

会計基準改革と企業価値評価

— 東証一部上場2001年3月連結決算企業の実証研究 —

井 上 達 男

I はじめに

近年、日本では大幅な会計基準改革が行われ、その改革の多くが2000年3月決算または2001年3月決算から実施された。2000年3月決算からは、証券取引法に基づくディスクロージャー制度の連結情報中心への変更、税効果会計の全面適用、研究開発費の即時費用化、キャッシュ・フロー計算書の導入などが実施された。2001年3月決算からは、退職給付会計の導入、金融商品会計の導入などの当期利益に大きな影響を及ぼす会計基準が導入された。

これらの会計基準改革は、①内外の広範囲な投資者のわが国証券市場への投資参加を促進し、②投資者が自己責任に基づきより適切な経営判断を行うこと、③連結財務諸表を中心とした国際的にも遜色のないディスクロージャー制度を構築するとの基本的認識に基づいて、二十一世紀に向けての活力と秩序ある証券市場の確立に貢献することを目指すものであった¹⁾。これらの会計基準改革のほとんどが当期利益に影響を及ぼす新しい情報開示内容を含んでおり、企業価値評価にも大きな影響があると考えられるが自然である。

そこで本稿では、会計数値による企業価値評価モデルに基づき、東証一部上場2001年3月連結決算企業を対象に、これらの新しい会計情報開示が企業価値評価に及ぼした影響を実証分析によって概観したい。本稿で分析を行う

1) 企業会計審議会「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」(平成9年6月6日)。

新会計情報は、キャッシュ・フロー情報、未認識年金債務の注記情報、その他有価証券の評価差額の注記情報、売買目的有価証券の評価損益、繰延税金資産、繰延税金負債、法人税等調整額である。

II 最近の会計基準改革の概要

最近の主たる会計基準改革とその適用時期について簡単に述べると以下の通りである。

①連結情報中心への変更²⁾ (2000年3月決算)

2000年3月決算より、証券取引法に基づくディスクロージャー制度では、連結財務諸表が「主」、個別財務諸表が「従」へと大幅な変更がなされた。これに伴い、連結財務諸表の原則が全面的に見直された。この一環として、連結範囲の判定に支配力基準が導入された。議決権の所有割合以外の要素を加味した支配力基準を導入し、他の会社の意思決定機関を支配しているかどうかによって、子会社が判定されるようになった。また、少数株主持分の表示変更、親子会社間の会計処理の統一、連結手続きの明確化などが見直された。

この連結情報を中心とするディスクロージャー制度へ移行によって、連結財務諸表が企業集団に関する適切な投資情報を投資者に提供するものと期待されている。

②税効果会計の全面適用³⁾ (2000年3月決算)

2000年3月決算より、税効果会計が全面適用された。税効果会計は、企業会計上の収益または費用と課税所得計算上の益金または損金の認識時点の相違等により、企業会計上の資産または負債の額と課税所得計算上の資産または負債の額に相違がある場合において、法人税その他利益に関連する金額を課税標準とする税金（以下、「法人税等」という。）の額を適切に期間配分することにより、法人税等を控除する前の当期純利益と法人税等を合理的に対

2) 「前掲意見書」。

3) 企業会計審議会「税効果会計に係る会計基準の設定について」（平成10年10月30日）。

応させることを目的とする手続きである。

税効果会計を適用すると、繰延税金資産および繰延税金負債が貸借対照表に計上されるとともに、当期の法人税等として納付すべき額および税効果会計の適用による法人税等の調整額が損益計算書に計上されることになる。

繰延税金資産は、将来の法人税等の支払額を減額する効果を有し、一般的には法人税等の前払額に相当するため、資産としての性格を有するものと考えられる。繰延税金負債は、将来の法人税等の支払額を増額する効果を有し、法人税等の未払額に相当するため、負債としての性格を有するものと考えられる。

この税効果会計の全面適用によって、法人税等の額が法人税等を控除する前の当期純利益と期間的に対応し、また、将来の法人税等の支払額に対応する影響が表示されると期待されている。なお、中間財務諸表には2001年3月期にかかる中間会計期間より適用される。

③キャッシュ・フロー計算書の導入⁴⁾ (2000年3月決算)

2000年3月決算から、証券取引法に基づくディスクロージャー制度において、キャッシュ・フロー計算書が財務諸表の一つとして位置づけられた。キャッシュ・フロー計算書は、一会計期間におけるキャッシュ・フローの状況を営業活動、投資活動、財務活動の3活動区分別に表示するものであり、貸借対照表と損益計算書と同様に企業活動全体を対象とする重要な情報を提供するものである。国際的には、キャッシュ・フロー計算書は財務諸表の一つとして位置づけられている。

このキャッシュ・フロー計算書の導入によって、企業の一会計期間におけるキャッシュ・フローの状況に関する重要な情報が提供されると期待されている。なお、中間キャッシュ・フロー計算書は2002年3月期から適用される。

④退職給付会計の導入⁵⁾ (2001年3月決算)

- 4) 企業会計審議会「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日)。
- 5) 企業会計審議会「退職給付に係る会計基準の設定に関する意見書」(平成10年6月16日)。

2001年3月決算より、退職給付会計が導入された。確定給付型の企業年金制度は、近年、積み立てた資産の運用利回りの低下、資産の含み損等により、将来の年金給付に必要な資産の確保に懸念が生じているといわれていた。このため、退職給付会計を導入し、退職給付債務に未認識過去勤務債務および未認識数理計算上の差異を加減した額から年金資産の額を控除した額を退職に係る負債として計上することになった。

また、退職給付会計では、当期の勤務費用および利息費用は退職給付費用として処理し、企業年金制度を採用している場合には、年金資産に係る当期の期待運用収益相当額は退職給付費用から差し引かれる。過去勤務債務および数理計算上の差異に係る費用処理額は退職給付費用に含まれる。

この退職給付会計の導入によって、年金資産や年金負債の現状を速やかに明らかにするとともに、企業の負担する退職給付費用について適正な会計処理が行われると期待されている。

⑤金融商品会計の導入⁶⁾ (2001年3月決算)

2001年3月決算より、金融商品会計が導入された。債権（受取手形、売掛金、貸付金その他）および債務（支払手形、買掛金、借入金その他）は、それぞれ取得原価から貸倒見積高に基づいて算定された貸倒引当金を控除した金額および債務額をもって貸借対照表価額とすることに変更はないが、有価証券の評価、貸倒見積高の算定、デリバティブ取引の会計処理、ヘッジ会計が変更された。

特に、有価証券については、2001年3月決算から、売買目的有価証券が時価評価され、その評価差額は当期の損益として処理されることになった。また、その他有価証券についても、2002年3月決算から時価評価され、その評価差額は税効果会計を適用した上で、資本の部に計上されることになる。ただし、2001年3月決算においては、その他有価証券の帳簿価額と期末時価との差額について税効果会計を適用した場合の注記を行うことになった。

6) 企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」（平成11年1月22日）。

2001年3月決算では、売買目的有価証券の時価評価の当期損益計上と、その他有価証券の評価差額の注記によって、企業の財務活動の実態を適切に財務諸表に反映させ、投資者に対して的確な財務情報を提供することが期待されている。

この他にも、2000年3月決算からは研究開発費の即時費用化⁷⁾、2001年3月決算からは外貨換算会計の変更⁸⁾や中間決算方法の変更⁹⁾が実施された。また今後も、減損会計の導入、企業結合会計の導入などが検討されている。

以下、本稿では、2001年3月連結決算企業を対象に、実証分析によって、キャッシュ・フロー情報、未認識年金債務の注記情報、その他有価証券の評価差額の注記情報、売買目的有価証券の評価損益、税効果会計（繰延税金資産、繰延税金負債、法人税等調整額）が企業価値評価に及ぼす影響を検証する。

III 企業評価モデル、サンプル、および変数の特性

1. 企業価値評価モデル

Ohlsonモデルの考え方を基づくと、企業価値(V)は、純資産簿価と将来超過利益の二つの基本会計数値によって次のように計算される。¹⁰⁾

- 7) 企業会計審議会「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」(平成10年3月13日)。
- 8) 企業会計審議会「外貨建取引等会計処理基準の改訂について」(平成7年5月26日)。
- 9) 企業会計審議会「中間連結財務諸表等の作成基準の設定に関する意見書」(平成11年3月13日)。
- 10) Ohlsonモデルおよびこのモデルを用いた日本企業の実証分析については、以下の論文を参照されたい。
井上達男稿「会計数値に基づく企業価値の実証研究－東証一部上場三月決算企業を対象として－」『會計』第153巻第6号(1998年6月)。
井上達男稿「予測利益を用いたOhlsonモデルによる日本企業の実証研究」『會計』第156巻第2号(1999年8月)。
井上達男稿「会計数値による企業価値評価と線形情報ダイナミックス」『産業経理』平成12年度第4号(2000年4月)。
井上達男稿「予測利益・純資産簿価の構成要素と企業価値評価－二〇〇〇年三月決算企業の実証分析－」『會計』第161巻第1号(2002年1月)。
井上達男稿「企業価値評価モデルに関する一考察－保守主義会計の企業価値への影響－」『年報 経営分析研究』第18号(2002年3月)。

$$\begin{aligned}
 V_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[NI_{t+i} - (r_e)B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i} \\
 &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{E_t[(ROE_{t+i} - r_e)B_{t+i-1}]}{(1+r_e)^i}
 \end{aligned}$$

ここで、 B_t は、 t 時点での純資産簿価。NI $_{t+i}$ は、 $t+i$ 期の当期利益。 r_e は、株主資本コスト。ROE $_{t+i}$ は、 $t+i$ 期の自己資本利益率。 $E_t[]$ は、 $[]$ 内が t 時点での予測数値であることを示す。また、 $[NI_{t+i} - (r_e)B_{t+i-1}]$ は、当期利益から期首資本の資本コストを差し引いたものであり、超過利益を表している。

しかしながら、将来の超過利益を長期間にわたって予測することは困難であるため、本稿では便宜的に当期利益を将来超過利益の代理変数として用いている。また本来は、当期利益から資本コストを控除した超過利益をもちいなければならないが、当期利益を分割した時の資本コストの配分が困難であるため、当期利益をそのまま用いている。しかし、結果は、資本コストを比例配分し、超過利益を用いた場合とほぼ同じであった。本稿で実証分析に用いる基本的な簡略モデル(M1)は、次のように示される。以下、変数はすべて当期であるため、添え字 t は省略する。なお、実証分析を行う際には、企業価値の指標として株価を用いることが多く、本稿でもそれを踏襲している。Pは株価を表す。

$$M1 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI$$

会計基準改革の影響は、①純資産簿価と利益に反映されない新会計基準項目(その他の会計情報)と②純資産簿価と利益に反映される新会計基準項目に区別される。

まず、①純資産簿価と利益に反映されない新会計基準項目(その他の会計情報)には、キャッシュ・フロー情報、未認識年金債務の注記情報、その他有価証券の評価差額の注記情報がある。これらの情報は、純資産簿価と当期利益を補足して、企業価値を追加的に説明する能力があると考えられる。これらを組み込んだモデルは、次のように示される。

$$M 2 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI + \beta_3 CF$$

$$M 3 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI + \quad + \beta_4 UPL$$

$$M 4 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI + \quad + \beta_5 OSG$$

$$M 5 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI + \beta_3 CF + \beta_4 UPL + \beta_5 OSG$$

ここで、CFは営業キャッシュ・フロー、UPLは未認識年金債務、OSGは
 その他有価証券の評価差額を表す。これらの項目が追加的説明力を持つなら、
 その係数は正で、統計的に有意になると考えられる。

次に、②純資産簿価と利益に反映される新会計基準項目には、売買目的有
 価証券の評価損益、税効果会計の影響（繰延税金資産、繰延税金負債、法人
 税等調整額）がある。これらの項目は、日本企業の情報開示を透明化し、企
 業の実態をより良く反映するものと期待されている。したがって、これらの
 項目の開示によって、会計数値による企業価値評価の説明力が向上すると考
 えられる。これらの項目は既に、純資産簿価および当期利益に反映されてい
 るため、その影響を分離して、その企業価値説明力を検証する必要がある。

当期利益に影響を及ぼす項目としては、売買目的有価証券の評価損益があ
 る。また近年、企業がリストラによる損失を計上することが多く、新聞等
 ではこれが好感されて株価に好影響をあたえているとの報道が見られるよう
 と思われる。そこで、本稿では、特別損失（リストラ損失）に対する好意的な
 株価形成があるかについても考察したい。ただし、リストラ損失を特別損失
 全体から抽出できなかったため、特別損失を変数として用いている。これら
 の影響を分離したモデルは、次のように示される。

$$M 6 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI_1 + \beta_6 SSG$$

$$M 7 \quad P = \beta_1 B + \beta_2 NI_2 \quad + \beta_7 EL$$

ここで、SSGは売買目的有価証券の評価損益、ELは特別損失を表す。ま
 た、 NI_n はこれらの項目を調整した当期利益を表す。分離された項目の係数
 は、収益であれば正、費用であれば負となり、統計的に有意になると予想さ
 れる。

税効果会計は、純資産簿価と当期利益の両方に影響を及ぼす。税効果会計

の影響を分離したモデルは、次のように示される。

$$M8 \quad P = \beta_1 B_1 + \beta_2 NI_3 + \beta_8 DA + \beta_9 DL + \beta_{10} DTAX$$

$$M9 \quad P = \beta_1 B_2 + \beta_2 NI_4 + \beta_{11} DNA + \beta_{10} DTAX$$

ここで、DAは繰延税金資産、DLは繰延税金負債、DNAは繰延税金資産から繰延税金負債を控除した繰延税金純資産、DTAXは法人税等調整額を表す。B_nとNI_nはそれぞれこれらの項目を調整した純資産簿価と当期利益を表す。分離された係数は、資産であれば正、負債であれば負となり、統計的に有意であると予測される。

2. サンプルおよび1株当たり金額の特性等

財務データは「NEEDS CD-ROM日経財務データ《連結》」（日本経済新聞社）を用いた。このデータでは、東証一部上場会社（金融を除く）で2001年3月連結決算企業は1,087社であった。株価は「株価CD-ROM 2002」（東洋経済新報社）を用いた。決算情報が十分に反映されるように6月末の株価を用いている。なお、株価が10万円以上の会社はあまりに影響力が強く、結果が偏って示される可能性が強いため、外れ値として除外した。その結果、本稿の分析対象は1,017社となった。

図表1は、本稿で検討する会計数値の1株当たり金額の特性を示している。2001年3月末の日経平均株価は12,999円であった。平均値と標準偏差を見ると、売買目的有価証券の評価損益の平均値が-0.009円、標準偏差が5.543円であり、他の項目に較べてかなり小さいことがわかる。また法人税等調整額の平均値が-14.001円、標準偏差が30.323円であり、これも他の項目よりも少し小さいことがわかる。また合計金額で見ると、売買目的有価証券の評価損益が-9.281円と極めて小さい。また法人税等調整額の合計額は-14,239円、繰延税金負債の合計額は13,606円であり、いずれも他の項目よりも小さい。これらの項目は、会計的に非常に重要な項目であるが、他の項目よりも相対的にかなり小さく、株価への影響も小さいかもしれない。これに対して、純資産簿価、当期利益、営業キャッシュ・フロー、特別損失、未認識年金債

図表1 新会計基準項目の1株当たり金額の特性

(単位：円／1株)

	平均値	標準偏差	合計	最小値	最大値	株価との相関係数
株価	1,184	2,314	1,204,458	40	30,200	
(基本会計数値)						
・純資産簿価	713.971	800.223	726,108	-162.739	11,498	0.80049
・当期利益	30.678	113.871	31,199	-590.166	1,420	0.73227
(その他会計情報)						
・営業CF	85.380	256.181	86,831	-1,921	5,472	0.25301
・未認識年金債務	45.123	75.561	45,890	-98.533	1,553	-0.01602
・その他有評価差額	23.617	110.761	24,019	-202.730	3,034	0.08297
(金融商品会計)						
・売買目的有評価損益	-0.009	5.543	-9.281	-138.658	82.379	0.01093
(リストラ関連)						
・特別損失	61.131	86.978	62,170	0	809.089	-0.00464
(税効果会計)						
・繰延税金資産	47.381	51.927	48,187	0	546.571	0.39533
・繰延税金負債	13.379	49.818	13,606	0	1,237	0.1147
・繰延税金純資産	34.003	70.851	34,581	-1,205	546.571	0.20909
・法人税等調整額	-14.001	30.323	-14,239	-269.893	309.305	-0.11931

務、繰延税金資産、繰延税金純資産の平均値、標準偏差、合計額はある程度の大きさを持っている。

なお、説明変数間で最も大きな相関関係があるのは、純資産簿価と当期利益のピアソン相関係数0.75052であった。二番目は、繰延税金資産と法人税等調整額の相関係数-0.47641であった。重回帰分析は、変数をすべて標準化した上で行ったが、実証結果に多重共線性の徴候は見られなかった。

IV 実証結果

図表2はM1からM5までの実証結果を示している。なお、変数は平均0、標準偏差1に標準化した上で、重回帰分析を行った係数およびt値である。標準化することによって、係数の大きさと説明力の大きさを比較することができる。

基本モデルであるM1では、純資産簿価の係数が0.57453、当期利益の係数が0.30107となっており、純資産簿価の株価への影響が大きいとともに、両変数のt値も21.38、11.21と統計的に極めて有意であることが示されている。また調整済R²は67.97%であり、このモデルによって株価の変動の7割近くが説明されていることがわかる。この結果は、すべてのモデルに共通の結果であり、Ohlsonモデルに基づく会計数値の株価説明力が極めて高いことがわかる。

図表2 その他の会計情報の株価説明力

	基本会計数値		その他の会計情報			調整済R ²	F 値
	純資産簿価	当期利益	営業CF	未認識 年金債務	その他有 評価差額		
M1	0.57453 (21.38)**	0.30107 (11.21)**				0.6797	1079.19
M2	0.56349 (20.89)**	0.29757 (11.11)**	0.05726 (3.14)**			0.6825	729.05
M3	0.57177 (21.07)**	0.30459 (11.15)**		0.01307 (0.72)		0.6796	719.30
M4	0.59294 (21.8)**	0.29382 (10.97)**			-0.06503 (-3.60)**	0.6835	732.26
M5	0.58037 (21.06)**	0.29215 (10.76)**	0.05843 (3.22)**	0.00742 (0.41)	-0.06596 (-3.66)**	0.6862	445.26

() 内はt値。**は、片側1%水準で有意であることを示す。

M2は、営業キャッシュ・フローの追加的説明力を検証している。営業キャッシュ・フローは1%水準で有意であり、追加的説明力を持っていることが示されている。しかし、その係数は0.05726と、純資産簿価や当期利益に較べると株価への影響がかなり小さいことがわかる。調整済R²はM1に較べてわずか0.28%だけ向上している。

M3は、未認識年金債務の追加的説明力を検証している。意外にも、未認識年金債務は有意でなく、追加的説明力がないという結果になった。また、その係数も0.01307とかなり小さく、調整済R²もM1よりほんのわずかに小さい。

M4は、その他有価証券の評価差額の追加的説明力を検証している。その他有価証券の評価差額は1%水準で有意であり、追加的説明力を持っていることが示されている。しかし、その係数は影響が小さいものの、意外にも-0.06503とマイナスであった。これはその他有価証券の評価損失が多いほど株価が高いことを意味しており、解釈が困難である。今後、データの検証を含めて慎重に検証していく必要があるように思われる。

M5は、営業キャッシュ・フロー、未認識年金債務、その他有価証券の評価差額をすべて一つの組み込んだモデルであるが、その結果はM1からM4までの結果と同じであった。

図表3 利益情報の株価説明力

	純資産簿価	修正 当期利益	売買目的 評価損益	特別損失	調整済R ²	F 値
M6	0.57460 (21.38)**	0.30121 (11.2)**	0.00944 (0.53)		0.6794	718.84
M7	0.51892 (18.13)**	0.39607 (12.45)**		-0.18280 (-8.23)	0.6877	746.69

() 内はt値。 **は、片側1%水準で有意であることを示す。

図表 3 は、当期利益への影響に関する実証結果(M 6 と M 7)を示している。

M 6 は、売買目的有価証券の評価損益の株価説明力を検証している。売買目的有価証券の評価損益の係数は0.00944と正であったが、t 値は0.53であり、予想に反して統計的には有意ではなかった。

M 7 は、特別損失の株価説明力を検証している。特別損失は1%水準でも有意で、株価説明力があることがわかった。その係数は当期利益に較べると小さいものの、-0.18280であり、特別損失の大きい会社ほど株価が低いことを示している。特別損失を変数とした今回の大ざっぱな実証分析では、リストラ損失に対する好意的な株価形成は見られなかった。

図表 4 税効果会計の株価説明力

	繰上修正 純資産簿価	繰上修正前 当期利益	繰延税金 資産	繰延税金 負債	繰延税金 純資産	法人税等 調整額	調整済R ²	F 値
M 8	0.47422 (15.75)**	0.37448 (13.09)**	0.07863 (3.63)**	-0.02457 (-1.63)		-0.00215 (-0.11)	0.6925	458.67
M 9	0.47422 (17.32)**	0.47422 (13.00)**			0.07032 (3.65)**	-0.01237 (-0.65)	0.6920	571.69

() 内は t 値。 ** は、片側 1%水準で有意であることを示す。

図表 4 は、税効果会計の影響に関する実証結果(M 8 と M 9)を示している。

M 8 では、繰延税金資産の係数は0.07863、繰延税金負債の係数は-0.02457であり、繰延税金資産が多いほど株価が高く、繰延税金負債が多いほど株価が低いという予想通りの結果であった。繰延税金資産の t 値は3.63と1%水準で有意であり、株価説明力があることを示している。また、繰延税金資産の方が株価への影響力が大きいことも示されている。一方、利益控除項目である法人税等調整額の係数は予想通り負であったが、有意ではなかった。

M 9 は、繰延税金資産から繰延税金負債を控除した繰延税金純資産の株価説明力を検証している。その係数は0.07032と予想通り正であり、1%水準で有意であった。法人税等調整額は、やはり負で、有意ではなかった。

V 結 び

本稿では、会計基準改革の企業価値への影響を検証するため、東証一部上場（金融を除く）の2001年3月連結決算の財務データを分析した。会計数値による企業価値評価モデルであるOhlsonモデルを基本モデルとして検証した結果、次の予想通りの結果が示された。

①営業キャッシュ・フローが大きい企業ほど、企業価値（株価）は高い。営業キャッシュ・フローは純資産簿価や当期利益に追加して株価説明力があると考えられる。営業キャッシュ・フローは、「その他の会計情報」の一部を構成すると考えられる。

②特別損失が多いほど、企業価値は低い。今回の大まかな検証では、リストラを行った企業に対する投資家が好意的に反応することは見られなかった。この効果については、さらに詳細に検証する必要がある。

③繰延税金資産（または繰延税金純資産）が多いほど、企業価値が高い。繰延税金資産が企業価値評価に有利であるという一般的な感覚が実証結果でも検証された。

しかしながら、以下の結果は予想に反するものであった。

①その他有価証券の評価差額が大きい企業ほど、企業価値は低い。これを解釈することは困難であり、今後さらに注意深く分析する必要がある。

②売買目的有価証券の評価損益、繰延税金負債、法人税等調整額は、企業価値と有意な関係にない。これらの1株当たり金額は株価に対して相対的に小さかったことが影響しているかもしれない。

最後に、上記の結果は、東証一部上場2001年3月企業に関するものであり、すべての期に普遍的であるかどうかは明らかではない。さらに企業特性による影響についても調査する必要があるだろう。

（筆者は関西学院大学商学部教授）