

当期純利益と包括利益の価値関連性に関する再検証

—2011-2022年3月決算企業の企業価値評価モデルの比較—

井 上 達 男

要 旨

本稿は、包括利益表示の会計基準（企業会計基準第25号）の導入後12年間の当期純利益、包括利益およびその他の包括利益（OCI）の価値関連性を検証している。実証結果は、株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益で算定した企業価値の価値関連性が高く、ASBJ 概念フレームワークの考え方と一致している。また、親会社株主に帰属する当期純利益と OCI の個別の構成要素を用いて算定した企業価値の価値関連性が最も高く、逆に、純資産と包括利益だけを用いて算定した企業価値の価値関連性は最も低かった。OCI およびその構成要素は年度によってその価値関連性がさまざまであり、当期純利益と OCI を別表示することによって投資家に有用な情報を提供できる。

キーワード：当期純利益（Net Income）、包括利益（Comprehensive Income）、その他の包括利益（Other Comprehensive Income）、価値関連性（Value Relevance）、企業価値評価（Valuation）

I はじめに

日本において、2011年3月決算に包括利益の表示が要求されてから12年以上が経過した。わが国の2006年討議資料概念フレームワークでは、当期純利益と並んで包括利益にも、独立した地位を与えられたが、その後の研究の進展次第では包括利益にも当期純利益を超える有用性が見出される可能性に言及していた。包括利益の表示に関する会計基準が適用される以前は、包括利益に対する当期純利益の優位性を主張する実証研究が盛んに行われたが、導

入後12年を経て投資家が包括利益の表示に慣れ親しんできたことで、当期純利益と包括利益に関する価値関連性に変化はあったのだろうか。

一方で、包括利益を重視する立場であると考えられていた IASB も、2018年に公表した概念フレームワークにおいて、当期純利益は企業の当期の財務業績に関する情報の主要な源泉であると明記し、当期純利益にはすべての収益および費用が含まれるが、資産および負債を現在価額で測定し、それに関連する収益および費用を当期純利益から除外することで当期純利益の目的適合性が高まる場合には、当該収益および費用をその他の包括利益に含めるとする考え方を示した。この観点からも、当期純利益、包括利益およびその他の包括利益の価値関連性について実証的に再検証することは意義のある課題であろう。

本稿では、米国、日本および IASB の概念フレームワークにおける純利益、包括利益およびその他の包括利益の概念や考え方を整理した上で、日本において包括利益表示導入後に実際に報告された12年間の当期純利益、包括利益およびその他の包括利益の価値関連性について、さまざまな企業価値算定モデルを比較し、どのような会計数値に基づいて算定された企業価値が最も価値関連性が高いのかを検証したい。

II 概念フレームワークにおける包括利益

1. FASB 概念フレームワークにおける包括利益と稼得利益

米国財務会計基準審議会（以下、FASB）は、1980年12月に財務会計概念書第3号「営利企業の財務諸表の構成要素」（以下、SFAC3）を公表し、概念的理由および実践的理由の双方から、資産および負債の概念的優位性¹⁾に基づいて、財務諸表の構成要素を定義した（COFRI 2001, 111頁）。このSFAC3で「包括利益」（comprehensive income）という概念が初めて公的に示された。SFAC3によれば、包括利益とは、「出資者以外の源泉からの取引

1) 概念的優位性を持つ概念とは、他の概念を定義するために使用される概念である。

その他の事象・環境要因から生じる一期間における営利企業の持分の変動である」(56項)²⁾。SFAC3では、まず資産と負債が定義され、資産から負債を控除した残額として持分が定義される。包括利益は、一期間における持分の変動(出資者との取引を除く)である。SFAC3では、包括利益を財務諸表の構成要素として定義したが、稼得利益は明確に定義せず、包括利益の内訳要素部分を表すためにだけ用いられるとされていた(SFAC5, 100項)。

その後、FASBは、1984年12月に財務会計概念書第5号「営利企業の財務諸表における認識と測定」(以下、SFAC5)を公表した。SFAC5では、SFAC3の包括利益の概念が継承され、さらに稼得利益の概念が定められた(100項)。SFAC5では、稼得利益³⁾と包括利益という2つの概念が区別され、稼得利益は「一会計期間に実質的に完了した(またはすでに完了済みの)営業循環過程に関する資産流入額が、直接的または間接的であることを問わず、当該営業循環過程に関連する資産流出額を超過する(または超過しない)程度と密接な関係にある当該会計期間の業績の測定値である」とされた(36項)。稼得利益の認識指針では、「実現したまたは実現可能」⁴⁾を考慮する必要があるとされており、従来の実現概念より広い概念を定めた。SFAC5では、包括利益には含まれるが稼得利益からは除外されるものに、「累積的会計修正および出資者以外のものとの取引から生じる持分変動」⁵⁾という用語を用い

2) 1985年に、SFAC3は対象範囲を非営利組織にまで拡張した財務会計概念書第6号「財務諸表の構成要素」に代替されたが、包括利益の定義に変更はない。また、2021年12月に、FASBが公表した財務会計概念書第8号「財務報告の概念フレームワーク第4章、財務諸表の構成要素」においても、包括利益の定義に変更はない(SFAC8、E75項)。

3) 稼得利益には、会計原則の変更に伴う累積的影響額は含まれない(SFAC5、34項；平松・広瀬 2002、226頁)。その点で、稼得利益と純利益は同じではない。

4) 収益および利得は、製品、商品またはその他の資産が現金または現金請求権と交換される時点に実現される。収益および利得は、取得もしくは所有している資産が容易に既知の現金額または現金請求権に転換される時点で実現可能になる(SFAC5、83a項；平松・広瀬 2002、249-250頁)。

5) アメリカの会計基準において「その他の包括利益」という用語が確立されるまで、該当する項目は「持分における区分された構成要素(a separate component of equity)」として処理することが支持されていたとされている(左藤 2003、14頁)。

ていた（43項）。しかしその後、SFAC5において財務諸表とされていた「稼得利益および包括利益計算書」（30項）は、1997年6月の財務会計基準書第130号「包括利益の報告」（以下、SFAS130）によって作成が要求され、包括利益の報告における損益計算書外の項目が「その他の包括利益」という概念として明示的に導入された。

2. ASBJ 概念フレームワークにおける包括利益と当期純利益

わが国の企業会計基準委員会（以下、ASBJ）は、会計基準を開発する上で、その指針となる概念フレームワークを明文化するため、2004年7月に外部の研究者を中心としたワーキング・グループを組織して問題の検討を委託し、その結果を討議資料『財務会計の概念フレームワーク』として公表した。その後の意見交換等を踏まえ、基礎概念専門部会を立ち上げ、将来の会計基準開発に指針を与えるとともに、会計基準の収斂に向けた国際的な議論の促進にも寄与するよう、2006年12月に改訂した討議資料（以下、ASBJ 概念フレームワーク）を公表した⁶⁾。

このASBJ 概念フレームワークでは、FASB 概念フレームワークと同様に、はじめに資産と負債に独立した定義を与え、そこから純資産と包括利益の定義を導いている。また、投資家の利用目的との適合性を考慮して、包括利益とは別に純利益に定義を与え、純利益と関連させて収益と費用の定義を導出している（第3章序文）。ここで、包括利益とは、特定期間における純資産の変動額のうち、報告主体の所有者である株主、子会社の少数株主、及び将来それらになり得るオプションの所有者との直接的な取引によらない部分という（第3章8項）。また、純利益とは、特定期間の期末までに生じた純資産の変動額（報告主体の所有者である株主、子会社の少数株主、およびオプションの所有者との直接的な取引による部分を除く）のうち、その期間中に

6) 公表にあたって、当時、国際会計基準審議会（IASB）と米国財務会計基準審議会（FASB）との間で、共通の概念フレームワークを開発するための共同プロジェクトが進行中であったため、公開草案という形ではなく、改めて討議資料として公表したとされている。

リスクから解放された投資の成果であって、報告主体の所有者に帰属する部分をいい、純利益は、純資産のうちもっぱら株主資本だけを増減させるとされている（第3章9項）。結論の根拠と背景説明では、包括利益と純利益を並列している理由を次のように説明している。

純利益の概念を排除し、包括利益で代替させようとする動きもみられるが、この概念フレームワークでは、包括利益が純利益に代替し得るものとは考えていない。現時点までの実証研究の成果によると、包括利益情報は投資家にとって純利益情報を超えるだけの価値を有しているとはいえないからである。これに対し、純利益の情報は長期にわたって投資家に広く利用されており、その有用性を支持する経験的な証拠も確認されている。それゆえ、純利益に従来どおりの独立した地位を与えることとした。この概念フレームワークにおいては、純利益と並んで包括利益にも、独立した地位を与えた。今後の研究の進展次第では、包括利益にも純利益を超える有用性が見出される可能性もあるからである。また、純利益に追加して包括利益を開示する形をとるかぎり、特に投資家を誤導するとは考えにくいこともあり、国際的な動向にあわせてこれを構成要素の体系に含めておくこととした（第3章17項）。

日本でも2010年に企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」が公表され、2011年3月31日以後終了する連結会計年度の年度末に係る連結財務諸表に適用されることになった（12項）。包括利益を表示する計算書の開示は、2計算書方式（「損益計算書」および「包括利益計算書」）または1計算書方式（「損益及び包括利益計算書」）のいずれかによることとされた。

なお、2006年12月最終改訂のASBJ概念フレームワークにおける純利益は、少数株主損益を控除した親会社株主に帰属する当期純利益として定義されている。しかし、2013年改正の企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会

計基準」において、少数株主持分を非支配株主持分に変更するとともに、連結損益計算書における以前の少数株主損益調整前当期純利益は当期純利益に変更された。これは、国際的な会計基準と同様に連結財務諸表の表示を行うことにより比較可能性の向上を図るべきとの意見が多くみられたことを踏まえて検討を行った結果であり、2014年3月以降に表示される当期純利益には非支配株主に帰属する部分も含まれることとなった。このため、ASBJ概念フレームワークにおける純利益の定義と企業会計基準における当期純利益の表示は異なっている。

3. IASB 概念フレームワークにおける包括利益と純損益

国際会計基準委員会（以下、IASC）は、1989年に「財務諸表の作成及び表示に関するフレームワーク」を公表した。その後、IASCが改組された国際会計基準審議会（以下、IASB）は、2004年から2010年まで米国財務会計基準審議会（FASB）と共同プロジェクトを行い、「財務報告に関する概念フレームワーク2010」を公表した。しかし、2012年から共同プロジェクトをIASBの単独プロジェクトへと変更し、2013年7月にIASBは、討議資料『「財務報告に関する概念フレームワーク」の見直し』を、そして、2015年に公開草案「財務報告に関する概念フレームワーク」を公表し、さらに2018年に概念フレームワーク（以下、IASB2018年概念フレームワーク）を公表した。

IASBの概念フレームワークでも、米国FASB概念フレームワークと同様に、まず資産および負債を定義し、負債を控除した残余の資産の請求権を持分として定義している。収益および費用は、資産および負債の増減を内容とした定義になっており、利益の定義は示されていないが、収益と費用の差額として計算される利益は包括利益であると考えられる。IASBの会計基準における包括利益と純損益の定義は、改訂IAS1（2007）「財務諸表の表示」（以下、IAS1）に示されている。IAS1では、包括利益計算書を財務諸表の一つとしており、損益計算書と包括利益計算書を区分する方式を選択できる。包括利益は「所有者の立場としての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」であり、純損益は「収益から費用を控除した合計額（その他の包括利益の内訳項目を除く）」である。また、その他の包括利益とは、「他の IFRS によって要求または許容されることにより純利益に認識されない収益および費用」であり、「組替調整額を含む」とされている（7項）。

IASB2018年概念フレームワークでも、純利益の定義は示されていないが、「第7章表示および開示」における収益および費用の分類として扱われている（7.15-7.19項）。すなわち、財務業績の計算書において、収益および費用は（a）純損益計算書（これには純損益に係る小計または合計が含まれる）と（b）その他の包括利益のいずれかに分類される。そして、純損益計算書に含まれる収益および費用は、企業の当期の財務業績に関する情報の主要な源泉であることが明示された。純損益計算書は、企業の当期の財務業績に関する情報の主要な源泉であるため、原則的にすべての収益および費用が純損益計算書に含まれる。しかし、例外的な状況において、収益および費用をその他の包括利益に含めることによって純損益計算書が目的適合性のより高い情報を提供することとなる場合、または企業の当該期間の財務業績のより忠実な表現を提供することとなる場合には、IASBが基準開発において、資産または負債の現在の価値変動から生じる収益または費用をその他の包括利益に含めることを決定する可能性があるとしている。なお、ある期間にその他の包括利益に含められた収益または費用は、将来の期間において純損益計算に振り替えることにより、純損益計算書が目的適合性のより高い情報を提供することとなる時点、または企業の当該将来期間の財務業績のより忠実な表現を提供することとなる時点に、その他の包括利益から純損益計算書に振り替えられる。しかし、振替がそのような結果を生じる期間や振り替えるべき金額を特定するための明確な基礎がない場合には、IASBが基準開発する際に、その他の包括利益に含めた収益および費用をその後には振り替えないことを決定する可能性があるとしている。

また、IASB2018年概念フレームワークは、資産または負債とそれに関連

する収益および費用に関する情報を提供するために、複数の測定基礎が必要とされる場合についても述べている（6.83-6.86項）。大半の場合、資産または負債とそれに関連する収益および費用の両方に単一の測定基礎を使用し、注記において異なる測定基礎を適用した追加的な情報を提供することが最も理解可能性が高い方法であるとしている。しかし、場合によっては、資産または負債について現在の価値による測定基礎を使用し、収益および費用について異なる測定基礎を使用することによって、情報の目的適合性が高まるか、または企業の財政状態と財務業績の両方のより忠実な表現がもたらされることがあると述べている。このような場合には、資産または負債の現在の価値変動から生じる収益合計および費用合計は分解分類され、(a) 純損益計算書には当該計算書について選択された測定基礎を用いて測定された収益または費用を含め、(b) その他の包括利益に残りの収益および費用を含めるとしている。

以上、米国 SFAC3 において提案された包括利益が、IASB およびわが国においても制度化されている。これに伴い、従来から用いられてきた利益が純利益（または純損益、稼得利益）とされ、両者の差額がその他の包括利益として表示されている。この体系では、純利益は包括利益の構成要素部分であり、企業の当期の財務業績に関する情報の主要な源泉であるとされる。わが国の概念フレームワークでも、純利益に追加して包括利益を開示する形をとっているが、今後の研究の進展次第では、包括利益にも純利益を超える有用性が見出される可能性もあるとしている。この観点からは、絶えず実証研究によって、純利益と包括利益の有用性を確認しておく必要があるだろう。また、IASB2018 年概念フレームワークでは、複数の目的適合性のある測定基礎が選択された場合に、財政状態計算書について選択した測定基礎で算定した帳簿価額と純損益を決定する際に選択した測定基礎で算定した帳簿価額との差額がその他の包括利益として表示されることを示している。すなわち、その他の包括利益の有用性を考察するには、その他の包括利益だけの有用性だけではなく、関連する資産および負債と合わせた有用性を検討することが必

要であると思われる。本稿では、純利益、包括利益およびその他の包括利益とともに、関連する純資産（資産および負債の差額）と合わせた企業価値算定モデルに基づいて、わが国において連結財務諸表に包括利益の表示が導入された2011年3月期以降の純利益と包括利益の有用性を検証する。

Ⅲ 先行研究と仮説設定

1. 米国企業に関する先行研究

純利益と包括利益の価値関連性に関する先行研究の実証結果はさまざまである。米国においても1980年代や1990年代においては、包括利益に対する純利益の優位性を示す実証結果が公表された。Cheng et al. (1993) は、米国の1972-1989年における営業利益、純利益および包括利益のいずれの利益情報が超過リターンをより良く説明するのかを検証した結果、包括利益よりも営業利益と純利益の方が有用であることを明らかにした。また、純利益と営業利益の間には情報内容の増加が見られるが、純利益と包括利益の間には情報内容の増加が見られないとしている。Dhaliwal et al. (1999) は、米国の1994-1995年における包括利益と純利益のいずれが株式リターンとより関連性があるのかを検証している。その結果、金融企業を除いて、包括利益が純利益よりもリターンや市場価値と強く結びついている証拠も、将来のキャッシュフローやインカムをよりよく予測する証拠も見つからなかった。さらに、包括利益の構成要素の中で、利益とリターンの関連性を高めるものは、金融業における売却可能有価証券のみであった。SFAS130の包括利益に含まれる項目の妥当性や、全産業で一律の包括利益の開示を義務付ける必要性について疑問を投げかけている。

一方で、包括利益にある程度の有用性があることを示す実証結果も見られる。Pinto (2005) は、メキシコまたはドイツに海外直接投資をしている1991-1996年の米国の多国籍企業をサンプルとして、為替換算調整勘定に価値関連性があることを示した。1985-2001年の米国の多国籍製造業をサンプルとしたLouis (2003) は、為替換算調整勘定は企業価値の増加ではなく、企業価

値の減少と関連することを示した。Biddle and Choi (2006) は、サンプル期間 (1994-1998年) とデータ数を増加し、Dhaliwal et al. (1999) と同様の分析を実施した結果、純利益よりも SFAS130 が要求する包括利益のほうが株式リターンとより関連性があることを示した。しかし、経営者報酬に対する説明力という観点では、純利益が包括利益よりも優れていた。これは、投資家はより包括的な利益指標を求めよう働きかけ、経営者は自分たちがコントロールしにくい項目を除外するよう働きかけてきたことと一致する。また、より多くの利益構成要素を開示の方が意思決定有用性を高めることも明らかにした。Jones and Smith (2011) は、1986-2005年における米国企業についてその他の包括利益と特別損益の価値関連性の違いについて検証した結果、特別損益とその他の包括利益はともに価値関連性があるが、特別損益の持続性は一時的であり、その他の包括利益は時間の経過とともに部分的に逆転する負の持続性があることを示した。また、特別損益は将来の純利益とキャッシュフローの予測に対して強い予測力を持つが、その他の包括利益の予測力は弱いことも明らかにしている。

包括利益の表示を要求した SFAS130 適用の影響についても、実証が行われている。Kanagaretnam et al. (2005) は、米国証券市場に上場しているカナダ企業について SFAS130 適用前後の包括利益データを用いて検証を行った。その結果、Dhaliwal et al. (1999) とは対照的に、その他の包括利益の各構成要素が株式リターンと関連している証拠を示した。この関連性は、SFAS130 適用前の期間 (1994-1997年) よりも適用後の期間 (1998-2003年) の方がより強くなっており、非金融機関についても同様であった。Chambers et al. (2007) は、SFAS130 適用前 (1994-1997年) に擬似的に計算されたその他の包括利益は、リターンに対する価値関連性はないものの、導入後 (1998-2003年) に報告されたその他の包括利益、特に、為替換算調整勘定と売却可能有価証券評価差額の 2つの構成要素には、リターンに対する価値関連性があることを実証している。これは、SFAS130 適用以降の期間において、投資家がその他の包括利益とその構成要素の報告の優位性に慣れ親しん

できたことに起因すると考えている。また、Kanagaretnam et al. (2009) も、SFAS130 適用前に擬似的に計算された数値を用いた実証結果には測定誤差が生じていた可能性を指摘し、米国証券市場に上場しているカナダ企業の1998-2003年についてSFAS130 適用後の実際の包括利益データを用いて検証を行い、包括利益は純利益と比較して株価およびリターンとより強い関連性を持っていることを示した。特に、売却可能有価証券評価差額とキャッシュフローヘッジの構成要素が、株価と株式リターンに有意に関連する証拠を示した。ただし、Kanagaretnam et al. (2005, 2009) はともに、将来の純利益の予測能力については純利益の方が高いことも示している。

これらの結果を見ると、SFAS130 適用後の実際の包括利益データを用いることで、包括利益の有用性が高まった可能性が考えられる。また、SFAS130 適用以前は擬似的に計算された数値を用いたことによる測定誤差の可能性も考えられる。ただし、Hirst and Hopkins (1998) が述べているように、効率的市場仮説を厳密に解釈すれば、SFAS130 は財務諸表の単なる書式変更であり、SFAS130 には新しい認識および測定ルールは含まれていないことから、財務諸表利用者の判断には影響を与えないとも考えられる⁷⁾。この考えでは、その他の包括利益の構成要素の報告を求めることが、会計情報の価値関連性を高めるのか、低めるのかについて明確な予想を立てることは困難であるとされている⁸⁾。

2. 日本企業に関する先行研究

日本においても、包括利益情報の有用性を分析した研究が進められてきた。先行研究では、包括利益よりも純利益の方が株式リターン（株式収益率）あるいは価値関連性（株価との関連性）が高いとする結果が多いように思われる。

7) Kanagaretnam et al., 2009, p. 354.

8) 包括利益の表示方式に関する実証結果については、山西・中川 (2022) が先行研究の結果を詳しくレビューし、さまざまな結果が混在していることを明らかにしている。

若林(2002)は、1992-1999年3月決算企業(金融・銀行を除く)について純利益と包括利益の情報内容を比較し、純利益はわずかながら包括利益よりも株式リターンをより良く説明することを明らかにしている。また、純利益を所与とした場合、有価証券の評価損益の期中変化額は増分情報内容を有していないことを明らかにしている。須田(2008)は、1999年-2004年3月決算企業(銀行・証券・保険行を除く)について、当期純利益の相対的情報内容が包括利益より大きい、当期純利益にその他有価証券評価差額金を加えた方が単独の当期純利益よりも相対的情報内容があることを示した。しかし、この項目と株式リターンとの関係はかなり不安定あるとしている。埴・山地・威知(2008)は、2004-2007年3月期について、時価総額で基準化した純利益と包括利益で比較した場合、包括利益に有意な説明力はなかったことを示している。また、包括利益の内訳である純利益を純資産で除した比率で株価の自然対数値を説明した後に、追加して純資産その他包括利益率で説明しても有意な増分情報があるとはいえないことを示した。いくつかのその他の包括利益の内訳項目は有意であるが、相互に符号が逆になっており、合計した場合には有意とならない様子を観察している。若林(2009)は、2002-2006年までに終了した会計年度の連結財務諸表について、包括利益よりも純利益の価値関連性が有意に高いことを示した。また、その他の包括利益に増分情報内容はあるが、年度別の分析結果では、必ずしもその他の包括利益が増分情報内容を持つとはいえないが、少なくとも、包括利益を純利益とその他の包括利益に区分することによって、包括利益のみの場合よりも、株式リターンの説明力が高まることを示している⁹⁾。若林・八重倉(2010)は、2002年1月-2006年12月までに終了した決算年度の企業(金融業を除く)について、企業属性によっては、純利益の優位性が維持されるとは言えないものの、概ね純利益のほうが企業価値評価の正確性が高いことが示されている。また、

9) 若林(2009)は、価値関連性に加えて、持続性、予測価値性、投資リスクの評価、利益調整などの複数の利益特性に基づいて、総合的に包括利益と純利益を比較検討し、総じて純利益の方が包括利益よりも優れていることを実証している。

持続性と予測可能性の点からも、純利益のほうが包括利益よりも優れていることを示している。河合（2010）は、2003-2004年3月決算について包括利益と純利益の企業価値評価への影響を比較し、純利益の方が株価への説明力があることを示した。また、純利益を所与とした場合のその他の包括利益については、為替換算調整勘定が株価への追加情報を有するが、自己資本利益率の低い企業グループについては、為替換算調整勘定とその他有価証券評価差額のどちらも株価説明力があることを明らかにしている。

純利益の優位性が明確でないという先行研究の結果も示されている。井手（2004）は、2001年4月-2002年3月の1年間について、包括利益と株式リターンとの間に統計的に有意な関係があるが、純利益を使ったモデルと包括利益を使ったモデルの両方が株式リターンを説明する能力にあまり差がないことを示した。また、製造業に限定すれば包括利益およびその他の包括利益項目が純利益のみのモデルよりも株式リターンとの相関が高いことという結果を得ている。久保田・竹原（2005）は、1998年3月-2004年3月における米国基準を適用している日本企業について、株価関連性では、当期純利益と包括利益の相対情報内容には優劣はないものの、その他の包括利益の構成要素である未実現有価証券評価益と最小年金債務調整額は投資家の情報を増加させることを明らかにした。井手（2006）は、2003年3月期と2004年3月期について、株式リターンと純利益との間に正の相関を確認できたが、株式リターンとその他の包括利益の間には正の相関関係は確認できなかった。また、投資有価証券売却損益非計上企業については、純利益に為替換算調整勘定の一期間変動額を加えたモデルの優位性を確認できたが、為替換算調整勘定の一期間変動額と株式リターンの関係が負の相関があることを示している。井上（2010）は、2002-2006年3月決算について、J検定ではこれまでの実証結果と同様に包括利益に対して当期純利益の優位性がほとんどの年で認められるが、Vuong検定では当期純利益と包括利益に有意な差はなかった。また、2007-2009年3月決算について、J検定では包括利益の方が当期純利益よりも株価関連性が優位となる年もあったが、Vuong検定では当期純利

益と包括利益に有意な差はなかったことを示している。これらの日本における包括利益表示導入前の先行研究からは、包括利益よりも当期純利益の方が株式収益率の説明力が高いとする結果が多いものの、その差はわずか、あるいはあまり差がないとする結果も示されているように思われる。

他方で、岡田・島・中村（2013）は、包括利益表示導入直後の2012年3月期について、包括利益の方が価値関連性が高いことを示した。これは、米国における包括利益導入後に報告された Chambers et al.（2007）の結果と類似している^{10）}。ただし、岡田・島・中村（2013）は、2012年3月期の4半期についても分析を行い、包括利益の価値関連性は株式リターンの計算期間が将来になるほど相対的に低下していく可能性を示し、将来の意思決定の際には純利益の方が有用になる可能性を示している。しかし、金（2022）は、2002-2021年について包括利益表示後を1とするダミー変数をモデルに組み入れた結果、包括利益の表示によりその他の包括利益の価値関連性が強化した強い証拠は得られなかった。また、1計算書方式と2計算書方式についてそれぞれダミー変数を組み入れた結果、その他の包括利益の表示形式はその価値関連性に影響しないことを示している。

これらの先行研究の結果からは、日本においても、調査対象期間によって結果が異なっていることがわかる。本稿では、日本における2011-2022年3月決算企業について、包括利益の表示が適用された後の純利益、包括利益およびその他の包括利益の価値関連性を比較検証したい。

3. 仮説およびモデル

本稿では、包括利益表示の会計基準公表後12年間の実際の包括利益数値を用いて、年度ごとの分析を行う。これにより、Kanagaretnam et al.（2009）が言及した測定誤差の可能性を排除するとともに、Chambers et al.（2007）

10) 若林（2015）は、米国の実証研究をレビューしている。基準設定直後には純利益よりも包括利益の方が価値関連性が高く、包括利益計算書の導入を支持する研究がみられたが、近年は、包括利益を純利益とOCIに区分表示することや、リサイクリング情報の開示が有用であることを裏付ける研究が増えていることを指摘している。

が指摘した包括利益表示適用後の期間において投資家その他の包括利益とその構成要素の報告の優位性に慣れ親しんできたことの影響について年度ごとの推移について検証する。また、本稿では、残余利益モデルに基づいて純資産と利益から企業価値を推定し、その企業価値と会計情報開示後（決算日から2ヶ月後）の株式時価総額との関連を検証する。これにより、企業価値算定にあたってこれまでの実証研究において認められてきた明確なモデルを採用するとともに、決算で公表された会計数値が決算公表後の株価に及ぼす影響を検証することで、会計数値の価値関連性について確認する。さらに、本稿は、第Ⅱ節で述べたIASB2018年概念フレームワークに基づいて、単一の測定基礎（OCIなし）の場合と、複数の目的適合性のある測定基礎（OCIあり）の場合を仮定し、図表1に示す6つのモデルを用いて残余利益モデルに基づく企業価値を算定し、いずれのモデルの価値関連性が高いのかを検証する。

図表1 単一測定基礎と複数測定基礎に基づく企業価値算定モデル

測定基礎	モデル名	貸借対照表	業績報告書の利益
単一 (OCIなし)	モデル1 (親会社利益モデル)	株主資本	親会社株主帰属当期純利益
	モデル2 (当期純利益モデル)	株主資本 +非支配株主持分	当期純利益
	モデル3 (包括利益モデル)	純資産	包括利益
複数 (OCIあり)	モデル4 (当期純利益・OCIモデル)	純資産	当期純利益+OCI
	モデル5 (当期純利益・個別OCIモデル)	純資産	当期純利益+個別OCI
	モデル6 (親会社利益・非支配株主利益・ 個別OCIモデル)	純資産	当期純利益 (親会社、非支配株主)+個別 OCI

図表1のモデル1（株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益）、モデル2（株主資本・非支配株主持分と当期純利益）、モデル3（純資産と包括利益）は、資産および負債の測定基礎による収益および費用がすべて計上さ

れた利益（OCIなし）に基づいて、企業価値を推定している。モデル1は、株主資本とともに、日本が従来から重視してきた株主資本と2計算書方式における連結損益計算書のボトムラインの利益である親会社株主に帰属する当期純利益で企業価値を算定している。モデル2は、株主資本と非支配株主持分に、2011年3月決算以降に改正された当期純利益（親会社株主帰属部分と非支配株主持分帰属部分の合計）を用いて企業価値を算定している。モデル3は、資産および負債に現在価額の測定基礎が選択されたと仮定し、純資産と包括利益を用いて企業価値を算定している。

これに対して、モデル4（純資産と当期純利益とその他の包括利益合計）、モデル5（純資産と当期純利益とその他の包括利益の構成要素）とモデル6（純資産と当期純利益（親会社・非支配株主）とその他の包括利益の構成要素）は、複数の測定基礎が選択された場合（OCIあり）のモデルであり、資産および負債に現在価額の測定基礎が選択されるが、当期純利益は異なる測定基礎が選択され、当期純利益に含められなかった収益および費用をその他の包括利益に含めている。本稿では、これらのモデルを用いて算定したそれぞれの企業価値と、会計情報開示後（決算日から2ヶ月後）の株式時価総額との関連を検証し、モデル1～6の調整済R²を比較し、いずれの価値関連性が高いかを検証する。

$$\text{モデル1} \quad P_{it} = b_0 + b_1 SE_{it} + b_2 PNI_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$\text{モデル2} \quad P_{it} = b_0 + b_1 SNE_{it} + b_2 NI_{it} + e_{it} \quad (2)$$

$$\text{モデル3} \quad P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 CI_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$\text{モデル4} \quad P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 NI_{it} + b_3 OCI_{it} + e_{it} \quad (4)$$

$$\text{モデル5} \quad P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 NI_{it} + b_3 OCI01_{it} + \dots + b_7 OCI05_{it} + e_{it} \quad (5)$$

$$\text{モデル6} \quad P_{it} = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 PNI_{it} + b_3 NNI_{it} + b_4 OCI01_{it} \\ + \dots + b_8 OCI05_{it} + e_{it} \quad (6)$$

ここで、 P_{it} = i 企業の t 期末時価総額 / i 企業の t-1 期末総資産

SE_{it} = i 企業の t 期末株主資本 / i 企業の t-1 期末総資産

SNE_{it} = i 企業の t 期末（株主資本 + 非支配株主持分）/ i 企業の
t-1 期末総資産

BV_{it} = i 企業の t 期末純資産 / i 企業の t-1 期末総資産

NI_{it} = i 企業の t 期当期純利益 / i 企業の t-1 期末総資産

PNI_{it} = i 企業の t 期親会社株主に帰属する当期純利益 / i 企業の
t-1 期末総資産

NNI_{it} = i 企業の t 期非支配株主持分に帰属する当期純利益 / i 企業
の t-1 期末総資産

CI_{it} = i 企業の t 期包括利益 / i 企業の t-1 期末総資産

OCl_{it} = i 企業の t 期その他の包括利益 / i 企業の t-1 期末総資産

$OClO1_{it} \sim OClO5_{it}$ = i 企業の t 期その他の包括利益の構成要素 /
i 企業の t-1 期末総資産

日本において従来は当期純利益として親会社株主に帰属する当期純利益が用いられてきたが、2011年3月決算以降は、親会社株主に帰属する当期純利益と非支配株主持分に帰属する当期純利益の合計額が当期純利益として表示されている。しかし、依然として、2 計算書方式における連結損益計算書のボトムラインは親会社株主に帰属する当期純利益であり、また、連結における1株当たり当期純利益の計算は、親会社株主に帰属する当期純利益に基づいて計算されている¹¹⁾。制度導入から12年以上経つ現在においても、親会社株主に帰属する当期純利益と現行の当期純利益（非支配株主持分に帰属する当期純利益を含む）のいずれの価値関連性が高いかは大変興味深い検証テーマである。日本では、利益の表示は国際的な会計基準に合わせたものが、ASBJ 概念フレームワークやさまざまな会計基準に示されているように、実質的には株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益が重視されていると考

11) 企業会計基準第2号「1株当たり当期純利益に関する会計基準」では、「損益計算書上の当期純利益、当期純損失は、連結財務諸表においては、それぞれ親会社株主に帰属する当期純利益、親会社株主に帰属する当期純損失とする」（第12項）とされている。

えられる。この考えに基づいて仮説1を設定し、モデル1とモデル2の価値関連性を比較検証する。

仮説1 株主資本と非支配株主持分の合計と当期純利益で算定した企業価値（モデル2）よりも、株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益で算定した企業価値（モデル1）の方が価値関連性が高い。

また、2011年3月31日以降、連結財務諸表において包括利益の表示が要求された。包括利益の表示によって提供される情報は、投資家等の財務諸表利用者が企業全体の事業活動について検討するのに役立つことが期待されるとともに、貸借対照表との連携（純資産と包括利益とのクリーン・サープラス関係）を明示することを通じて、財務諸表の理解可能性と比較可能性を高め、また、国際的な会計基準とのコンバージェンスにも資するものと考えられている¹²⁾。しかし、個別財務諸表においては包括利益の表示は要求されておらず、投資家の包括利益に対する認識にどのような変化があったのかも興味深い検証テーマである。仮説1と同様、日本においては株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益が重視されていると考え、仮説2を設定し、モデル1（またはモデル2）とモデル3の価値関連性を比較検証する。

仮説2 純資産と包括利益で算定した企業価値（モデル3）よりも、株主資本（または株主資本と非支配株主持分の合計）と親会社株主に帰属する当期純利益（または当期純利益）で算定した企業価値（モデル1、2）の方が価値関連性が高い。

さらに、第II節で述べたように、IASB2018年概念フレームワークによると、当期純利益は、企業の当期の財務業績に関する情報の主要な源泉であり、

12) 企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」第21項。

すべての収益および費用が含まれるが、資産および負債を現在価額で測定し、それに関連する収益および費用を当期純利益から除外することで当期純利益の目的適合性が高まる場合には、当該収益および費用をその他の包括利益に含めるとされている。この考え方に基づくと、当期純利益とその他の包括利益の価値関連性は異なっていることになる。この観点から、現行の会計基準に基づく当期純利益とその他の包括利益の価値関連性について比較することも興味深い実証テーマである。次の仮説3を設定し、モデル4とモデル5におけるその他の包括利益およびその構成要素の増分説明力を検証する。

仮説3 企業価値算定にあたって、純資産と当期純利益に加えてその他の包括利益（またはその構成要素）を追加した場合、その他の包括利益（またはその構成要素）に増分説明力がある。

最後に、2011年3月決算以降の12年間において報告されてきた親会社株主に帰属する当期純利益、当期純利益、包括利益、その他の包括利益を用いて算定したそれぞれのモデル1~6の価値関連性を比較し、どのモデルの価値関連性が高いかを検証する。第II節で見たように、ASBJ概念フレームワークにおいては、純利益と並んで包括利益にも、独立した地位を与えており、純利益に追加して包括利益を開示する形をとるかぎり、特に投資家を誤導するとは考えにくいこともあり、国際的な動向にあわせてこれを構成要素の体系に含めている。親会社株主に帰属する当期純利益が重視されてきた日本において、包括利益の表示が定着したことによって、包括利益およびその他の包括利益を用いて算定した企業価値の価値関連性が変化しているかについて検証したい。また、IASB2018年概念フレームワークの考えに基づくと、その他の包括利益を用いて算定した企業価値が高いことは、単一の測定基礎で算定した企業価値よりも、複数の測定基礎で算定した企業価値の価値関連性の方が高いことを示すことになるとと思われる。包括利益のみを表示するよりも、当期純利益とともにその他の包括利益を表示する方が価値関連性が高く

なると想定されることから、仮説4を設定し、検証する。

仮説4 当期純利益（または親会社株主に帰属する当期純利益）を用いて算定した企業価値（モデル1、2）よりも、当期純利益（または親会社株主に帰属する当期純利益）とともにその他の包括利益（またはその構成要素）を用いて算定した企業価値（モデル4-6）の価値関連性の方が高い。

IV データおよび実証結果

1. データ

本稿において分析に用いる財務データおよび株価は、「日経 NEEDS-FinancialQUEST 2.0」に収録されている東証1部上場3月決算企業（金融・証券・保険業を除く）の2010年3月-2022年3月決算の日本会計基準に基づく連結会計数値を用いている。時価総額（自己株式控除後）は、決算日から2ヵ月後の5月末株価を用いて計算している。株式時価総額および財務データは前年度末総資産でデフレートしている。純資産がマイナスの会社は削除している。サンプル企業数は、2011年3月-2022年3月の各年度1,154~1,183社であり、延べで18,821社となった。サンプル企業数は分析結果を示した図表に示している。

2. 実証結果

図表2は、モデル1~5の期間的な重回帰分析結果を示している。2014年3月決算以降は新たに退職給付に係る調整累計額がその他の包括利益として計上¹³⁾されているので、図表2では、2011-2013年3月決算期間と2014-2022

13) 企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」第15、34、56項。2013年4月1日以後開始する事業年度の年度末から連結財務諸表において、数理計算上の差異および過去勤務費用の当期発生額のうち、費用処理されない部分をその他の包括利益に含めて計上し、その他の包括利益累計額に計上されている未認識数理計算上の差異および未認識過去勤務費用のうち、当期に当期純利益を構成する項目として費用処理された部分については、その他の包括利益の調整（組替調整）を行うこととされた。

図表 2 期間別の重回帰分析結果 (2011-2012年、2013-2022年 3 月決算)

Y=5月末 株価	純資産	株主資本 株主資本 非支配株主 持分	株主資本+ 非支配株主 持分	親会社株主 帰属当期純 利益	その他の 包括利益	その他の 評価差額	繰延ヘッジ 損益	為替換算 調整勘定	土地再評価 差額	退職給付 調整額	調整済 R ²
2011-2013年 3 月決算期間 (3,518社)											
モデル 1		0.342*** (23.23)		0.413*** (28.04)							④0.4290
モデル 2		0.342*** (23.23)		0.412*** (27.23)							⑤0.4277
モデル 3	0.331*** (22.05)		0.418*** (27.86)								③0.4311
モデル 4	0.331*** (22.10)		0.413*** (28.09)	0.074*** (5.73)							②0.4347
モデル 5	0.331*** (22.11)		0.413*** (28.04)	0.012 (0.90)	0.077*** (5.86)	0.004 (0.31)	-0.018 (-1.42)				①0.4357
2014-2022年 3 月決算期間 (15,308社)											
モデル 1		0.233*** (25.04)		0.400*** (42.86)							①0.3044
モデル 2		0.231*** (24.77)		0.396*** (42.45)							②0.2996
モデル 3	0.244*** (25.46)		0.351*** (36.61)		-0.044*** (-5.30)						⑤0.2676
モデル 4	0.230*** (24.42)		0.400*** (42.74)								③0.2988
モデル 5	0.230*** (24.42)		0.400*** (42.77)		-0.020** (-2.39)	-0.000 (-0.04)	-0.041*** (-4.93)	-0.001 (-0.08)	0.001 (0.15)		③0.2988

各変数欄の上段は標準化した推定値、下段の () 内は t 値。***は 1% で有意、**は 5% で有意、*は 10% で有意。

年3月決算期間を分けて、期間別の分析結果を示している。

図表2における調整済R²の前の丸数字①～⑤はモデル説明力の順位を示している。2011-2013年3月決算期間については、モデルの説明力を示す調整済R²において包括利益モデル（モデル3～5）が①～③で、当期純利益モデル（モデル1～2）の④⑤を上回っている。これに対して、2014-2022年3月決算期間については、逆に、当期純利益モデル（モデル1～2）の調整済R²が①②で、包括利益モデル（モデル3～5）の③～⑤を上回っている。こ

図表3 当期純利益モデルと包括利益モデルの年度別の
重回帰分析結果（2011-2022年）

Y=5月末株価 サンプル数	モデル1			モデル2			モデル3		
	株主資本	親会社株 主帰属当 期純利益	調整済R ²	株主資本 +非支配 株主持分	当期純利益	調整済R ²	純資産	包括利益	調整済R ²
2011年3月 1,154社	0.161*** (6.05)	0.492*** (18.56)	①0.3340	0.159*** (5.98)	0.488*** (18.31)	③0.3292	0.183*** (6.96)	0.477*** (18.12)	②0.3307
2012年3月 1,175社	0.620*** (29.97)	0.285*** (13.80)	②0.6758	0.619*** (29.87)	0.286*** (13.78)	③0.6751	0.602*** (27.65)	0.294*** (13.50)	①0.6759
2013年3月 1,189社	0.156*** (5.75)	0.463*** (17.03)	①0.3023	0.159*** (5.85)	0.461*** (17.01)	②0.3019	0.134*** (4.69)	0.460*** (16.15)	③0.2904
2014年3月 1,182社	0.161*** (5.86)	0.454*** (16.53)	①0.2980	0.159*** (5.79)	0.451*** (16.37)	②0.2937	0.168*** (5.65)	0.373*** (12.53)	③0.2315
2015年3月 1,183社	0.161*** (6.68)	0.604*** (25.13)	①0.4872	0.155*** (6.39)	0.603*** (24.86)	②0.4808	0.150*** (5.54)	0.534*** (19.82)	③0.3938
2016年3月 1,172社	0.259*** (9.93)	0.470*** (18.02)	①0.4102	0.265*** (10.19)	0.464*** (17.81)	②0.4095	0.288*** (11.34)	0.458*** (18.13)	③0.4094
2017年3月 1,176社	0.121*** (4.71)	0.556*** (21.60)	①0.3840	0.116*** (4.49)	0.553*** (21.36)	②0.3771	0.116*** (4.39)	0.530*** (20.12)	③0.3488
2018年3月 1,164社	0.146*** (5.55)	0.538*** (20.39)	①0.3867	0.143*** (5.38)	0.534*** (20.15)	②0.3779	0.112*** (4.43)	0.509*** (18.42)	③0.3351
2019年3月 1,159社	0.228*** (8.21)	0.359*** (12.93)	①0.2443	0.222*** (7.97)	0.359*** (12.89)	②0.2383	0.216*** (7.80)	0.362*** (13.07)	③0.2340
2020年3月 1,158社	0.147*** (4.97)	0.374*** (12.63)	①0.2120	0.145*** (4.89)	0.371*** (12.55)	③0.2077	0.143*** (4.91)	0.379*** (12.94)	②0.2116
2021年3月 1,155社	0.128*** (4.21)	0.326*** (10.70)	①0.1604	0.124*** (4.06)	0.325*** (10.65)	②0.1574	0.113*** (3.53)	0.297*** (9.29)	③0.1337
2022年3月 1,154社	0.501*** (19.14)	0.287*** (10.96)	①0.5109	0.502*** (19.12)	0.283*** (10.77)	②0.5067	0.533*** (20.11)	0.237*** (8.95)	③0.4940

各変数欄の上段は標準化した推定値、下段の（ ）内はt値。***は1%で有意、**は5%で有意、*は10%で有意。

調整済R²の前の丸数字は各年度ごとの順位を示している。

の結果だけを見ると、包括利益の表示が導入された当初は、包括利益の価値関連性が高かったが、その後は当期純利益（特に親会社株主に帰属する当期純利益）の価値関連性が高まったようにも見える。そこで、この結果を確認するため、さらに年度別に各モデルの価値関連性の比較を行った。

図表3は、モデル1～3の年度別の重回帰分析結果を示している。図表3における調整済 R^2 の前の丸数字①～③はモデル説明力の順位を示している。この結果を見ると、2012年3月決算において、包括利益モデル（モデル3）の調整済 R^2 が①であり、当期純利益モデル（モデル1、2）の②③を上回っている。しかし、それ以外のすべて年度において、親会社株主に帰属する当期純利益モデル（モデル1）の調整済 R^2 が①で一番高いことが分かる。このことから、2012年3月決算を除き、包括利益モデルよりも当期純利益モデルを用いて算定した企業価値の価値関連性が高いと考えられ、仮説2は支持される可能性が高いと思われる。この結果は、岡田・島・中村（2013）が包括利益表示導入直後の2012年3月期について包括利益の方が価値関連性が高いことを示したが、金（2022）が2002-2021年について包括利益の表示によりその他の包括利益の価値関連性が強化した強い証拠は得られなかったことも整合的である。また、2012年3月決算において包括利益表示適用直後に一時的に包括利益の説明力が高まったことは、Chambers et al.（2007）に示された米国SFAS130適用以降の期間と同様である。しかし、わが国は単年度の一時的なものであり、包括利益表示導入直後に包括利益が注目されたことに起因するのかもしれない。

なお、当期純利益モデルの中でも、親会社株主に帰属する当期純利益モデル（モデル1）の調整済 R^2 が①（2012年は②）で、すべての年度で当期純利益モデル（モデル2）の②（2012年は③）を上回っているおり、仮説1も支持される可能性が高いと思われる。

図表4は、その他の包括利益モデル（モデル4、5）の年度ごとの重回帰分析結果を示している。モデル4のその他の包括利益合計額の増分説明力は、12年度中で10年度で統計的に有意であった。また、図表3におけるその他の

図表4 その他の包括利益モデルの重回帰分析結果(2011-2022年)

Y=5月末株価 サンプル数	モデル4				モデル5							
	純資産	当期純利益	その他の 包括利益	調整済R ²	純資産	当期純利益	その他有価 証券への 評価差額	繰延ヘッ ジ損益	為替換算 調整勘定	土地再評 価差額	退職給付 調整額	調整済R ²
2011年3月	0.171*** (6.40)	0.488*** (18.26)	0.056** (2.30)	0.3333	0.171*** (6.37)	0.488*** (18.22)	0.019 (0.79)	0.026 (1.09)	0.046* (1.88)	-0.003 (-0.12)	—	0.3315
1154社												
2012年3月	0.613*** (26.63)	0.283*** (13.60)	0.017 (0.91)	0.6763	0.610*** (25.92)	0.286*** (13.73)	-0.022 (-1.21)	0.000 (0.01)	0.049** (2.69)	-0.014 (-0.83)	—	0.6777
1175社												
2013年3月	0.142*** (5.03)	0.467*** (16.99)	0.052* (2.09)	0.3032	0.140*** (4.98)	0.467*** (16.93)	0.013 (0.53)	-0.002 (-0.09)	0.063** (2.54)	-0.010 (-0.42)	—	0.3029
1189社												
2014年3月	0.176*** (6.19)	0.446*** (16.18)	-0.076*** (-2.99)	0.2970	0.174*** (6.08)	0.451*** (16.23)	-0.056** (-2.28)	0.001 (0.03)	-0.050* (-2.00)	-0.042** (-1.70)	0.003 (0.14)	0.2963
1182社												
2015年3月	0.169*** (6.80)	0.597*** (24.69)	-0.109*** (-5.06)	0.4875	0.164*** (6.47)	0.597*** (24.57)	-0.072*** (-3.35)	-0.001 (0.06)	-0.065*** (-3.04)	-0.026 (-1.22)	-0.032 (-1.50)	0.4857
1183社												
2016年3月	0.267*** (10.26)	0.458*** (17.58)	0.080** (3.56)	0.4130	0.267*** (10.03)	0.459*** (17.64)	0.044* (1.91)	0.017 (0.76)	0.049* (1.85)	-0.008 (-0.30)	0.034 (1.48)	0.4108
1172社												
2017年3月	0.107*** (4.15)	0.557*** (21.54)	-0.033 (-1.42)	0.3757	0.120*** (4.62)	0.549*** (21.21)	-0.062** (-2.61)	-0.003 (-0.11)	0.042* (1.84)	-0.006 (-0.34)	-0.037 (-1.62)	0.3798
1176社												
2018年3月	0.138*** (5.16)	0.538*** (20.45)	-0.083*** (-3.52)	0.3795	0.135*** (5.03)	0.538*** (20.38)	-0.044* (-1.87)	-0.006 (-0.26)	-0.049** (-2.10)	-0.073 (-0.74)	-0.056** (-2.40)	0.3787
1164社												
2019年3月	0.210*** (7.53)	0.356*** (12.63)	0.047* (1.82)	0.2351	0.211*** (7.54)	0.360*** (12.73)	0.016 (0.62)	0.006 (0.24)	0.060** (2.34)	-0.002 (-0.09)	0.017 (0.65)	0.2346
1159社												
2020年3月	0.140*** (4.73)	0.370*** (12.50)	0.075*** (2.88)	0.2114	0.138*** (4.67)	0.371*** (12.49)	0.065** (2.48)	0.001 (0.06)	0.012 (0.45)	-0.004 (-0.14)	0.053** (2.01)	0.2103
1158社												
2021年3月	0.134*** (4.24)	0.325*** (10.60)	-0.087*** (-3.11)	0.1609	0.130*** (4.06)	0.323*** (10.64)	-0.062** (-2.18)	0.002 (0.11)	-0.007 (-0.25)	0.000 (0.00)	-0.083*** (-3.06)	0.1621
1155社												
2022年3月	0.520*** (19.63)	0.282*** (10.85)	-0.086*** (-4.30)	0.5155	0.523*** (19.88)	0.273*** (10.45)	-0.001 (-0.05)	-0.007 (-0.35)	-0.102*** (-4.90)	-0.010 (-0.48)	0.005 (0.26)	0.5163
1154社												

各変数欄の上段は標準化した推定値、下段の()内はt値。***は1%で有意、**は5%で有意、*は10%で有意。

包括利益を含まない当期純利益モデル（モデル2）の調整済 R^2 と比較しても12年度中11年度で、モデル4およびモデル5の価値関連性は高くなっている。ただし、その他の包括利益の推定値は、12年度中、4年度で正で有意であり、7年度で負で有意であった。さらに、モデル5におけるその他の包括利益の個別の構成要素の推定値を見ても、同じように正と負が混在している。その他有価証券評価差額は12年度中、1年度が正で有意であり、5年度が負で有意であった。為替換算調整勘定は12年度中、5年度が正で有意であり、4年度が負で有意であった。退職給付に係る調整額は9年度中、1年度が正で有意であり、2年度が負で有意であった。土地再評価差額は12年度中で1年度だけ負で有意であり、繰延ヘッジ損益は12年度すべてで有意ではなかった。このことから、その他の包括利益に増分説明力があるという仮説3は、その他の包括利益に株価と正の増分説明力があるのかという意味では、明確には支持されないように思われる。

このように、常に正で有意な当期純利益の推定値とは異なり、その他の包括利益の合計額およびその構成要素ごとの増分説明力は年度によって正または負でさまざまであることに注意する必要がある。先行研究においてさまざまな結果が混在していたのは、その他の包括利益の増分説明力が年度や期間によって異なることを反映していると思われる。IASB2018年概念フレームワークが述べるように、年度によって正か負かが明確ではないような収益および費用は、当期純利益に含めず、その他の包括利益として別途表示することによって、投資家に有用な情報を提供できることを支持する結果となっている。

最後に、図表5は、モデル1～6の年度ごとの調整済 R^2 による価値関連性の12年間の各年度ごとの順位（①～⑥）を示すとともに、図表5の下部に12年間の各モデルの順位数（各順位の回数）や平均順位数を示している。この12年間で最も平均順位数が1に近かったのは、親会社株主に帰属する当期純利益とともにその他の包括利益の構成要素を用いて算定した企業価値（モデル6の1.25）であり、次いで親会社株主に帰属する当期純利益（モデル1の

図表 5 モデル 1～6 の年度別の調整済 R^2 の比較と順位 (2011-2022年)

	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4	モデル 5	モデル 6
2011年 3 月	②0.3340	⑥0.3292	⑤0.3307	③0.3333	④0.3315	①0.3343
2012年 3 月	⑤0.6758	⑥0.6751	④0.6759	③0.6763	①0.6777	②0.6775
2013年 3 月	④0.3023	⑤0.3019	⑥0.2904	②0.3032	③0.3029	①0.3054
2014年 3 月	②0.2980	⑤0.2937	⑥0.2315	③0.2970	④0.2963	①0.2994
2015年 3 月	③0.4872	⑤0.4808	⑥0.3938	②0.4875	④0.4857	①0.4891
2016年 3 月	④0.4102	⑤0.4095	⑥0.4094	①0.4130	③0.4108	②0.4118
2017年 3 月	②0.3840	④0.3771	⑥0.3488	⑤0.3757	③0.3798	①0.3862
2018年 3 月	②0.3867	⑤0.3779	⑥0.3351	③0.3795	④0.3787	①0.3890
2019年 3 月	①0.2443	③0.2383	⑥0.2340	④0.2351	⑤0.2346	②0.2395
2020年 3 月	②0.2120	⑥0.2077	③0.2116	④0.2114	⑤0.2103	①0.2176
2021年 3 月	④0.1604	⑤0.1574	⑥0.1337	③0.1609	②0.1621	①0.1649
2022年 3 月	④0.5109	⑤0.5067	⑥0.4940	③0.5155	②0.5163	①0.5208
順位数回数						
①	1			1	1	9
②	5			2	2	3
③	1	1	1	6	3	
④	4	1	1	2	4	
⑤	1	7	1	1	2	
⑥		3	9			
平均順位数	2.92	5.00	5.50	3.00	3.33	1.25

調整済 R^2 の前の丸数字は各年度の順位。平均順位数は (順位 1×回数+…+順位 6×回数)÷12 で計算しており、数が少ないほど順位が高い。

2.92)、その他の包括利益モデル (モデル 4 の 3.00) であり、最下位は包括利益モデル (モデル 3 の 5.50) であった。最上位のモデル 6 は、モデル 5 における当期純利益を親会社株主に帰属する当期純利益と非支配株主持分に帰属する当期純利益に細分して企業価値を算定するモデルであり、かつ、親会社株主に帰属する当期純利益とともにその他の包括利益の個別の構成を用いて企業価値を算定している。このことは、仮説 4 の想定したその他の包括利益を用いて算定した企業価値 (モデル 4-6) の中で、親会社株主に帰属する当期純利益にその他の包括利益の構成要素を用いて算定した企業価値 (モデル 6) が価値関連性の観点からは優れていることを示している。逆に、親会社

株主に帰属する当期純利益とその他の包括利益の構成要素を利用せず、純資産と包括利益だけを用いて算定した企業価値（モデル3）の価値関連性は他のモデルに劣る可能性が高いことが明らかになったと思われる。

V 結論

本稿では、2011年3月決算以降において実際に報告された12年間の当期純利益、包括利益およびその他の包括利益の価値関連性を年度ごとに検証した。さまざまな企業価値算定モデルの価値関連性を比較検証し、次の結果が示された。

1. 包括利益表示の会計基準適用直後の2012年3月決算以外の年度では、包括利益モデル（モデル3）よりも当期純利益モデル（モデル1、2）に基づいて算定した企業価値の価値関連性が高かった。
2. 当期純利益モデルの中でも、親会社株主に帰属する当期純利益モデル（モデル1）の価値関連性が、すべての年度で当期純利益モデル（モデル2）を上回っていた。
3. 純資産、当期純利益とその他の包括利益モデル（モデル4）におけるその他の包括利益合計額の増分説明力は12年度中10年度で統計的に有意であったが、その推定値は12年度中、4年度で正で有意であり、7年度で負で有意であった。
4. 当期純利益のみのモデル（モデル2）と比較して、当期純利益とその他の包括利益モデル（モデル4、5）の価値関連性は、12年度中11年度で高かった。ただし、常に正で有意な当期純利益の推定値とは異なり、その他の包括利益の合計額およびその構成要素ごとの推定値は年度によって正または負が混在していた。
5. 親会社株主に帰属する当期純利益に加えてその他の包括利益の個別の構成要素を用いて算定した企業価値（モデル6）の価値関連性が最も高かった。逆に、当期純利益やその他の包括利益を利用せず、純資産と包括利益だけを用いて算定した企業価値（モデル3）の価値関連性は他のモデルに

劣ることがわかった。

これらの結果から、日本においては、従来通りの株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益を重視しながらも、純利益と並んで包括利益にも独立した地位を与え、純利益に追加して包括利益を開示する形をとるかぎりは投資家を誤導するとは考えにくいとする ASBJ 概念フレームワークの考え方と一致している。また、親会社株主に帰属する当期純利益とともにその他の包括利益の構成要素を用いて算定した企業価値(モデル6)の価値関連性が最も高いことは、単一の測定基礎で算定した企業価値よりも、複数の測定基礎で算定した会計数値に基づく企業価値の価値関連性の方が高いことを示していると思われる。純資産と包括利益のみで企業価値を算定するモデル3の価値関連性は他のモデルよりも明らかに低いことから、当期純利益を表示せず、包括利益だけを表示することは投資家にとって有用ではない可能性が高い。包括利益を表示する場合には、当期純利益(または親会社株主に帰属する当期純利益)とその他の包括利益の構成要素を区別して表示することによって始めて投資家への有用な情報を提供できると思われる。この結果は、IASB2018年概念フレームワークが述べるように、特定の収益および費用をその他の包括利益に含めることによって純損益計算書が目的適合性のより高い情報を提供することとなる場合(本稿では年度によってその他の包括利益の価値関連性が正か負かが明確ではない場合)、その収益および費用は当期純利益に含めず、その他の包括利益として別途表示することによって、投資家に有用な情報を提供できることを支持する結果となっている。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

参考文献

- 井手健二(2004)「包括利益情報の有用性に関する検討—わが国証券市場を対象として—」『会計』第165巻第2号、309-321頁。
- 井手健二(2006)「わが国証券市場における純資産直入項目の情報価値」『武蔵大学論集』54(2)、139-154頁。
- 井上達男(2010)「わが国における利益実証分析の再検証」『会計』第177巻第5号、657-667

- 頁。
- 埴道守・山地範明・威知謙豪（2008）「包括利益の有用性に関する実証研究」『京都マネジメントレビュー』第14号、43-56頁。
- 岡田幸彦・鳥拓也・中村亮介（2013）「包括利益情報の価値関連性法則の探究—表示初年度の経験から—」『産業経理』第73巻第2号、161-173頁。
- 河合由佳理（2010）『包括利益と国際会計基準』同文館出版。
- 企業会計基準委員会監訳（2022）『IFRS基準〈注釈付き〉2022』中央経済社。
- 金鉉玉（2022）「包括利益の価値関連性に関する実証研究」『会計』第201巻第6号、567-579頁。
- 久保田敬一・竹原均（2005）「包括利益およびその他の包括利益項目の情報内容分析—米国基準連結財務諸表開示企業を対象として—」『武蔵大学論集』第53巻第2号、81-106頁。
- COFRI 訳（2001）『COFRI 実務研究叢書 財務会計の概念および基準のフレームワーク』中央経済社。
- 佐藤信彦編著（2003）『業績報告と包括利益』白桃書房。
- 須田一幸（2008）「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。
- 平松一夫・広瀬義州訳（2002）『FASB 財務会計の諸概念（増補版）』中央経済社。
- 山西佑季・中川豊隆（2022）「包括利益情報の表示方式と価値関連性」『アドミニストレーション』第29巻第1号、21-33頁。
- 山西佑季（2011）「その他包括利益情報の開示と株価関連性—日・米・欧の比較」『アドミニストレーション』第17巻第3・4合併号、83-103頁。
- 若林公美（2002）「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、81-94頁。
- 若林公美（2006）「包括利益に関する利益調整行動」『会計』第169巻第6号、42-52頁。
- 若林公美（2008）「包括利益と投資リスクの評価」『企業会計』第60巻第5号、123-129頁。
- 若林公美（2009）『包括利益の実証研究』中央経済社。
- 若林公美・八重倉孝（2010）「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。
- 若林公美（2015）「純利益と包括利益の value-relevance」『企業会計』第67巻第9号、44-50頁。
- Biddle, G. C., G. S. Seow and A. F. Siegel (1995), "Relative versus Incremental Information Content," *Contemporary Accounting Research*, 12(1), pp. 1-23.
- Biddle, G. C. and J. H. Choi (2006), "Is Comprehensive Income Useful?" *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 2(1), pp. 1-32.
- Chambers, D., T. J. Linsmeier, C. Shakespeare, and T. Sougiannis (2007), "An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosures," *Review of Accounting Studies*, 12(4), pp. 557-593.
- Cheng, C. S. A., J. K. Cheun and V. Gopalakrishnan (1993), "On the Usefulness of Operating

- Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns,” *Accounting and Business Research*, 23(91), pp.195-203.
- Dehning, B. and P. A. Ratliff (1999), “Comprehensive Income: Evidence on the Effectiveness of FAS 130,” *Journal of American Academy of Business*, 4(1), pp.228-232.
- Dhaliwal, D., K. Subramanyan and R. Trezevant (1999), “Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance?” *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp.43-67.
- Hirst, D. and P. Hopkins (1998), “Comprehensive Income Reporting and Analysts’ Valuation Judgments,” *Journal of Accounting Research*, 36, pp.47-74.
- Jones, D. A. and K. J. Smith (2011), “Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items,” *The Accounting Review*, 86(6), pp.2047-2073.
- Kanagaretnam, K., R. Mathieu and M. Shehata (2005), “Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada: Evidence from Adoption of SFAS 130,” Working Paper, pp.1-37.
- Kanagaretnam, K., R. Mathieu and M. Shehata (2009), “Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), pp.349-365.
- Louis, H. (2003), “The Value Relevance of the Foreign Translation Adjustment,” *The Accounting Review*, 78(4), pp.1027-1047.
- Pinto, J. A. (2005), “How Comprehensive is Comprehensive Income?: The Value Relevance of Foreign Currency Translation Adjustments,” *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16(2), pp.97-122.
- Story, R. K. and S. Story (1997), FASB Special Report, *The Framework of Financial Accounting Concepts and Standards*, FASB.