準を測る PER や CAPE など、会計情報を用いて個別銘柄の割高感や株式市場全体の過熱感を評価する場合において一般的に当てはまるであろう。すなわち、本稿の分析結果によれば、フロー情報（会計利益）としての公正価値変動情報については、少なくとも一般事業法人にとってはその株価水準を評価するうえでノイズである可能性が高い一方、減損損失情報については、必ずしもノイズではない可能性があるといえよう。もっとも、このことは、公正価値変動情報のストック情報（公正価値評価額）としての有用性や、金融機関のように公正価値変動情報が本業と密接に関連しているような企業においてはフロー情報としても有用である可能性までを否定するものではない。

本稿の分析には、少なくとも次の4点において課題が残されている。第1に、本稿では、本源的価値の推定に当たり、残余利益モデルそのものではなく、残余利益モデルをベースとした回帰モデルを用いて分析を行った。しかしながら、本源的価値の推定における公正価値変動額や減損損失の有用性をより厳密に比較分析するうえでは、資本コスト等の推定値や各利益の予測値を残余利益モデルに直接挿入して本源的価値を算出するほうが望ましい。こうした方法を用いることにより、本稿の分析では明確に確認することが難しかった会計利益ごとの有用性の差異、すなわち本源的価値の推定における公正価値変動額や減損損失を含む利益と含まない利益の有用性の違いを明らかにすることが可能となるかもしれない。

第2に、4節（2）でも触れたように、損益計算書上の減損損失額は、先行き毎期減少する将来キャッシュ・フローに関する情報を当期の会計利益のみに反映する

ものであるため、そのまま本稿で用いた推定モデルのインプット情報として用いると、期待利益に対する減損損失の影響を過大に見積もってしまう可能性がある<sup>44</sup>。この点は、例えばCAPEが会計利益の10年平均を用いているように、何らかの調整が必要かもしれない。

第3に、減損損失にかかる情報について分析結果に安定性がみられなかったのは、わが国で減損会計の強制適用が開始されたのが2006年3月期と比較的最近であるため、分析に用いるデータに制約があることが影響している可能性もある。

第4に、本稿では、全サンプル企業を対象とした分析において減損損失を含まない会計利益を用いるほうが本源的価値の推定精度が高まるとの結果が得られた。この結果について、減損損失が、経営者の裁量余地が大きいために機会主義的に用いられていることが影響しているのではないかと解釈を示したものの、その検証は行っていない。したがって、かかる解釈の妥当性を確認するためには、減損損失が機会主義的に用いられていることが減損損失情報の有用性に影響しているか、あるいはその前提として企業のガバナンス体制に応じて減損損失情報の有用性の程度が異なるかどうかを分析する必要がある。なお、仮に企業のガバナンスが機能していないことなどから、減損損失が経営者によって機会主義的に用いられている結果として、減損損失情報の有用性が低下しているということであれば、減損損失の情報としての信頼性を確保することが必要であり、そのためにも経営者の会計処理に対するガバナンスを有効に機能させることが重要との示唆が得られよう。ただし、2節(2)でみたように、減損損失情報の有用性の源泉は、「経営者自身の期待の反映」といった経営者の裁量余地とは切り離せない性質にあるともいえる。そのため、減損損失情報を、いかに信頼性の確保された情報として経営者に提供させるかという問題への対応は、本質的な困難性を抱えていることは否定できない。

以上のような課題はあるものの、本稿の分析を通じて、企業の本源的価値ないし株価水準の評価に会計利益の内容が影響を与えること、そのため、会計利益の内容の違いに関する理解を深めることが重要であることが確認された。こうした問題は、会計情報の利用者（特に投資家）にとっては収益機会を左右するものとして関心が高いと考えられるほか、会計基準設定主体にとっても、投資意思決定（企業の将来の基礎的収益力の把握）に有用な情報として何を提供させればよいかを検討するうえで、関心の高いテーマと考えられる。さらに、マクロ経済全体でみても、株式市場の過熱感を評価する際にベンチマークとする会計利益はいかなるものが適当かについて理論的な基礎を提供することが可能となろう。この点、仮に株価水準を評価するうえでは本稿でいう仮説利益が有用であったとしても、前述のとおり、現時点では、データの制約から、使用価値（減損）にかかる情報を取り出してCAPE

.....  
44 米国基準のように、のれんの償却処理を求めない会計基準では、会計利益に計上される減損損失額がより大きくなるため、減損損失にかかる情報の過大評価の影響が大きくなると考えられる。

等を算出し、株価水準の過熱感を分析することは難しい。こうした点も含め、今後の研究課題としたい。

## 参考文献

- 秋葉賢一、『エッセンシャル IFRS 第3版』、中央経済社、2014年
- 浅野敬志・古市峰子、「企業のガバナンス構造と会計戦略および企業価値との関連性について」、『金融研究』第34巻第1号、日本銀行金融研究所、2015年、35～98頁
- 石川博行、『配当政策の実証分析』、中央経済社、2007年
- 伊藤邦雄、「包括利益開示の意義・影響・課題」、『企業会計』第63巻第3号、2011年、18～28頁
- 祝迫得夫、「ノーベル経済学賞2013年解題—ファーマ、ハンセン、シラー教授の資産価格の実証分析への貢献—」、ディスカッションペーパー No. A.599、一橋大学経済研究所、2014年
- 薄井彰、「序章 バリュエーションの基礎」、薄井彰編著『MBA アカウンティング バリュエーションと会計』、中央経済社、2011年
- 太田浩司、「企業評価における予測指向と歴史的会計情報の有用性」、『会計』第185巻第1号、2014年、16～28頁
- 岡田幸彦・島拓也・中村亮介、「包括利益情報の価値関連法則の探究—表示初年度の経験から—」、『産業経理』第73巻第2号、2013年、160～173頁
- 奥村雅史・吉田和生「連結会計情報と長期株式リターン—EBOモデルを通して—」、『会計』第158巻第3号、2000年、46～60頁
- 音川和久、「第3章 株価乗数モデルに基づく企業価値評価」、桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証』、中央経済社、2010年
- 乙政正太、『財務諸表分析 第2版』、同文館出版、2014年
- 大日方隆、「第2章 会計情報の質的特性」、斎藤静樹編著『討議資料 財務会計の概念フレームワーク 第2版』、中央経済社、2007年
- 、「純利益と包括利益—利益属性と有用性の再検討」、『経済学論集』第74巻第4号、東京大学、2009年、2～15頁
- 、「利益情報の有用性と市場の効率性 (1)」、『経済学論集』第76巻第1号、東京大学、2010年 a、2～55頁
- 、「利益情報の有用性と市場の効率性 (2・完)」、『経済学論集』第76巻第2号、東京大学、2010年 b、88～124頁
- 、「第1章 公正価値情報の有用性」、大日方隆編著『金融危機と会計規制—公正価値測定の誤謬』、中央経済社、2012年
- 、『アドバンスト財務会計 第2版』、中央経済社、2013年
- ・岡田隆子、「減損計上企業の会計行動」、『経済学論集』第74巻第1号、東京大学、2008年、2～75頁
- 川村義則、「第5章 純利益と包括利益」、斎藤静樹・徳賀芳弘責任編集『企業会計

- の基礎概念」、中央経済社、2011年
- 企業会計基準委員会、「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」、企業会計基準委員会、2006年
- 黒川行治、「第1章 機関投資家、資本市場の実態と会計情報」、黒川行治編著『日本の会計社会 市場の質と利益の質』、中央経済社、2009年
- 斎藤静樹、『会計基準の研究 増補改訂版』、中央経済社、2013年
- 齊藤誠、「長期均衡への収斂としてみた金融危機—金融システム改革へのインプリケーション—」、『フィナンシャル・レビュー』第101号、財務省財務総合政策研究所、2010年、77～97頁
- 桜井久勝、「当期純利益と包括利益の有用性比較」、『企業会計』第62巻第1号、2010年、43～46頁
- 、『財務諸表分析 第5版』、中央経済社、2012年
- 、「終章 実証的会計研究と会計制度設計」、伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『体系現代会計学 第3巻 会計情報の有用性』、中央経済社、2013年
- 須田一幸、『財務会計の機能—理論と実証—』、白桃書房、2000年
- 、「第1章 当期純利益と包括利益」、須田一幸編著『会計制度の設計』、白桃書房、2008年
- ・竹原均、「残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルの比較：ロング・ショート・ポートフォリオ・リターンの分析」、『現代ファイナンス』No.18、日本ファイナンス学会、2005年、3～26頁
- 徳賀芳弘、「会計基準における混合会計モデルの検討」、『金融研究』第31巻第3号、日本銀行金融研究所、2012年、141～204頁
- 中野誠・大坪史尚・高須悠介、「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」、『金融研究』第34巻第1号、日本銀行金融研究所、2015年、99～146頁
- 福井義高、「概念フレームワークの忘れもの—変動する資本コストと会計情報」、『企業会計』第59巻第9号、2007年、74～81頁
- 、『会計測定の新評価』、中央経済社、2008年
- 宮宇地俊岳、「第3章 公正価値会計の現状と課題」、渡邊泉編著『歴史から見る公正価値会計—会計の根源的な役割を問う—』、森山書店、2013年
- 八重倉孝、「第10章 評価モデルと会計情報」、伊藤邦雄・桜井久勝責任編集『体系現代会計学 第3巻 会計情報の有用性』、中央経済社、2013年
- ・若林公美、「第8章 企業価値評価モデルのインプットとしての利益」、桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析』、中央経済社、2010年
- 若林公美、「為替換算調整勘定と株価形成～包括利益の観点から～」、『研究季報』第12巻第1号、奈良県立大学、2001年、47～66頁

- 、「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、81~94頁
- 、『包括利益の実証研究』、中央経済社、2009年
- Accounting Standards Board of Japan (ASBJ), “Conceptual Framework ‘Profit or Loss/OCI and Measurement’,” ASBJ, 2013.
- Barth, Mary E., “Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks,” *The Accounting Review*, 69(1), 1994, pp. 1–25.
- , William H. Beaver, John R. M. Hand, and Wayne R. Landsman, “Accruals, Cash Flows, and Equity Values,” *Review of Accounting Studies*, 4(3–4), 1999, pp. 205–229.
- , and Greg Clinch, “Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, 36(s), 1998, pp. 199–233.
- Barton, Jan, Thomas Bowe Hansen, and Grace Pownall, “Which Performance Measures Do Investors Around the World Value the Most—and Why?,” *The Accounting Review*, 85(3), 2010, pp. 753–789.
- Biddle, Gary C., and Jong-Hag Choi, “Is Comprehensive Income Useful?,” *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 2006, pp. 1–32.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller, “Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends,” *The Journal of Finance*, 43(3), 1988, pp. 661–676.
- Chambers, Dennis J., “Has Goodwill Accounting Under SFAS 142 Improved Financial Reporting?,” working paper, 2007.
- Chen, Changling, Mark J. Kohlbeck, and Terry Warfield, “Goodwill Valuation Effects of the Initial Adoption of SFAS 142,” working paper, 2004.
- Dhaliwal, Dan, K. R. Subramanyam, and Robert Trezevant, “Is Comprehensive Income Superior to Net Income as A Measure of Firm Performance?,” *Journal of Accounting and Economics*, 26(1–3), 1999, pp. 43–67.
- Easton, Peter D., “Security Returns and the Value Relevance of Accounting Data,” *Accounting Horizons*, 13(4), 1999, pp. 399–412.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics*, 33(1), 1993, pp. 3–56.
- Frankel, Richard, and Charles M. C. Lee, “Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns,” *Journal of Accounting and Economics*, 25(3), 1998, pp. 283–319.
- International Accounting Standards Board (IASB), “Conceptual Framework for Financial Reporting,” IASB, 2010.
- , “A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting,” IASB, 2013.



- , “The Dangers of Ignoring Unrealised Income,” Speech by Hans Hoogervorst at IFRS Conference Tokyo, IASB, 2014 (available at <http://www.ifrs.org/Alerts/Conference/Documents/2014/Speech-Hans-Hoogervorst-Dangers-of-ignoring-unrealised-income-September-2014.pdf>).
- , “Conceptual Framework for Financial Reporting,” IASB, 2015a.
- , “Conceptual Framework for Financial Reporting: Basis for Conclusions,” IASB, 2015b.
- Jones, Denise A., and Kimberly J. Smith, “Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items” *The Accounting Review*, 86(6), 2011, pp. 2047–2073.
- Kanagaretnam, Kiridaran, Robert Mathieu, and Mohamed Shehata, “Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 2009, pp. 349–365.
- Li, Kevin, Amir Amel-Zadeh, and Geoff Meeks, “The Impairment of Purchased Goodwill: Effects on Market Value,” working paper, 2010.
- Louis, Henock, “The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment,” *The Accounting Review*, 78(4), 2003, pp. 1027–1047.
- Myers, James N., “Implementing Residual Income Valuation With Linear Information Dynamics,” *The Accounting Review*, 74(1), 1999, pp. 1–28.
- Nelson, Karen K., “Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107,” *The Accounting Review* 71(2), 1996, pp. 161–182.
- Ohlson, James A., “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 1995, pp. 661–687.
- Ramanna, Karthik, and Ross L. Watts, “Evidence on the Use of Unverifiable Estimates in Required Goodwill Impairment,” *Review of Accounting Studies*, 17(4), 2012, pp. 749–780.
- Riedl, Edward J., “An Examination of Long-Lived Asset Impairments,” *The Accounting Review*, 79(3), 2004, pp. 823–852.
- Siegel, Jeremy J., “The Shiller CAPE Ratio: A New Look,” working paper, 2013.
- Song, Chang Joon, Wayne B. Thomas, and Han Yi, “Value Relevance of FAS No. 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms,” *The Accounting Review*, 85(4), 2010, pp. 1375–1410.
- White, Halbert, “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica*, 48(4), 1980, pp. 817–838.

## 補論 ロング・ショート・ポートフォリオによる分析

### (1) V/P 比率

本論 4 節 (3) では、決算公表後の 7 月末の株式時価総額を企業の本源的価値のベンチマークとして分析を行った。補論では視点を変え、決算情報が示す企業の本源的価値が株価に表れるまでの期間をより長めに捉え、本源的価値の推定に際しての会計利益の優劣を将来の株式リターンを獲得する能力から検討する。

まず、本論 4 節 (3) と同様に、(12) 式を用いて、年別に OLS 回帰を用いてパラメータを推定し、実績値を挿入して、本源的価値の推定値を算定する。補論の分析の前提として、決算公表後 1 年かけて株価が本源的価値に収束すると仮定しているため、パラメータの推定に用いるベンチマークの本源的価値 ( $V_t$ ) として、決算公表の翌年の 5 月末 (決算公表から約 1 年後) の株式時価総額を用いる。なお、異常値の影響を排除するために、本源的価値の推定に際して年別に各変数の上下 1% を除外しており、計 10,010 企業・年度を本源的価値の推定に利用する。本源的価値を推定した後、その推定値を決算公表直後の 5 月末の株式時価総額 ( $P_t$ ) で除して Value to Price Ratio (V/P 比率) を算定する。V/P 比率の算定においても、異常値の影響を除去するため、年別に 4 種類の V/P 比率の上下 2% を除外しており、最終的なサンプル数 (N) は 9,442 企業・年度になった。

表 A-1 は、4 種類の会計利益に基づく V/P 比率に関する記述統計量を示している。各年別に上下 2% の異常値を排除してもなお、各 V/P 比率の最大値が大きいため、平均値に加えて異常値の影響を受けにくい中央値を用いて、V/P 比率の年別推移を確認する。

表 A-2 は、それぞれの利益にかかる V/P 比率 (平均値、中央値) を年別に示している。値が 1 に近いほど、決算公表直後の 5 月末の株価が本源的価値に近いことを意味する。表 A-2 をみると、分析対象期間全体 (2004~13 年) ではどの利益を用いた場合も V/P 比率は 1 を上回っており、全体的に本源的価値の推定値は実際の時価総額を上回る場合が多いことがわかる。ただし、年別で見ると 2007 年および 2008 年はほぼ 1 を下回っており、株式市場が過熱していたことが示唆される一方、2012

表 A-1 V/P 比率に関する記述統計量

	N	標準偏差	平均値	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
営業利益	9,442	0.851	1.297	0.253	0.833	1.141	1.542	26.394
仮説利益	9,442	0.852	1.304	0.234	0.834	1.144	1.556	24.846
純利益	9,442	0.859	1.316	0.187	0.833	1.151	1.592	24.704
包括利益	9,442	0.895	1.326	0.195	0.825	1.163	1.608	27.426

表 A-2 V/P 比率の年別推移

	営業利益		仮説利益		純利益		包括利益	
	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値	平均値	中央値
2004～13年 (N=9,442)	1.297	1.141	1.304	1.144	1.316	1.151	1.326	1.163
2004年 (N=849)	1.367	1.275	1.369	1.272	1.389	1.286	1.421	1.306
2005年 (N=887)	1.543	1.422	1.554	1.440	1.588	1.470	1.585	1.456
2006年 (N=907)	1.219	1.116	1.232	1.112	1.248	1.129	1.269	1.164
2007年 (N=950)	0.950	0.884	0.956	0.886	0.960	0.880	0.958	0.875
2008年 (N=953)	0.991	0.797	0.994	0.798	0.989	0.789	1.015	0.794
2009年 (N=954)	1.345	1.141	1.353	1.136	1.360	1.150	1.372	1.145
2010年 (N=967)	1.285	1.085	1.287	1.088	1.291	1.090	1.290	1.104
2011年 (N=974)	1.168	0.998	1.170	1.006	1.192	1.016	1.207	1.033
2012年 (N=994)	1.792	1.609	1.793	1.619	1.808	1.636	1.818	1.634
2013年 (N=1,007)	1.313	1.226	1.329	1.244	1.342	1.255	1.332	1.253

年は大きく 1 を上回っており、株式市場が冷え込んでいたことが示唆される<sup>45</sup>。また、会計利益間のパフォーマンスをみると、営業利益が最も 1 に近く、次いで仮説利益という順になっており、純利益および包括利益は相対的に 1 から離れていることがわかる。これは、本論 4 節 (3) の推定精度の結果と整合的である。

## (2) ロング・ショート・ポートフォリオのリターンによる分析

補論 (1) では、V/P 比率を通じて、本源的価値の推定値と株式時価総額の関係を年別に確認した。次に、短期的にミスプライスした株価が時間の経過とともに本源的価値に収束し、その過程で投資リターンが得られることを前提に、V/P 比率に基づくロング・ショート・ポートフォリオのリターンの大きさを通じて、本源的価値の推定に際しての会計利益の優劣を比較検討する。

上場企業は、決算期末後 30 日以内に通期の決算短信を開示することが望ましく、遅くとも 45 日以内に開示することが適当とされている。本稿では、3 月決算企業を分析サンプルとしているため、大半の上場企業では 5 月中旬までに決算情報が開示されている。ここで、株式市場は短期的にはミスプライスし、5 月末時点の株価

45 もっとも、本源的価値 ( $V_t$ ) の算定に当たっての被説明変数として翌年の 5 月末の株式時価総額をベンチマークとしているため、決算情報の公表を行った 5 月末からその翌年の 5 月末までに生じたイベント (政策変更等) が株価形成に影響を与えた結果として、V/P 比率の値が変化しうることには留意が必要である。

が本源的価値と乖離しているとすれば、株価が本源的価値に収束する過程のなかで投資収益の機会が存在すると考えられる。

このため、5月末時点のV/P比率に基づきロング・ショート・ポートフォリオを作成し、その月次リターンを比較する。作業手順は次のとおりである。まず、4種類の会計利益を用いたV/P比率を毎年5月末の時点で計測し、V/P比率のランキングに従い5つのグループを作成する。すなわち、V/P比率が下位20%に属する企業群をP1とし、次の20%ごとに企業群をP2、P3、P4に分割し、V/P比率が上位20%に属する企業群をP5に分類する。次に、企業群ごとに6月から翌年5月までの平均月次リターンを毎年計算する。続いて、P1を空売りし、P5を空買いするロング・ショート・ポートフォリオを作成し、そのポートフォリオのリターン（P5の平均月次リターン－P1の平均月次リターン）を算定する。P1は割高株、P5は割安株と判断されるため、このポートフォリオにより、正のリターンが得られると推測される。本稿では、4種類の会計利益別に、ポートフォリオのリターンを6月から翌年5月までの各月で毎年計算する。そして、月次リターンがゼロと有意に異なっているかどうかの検定（両側t検定）を実施する（分析対象期間：2004～13年、サンプル数：10）。ポートフォリオのリターンは、推定した本源的価値に株価が収束する過程で獲得できることから、それぞれの会計利益の有用性はポートフォリオのリターンの大きさによって確認できるものと考えられる。

表A-3はポートフォリオの月次リターンの平均値を、表A-4はその累積リターンを表している。表A-3から、まず、いずれの会計利益を用いた場合であっても、5

表A-3 ポートフォリオのリターン（平均値・リスク調整なし）

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	6～11月
営業利益	0.020 **	0.001	0.006	0.005	0.002	0.000	0.034
(t値)	(2.753)	(0.175)	(0.816)	(0.677)	(0.295)	(0.094)	(1.810)
仮説利益	0.020 **	0.001	0.005	0.007	0.003	0.001	0.038 *
(t値)	(2.664)	(0.192)	(0.772)	(0.931)	(0.541)	(0.137)	(1.926)
純利益	0.018 **	0.000	0.002	0.009	0.002	0.000	0.033
(t値)	(2.711)	(0.077)	(0.286)	(1.223)	(0.340)	(0.006)	(1.614)
包括利益	0.018 **	0.001	0.004	0.009	0.003	0.001	0.036
(t値)	(2.501)	(0.127)	(0.474)	(1.164)	(0.425)	(0.197)	(1.729)

  

	12月	1月	2月	3月	4月	5月	12～5月
営業利益	0.017 *	0.026 ***	0.016 **	0.024 *	0.003	-0.016	0.070 ***
(t値)	(2.058)	(4.408)	(2.406)	(2.016)	(0.195)	(-1.692)	(4.488)
仮説利益	0.018 *	0.025 ***	0.016 **	0.025 *	0.005	-0.016	0.074 ***
(t値)	(2.038)	(4.328)	(2.354)	(2.141)	(0.356)	(-1.508)	(4.322)
純利益	0.020 **	0.024 ***	0.012 *	0.026 **	0.006	-0.021 *	0.068 ***
(t値)	(2.287)	(3.529)	(1.891)	(2.394)	(0.453)	(-2.116)	(4.513)
包括利益	0.022 **	0.025 ***	0.014 *	0.027 *	0.005	-0.016	0.077 ***
(t値)	(2.727)	(3.501)	(1.911)	(2.250)	(0.382)	(-1.595)	(4.303)

備考：\*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ1%、5%、10%水準で有意であることを示す（両側検定）。

表 A-4 ポートフォリオの累積リターン（平均値・リスク調整なし）

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
営業利益	0.020	0.021	0.027	0.032	0.033	0.034	0.051	0.077	0.093	0.118	0.120	0.104
仮説利益	0.020	0.021	0.027	0.034	0.037	0.038	0.055	0.081	0.097	0.122	0.127	0.111
純利益	0.018	0.019	0.021	0.030	0.033	0.033	0.053	0.077	0.089	0.116	0.122	0.100
包括利益	0.018	0.019	0.023	0.032	0.035	0.036	0.058	0.083	0.097	0.124	0.129	0.113

月を除いて概ね正のリターンが観測されており、かつ12～5月における正のリターンが1%水準で有意であることがわかる。これは、市場が短期的にミスプライスしている可能性を示唆していると考えられる。他方、表 A-4 が示すとおり、用いる会計利益ごとのリターンの差異はほとんどみられない。

### (3) リスク調整後のリターンの確認

補論(2)の結果から、いずれの会計利益についてもロング・ショート・ポートフォリオにより正のリターンが獲得できることが確認できた。しかし、以上の分析ではリスク調整がなされていない点に注意が必要である。会計利益を利用した本源的価値の推定が有用といえるためには、ロング・ショート・ポートフォリオのリターンのうち、V/P比率に固有の情報から得られたもの、すなわち本源的価値の推定値に基づく割高・割安株の判定のみを通じて得られたリターンを識別・評価する必要がある。そこで、須田・竹原[2005]に倣い、ファーマ=フレンチ・3ファクター・モデルをベンチマーク・モデルとして、ジェンセン・アルファを測定し、リスク調整後のリターンを分析する。ジェンセン・アルファは、次の回帰式(A-1)の切片項( $\alpha$ )である。

$$Spread_t = \alpha + \beta_{EVW}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{SMB}SMB_t + \beta_{HML}HML_t + \varepsilon_t \quad (A-1)$$

ここで、 $Spread_t$ は、補論(2)で算定したロング・ショート・ポートフォリオの月次リターンである。また、マーケット・ファクター( $R_{m,t} - R_{f,t}$ )、SMBファクター( $SMB_t$ )およびHMLファクター( $HML_t$ )には、金融データソリューションズ社が提供する「NPM日本版Fama-Frenchベンチマーク」の値を用いる<sup>46</sup>。本稿では、分析対象期間(2004～13年)において、5月末時点でポートフォリオを構築し、翌年の5月までの12カ月間のジェンセン・アルファを分析するため、120カ月分(12カ月×10年)の月次データを用いて(A-1)式を推定する。なお、誤差項の不均一分散を考慮し、White[1980]の標準誤差を用いている。標準誤差では誤差項の系列相

46 マーケット・ファクターはマーケット・リターンと、SMBファクターは株式時価総額と、HMLファクターは純資産時価総額比率とそれぞれ関係するファクターである。

表 A-5 ポートフォリオのリターンのファクター・モデルによる評価

	$\alpha$		$\beta_{EVW}$		$\beta_{SMB}$		$\beta_{HML}$		$ADJ.R^2$	$DW$ 値
営業利益	0.005	***	0.001	***	0.006	***	0.008	***	0.559	2.255
(t値)	(2.91)		(4.48)		(6.11)		(9.89)			
仮説利益	0.005	***	0.002	***	0.006	***	0.008	***	0.578	2.212
(t値)	(3.21)		(5.51)		(6.50)		(10.13)			
純利益	0.004	**	0.002	***	0.006	***	0.007	***	0.562	2.215
(t値)	(2.66)		(4.87)		(7.14)		(8.03)			
包括利益	0.005	***	0.002	***	0.006	***	0.008	***	0.582	2.181
(t値)	(3.15)		(4.93)		(7.28)		(8.18)			

備考：\*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す（両側検定）。

関を直接考慮していないものの、ダービン=ワトソン (DW) 比を算定したところ、値が 2 に近く、誤差項の系列相関に伴う t 値の過大推定はないと考えられる。

推定結果は表 A-5 に示すとおりである。いずれの利益を用いた場合であっても、ジェンセン・アルファ ( $\alpha$ ) は正の値をとり、統計的にも 1%水準で有意であることが確認できる。他方、SMB および HML のパラメータ ( $\beta_{SMB}$  および  $\beta_{HML}$ ) についても、ジェンセン・アルファと同様かそれ以上の正の値をとり、統計的に有意であることがわかる。これは、ポートフォリオのリターンが、小型株効果および純資産効果の影響を相応に受けていることを表している。なお、マーケット・ファクターのパラメータ ( $\beta_{EVW}$ ) に関しても、有意に正の値をとっているが、その水準は他のパラメータに比べて小さい。これは、空買いと空売りを組み合わせたロング・ショート・ポートフォリオから得られるリターンであることに起因するものと考えられる。

表 A-6 は、推定されたパラメータを用いてリスク調整後のロング・ショート・ポートフォリオの月次リターンの平均値を、表 A-7 はその累積リターンを表している。算出方法は、補論 (2) と同様である。これらの表をみると、リスク調整の結果、いずれの会計利益を用いた場合であっても、リターンの水準は小さくなっているものの、概ね正のリターンが得られていることが確認できる。これは、会計利益を用いて株価水準を評価することの有用性を示唆するものである。他方、表 A-7 が示すとおり、用いる会計利益ごとのリターンの差異はほとんどみられない。

以上のロング・ショート・ポートフォリオのリターンによる分析では、どの会計利益を用いた場合でもリターンは正であることが確認された。これは、市場が短期的にはミスマイズしており、会計利益を用いて株価水準を評価することが有用であることを示唆するものである。一方、用いる会計利益ごとのリターンについては、ほとんど差異はみられなかった。この点、本論 5 節で挙げた分析上の課題（分析モデル、用いる会計利益の調整、データ上の制約）等を踏まえ、より精緻に分析することで有用性の差異が確認できる可能性はある。

表 A-6 ポートフォリオのリターン（平均値・リスク調整後）

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	6~11月
営業利益	0.008 *	0.006	0.009	0.004	0.012 **	0.000	0.038 **
(t値)	(2.222)	(1.032)	(1.711)	(0.703)	(2.865)	(-0.117)	(3.069)
仮説利益	0.007 *	0.006	0.009 *	0.007	0.014 ***	0.000	0.043 ***
(t値)	(2.235)	(1.079)	(1.875)	(1.130)	(3.705)	(-0.084)	(3.527)
純利益	0.005	0.005	0.006	0.009	0.012 **	0.000	0.037 **
(t値)	(1.494)	(0.936)	(1.053)	(1.422)	(3.118)	(-0.031)	(3.022)
包括利益	0.005	0.006	0.008	0.009	0.014 ***	0.001	0.041 **
(t値)	(1.374)	(1.026)	(1.318)	(1.403)	(3.350)	(0.218)	(3.114)

  

	12月	1月	2月	3月	4月	5月	12~5月
営業利益	0.004	0.002	0.010 **	0.001	0.006	-0.005	0.018
(t値)	(0.691)	(0.786)	(2.352)	(0.130)	(0.737)	(-0.721)	(1.714)
仮説利益	0.003	0.002	0.010 **	0.002	0.008	-0.004	0.020
(t値)	(0.561)	(0.770)	(2.302)	(0.192)	(1.015)	(-0.529)	(1.572)
純利益	0.005	0.001	0.007 **	0.003	0.009	-0.010	0.016
(t値)	(0.906)	(0.283)	(2.315)	(0.342)	(1.262)	(-1.406)	(1.437)
包括利益	0.006	0.000	0.009 *	0.003	0.009	-0.004	0.023
(t値)	(1.023)	(0.032)	(2.247)	(0.322)	(1.163)	(-0.603)	(1.708)

備考：\*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ 1%、5%、10%水準で有意であることを示す（両側検定）。

表 A-7 ポートフォリオの累積リターン（平均値・リスク調整後）

	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
営業利益	0.008	0.013	0.023	0.027	0.039	0.038	0.042	0.044	0.054	0.056	0.062	0.057
仮説利益	0.007	0.013	0.023	0.029	0.043	0.043	0.046	0.048	0.057	0.059	0.067	0.063
純利益	0.005	0.010	0.016	0.025	0.038	0.037	0.043	0.044	0.051	0.055	0.064	0.054
包括利益	0.005	0.010	0.018	0.027	0.040	0.041	0.047	0.048	0.056	0.060	0.068	0.064

