

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

公正価値評価の有用性に関する実証研究のサーベイ

なかくき まさゆき みやた けいいち
中久木 雅之、宮田 慶一

Discussion Paper No.2002-J-8

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES
BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

備考： 日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

公正価値評価の有用性に関する実証研究のサーベイ

なかくき まさゆき みやた けいいち
中久木 雅之*、宮田 慶一**

要旨

会計情報が投資家にとって有用であるか否かは、極めて実証的な側面を有しており、会計基準の策定や改定にあたっては、各会計基準が、投資家にとって有用な情報を提供するうえで役立っているか否かを、実際の経済・会計データを用いて、事後的に検証していくことも有益である。本稿では、こうした観点から、「金融商品の全面公正価値会計」を巡る問題を考察するうえで参考となると考えられる、公正価値情報の有用性に関連する実証研究の成果をサーベイした。

金融商品の公正価値評価額情報(ストック情報)の有用性については、有価証券に関しては肯定的な結果が多い一方、預金に関しては、否定的な結果がほとんどである。その他、貸出債権、金融負債、デリバティブに関しては、業種、対象期間等によって分析結果が異なり、一定の方向づけをすることは難しい。他方、公正価値利益情報(フロー情報)の有用性については、有価証券では結果が分かれているが、それ以外の金融商品に関しては否定的なものが多い。

多くの実証研究では、公正価値情報が株価に影響を与えるメカニズムがブラックボックスになっている。こうした中、公正価値情報が様々なインセンティブを通じて企業行動に影響を与えうることを示す実証研究も行われており、今後、こうした観点に立った分析の更なる蓄積が望まれる。

キーワード：金融商品の全面公正価値会計、実証研究、公正価値評価額情報、利益情報、リスク情報、インセンティブバイアス、シグナリング効果

JEL classification : G14、M41

* 日本銀行金融研究所研究第2課 (masayuki.nakakuki@boj.or.jp)

** 日本銀行金融研究所研究第2課 調査役 (keiichi.miyata@boj.or.jp)

本稿は、2002年1月18日に日本銀行金融研究所が開催したワークショップ「金融商品の全面公正価値評価と会計情報の有用性」の報告論文として作成したものである。公表にあたり、若干の加筆・修正を行った。

- 目 次 -

1 . はじめに	1
2 . 公正価値評価額情報（ストック情報）の有用性に関する実証研究	2
(1) 金融資産・負債にかかる公正価値評価額情報の有用性	2
イ . 米国を中心とした海外の実証研究	2
ロ . わが国の実証研究	6
(2) 年金資産・負債にかかる公正価値評価額情報の有用性	7
イ . 米国を中心とした海外の実証研究	7
ロ . わが国の実証研究	8
(3) 有形固定資産等にかかる公正価値評価額情報の有用性	9
イ . 米国を中心とする海外の実証研究	9
ロ . わが国の実証研究	10
3 . 利益情報の有用性に関する実証研究	11
(1) 金融商品の公正価値利益情報の有用性	11
イ . 米国を中心とした海外の実証研究	11
ロ . わが国の実証研究	12
(2) 包括利益情報の有用性	14
4 . 情報の報告形式と有用性の関係	16
5 . リスク情報の有用性	17
(1) 会計情報とリスク情報	17
(2) リスク情報と株価	19
6 . 企業行動と経営者の意図	19
(1) インセンティブバイアスと企業行動	20
イ . 銀行監督を通じた影響	20
ロ . 会計数値のボラティリティ	21
ハ . 利益調整	22
(2) シグナリング効果	23
7 . おわりに	24
【参考文献】	26

1. はじめに

ディスクロージャー制度の主たる狙いは、投資家にとって有用な情報を提供することを通じて、資本市場の効率性を向上させることにある。会計情報が投資家にとって有用であるか否かは、極めて実証的な側面を有しており、会計基準の策定や改定にあたっては、会計基準全体の整合性等を議論することも重要であるが、各会計基準が、投資家にとって有用な情報を提供するうえで役立っているか否かを、実際の経済・会計データを用いて、事後的に検証していくことも有益である。この点、米国では、会計情報が株価形成にどのような影響を与えているのか等の観点から、会計情報の有用性を検証する実証研究が1960年代末頃より多数行われており、近年、わが国においても、こうした研究が活発化してきている¹。

本稿では、現在、国際的に活発な議論が交されている、「金融商品の全面公正価値会計」を巡る問題を考えるための参考とする趣旨から、会計分野におけるこれまでの実証研究のうち、公正価値情報の有用性に関連する研究の成果をサーベイすることとする。

以下、2節では、金融商品等の公正価値評価額情報（ストック情報）の有用性に関する実証研究の成果を整理し、3節では、金融商品をはじめとする公正価値利益情報（フロー情報）の有用性に関する実証研究の成果を整理する。続いて、4節では、財務諸表本体情報と注記情報等、情報提供の方式の違いによって投資家の受け止め方に違いがあるかどうかを分析した実証研究を紹介し、5節では、リスク情報という観点から金融商品にかかる公正価値情報の有用性を分析した実証研究を紹介する。さらに6節では、金融商品にかかる公正価値情報の提供が、企業行動や経営者の意図の伝達という観点からどのような役割を有しているのかという点に焦点をあてた実証研究を紹介する。最後に、7節で全体のまとめを行う。

¹ Barth, Beaver and Landsman [2001] は、会計情報の有用性（Value Relevance）に関するこれまでの実証研究の成果をレビューしているが、この中で、会計基準策定と会計情報の有用性にかかる実証研究の関係について、これらの研究は会計基準策定における必要条件でも十分条件でもないが、会計基準設定主体が会計情報の有用性に関し事前に抱いていた見方をアップデートするのに有益な情報を提供するものであるとしている。

他方、会計の実証研究の多くが前提としている株式市場の効率性については、必ずしもコンセンサスが得られているわけではなく（詳しくは、Fama [1991] を参照）また、実証に用いられるデータが不適切である場合もありうる。実証研究の結果の解釈にあたっては、こうした制約にも留意することが重要であろう。

2. 公正価値評価額情報（ストック情報）の有用性に関する実証研究

1980年代以降、米国における貯蓄貸付組合（S&L）の不良債権問題の発生や年金制度の財務の透明性に関する関心の高まりなどを背景に、ストック情報（B/S情報）の重要性が注目されるようになった。こうした中で、投資家にとって有用なB/Sを作成するためには、どのような資産・負債をどのような評価方法で計上すべきか、を明らかにすることを目的とした実証研究が数多く行われてきている。ある情報が投資戦略の策定にとって有用であることを示すためには、本来であれば、その情報を用いることによって投資パフォーマンスが向上したことを直接的に示す必要がある。しかし、こうした意味での有用性の検証は、分析において、その情報がいつ市場に提供されたかを特定化したり、その他の情報に起因する影響を的確に制御する必要があることから、容易ではない。このため、本節で紹介する実証研究のほとんどでは、簿価情報や注記等で開示される公正価値評価額情報と株価との事後的な統計的関連性に着目することにより、当該情報を正確に予測できれば株価が予測可能であるという意味での有用性を検証するものとなっている。以下では、こうした研究のうち、まず、金融商品の公正価値評価額情報の有用性を検証した実証研究を紹介し、次いで、年金資産・負債および有形固定資産等の公正価値評価額情報の有用性を検証した実証研究を紹介する。

（1）金融資産・負債にかかる公正価値評価額情報の有用性

イ．米国を中心とした海外の実証研究²

金融商品の公正価値評価額情報の有用性に関する研究としては³、まず、Barth [1994]が、任意に開示された銀行の投資有価証券（investment securities）の公正価値評価額情報が株価に与える影響を検証している⁴。具体的には、株価を被説明変数とし、投資有価証券を除く純資産、投資有価証券の

² なお、金融商品の公正価値評価額情報の有用性等に関する研究の成果を簡潔にまとめた文献としては、例えば American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee [1998, 2000a, 2000b, 2001]、Joint Working Group of Banking Association on Financial Instruments [1999]などがある。

³ 以下、本稿で紹介する海外の実証研究は、特に断らない限り、米国に関する研究である。

⁴ 当時、銀行は、GAAPに基づき、保有有価証券を投資有価証券（investment securities）と非投資証券（non-investment securities）に区分したうえで、前者に区分した証券は、B/S上取得原価評価して、P/L上は実際に実現した利益だけを認識し、後者に区分した証券には、保有目的に応じて、公正価値会計（トレーディング証券）あるいは低価法（売却目的保有証券）を適用していた。もっとも、現行の会計基準（SFAS 115号）の満期保有有価証券に比べ、投資有価証券に区分するための要件が厳しくなかったこともあり、銀行が保有する有価証券のほとんどは投資有価証券として経理処理されていた。

簿価、投資有価証券の時価簿価差額を説明変数として、1971年～1990年における延べ1990行のパネルデータを用いて回帰分析を行っている⁵。分析の結果、投資有価証券の公正価値評価額情報は簿価情報よりも有用性が高く、公正価値評価額情報をコントロールした場合、簿価情報には株価に対する追加的な情報価値はないとしている。また、Petroni and Wahlen [1995]は、保険会社（56社）を対象に、1985年～1991年のパネルデータを用いて、基本的にBarth [1994]と同様の方法で、保有有価証券の公正価値評価額情報の株価に与える影響を分析している。分析の結果、保有株式と国債については、取得原価情報をコントロールしてもなお公正価値評価額情報の有用性が認められるが、その他の有価証券（地方債、社債等）については、有用性が認められないとしている⁶。同研究では、その他の有価証券（地方債、社債等）について公正価値評価額情報の有用性が認められなかった理由として、情報の信頼性に問題がある点を指摘している。

Nelson [1996]、Eccher, Ramesh and Thiagarajan [1996]、Barth, Beaver and Landsman [1996]は、SFAS 107号⁷の適用により、1992年から基本的に全ての金融商品にかかる公正価値評価額情報の注記開示が求められたことを受け、1992年と1993年の銀行のクロスセクションデータを用い、これら注記開示された金融商品の公正価値評価額情報が株価に与えた影響を検証している。Nelson [1996]は、米国の銀行上位200行を対象とし、株価を被説明変数とし、投資有価証券、貸出債権、預金、長期負債の公正価値評価額と簿価の差額、およびオフバランス金融商品の公正価値評価額を説明変数として回帰分析を行っている。そして、いずれの金融商品にかかる公正価値評価額情報も、株価形成に追加的な情報価値を有さないとの結果を得ている⁸。しかしながら、

⁵ 変数は全て、発行済株式数でデフレートされている。以下で紹介する他の研究でも、基本的に全ての変数は発行済株式数、あるいは純資産でデフレートされているが、この点については、特に必要がない限り言及しないこととする。

⁶ 当時、保険会社は、GAAPに基づき、保有株式はB/S上公正価値で認識していたが、評価差額はP/L上認識していなかった。また、その他の有価証券については、注記情報として公正価値評価額情報を開示していた。

⁷ SFAS (Statement of Financial Accounting Standards) は、米国の会計基準設定主体であるFASB (Financial Accounting Standard Board: 財務会計基準審議会) の策定する会計基準である。なお、SFAS 107号は、総資産が1.5億ドルに満たない企業は対象から除外している。

⁸ なお、同研究は、前述のBarth [1994]で検証された投資有価証券の公正価値評価額情報の有用性について、単純なバランスシートアプローチに基づくモデルに、将来の収益率の予測に関連する代理変数 (ROE および簿価成長率) を加えた分析も行っており、同分析でも、投資有価証券の公正価値評価額情報の有用性は認められなかった。

Eccher, Ramesh and Thiagarajan [1996]は、より大きなサンプル（300行、全ての市場銀行）を対象に Nelson [1996]と同様の分析を行い、少なくとも投資有価証券、貸出債権の公正価値評価額情報には取得原価情報を前提とした場合にも追加的な情報価値が認められるとの結果を得ている⁹。また、同研究は、説明変数に簿価情報（簿価とオフバランス金融商品の想定元本の合計）のみを反映させたモデルと公正価値評価額情報も含めたモデル（標準モデルに各金融商品の時価簿価差額を加えたもの）の分析結果を比較している。そして、前者のモデルは高い説明力（自由度修正済み決定係数）を有しており、後者のモデルによる説明力の向上度合いはさほど大きくないことから、公正価値評価額情報の開示には意味があるが、取得原価情報の方が公正価値評価額情報よりも情報価値が高く、したがって公正価値評価額情報は取得原価情報にとって代わるべきものではないとしている¹⁰。Barth, Beaver and Landsman [1996]は、上位行（136行）を対象に、デフォルトリスク、金利リスクをコントロールしたうえで、取得原価情報を前提とした場合の、公正価値評価額情報の追加的情報価値を検証した結果、特に貸出債権の公正価値評価額が、株価に対して強い説明力（significant explanatory power）を有することが確認されたとしている。また、同研究は、投資有価証券、長期負債の公正価値評価額情報は、追加的情報価値を有しているが、預金とオフ・バランスシート金融商品の公正価値評価額情報については、追加的情報価値がないとしている。

また、同じく SFAS 107号に関連して、Simko [1999]は、非金融業を対象に、金融商品の公正価値評価額情報と株価の関係を分析している。具体的には、非金融業（除く電力）のうち、総資産が1.5億ドル以上、総資産に占める長期金融資産と長期金融負債（いずれもオンバランス）の合計が総資産の20%以上である企業を対象に、1992年～1995年のクロスセクションデータ（延べ1067社）を用いて、株価を被説明変数とし、純資産、金融負債、金融資産の時価簿価差額およびデリバティブの公正価値評価額等を説明変数として回帰分析を行っている¹¹。分析の結果、金融負債の時価簿価差額は、当該時価簿価差額（評価損）が大きい1993年と1995年においては有用な情報を提供しているが、金融資産の時価簿価差額および、デリバティブの公正価値評価額については、

⁹ 同研究は、貸出債権にかかる公正価値評価額情報の説明力が投資有価証券にかかる公正価値評価額情報よりも弱いとの結果を得ているが、この点については、売買市場のない債権の公正価値評価額の測定誤差が大きいことが原因ではないかと説明している。

¹⁰ ただし、同研究は、公正価値評価額情報のみを反映させたモデルとこれに取得原価情報を追加したモデルの比較は行っていない。

¹¹ 分析モデルは、残余利益モデルをベースにしている。

いずれの年においても有用な情報を提供していないとしている¹²。また、同研究は、サンプル企業を非金融活動によるキャッシュフローが金利変動の影響を受ける度合（金利弾力性）に応じて2分したうえで、同様の分析を行い、金利弾力性が高いグループにおいては、金融負債の時価簿価差額は有用な情報を提供していないとの結果を得ている。この結果について、同研究は、非金融商品の公正価値評価額情報が開示されていないため、非金融商品の公正価値評価額の金利弾力性が高い企業では、金融商品の公正価値評価額情報だけがディスクローズされても情報に意味がないためではないかとしている。

Venkatachalam [1996]は、SFAS 119号の適用により、デリバティブに関するより詳細な情報の開示、具体的には、デリバティブ・ポートフォリオのネットポジション、利用目的（トレーディングかヘッジか）および商品種類別のデリバティブの公正価値評価額および想定元本、に関する開示が求められたことを受け、デリバティブの公正価値評価額情報の追加的情報価値を検証している。具体的には、SFAS 119号の適用により、情報開示の必要性が生じる銀行（99行）の1993年と1994年のクロスセクションデータを用い、基本的にNelson [1996]等と同様の方法で回帰分析を行っている。分析の結果、SFAS 107号のもとでは確認されなかったデリバティブの公正価値評価額情報の追加的な情報価値が、SFAS 119号のもとでは確認されたとしている。

Park, Park and Ro [1999]は、銀行を対象に、1993年～1995年のパネルデータ（延べ455行）を用いて、保有目的別の有価証券に関する公正価値評価額情報の有用性を検証している。同研究は、SFAS115号の適用に伴い、1993年12月15日以降に終了する事業年度より、有価証券を保有目的と売却可能性といった観点から、トレーディング目的（trading：B/S上公正価値評価、評価差額はP/L）、売却可能（available for sales：B/S上公正価値評価、評価差額は資本直入）、満期保有（held to maturity：B/S上償却原価評価）に分類して、B/S、P/L上で表記することが求められたことを受けたものである。そして、同研究は、株式の時価簿価差額を被説明変数とし、売却可能有価証券と満期保有有価証券の時価簿価差額をその他の金融商品の時価簿価差額とともに説明変数として回帰分析を行い、売却可能有価証券と満期保有有価証券の時価簿価差額は、ともに株式の時価簿価差額に対し有用な情報を提供しているとの結果を得ている¹³。

¹² 同研究は、金融資産の時価簿価差額および、デリバティブの公正価値評価額が有用な情報を提供していないのは、非金融機関における金融資産、デリバティブの保有が限界的で、経済的重要性が低いためではないかとしている。

¹³ 満期保有目的有価証券の公正価値評価額情報などについては、SFAS 107号のもと引き続き注記開示が義務づけられており、分析ではこうしたデータが用いられている。

なお、関連する研究として、Bernard, Merton and Palepu [1995]は、全面公正価値会計に近い会計処理が適用されているデンマークの銀行(49～55行)と米国の銀行(150行)・貯蓄金融機関(31～55行)を、株価とB/S上の純資産の時系列的な相関関係という観点から、1983年～1990年のクロスセクションデータを用いて比較し、デンマークの銀行の方が、米国の銀行・貯蓄金融機関に比べ、株価の純資産に対する説明力が高いとの結果を得ている。

ロ．わが国の実証研究

わが国における有価証券の公正価値評価額情報の有用性に関して、國村[1994]は、上場有価証券の公正価値評価額情報を用い、都長信21行を対象に、1990年度から1993年度にかけての収益率¹⁴と上場有価証券にかかる時価簿価差額の関係を分析している。そして、上場有価証券の時価簿価差額は収益率に対して有用な情報を提供しているとの結果を得ている。

桜井・桜井[1998]は、1996年度決算期より、上場デリバティブのディスクロージャーが拡充された¹⁵ことを受け、1997年度の東証一部上場銀行(98行)を対象に、デリバティブ等の公正価値評価額情報の追加的情報価値を検証している。具体的には、株価を被説明変数とし、純資産、有価証券の時価簿価差額、デリバティブの公正価値評価額、デリバティブの想定元本を説明変数として回帰分析を行っている。そして、分析の結果、デリバティブの公正価値評価額以外は、全て有用な情報を提供していることが確認されたとしている。また、桜井・桜井[1999]は、1997年度決算期より、店頭デリバティブもディスクロージャーの範囲に含められたことを受け、1998年度の東証一部上場銀行を対象に、桜井・桜井[1998]を基本に、いくつかのバリエーションも加え、デリバティブ等の公正価値評価額情報の追加的情報価値を検証している。分析の結果、デリバティブの公正価値評価額も有用な情報を提供していること、デリバティブの公正価値評価額情報の内訳をみると、店頭デリバティブおよび金利関連デリバティブが有用な情報を提供していること、が確認されたとしている。

また、金融商品の公正価値評価額と株価の関係を直接検証したものではないが、須田・宮下[1992]は、1991年3月決算期以降、取引所の相場のある有価証券を原価法で評価している企業(101社)に対し、当該保有有価証券に多額の含み損が決算日時点で発生した場合、その額を速やかに開示することが東証

¹⁴ 以下、本稿で「収益率」と用いる際には、特に断らない限り、株価収益率を意味する。

¹⁵ デリバティブの種類別に想定元本、時価評価額、時価評価差益の3項目が注記されるようになった。

より求められたこと¹⁶を受け、こうした情報の有用性を検証している。具体的には、こうした含み損を開示した企業の異常収益率（市場全体の株価変動の影響を控除した後の当該企業株式固有の収益率）の分散が、通常時（公表前 40 日～公表後 8 日の分散の平均）に比べ、公表日等に有意に大きくなっているのか否かを検証している。分析の結果、公表時の異常収益率の分散は通常時よりも有意に大きいとの結論を得ており、収益率に影響を与えたという意味での含み損情報の有用性が示されている。

なお、わが国では、SFAS 107 号のように、金融商品に関する包括的な公正価値評価額情報の開示を求める会計基準が存在しないこともあり、わが国における、貸出債権、長期負債、預金等の公正価値評価額の有用性を直接検証した研究はみられない。

（2）年金資産・負債にかかる公正価値評価額情報の有用性

イ．米国を中心とした海外の実証研究

Landsman [1986]は、SFAS 36 号のもとで、1979 年度より注記開示された年金資産（市場価値）と年金負債（保険数理上の現在価値）が、株価への影響という観点で企業の保有するその他の資産・負債と同様に市場から評価されているか否かという点を、1979 年～1981 年のクロスセクションデータ（235 社～624 社）を用いて検証している。そして、公正価値評価による年金資産と年金負債は、有用な情報を提供しており、年金資産、年金負債それぞれのパラメータから判断して、投資家は年金資産と年金負債をその他の資産、負債と同様に評価しているとの結論を得ている。

また、Barth [1991]は、企業年金に関する会計基準 SFAS 87 号が 1985 年に策定されたことを受け¹⁷、年金資産と年金負債の有用性を検証している。SFAS 87 号は、ABO（Accumulated Benefit Obligation）¹⁸を修正した数値をベースに計算される年金債務（年金負債 - 年金資産）¹⁹の B/S 計上を求めているが、基準策定のプロセスで何を年金負債とするかについてかなり議論があった経

¹⁶ 開示が求められるのは、対象有価証券の含み損の合計が、期末総資産額の 10%、または 経常利益か当期利益の 30%に達した場合である。

¹⁷ SFAS 87 号の適用は 1987 年期からであるが、前倒しでこれを適用することが認められており、実際多くの企業が前倒しで適用していたとされている。

¹⁸ 測定日までの勤務に対し、制度の給付算定方法および測定日現在の給与水準に基づいて算定された将来給付の現在価値をいう。なお、SFAS 36 号で開示されていた年金負債も ABO である。

¹⁹ ただし、後述する PBO が ABO を上回る時には、PBO ベースの金額が計上されることになる。

緯もあり、修正前の ABO、VBO(Vested Benefit Obligation)²⁰、PBO(Projected Benefit Obligation)²¹ という異なる年金負債に関する情報を注記情報として開示することも併せて求めている。同研究は、これら年金負債情報のうち、いずれが最も株価への影響という意味での有用性が高いかという点を、1985年～1987年のクロスセクションデータ(150社～1082社)を用いて分析している。分析の結果、いずれの年金負債情報も有用な情報を提供しているが、フルサンプルでは、修正前の ABO が最も測定誤差が小さいとしている。ただ、同研究は、生産性の上昇が高い企業(インフレ率よりも昇給率が高い企業)では、PBO の測定誤差が最も小さいとの結果も得ている。この点に関して、同研究は、PBO は信頼性の高い昇給率の推計が難しいため、全ての企業をサンプルにした分析では ABO よりも測定誤差が大きくなるが、生産性が高い企業においては、こうした信頼性の問題よりも、昇給率を織り込むことの意味が大きいためであろうとの見方を示している。また、Gopalakrishnan and Surgue [1993]は、1987年と1988年のクロスセクションデータ(659社～739社)を用い、SFAS 87号のもとで開示される PBO ベースの年金負債を、VBO、ABO から VBO を控除した数値、PBO から ABO を控除した数値の3つに分解して株価への影響を検証し、PBO から ABO を控除した数値、すなわち将来の昇給見込みが追加的な情報価値を有しているとの結果を得ている。

なお、Gopalakrishnan [1994]は、SFAS 106号のもとで B/S 計上が要求された「年金以外の退職給付債務(obligation for post-retirement benefits other than pensions)」の有用性を 1991年のデータ(192社)を用いて分析し、SFAS 106号に基づく開示情報の有用性が確認されたとしている。

ロ．わが国の実証研究

わが国でも、1998年6月に企業会計審議会より、「退職給付にかかる会計基準の設定に関する意見書」が公表され、「退職給付引当金」(年金債務)を B/S 上計上することが、2001年4月1日以降の事業年度から求められている。しかしながら、これまでのところ実証研究を行うためのデータが揃っていないため、年金資産・負債情報の有用性に関する研究は、米国の SEC 基準連結財務報告を実施している日本企業を題材に行われたものしかない。

中野 [1997]は、米国の SEC 基準連結財務報告を実施している日本企業 23社(金融・保険業を除く)を対象に、1991年～1996年のクロスセクションデ

²⁰ 従業員の現在または将来の年金給付を受け取る権利で、従業員に追加の勤務を条件としない給付額の現在価値をいう。

²¹ ABO に将来の昇給率も勘案して計算された将来給付の現在価値をいう。

ータおよび全期間を通じたパネルデータを用い、VBO、ABO、PBOそれぞれの年金負債と株価との関係を検証している。分析にあたっては、年金資産（公正価値評価額）、年金負債、年金外資産（簿価）、年金外負債（簿価）を説明変数とするモデル（基本モデル）と、ネット年金負債（年金債務）とネット年金外負債を説明変数とするモデル（ネットモデル）を用いている。分析の結果、VBO、ABO、PBO はいずれも市場において企業の負債として評価されているが、PBO については、99%水準で有意な結果を得られない場合もあり、相対的にみて、負債としては ABO が適当であると結論づけている。また、桜井 [1998]も、1990年～1997年のパネルデータ（167社）を用いて同様の分析を行い、VBO、ABO、PBO それぞれの年金負債（ネットも含む）が有用な情報を提供しているとの結果を得ている。

もっとも、吉田 [1999]は、中野 [1997]と同じ企業を対象に、1990年～1996年のパネルデータを用い、株価とPBOベースの年金債務（年金資産 - 年金負債 PBO）の関係を分析し、税の影響（退職給与引当金から企業年金への移行割合、企業年金の積立不足の償却年数）²²や、経営者からのシグナリングの影響（昇給率）²³をコントロールすると、PBOベースの年金債務は有用な情報を提供していないとしている。

（3）有形固定資産等にかかる公正価値評価額情報の有用性

イ．米国を中心とする海外の実証研究

Barth and Clinch [1998]は、オーストラリアの企業234社の1991年～1995年にかけてのパネルデータを用いて資産再評価額と株価の関係を検証している²⁴。分析の結果、金融投資、無形資産（intangible asset）の公正価値評価額は株価と有意な正の相関関係があること、土地・建物（property）の公正価値評価額は株価と有意な相関関係にないこと、機械・設備（plant and equipment）の公正価値評価額と株価の間には、鉱業では有意な正の相関、金融業では有意な負の相関があり、非金融業では有意な相関が認められないことが示されている。また、同研究は、資産再評価を企業自身が行った場合と、第三者機関が行った場合にサンプルを分けて、株価との関係を検証しているが、第三者機関が評価を行った方が、株価と公正価値評価額情報の相関が高いとい

²² 同研究は、損金算入の関係で企業年金への移行に税金上のメリットがあることを前提としているものと考えられる。実際、こうした見方は、実務界で広く共有されてきたようであるが、そうした前提が一般的に成立するとは必ずしもいえないものと考えられる。

²³ 昇給率は経営者の企業の成長に関する見方のシグナルであるとの考え方。

²⁴ 分析にあたっては、基本的に企業評価モデルとして、残余利益モデルを利用している。

う結果は得られていない。この点について、同研究は、企業自身が評価を行うことにより、企業の内部情報がよりよく投資家に伝達される可能性を指摘している。

なお、株価と有形固定資産の公正価値評価額との関連を直接分析したものではないが、Standish and Ung [1982]は、英国の上場企業が1964年～1973年の間に実施した232件の有形固定資産の再評価に関するニュースと株価の関係を検証している。具体的には、資産再評価をアナウンスメントした月（イベント月）の前後12ヶ月における、資産再評価実施企業の異常収益率（市場全体の株価変動の影響を控除した後の当該企業株式固有の収益率）の推移を分析し、アナウンスメントをした月の異常収益率が他の月に比べて高いとの結果を得ている。また同研究は、サンプルを、投資家にとって好ましいイベント（配当や利益の増加）があったグループとそうでないグループに分けて同様の分析を行い、好ましいイベントが異常収益率の高さに大きく影響しているとの結果を得ている。このため、同研究は、資産再評価額自体が単独で評価されたというよりは、その他の収益指標とパッケージとなって、当該企業の将来見通しに関する情報が投資家に伝えられた面が強いとしている。

ロ．わが国の実証研究

桜井 [1998]は、国税庁が公表している地価税の高額納税企業と納税額に関する1992年～1996年のパネルデータ（生命保険会社および非上場会社を除く延べ385社）から、土地の時価簿価差額を推計し、これと株価との関係を検証している。具体的には、株価を被説明変数とし、純資産、土地の時価簿価差額、有価証券の時価簿価差額を説明変数として回帰分析を行い、その他の説明変数とともに、土地の時価簿価差額も株価と正の有意な相関を有するとの結果を得ている。宮田・近 [1999]は、1998年3月に公布、施行された「土地の再評価に関する法律」により、銀行や一般企業が1997年度、1998年度のいずれか1度だけ時価による土地の再評価を行うことが認められたことに着目し、銀行（東証1部上場96行）を対象に、1997年度に実施された土地再評価益の計上が株価に影響を与えたか否かを検証している²⁵。そして、純資産および有価証券の時価簿価差額をコントロールし、土地の再評価益と株価の関係をみると、符号条件が理論的に想定されるものと逆（マイナス）であり、変数の説明力も高くないとの結果を得ている²⁶。

²⁵ 同研究では、自己資本比率の改善効果も併せて検証するため銀行のみがサンプルとされている。

²⁶ 同研究は、土地の再評価益が説明力を有さなかった理由として、再評価の対象である

なお、Daigo, Yonetani and Marumo [1998]は、1997年度の銀行49行を対象に、「土地の再評価に関する法律」に関連するアナウンスメントが銀行の株価にどのような影響を与えたのかを分析(イベント分析)し、こうしたアナウンスメントが期待外の情報として株価に影響を与えたとの結果を得ている。

3. 利益情報の有用性に関する実証研究

本節では、前節で紹介した研究と同様の手法、すなわち、公正価値利益情報と収益率の統計的関連性に着目することによって、当該情報を正確に予測できれば、収益率が予測可能であるという意味での公正価値利益情報の有用性を検証した研究を中心にみていくこととする。まず、金融商品の公正価値利益の有用性を分析した実証研究を紹介し、次いで、包括利益の有用性に関する実証研究を紹介する。

(1) 金融商品の公正価値利益情報の有用性

イ. 米国を中心とした海外の実証研究

Barth [1994]は、任意に開示された銀行の投資有価証券にかかる公正価値利益情報が収益率に与える影響を検証している。具体的には、1972年～1990年のパネルデータ(延べ1649行)を用い、収益率を被説明変数とし、利益(earnings)から投資有価証券の実現利益を除いたもの、投資有価証券の実現利益、投資有価証券の公正価値利益、を説明変数として回帰分析を行っている。分析の結果、 β_1 、 β_2 は有用な情報を提供しているが、 β_3 については有用な情報を提供しているとは判断し難いとしている²⁷。同研究は、こうした結果について、投資有価証券の公正価値利益測定における誤差が大きいことがその原因である可能性が高いとしている。Ahmed and Takeda [1995]は、説明変数に、銀行がオンバランスで保有する資産・負債における金利変動に伴う価値変動の影響をコントロールする変数を加えたうえで、Barth [1994]と同様の枠組みにより1986年第2四半期～1991年第4四半期の四半期パネルデータ(延べ3256行)を用いて回帰分析を行っている。分析の結果、同コントロール変数および投資有価証券の公正価値利益は有用な情報を提供するとしており、

事業用土地は売却を前提に保有されていないことが反映されている可能性、土地の再評価益にかかる情報が株価に既に織り込まれている可能性、土地の公正価値評価額情報の信頼性に問題がある可能性、を指摘したうえで、どれが直接の原因であるかを断定するのは困難であるとしている。

²⁷ の符号条件は負になっているが、この点について同研究は、銀行が投資有価証券の売買を通じて利益を平準化している影響ではないかとしている。

Barth [1994]の結果は、測定誤差の影響ではなく、他の資産・負債における公正価値の変動を勘案していなかったためであるとしている。Petroni and Wahlen [1995]は、1986年～1991年の保険会社のパネルデータ(延べ274社)を対象に、Barth [1994]と同様の分析を行い、保有株式の公正価値利益は有用な情報を提供しているが、その他の保有債券の公正価値利益については、有用性が認められなかったとしている。

Nelson [1996]、Barth, Beaver and Landsman [1996]は、SFAS 107号のもと開示された金融商品の公正価値情報に関連して、投資有価証券、貸出債権、預金、長期負債、オフバランス金融商品の公正価値利益情報の有用性を検証しているが、いずれの研究も、公正価値利益情報の有用性は認められなかったとしている。

Park, Park and Ro [1999]は、SFAS 115号に関連し、満期保有有価証券と売買可能有価証券の公正価値利益(時価簿価差額の前年比増加額)と収益率(収益率および異常収益率)の関係を、銀行の1993年～1995年のパネルデータ(延べ455行)を用いて分析している。分析の結果、満期保有有価証券と売買可能有価証券の公正価値利益は、ともに有用な情報を提供していること、

公正価値利益情報の有用性は、満期保有有価証券と売買可能有価証券の公正価値利益を合算した時よりも、別々にした方が高いこと、異常収益率に関しては、満期保有有価証券の公正価値利益のみが有用な情報を提供していること、が確認されたとしている。こうした結果について、同研究は、保有目的別に有価証券を評価することが利益情報の有用性という観点からも望ましいことを示唆するものと結論づけている。

Barth, Landsman and Wahlen [1995]は、銀行を対象に、利益のボラティリティと株価の関係を分析している。すなわち、同研究は、投資有価証券にかかる公正価値利益を純利益(実現利益)に加えた場合に、利益のボラティリティが高まることに着目し、こうしたボラティリティの増加分が株価に影響を与えているか否かを、1971年～1990年のパネルデータ(延べ1859行)を用いて検証している。そして、分析の結果、ボラティリティの増加分は株価に影響を与えていないとしている。また、こうした投資有価証券にかかる公正価値利益を純利益に加えた利益を用いてBIS規制ベースの自己資本比率を再計算してみると、利益のボラティリティの増大に伴いBIS規制をクリアできないケースが増えるが、同研究はこうした事柄も株価には影響を与えていないとしている。

ロ．わが国の実証研究

桜井 [1992]は、1990年度決算期より、上場有価証券の公正価値情報の開示

が銀行に義務づけられたことを受け、同年の銀行（88行）のデータを用い、上場有価証券含み益が、収益率に対し、経常利益情報を前提とした場合の、追加的な情報価値を有しているかどうかを検証している。具体的には、累積異常収益率²⁸を被説明変数とし、経常利益（実現利益情報）の前年比変化率と、上場有価証券の含み益を当期の経常利益で除したものを説明変数として、回帰分析を行っている²⁹。分析の結果、経常利益情報が有用な情報を提供していること、こうした経常利益情報をコントロールしても、上場有価証券含み益情報は収益率に対して追加的な情報価値を有していることが確認されたとしている³⁰。ただ、同研究では、有価証券含み益にかかるパラメータの符号はマイナスであり、想定された符号条件とは逆の結果となっている。また、桜井・呉 [1995] は、対象企業を東証上場一部企業に広げ、1991年～1993年のクロスセクションデータ（999社～1115社）を用いて、桜井 [1992]と同様の分析を行っているが、分析結果は同様であった³¹。

また、河 [2000]は、1989年度～1996年度の銀行（107行）のパネルデータを用い、有価証券の公正価値利益情報と収益率の関係を多面的に検証しており、有価証券の公正価値利益情報が有用な情報を提供しているとの結果を得ている。

Yonetani and Katsuo [1998]は、日本の銀行（87行）を対象に、利益のボラティリティと株価の関係を1989年度～1996年度のパネルデータを用いて分析している。そして、全ての銀行をサンプルにした場合には、Barth, Landsman and Wahlen [1995]の分析と同様に、投資有価証券にかかる公正価値利益を反映することにより生じる利益のボラティリティの増加分は、有用な情報を提供していないが、自己資本比率が低い銀行のみをサンプルにした場合には、有用な情報を提供しているとの結果を得ている。

²⁸ 各企業の個別収益率から市場収益率を控除した数値を、一定期間に亘り累積したもの。同研究は、1990年度決算期の11ヶ月前から1ヶ月後まで累計したものを利用している。

²⁹ 同研究は、1990年度に入ってはじめて上場有価証券の含み損益が開示されたこと、開示以前の含み損益の推定が困難であることから、敢えて前年比変化額ではなく含み損益そのものを説明変数としている。

³⁰ 同研究は、経常利益のほかに、当期利益、ROA、ROEなどの取得原価ベースの利益情報を用いた同様の分析も行っているが、基本的な分析結果に影響はなかったとしている。

³¹ 有価証券含み益のパラメータの符号がマイナスであることの原因について、同研究は、サンプルがバブル崩壊後の期間から抽出されており、この結果、過去において未実現の含み益の存在を根拠として過大に形成された株価が、分析期間において逆方向に調整されているためではないかと推測している。

(2) 包括利益情報の有用性

米国では、SFAS 130 号の適用によって、1997 年 12 月 15 日以降に始まる会計年度より、包括利益を従来の P/L を拡張した計算書上で表記するか、P/L とは別途作成する包括利益計算書に表示するか、または「その他包括利益(包括利益 - 純利益)」を B/S 等のストック関係の計算書³²のみで表示することが求められた。包括利益のうち、その他包括利益には、売却可能有価証券の公正価値評価額の変動額、年金費用にかかる未認識純損失³³、外貨換算調整勘定などが含まれており、包括利益や「その他包括利益」の有用性に関する実証研究は、公正価値利益情報の有用性を考えるうえでも興味深い。

Cheng, Cheung and Gopalakrishnan [1993]は、SFAS130 号の適用に先駆け、包括利益を資本の増減額(株主による投資、および株主への配当の影響を除く)と定義し、包括利益、操業利益(operating income)、純利益の収益率に対する有用性を、1972 年~1989 年のクロスセクションデータ(647 社~1122 社)を用いて分析している。そして、操業利益の有用性が純利益を僅かながら上回る、操業利益と純利益の有用性は包括利益を上回る、純利益と操業利益の差には追加的な情報価値がある、包括利益と純利益の差には追加的な情報価値がない、との結果を得ている。

Dhaliwal, Subramanyam and Trezevant [1999]は、1994 年と 1995 年における延べ 11425 社を対象に、純利益、包括利益および「その他包括利益」の構成要素(売買可能有価証券の公正価値評価額の変動額、外貨換算調整差額、年金費用にかかる未認識純損失)の収益率に対する関連性を比較している。分析の結果、包括利益は収益率に対して純利益と同等の有用性しか有していないことが示された。また、「その他包括利益」の構成要素の中で、株価との関連性が純利益よりも高いのは、売買可能有価証券の公正価値評価額の変動額のみであり、こうした関係は金融機関で顕著であるとの結果を得ている³⁴。

Cahan *et al.* [2000]は、包括利益に関する会計基準の導入が、包括利益情報と株価の関係にどのような影響をもたらすかを検証している。同研究では、米国では、SFAS 130 号の適用から間もないため十分なデータが集まらないことから、1995 年より「その他包括利益」の資本直入が求められているニュージー

³² B/S および株主持分変動計算書をいう。

³³ SFAS 87 号では、ABO から制度資産の公正価値評価を差し引いたものを最小負債とし、ここから未払年金費用を引いたものを基本的に追加債務として認識することになる。ただし、追加負債が未認識の過去勤務費用(年金制度の変更等により発生する費用)を超える場合には、当該超過額は未認識純損失として資本の部から控除されることになる。

³⁴ なお、同研究は、純利益および包括利益の将来キャッシュフロー、将来利益との関係も分析し、純利益よりも包括利益の方が、有用性が低いとの結果を得ている。

ランドの 1993 年～1997 年における³⁵パネルデータ(延べ 237 社)を用いて、「その他包括利益」情報の株価に対する有用性を分析している³⁶。分析の結果、「その他包括利益」情報全体としては有用な情報を提供すること、「その他包括利益」の構成要素毎に情報を開示することは、全体を一纏めにして開示することに対して、追加的情報価値を持たないこと、「その他包括利益」情報は、純利益情報を前提とした場合も、追加的な情報価値を有すること、が確認されたとしている。

また、包括利益そのものではないが、SFAS 130 号ベースの包括利益に含まれている外貨換算調整利益情報の有用性に関する研究として、Soo and Soo [1994]は、外貨換算に関し、旧会計基準である SFAS 8 号と、その後新たに策定された SFAS 52 号それぞれのもとで計算される外貨換算調整利益の有用性に差があるか否かを検証している。SFAS 8 号では、いわゆるテンポラル法が採用されており、金融商品は期末時為替レート (current rate) で外貨換算し、非金融商品については、取得原価評価されたものは取得時の為替レート、時価評価のものは期末時為替レートで外貨換算したうえで、金融商品と非金融商品の外貨換算調整損益の合計を P/L で認識することになる。他方、SFAS 52 号では、全ての資産負債が期末時為替レートで外貨換算され、外貨換算調整損益は資本に直入されることになる³⁷。同研究は、SFAS 8 号が適用された期間 (1976 年～1982 年、延べ 753 社) と SFAS 52 号が適用された期間 (1981 年～1987 年、延べ 721 社) にサンプルを分け、その他の期待外利益の影響をコントロールしたうえで、いくつかの収益指標と外貨換算調整損益の関係を検証し、SFAS 8 号と SFAS 52 号の利益情報の有用性には差がないという結果を得ている。Bartov [1997]は、利益の公表後 1 年間の累積異常利益を被説明変数とし、外貨換算調整損益との関係を、SFAS 8 号が適用された期間 (1976 年～1981 年、延べ 1665 社) と SFAS 52 号が適用された期間 (1984 年～1990 年、延べ 4059 社) にサンプルを分けて検証している³⁸。分析の結果、前者に

³⁵ 同研究では、「その他包括利益」の開示が義務付けられた前後の期間の比較をするために、分析期間に 1995 年以前の期間を含めている。

³⁶ ニュージーランドで「その他包括利益」に含まれているのは、外貨換算差益と資産再評価差益の 2 つであり、売却可能有価証券の公正価値評価額の変動額、年金費用にかかる未認識純損失、外貨換算調整勘定が「その他包括利益」の主たる構成要素である米国とは異なる。

³⁷ 厳密に言えば、在外拠点が機能通貨 (functional currency) としてドルを選んでいる場合には、テンポラル法が採用され、外貨換算調整損益は P/L に計上される。同研究は、機能通貨にドルを選んだ企業はサンプルから除いている。

³⁸ 1982 年と 1983 年は SFAS 8 号から SFAS 52 号への移行期であり、SFAS 8 号を適用している企業と、SFAS 52 号を適用している企業が混在していることから、サンプルから除

については有用性が認められなかった一方、後者については有用性が認められたとしている。

4．情報の報告形式と有用性の関係

近年、包括利益計算書の導入などを通じて、B/S 上の評価差額と P/L 上の利益が 1 対 1 で対応しないことが一般的になってきている。こうした B/S と P/L の分離は、ある意味で、B/S に P/L とは異なる情報提供機能を求めていることになる。公正価値情報については、注記等でも開示されてきていることを考え併せると、敢えて P/L とのリンクを緩めてまで B/S 上に公正価値評価額を表示させる背景には、B/S 上の公正価値評価額情報の方が注記等の公正価値評価額情報よりも投資家にとって理解しやすいという考え方があるように思われる。また、米国では、包括利益を、P/L を拡張した計算書あるいは P/L とは別途の包括利益計算書に表示する方法と、「その他包括利益」を B/S 等のストック関係の計算書上のみで表示する方法の選択が企業の裁量に委ねられているが、いずれの方法によっても利益情報の投資家の受け止め方は異ならないのかという問題もある。

こうした点に関連して、Davis-Friday *et al.* [1999]は、「年金以外の退職給付債務」に関する情報が、SFAS 106 号のもとで B/S 計上が要求される以前には注記情報として開示されていたことに着目し、B/S 計上前後の会計情報と株価の間の関連性に違いがあるのか否かを、電力、銀行を除く企業（229 社）の 1991 年～1993 年のパネルデータを用いて検証している³⁹。分析の結果、「年金以外の退職給付債務」の公正価値評価額については注記開示情報も B/S 情報も有用な情報を提供しているが、B/S 情報の方がやや株価との関連性が高いとしている。もっとも、同研究は、両者の差は僅か（modest）であり、計測モデルに依存するところもあることから、断定的なことは言えないとしている。

Hirst and Hopkins [1998]は、包括利益の報告を求める SFAS 130 号が、包括利益を、P/L を拡張した計算書あるいは包括利益計算書上で表示する方法以外に、「その他包括利益」を B/S 等のストック関係の計算書上のみで表示する方法を認めていることに着目して、こうした報告形式の違いがアナリストの企業評価に影響を与えるか否かを実験経済学の枠組みを利用して分析している。

いている。

³⁹ SFAS 106 号は、1992 年 12 月 15 日以降に開始する年度から適用することが義務づけられているが、早期適用も認められていた。他方、注記の形でのディスクロージャーについては、SEC Staff Accounting Bulletin により、SFAS 106 号のもとで B/S 計上する前に、当該情報を注記開示することが求められていた。

具体的には、売却可能有価証券の未実現利益が、P/L を拡張した計算書に計上された場合と、B/S 等のストック関係の計算書上のみ計上された場合とで、アナリストの企業評価に影響がどうかを実験している。分析の結果、売却可能有価証券の公正価値評価額の変動額が P/L を拡張した計算書に計上された場合に、アナリストは利益操作を見抜いて企業評価しているのに対し、B/S 等のストック関係の計算書上のみ計上された場合にはこれを完全に見抜けていないとしている。Maines and McDaniel [2000]は、売却可能有価証券の公正価値評価額の変動額が、P/L を拡張した計算書に計上された場合と、B/S 等のストック関係の計算書上のみ計上された場合とで、一般投資家(ビジネススクールの学生)の企業(本研究では生命保険会社)パフォーマンスの評価に影響を与えるか否かを実験経済学の枠組みを利用して検証している。実験の結果、一般投資家は P/L を拡張した計算書に計上された時のみ、売却可能有価証券の未実現利益情報にかかるボラティリティ情報も考慮してパフォーマンス評価しているとしている。

5 . リスク情報の有用性

投資家は企業から提供される会計情報などから、企業の将来キャッシュフローの流列のみならず、当該キャッシュフローの実現にかかるリスクを予測し、企業価値を測定している。このように、投資家が意思決定を行ううえで投資先企業のリスク情報は重要な判断材料となるが、金融商品を全面公正価値評価することのメリットとして、リスク情報提供の機能を指摘する声も少なくない。そこで、本節では、まず、会計情報とシステムティック・リスクや債券格付けの統計的関連性を分析することによって、会計情報がリスク情報として評価されているという意味での会計情報の有用性を検証した実証研究を紹介し、次いでリスク情報と株価の統計的関連性を分析することにより、リスク情報によって株価が説明できるという意味でのリスク情報の有用性を検証した実証研究を紹介する。

(1) 会計情報とリスク情報

会計情報とシステムティック・リスク(β : ベータ)の関連については、Dhaliwal [1986]は、1976年～1979年における55社のデータを用いて、オペレーティング・リスク、金融リスクを考慮したモデル⁴⁰により、システムティック・リスク(β)とオンバランスの負債およびオフバランスで任意開示され

⁴⁰ Hamada [1972] のモデルを使用。

ている年金負債の公正価値の関係を分析している。分析の結果、年金負債の公正価値は、オンバランスの負債と同様にシステムティック・リスクと関連していることが確認されたとしている。また、McAnally [1996]は、SFAS 105号の適用により1990年から開示が求められたオフバランスのリスク情報(信用リスクと金利リスクにかかるリスクエクスポージャー情報)がシステムティック・リスクに与える影響を分析している。具体的には、まず、1990年~1992年の株式市場の日次データを用いて市場全体を対象としたシステムティック・リスク(market)と銀行のみを対象にしたシステムティック・リスク(industry)を計測し、そのうえで、同じく1990年~1992年の銀行のクロスセクションデータ(165行~169行)を用いて、こうしたシステムティック・リスク(被説明変数)とオフバランスのリスク情報(説明変数)の相関関係を検証している。分析の結果、全体として、オフバランスのリスク情報はリスクファクターに対し有用な情報を提供しているが、オンバランスの金融商品に比して、限界的な有用性しか有さないとしている⁴¹。

会計情報と債券格付の関係については、Maher [1987]は、SFAS 36号のもとで注記開示された年金債務(年金負債-年金資産)と債券の格付けの関係について、1980年~1982年のクロスセクションデータ(182社~212社)を用い、プロビットモデルを使って分析をしている。分析の結果、ABOで計算された年金債務は1980年~1982年のいずれの年においても、債券の格付けと関係を有していないが、年金計算にかかる割引率に企業の裁量が反映されていない標準化された金利を使って年金債務を再計算したうえで分析すると、1981年と1982年の2年間は債券格付けと年金債務の間に有意な関係が認められるとしている⁴²。また、Maher and Ketz [1993]は、1987年~1988年における延べ422社を対象に、プロビットモデルを用いてSFAS 87号で開示されている各年金負債(VBO、ABO、PBO)の債券格付けとの関連性の比較を行っている。分析の結果、債券の格付けには、VBO、ABOの両者が有意に関連しているが、それらを所与としたときに、PBOは追加的な情報価値を持つ

⁴¹ 内訳をみると、信用リスク情報は有用な情報を提供しているが、金利リスク情報は有用な情報を提供していないとしている。

⁴² SFAS36号や、その後に導入された年金に関する会計基準SFAS87号では、年金負債の計算に用いる割引率をリンクすべき市場利子率が一義的に決められておらず、割引率を決める際に参照する利子率を毎年継続することも求められていないことから、企業は一定の範囲内で割引率を裁量的に動かすことができた(割引率と利益調整の関係については、後述)。なお、1980年については、標準的な金利を用いて再計算した年金債務も有用な情報を提供していないが、この点について、同研究は、開示が求められたのは1979年からであり、1980年の段階では格付分析するのに十分なデータの蓄積がなかったからではないかと推測している。

ていないとしている。

Carey [1995]は、1984年第1四半期～1989年第2四半期の銀行の四半期パネルデータ(延べ19359行)を用い、投資有価証券の公正価値評価額情報が、銀行破綻の予測に役立つか否かを銀行破綻の予測モデル⁴³により検証しているが、結果は否定的であった。

(2) リスク情報と株価

Beaver *et al.* [1989]は、銀行(91行)を対象に、信用リスク情報や金利リスク情報の開示が株価に与える影響を分析している。具体的には、1979年～1983年のクロスセクションデータを用い、株価の時価簿価比率を被説明変数とし、貸倒引当金、不良債権額、および残存期間が1年以上の固定金利貸出債権(マチュリティ情報)を説明変数として回帰分析を行っている。分析の結果、貸倒引当金を所与としても、不良債権およびマチュリティに関する情報は、株価に対して追加的な情報価値を有することが確認されたとしている。Barth, Beaver and Stinson [1991]は、Beaver *et al.* [1989]と同様の分析を貯蓄金融機関(thrifts)の1980年～1987年のクロスセクションデータ(35行～155行)を用いて分析している。そして、貯蓄金融機関については、金利リスク情報の有用性は認められず、信用リスク情報は有用であるが、パラメータは銀行よりも小さいとの結論を得ている。同研究は、こうした結果について、信用リスク情報については、貯蓄金融機関では銀行に比して、担保付の貸出が相対的に多いことなどを指摘しているが、金利リスク情報が説明力を持たないことについては更なる研究が必要としている。

Dhaliwal, Lee and Fargher [1991]は、1970年～1984年のパネルデータ(延べ1680社)を用い、利益情報の収益率(あるいは異常収益率)への影響度合を示すパラメータ(ERC: Earning Response Coefficient)が、レバレッジ(デフォルトリスクの代理変数)の高い企業とそうでない企業で異なるかを検証し、前者よりも後者のERCの方が、影響度が有意に高いとの結果を得ている。こうした結果について、同研究は、デフォルトリスクが高い企業においては、利益が債権者の返済に回される確率が高まるためと解釈している。

6. 企業行動と経営者の意図

2節、3節でみてきた研究においては、公正価値評価額情報、あるいは公正価値利益情報と株価の相関関係等が分析されているが、これらの公正価値情報

⁴³ Jones and King [1992]のモデルを使用。

が実際に、どのようなメカニズムを通じて、株価等に影響を与えているのかという点は、ブラックボックスになっている。会計情報は企業行動に影響を与える可能性もあり、これをどの様に織り込むかで、会計情報と株価の関係は変化しうると考えられる。さらに、経済実態とは別に、公正価値情報の背後にある経営者の意図が投資家の意思決定に影響を与える可能性もある。そこで、本節では、公正価値情報の企業行動への影響、および経営者の意図と投資家の反応に関するいくつかの実証研究の成果をみていく。

(1) インセンティブバイアスと企業行動

イ．銀行監督を通じた影響

公正価値情報の開示等を求める会計基準に関連するニュースに市場（投資家）がどのように反応し、また、こうした市場の反応は何によってもたらされるのか、という点を分析した研究として、Cornett, Rezaee and Teharanin [1996]、Beatty, Chamberlain and Magliolo [1996]がある。

Cornett, Rezaee and Teharanin [1996]は、SFAS 105号、SFAS 107号、SFAS 115号の適用等に関する23件のニュース（イベント）に対して銀行の株価がどのように反応しているかを、416行の日次株価データを用いて分析しており、これら基準導入に肯定的なニュースに対しては、マイナスの異常収益率を、逆に、否定的なニュースに対しては、プラスの異常収益率を記録しているとの結果を得ている。そして、同研究は、異常収益率の大きさは、銀行の自己資本比率と負の相関を有し、投資有価証券の簿価の総資産に占める比率、および投資有価証券の時価簿価差額の総資産に占める割合とは正の相関を有する、としている。もっとも、同研究では、自己資本比率等、企業の財務状態によって市場の反応が異なることは示しているが、何故、財務状態の違いが株価に影響するのかという点には言及していない。この点、Beatty, Chamberlain and Magliolo [1996]は、SFAS 115号について、銀行（260行）と保険会社（96社）を対象に、24件のニュース（イベント）に対する銀行株および保険株の反応を分析し、基準導入に肯定的なニュースに対しては、銀行株はマイナスの異常収益率を記録する一方、保険株は、ほとんど反応していないという結果を得ている。そして、こうした結果について、同研究は、銀行業においては、SFAS 115号の導入が銀行監督に影響を与える可能性があったのに対し、保険業においては、こうした可能性がなかったことを指摘している⁴⁴。

⁴⁴ また、同研究では、投資有価証券のみ（資産サイドのみ）を公正価値評価する会計処理をサポートするようなニュースがあった時の方が、投資有価証券に見合う負債も併せて公正価値評価するような会計処理をサポートするようなニュースがあった時に比べ、株が大きな負の異常収益率を記録していること、投資有価証券にかかる金利リスクをヘッジ

ロ．会計数値のボラティリティ

全面公正価値会計の導入に関しては、これに伴い利益のボラティリティが高まり、これが企業、とりわけ銀行の投資行動などに影響を与えるのではないかと批判が少なくない。

公正価値利益のボラティリティが実現利益のボラティリティよりも高いか否かという点に関しては、企業がどの程度公正価値利益をヘッジしているのかという点にも依存している。この点に関し、全面公正価値会計に近い会計処理が適用されているデンマークの銀行を分析した Bernard, Merton and Palepu [1995]は、公正価値利益のボラティリティは実現利益の場合の 3～4 倍程度になっており、こうしたボラティリティ拡大はヘッジされていない長期固定金利債券に関する利益変動に由来する面が大きいとしている。また、Venkatachalam [1996]は、SFAS 119 号の適用により、デリバティブの利用目的、公正価値評価額が開示されたことを受け、デリバティブを用いた銀行のヘッジ活動が、リスクの削減（潜在的な利益のボラティリティの低下）に与える影響を分析している。分析の結果、オンバランスの金融資産の公正価値利益とヘッジ手段としてのデリバティブの間には相関関係があり、リスクが軽減される場合もあるが、50%以上の銀行で、デリバティブと投資有価証券の公正価値利益は正の相関があり、逆にリスクが増加していることが示されている。

また、SFAS 115 号の適用により、売却可能有価証券にかかる含み益が B/S 計上され、この結果、純資産のボラティリティが高まったが、こうした会計数値の変動が銀行行動にどのような影響を与えたのかを分析した研究として、Beatty [1995]は、1993 年第 4 四半期と 1994 年第 1 四半期において、銀行は保有有価証券のマチュリティを短くしたり、投資有価証券の売却を進めたりすること等により、純資産の変動への影響を緩和しているとの結論を得ている。Godwin, Petroni and Wahlen [1998]は、保険会社を対象に、1991 年～1995 年のパネルデータ（延べ 389 社）を用いて、保険会社の財務状態の違いが、有価証券を満期保有有価証券で保有するか、売却可能有価証券で保有するかの選択に影響を与えているか否かを検証している。分析の結果、利益のボラティリティの高い企業は取得原価での B/S 計上が認められている満期保有有価証券を、流動性に懸念のある企業は満期保有有価証券に比べ売却に制約のかからない売却可能有価証券を多く保有する傾向があるとしている。

している銀行株の方が負の異常収益率が大きいとの結果を得ている。こうした結果の解釈について、同研究は、資産サイドだけに公正価値会計が適用されることにより、歪んだ会計情報が提供されてしまうことを、投資家が嫌ったためとしている。

八．利益調整

年金の公正価値情報の有用性に関連して、年金負債の見積りに使われる割引率の選択において、企業の裁量が働く余地があることに着目し、利益調整は行われているのか、行われているとすればどのようなインセンティブが働いているのか、といった点を分析する研究が多く行われている⁴⁵。

Kwon [1994]は、SFAS 87号の適用前（1984年～1985年、延べ253社）と適用後（1987年～1988年、延べ257社）における、年金負債の割引率の決定に関する要因を分析している。分析の結果、企業はSFAS 87号の適用前はインタレスト・カバレッジ・レシオ、経営者の支配権（持株比率）、年金資産の積立度合などに応じ割引率を選択していたが、適用後は年金資産の積立度合による影響が中心となっていることが示された。同研究の結果は、SFAS 87号が適用された後も利益調整が行われていること、SFAS 87号により、年金債務のB/S計上が求められたことから、企業が年金資産の積立度合に一段と注意を払うようになったこと、を示唆しているものと考えられる。

また、Amir and Gordon [1996]は、SFAS 106号のもとでB/S計上が要求される「年金以外の退職給付債務」の見積りに関して、どのような動機により割引率等の選択が行われているのかを、1991年～1993年のクロスセクションデータ（41社～345社）およびパネルデータ（延べ657社）を用いて分析している⁴⁶。そして、年金以外の退職給付債務の金額が大きい企業、負債比率の高い企業は、高い割引率を選び、過去に退職給付制度の見直しを行ったことがある企業や利益率の高い企業は、低い割引率を選ぶ傾向があるとの分析結果を得ている。

さらに、大日方 [1999]は、米国のSEC基準連結財務報告を実施している日本企業24社の1990年～1998年のパネルデータをもとに、ロジット分析により、市場の利子率が下落した時に、企業がそれに応じて年金の割引率を引き下げているかどうかという点を検証し、企業は市場利子率よりも、自らの収益性をみながら割引率の決定をしていると結論付けている⁴⁷。

なお、既述のMaher [1987]は、企業の裁量が反映されていない標準化され

⁴⁵ 前掲注42参照。

⁴⁶ SFAS 106号は、1992年12月15日以降に開始する年度から適用することが義務づけられているが、早期適用も認められていた。

⁴⁷ 同研究は、1決算期に、年金の割引率を変更しなかった企業を0、0.5%以下で割引率を引き下げた企業を1、0.5%超で割引率を引き下げた企業を2、とし、これらを被説明変数として、市場金利の変化率、負債比率、資本利益率を説明変数としてロジット分析を行っている。

た金利を使って年金債務を再計算したうえで分析すると、1981年と1982年の2年間は債券格付けと年金債務の間に有意な関係が認められるとしているが、この分析結果は、企業が年金計算にかかる割引率を裁量的に選択していることを投資家が見抜いて、自ら割引率を調整して年金債務情報をみていることを示していると考えられる。

銀行に関連しては、有価証券の売却が、利益平準化の目的で行われていることを示す研究が多く行われている。Barth, Beaver and Wolfson [1990]は、利益 (earnings) のうち、有価証券の売却益は株価に影響を与えるという意味で有用な情報を提供している、有価証券の売却益が平均以上(以下)の場合には、有価証券の売却益を除く利益は平均以下(以上)のことが多く、双方の利益に関するパラメータは独立していない、との結果を得ている。Barth [1994]は、既述の利益情報の有用性に関する研究で、投資有価証券の実現利益にかかる符号条件がマイナスになるという結果を得ているが、この原因について、銀行が投資有価証券の売却を通じて利益を平準化していることが影響していると結論付けている。Ahmed and Takeda [1995]は、投資有価証券の売却益も含めた実現利益情報は、収益率と正の相関を持っているが、ROA や自己資本比率が低い銀行については、パラメータがその他の先に比べて有意に低いとしている。そして、これは銀行が利益平準化を行っていることの証左であると結論付けている。また、この点に関連して、Warfield and Linsmeier [1992]は、銀行の利益平準化が、税の節約を目的としているとの結果を得ている。なお、銀行が、発生高 (accruals) の調整を通じて利益調整を行っていることを検証した研究としては、Moyer [1990]、Scholes, Wilson and Wolfson [1990]、Collins, Shackelford and Wahlen [1995]、Beatty, Chamberlain and Magliolo [1995]などがある。

(2) シグナリング効果

以下で紹介する研究は、投資家が、会計情報を通じて経営者の意図を読み取り、これが投資行動、ひいては株価に影響を与える可能性があること(シグナリング効果)を示している。

Beaver and Venkatachlam [1999]は、貸出債権の公正価値評価額の有用性に関し、貸出債権を推計モデルにより、非裁量的部分、裁量的部分、ノイズ(残差)部分に分解し、それぞれの部分の有用性を検証している。そして、1992年~1995年のパネルデータ(延べ945行)を用いて分析した結果、については、有用な情報を提供しており、パラメータは1に近いこと、については、有用な情報を提供しており、パラメータは1より大きいこと、については、有用な情報を提供していないこと、が確認されたとしている。そ

して、 β のパラメータが 1 より大きいことについては、積極的に公正価値情報を開示する経営者の姿勢を、投資家が評価したためではないかとしている。

わが国では、年金負債の見積りに関し、既述のとおり吉田 [1999]は、PBO の算定において高い昇給率を設定している企業は、経営者が将来の高い成長を見越しているというシグナルを通じて、市場から高く評価される可能性を指摘している。さらに、既述の大日方 [1999]は、年金割引率が平均よりも低い企業と高い企業にサンプルを分け、年金債務等と株価との関係を検証したところ、前者については、未償却年金債務と年金費用のいずれも株価と有意な正の関係が認められ、他方、後者については、こうした関係がみられないとの結果を得ている。

7. おわりに

以上みてきたように、公正価値情報の有用性に関連する実証研究には様々なものがあり、その結果も必ずしも首尾一貫したものではない。したがって、ここで断定的な結論を導き出すことは困難であるが、やや大胆にこれらの研究成果およびインプリケーションをまとめれば、以下の点が指摘可能であると考えられる。

金融商品の公正価値評価額情報(ストック情報)の有用性に関しては、金融商品によって異なる結果が得られている。具体的には、多くの研究が有価証券に関してその有用性を肯定している一方、預金については、その有用性は確認されていない。貸出債権、金融負債、デリバティブに関しては、業種、対象期間等によって分析結果が異なっており、これまでの分析結果から一定の方向づけをすることは難しい。

また、このように金融商品によって公正価値評価額の有用性が異なる理由に関し、これまでの研究は、測定値の信頼性、セグメント情報も含めた包括的な情報提供の有無、が有用性に影響している可能性を示唆している。

なお、年金負債の公正価値評価額の有用性については肯定的な結果が多い。他方、有形固定資産の公正価値評価額については、研究数も少なく、実証的に未解決の問題である。

金融商品にかかる公正価値利益情報(フロー情報)の有用性については、有価証券については、結果が分かっているが、それ以外の金融商品については否定的なものが多い。この点、金融商品にかかる実現利益情報の有用性が多くの実証研究で確認されているのとは対照的である。

この理由については、公正価値利益情報の測定誤差を指摘するものや、公正価値利益がその他資産・負債に由来する未認識の利益情報に相殺されていることを指摘するものがある。

なお、包括利益情報の有用性については、研究数も少なく、実証的に未解決の問題であるが、現時点では、これに否定的な結果が多いよううかがわれる。

財務諸表本体で表示される場合と注記等で情報開示される場合、あるいは B/S 上で表示される場合と P/L（あるいは拡張された P/L 等）上で表示される場合とで、同じ情報でも投資家の受け止め方に差が生じるのか否かという点については、実証的に未解決の問題であるが、実験経済学的手法による研究の展開が興味深い。

リスク情報に関しては、会計情報がリスク情報として有用であることを示唆する研究が多い。

公正価値情報の有用性に関する実証研究においては、公正価値情報がどのようなメカニズムを通じて株価に影響を与えているのかという点が、ブラックボックスになっている。こうした中、いくつかの実証研究は、公正価値情報が様々なインセンティブを通じて企業行動に影響を与えていることを示している。公正価値情報がどのようなメカニズムを通じて株価等に影響を与えているのかという点は重要なポイントであり、今後、こうした観点に立った分析の更なる蓄積が望まれる。

以 上

【参考文献】

- Ahmed, A. S., and C. Takeda, "Stock Market Valuation of Gains and Losses on Commercial Banks' Investment Securities: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 20, 1995, pp.207-225.
- Amir, E., and E. A. Gordon, "Firm's Choice of Estimation Parameters: Empirical Evidence from SFAS No.106," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 11, 1996, pp.453-490.
- American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee, "Response to a Discussion Paper Issued by IASC/CICA Steering Committee on Financial Instruments, 'Accounting for Financial Assets and Financial Liabilities'," *Accounting Horizons* 12, 1998, pp.90-97.
- , "Response to the Special Report of the G4+1, 'Reporting Financial Performance: A Proposed Approach'," *Accounting Horizons* 14, 2000a, pp.365-379.
- , "Response to the FASB Preliminary Views: Reporting Financial Instruments and Certain Related Asset and Liabilities at Fair Value," *Accounting Horizons* 14, 2000b, pp.501-508.
- , "Response to Joint Working Group of Standard Setters Invitation to Comment on Recommendations on Accounting for Financial Instrument and Similar Items," American Accounting Association, 2001 June.
- Barth, M. E., "Relative Measurement Errors among Alternative Pension Asset and Liability Measures," *The Accounting Review* 66, 1991, pp.433-463.
- , "Fair Value Accounting: Evidence from Investment Securities and the Market Valuation of Banks," *The Accounting Review* 69, 1994, pp.1-25.
- , W. H. Beaver, and W. R. Landsman, , " Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS 107," *The Accounting Review* 71, 1996, pp.513-537.
- , , and , "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting; Another View," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.77-104.
- , , and C. H. Stinson "Supplemental Data and the Structure of Thrift Share Prices," *The Accounting Review* 66, 1991, pp.56-66.
- , , and Wolfson, "Components of Bank Earnings and the Structure of Bank Share Prices," *Financial Analysts Journal* 46 (May-June), 1990, pp.53-60.

- , and G. Clinch, "Revalued Financial, Tangible, and Intangible assets: Associations with Share Prices and Non Market-Based Value Estimates," *Journal of Accounting Research* 36 (supplement), 1998, pp.199-233.
- , W. R. Landsman and J. M. Wahlen, "Fair Value Accounting: Effect on Bank's Earnings Volatility, Regulatory Capital, and Value of Contractual Cash Flow," *Journal of Banking and Finance* 19, 1995, pp.577-605.
- Bartov, E., "Foreign Currency Exposure of Multinational Firms: Accounting Measures and Market Valuation," *Contemporary Accounting Research* 14, 1997, pp.623-652.
- Beatty, A., "The Effect of Fair Value Accounting on Investment Portfolio Management: How Fair Is It?" *St. Louis Federal Reserve Bank Review* (Jan/Feb), 1995, pp.25-39.
- , S. Chamberlainand, and J. Magliolo, "Managing the Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Capital, Earnings and Taxes," *Journal of Accounting Research* 33 (2), 1995, pp.231-261.
- , , and , "An Empirical Analysis of the Economic Implications of Fair Value Accounting for Investment Securities," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.43-77.
- Beaver, W. H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 3rd Edition, Prentice-Hall, Engelwood Cliffs, NJ. 1998.
- , C. Eger, S. Ryan, and M. Wolfson, "Financial Reporting, Supplemental Disclosure, and Bank Share Prices," *Journal of Accounting Research* 27(2), 1989, pp.157-178.
- , and M. Venkatachalam, "Differential Pricing of the Discretionary and Nondiscretionary Components of Loan Fair Values," Research Paper No.1540, Stanford University, 2000.
- Bernard, V. L., R. C. Merton, and K. G. Palepu, "Mark-to-Market Accounting for U.S. Banks and Thrifts: Lessons from the Danish Experience," *Journal of Accounting Research* 33(1), 1995, pp.1-32.
- Cahan, F. S., S. M. Courtenay, P. L. Gronewoller, and D. R. Upton, "Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosures," *Journal of Business Finance and Accounting* 27, 2000, pp.1273-1301.
- Carey, M., "Partial Market Value Accounting, Bank Capital Volatility, and Bank Risk," *Journal of Banking and Finance* 19, 1995, pp.607-622.
- Cheng, C. S. A., J. K. Cheung, and V. Gopalakrishnan, "On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns," *Accounting and Business Research* 23 (91), 1993, pp.195-203.

- Collins, J., D. Shackelford, and J. Wahlen, "Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes," *Journal of Accounting Research* 33(2), 1995, pp.263-291.
- Cornett, M. M., Z. Rezaee, and H. Teharanin, "An Investigation of Capital Market Reactions to Pronouncement on Fair Value Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.119-154.
- Daigo, S., T. Yonetani, and K. Marumo, "Banks Recapitalization Policies in Japan and their Impact on the Market – A Study of the Impact of Emergency Measures in the Latter Half of FY 1997 on Stock Prices," IMES Discussion Paper Series No.98-E-14, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1998.
- Davis-Friday, P. Y., L. B. Folami, C.-S. Liu, and H. F. Mittelstaedt, "The Value Relevance of Financial Statement Recognition vs. Disclosure: Evidence from SFAS No.106," *The Accounting Review* 74, 1999, pp.403-423.
- Dhaliwal, D. S., "Measurement of Financial Leverage in the Presence of Unfounded Pension Liabilities," *The Accounting Review* 61, 1986, pp.651-661.
- , K. J. Lee, and N. L. Fargher, "The Association between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage," *Contemporary Accounting Research* 8, 1991, pp.20-41.
- , Subramanyam, K. R., Trezevant, R., "Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Performance?" *Journal of Accounting and Economics* 26, 1999, pp.43-67.
- Eccher, A., K. Ramesh, and S. R. Thiagarajan, "Fair Value Disclosures Bank Holding Companies," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.79-117.
- Fama, E. F., "Efficient Capital Markets: II," *Journal of Finance* 46, 1991, pp.1575-1617.
- Godwin, N., K. Petroni, and J. Wahlen, "Fair Value Accounting for Property – Liability Insurees and Classification Decisions under FAS 115," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 13, 1998, pp.207-239.
- Gopalakrishnan, V., "Investor Valuation of Postretirement Benefits Disclosure under SFAS No.106: An Empirical Investigation," *Advances in Accounting* 12, 1994, pp.51-66.
- , and T. F. Sugrue, "An Empirical Investigation of Stock Market Valuation of Corporate Projected Pension Liabilities," *Journal of Business Finance and Accounting* 20, 1993, pp.711-724.
- Hamada, R. S., "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks," *Journal of Finance* 32, 1972,

pp.435-452.

- Hirst, D. E., and P. E. Hopkins, "Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgments," *Journal of Accounting Research* 36 (supplement), 1998, pp.47-75.
- Holthausen, R. W., and R. L. Watts, "The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.3-75.
- Joint Working Group of Banking Association on Financial Instruments, "Financial Instruments: Issues Relating to Banks'," Letter to the Joint Working Group of Standard Setters on Financial Instruments, London, 1999.
- Jones, D. S., and K. K. King, "An Analysis of the Implementation of Prompt Corrective Action," Finance and Economics Discussion Paper Series Working Paper 204, Federal Reserve Board, Washington D. C., 1992.
- Kothari, S. P., "Capital Markets Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001, pp.105-231.
- Kown, S., "Economic Determinants of the Assumed Interest Rate in Pension Accounting," *Advances in Accounting* 12, 1994, pp.67-86
- Landsman, W., "An Empirical Investigation of Pension Fund Property Rights," *The Accounting Review* 61, 1986, pp.662-691.
- Maher, J. J., "Pension Obligations and the Bond Credit Market: An Empirical Analysis of Accounting Numbers," *The Accounting Review* 62, 1987, pp.785-798.
- , and J. E. Ketz, "An Empirical Investigation of Measurement of Pension Obligations by Bond Rating Analysis," *Advances in Accounting* 11, 1993, pp.83-103.
- Maines, L. A. and L. S. McDaniel, "Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Non Professional Investors' Judgements: The Role of Financial Statement Presentation Format," *The Accounting Review* 75, 2000, pp.179-207.
- McAnally, M. L., "Banks, Risk, and FAS105 Disclosures," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 11, 1996, pp.453-490.
- Moyer, S., "Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choice in Commercial Banks," *Journal of Accounting and Economics* 12, 1990, pp.123-154.
- Nelson, K., "Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107," *The Accounting Review* 71, 1996, pp.161-82.
- Park, M. S., T. Park and B. T. Ro, "Fair Value Disclosures for Investment Securities and Bank Equity: Evidence from SFAS No.115," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 14, 1999, pp.347-370.

- Petroni, K., and J. Wahlen, "Fair Values of Equity and Debt Securities and Share Prices of Property Casualty Insurance Companies," *Journal of Risk and Insurance* 62, 1995, pp.719-737.
- Scholes, M., G. P. Wilson, and M. A. Wolfson, "Tax Planning, Regulatory Capital Planning and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks," *Review of Financial Studies* 3, 1990, pp.625-650.
- Simko, P. J., "Financial Instrument Fair Values and Nonfinancial Firms," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 14, 1999, pp.247-274.
- Soo, B. S. and L. G. Soo, "Accounting for the Multinational Firms: Is the Translation Process Valued by the Stock Market," *The Accounting Review* 69, 1994, pp.617-637.
- Standish, P. E. M. and S.-I. Ung, "Corporate Signaling, Asset Revaluations and the Stock Price of British Companies," *The Accounting Review* 57, 1982, pp.701-715.
- Venkatachalam, M., "Value-Relevance of Banks' Derivatives Disclosures," *Journal of Accounting and Economics* 22, 1996, pp.327-355.
- Warfield, T. D. and T. J. Linsmeier, "Tax Planning, Earnings Management, and the Differential Information Content of Bank Earnings Components," *The Accounting Review* 67, 1992, pp.546-562.
- Yonetani, T. and Y. Katsuo, "Fair Value Accounting and Regulatory Capital Requirements," *Economic Policy Review* 4(3), FRB New York, 1998, pp.33-43.
- 大日方 隆、「年金割引率の選択と市場の評価」、CIRJE Discussion Paper Series CIRJE-J-19、東京大学 日本経済国際共同センター、1999年
- 、「純利益と包括利益」、日本会計研究学会 特別委員会『会計基準の動向と基礎概念の研究 最終報告』、日本会計研究学会、2001年
- 國村 道雄、「有価証券の含み益と銀行株価の関係について：覚書」、『オイコノミカ』第31巻 第1号、名古屋市立大学経済学会、1994年、133～141頁
- 桜井 久勝、「資産・負債の時価評価と株価形成」、『會計』第153巻 第2号、森山書店、1998年、197～211頁
- ・ 吳 徳林、「有価証券の時価評価と株価形成」、『會計』第148巻 第1号、森山書店、1995年、107～117頁
 - ・ 桜井 貴憲「銀行のデリバティブ会計情報と株価形成」、中野勲・山地秀俊 編著『21世紀の会計評価論』、勁草書房、1998年
 - ・ 「金融商品の時価情報と企業評価 東証上場銀行の実証分析」、『国民経済雑誌』第179巻 5号、神戸大学経済経営学会、1999年、29～42頁
- 須田 一幸・宮下 洋、「適時開示された含み損情報の有用性」、『會計』第141巻 第6号、森山書店、1992年、811～829頁

- 中野 誠「年金資産・年金負債に対するわが国資本市場の評価」、『會計』第152卷 第5号、森山書店、1997年、691～706頁
- 河 榮徳、「時価情報の実証分析 銀行保有証券の時価情報を中心に」、『會計』第157卷 第1号、森山書店、2000年、75～88頁
- 宮田 慶一・近 暁、「銀行の上場株式・土地に係る会計処理方法変更の株価への影響」、日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー No. 99-J-14、日本銀行金融研究所、1999年
- 吉田 和生、「退職給付の会計情報と企業評価 予測給付債務の予備的分析」、『會計』第156卷 第2号、森山書店、1999年、211～225頁