

令和 4 年 5 月 20 日現在

機関番号：14401

研究種目：基盤研究(B)（一般）

研究期間：2018～2021

課題番号：18H00913

研究課題名（和文）利益情報の役割の再検討：収益性とリスクの評価に関する総合的研究

研究課題名（英文）Revisiting the Role of Earnings: A Comprehensive Study of Both Profitability and Risk

研究代表者

椎葉 淳 (Shiiba, Atsushi)

大阪大学・経済学研究科・教授

研究者番号：60330164

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 13,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、収益性とリスクの両面から利益情報の役割を再検討することである。このために、割引率が変動することを前提に、事業投資と金融投資を区別した概念的・理論的なフレームワークを構築したうえで、財務会計と管理会計の実証研究を実施した。主たる成果として、事業投資と金融投資の総合的成果に焦点を当てる株主・投資家の視点ではなく、企業（エンタープライズ）の視点から企業価値評価モデルと資産価格モデルを拡張した新しい実証研究のフレームワークを提示した。さらに、時間的に変動する割引率を前提とした研究フレームワークの重要性や発生主義会計の有用性を明らかにするさまざまな実証結果を提示している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

会計利益は投資のリスクが消滅し成果が確定したときに認識されることから、利益の大きさはリスクについての情報も有している。現代のように評価することが難しい新技術が次々に生み出されている社会においては、企業は競争優位を生み出すような差異を創出するために、これまで以上にリスクを負って事業を展開する必要がある。つまり、収益性だけでなくリスクに関する情報が重要になっている。

本研究の学術的・社会的意義は、これまでの会計研究では不十分であったリスクの側面にも焦点をあて、リスクと収益性の両面から利益情報の役割を検討することのできる分析フレームワークを提示し、さまざまな実証的証拠を提示したことにある。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to reexamine the role of earnings information in terms of both profitability and risk. To this end, we conducted empirical studies of financial and management accounting based on a conceptual and theoretical framework that distinguishes between business and financial investment based on the assumption that the discount rate changes over time.

As a major outcome, we presented a new empirical research framework that extends the valuation model and the asset pricing model from the perspective of the firm (enterprise), rather than from the perspective of shareholders and investors. In addition, our research project provides various empirical results that reveal the importance of a research framework that assumes a discount rate that varies over time and the usefulness of accrual accounting.

研究分野：会計学

キーワード：利益情報の役割 変動する割引率 事業投資 金融投資 現在価値関係 リスク 財務諸表分析 組替財務諸表

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 1 . 研究開始当初の背景

経済産業省・産業構造審議会の公表する「新産業構造ビジョン」(2017年5月)によれば、IoT、ビッグデータ、人工知能(AI)などの第4次産業革命技術の実装を通して、新たな社会(Society 5.0)の実現に向けた取り組みが日本において喫緊の課題となっている。このことはまた、近年の会計基準や財務報告の改革(統合報告書の開示など)にも影響を及ぼしている。このような状況のなかで、研究代表者は「コスト構造と企業リスク」、および「21世紀企業に対するディスクロージャー規制のコスト」といったやや広い視点から報告を行った。その報告や本研究分担者との議論のなかで、特に次の3つのことが今後注目すべき重要な点であると認識し、本研究の着想に至った。

第一は、リスクと会計利益の関係についてである。利益は投資のリスクが消滅し成果が確定したときに認識されることから、実現した利益の大きさはリスクについての情報を提供していると考えられる。そして、評価することが難しい新技術が多分野から次々に生み出されている社会においては、企業は競争優位を生み出すような差異を創出するためには、これまで以上にリスクを負って事業を展開する必要がある。つまり、会計情報がリスクに関する情報を持つかどうかは今後ますます重要な検討課題になる。第二は、財務報告の鍵概念としてのビジネス(事業)モデルである。このビジネスモデル概念、あるいは企業の事業活動の性質などと呼ばれる概念は、企業会計基準委員会(ASBJ)の2015年の報告書などでも検討されている。ビジネスモデルの概念はまた、財務報告においても企業の事業活動に対する理解が不可欠であり、企業(エンタープライズ)の視点および財務会計と管理会計の連携の重要性を示唆しているように思える。第三は、科学的根拠に基づく政策判断の重要性である。そのために、定量化することが難しい概念の定量化を可能にする新しい研究フレームワークを提示する必要がある。

## 2 . 研究の目的

本研究の目的は、収益性とリスクの両面から利益情報の役割を再検討することである。このために本研究では、割引率が変動することを前提に、事業投資と金融投資を区別した概念的・理論的なフレームワークを構築したうえで、財務会計と管理会計の実証研究を実施する。本研究の特徴は第1に、事業投資と金融投資の総合的成果に焦点を当てる株主・投資家の視点ではなく、企業(エンタープライズ)の視点から企業価値評価モデルと資産価格モデルを拡張した新しい実証研究のフレームワークを提示することにある。第2に、資本コストについての新しい指標を定量化した上で、実証的証拠を提示することである。第3に、事業活動における会計情報の役割という側面は管理会計分野と密接に関連していることから、財務会計と管理会計の連携を意識して、利益情報の役割を再検討することである。

具体的にはまず、事業投資と金融投資を区別した収益性とリスクの両面からみた利益情報の役割を検討する新しい実証研究のフレームワークを提示する。具体的には、事業投資と金融投資の区別を明示的に取り入れることで、企業価値評価モデルの一種である現在価値恒等式と、消費CAPMの次に注目を集めている投資ベースの資産価格モデルを拡張する。このことは、事業投資と金融投資の総合的成果に焦点を当てる株主・投資家の視点から、企業(エンタープライズ)の視点への転換を意味するものである。このような視点からの研究は、日本だけでなく世界の会計研究への概念的・理論的な貢献を意識して、実証的検証にあたっては北米の企業データを用いた分析も行う。また、この新しいフレームワークに基づいて、さまざまな応用研究を実施する。たとえば、財務会計と管理会計の連携を意識した応用研究である。会計情報を事業活動において用いるという側面は主として管理会計分野であり、したがって特に事業投資の収益性とリスクという観点から利益の役割を考察するためには、これまで以上に財務会計と管理会計の連携が重要になる。企業特性がリスクに与える影響については管理会計分野において研究が進んでおり、この研究成果を参照すれば、利益の役割をより深く検討することができる。

## 3 . 研究の方法

上記の目的を達成するために、理論と実証の両面から研究を進める。

第一の研究課題は、財務諸表の組み替え方法について整理し、変動する割引率を前提として利益情報の役割を考察するための研究フレームワークを展開することである。最初に財務諸表のさまざまな項目を事業投資か金融投資かに分類し組み替える方法を提案する(組替財務諸表と呼ぶ)。次に、割引率が変動することを前提にした実証研究のフレームワークの基礎は、Vuolteenahoo (2002) (Vuolteenahoo, T., (2002), What Drives Firm-Level Stock Returns? The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1, pp. 233-264.)において提示されている会計情報に基づく現在価値恒等式によって与えられている。これはよく知られた企業価値評価モデルとの関係でいえば残余利益モデルに対応しているが、割引率が変動する状況を前提にしていること、および対数変換した変数を用いているという特徴がある。この恒等式は事業投資と金融投資を区別していないため、本研究ではこのフレームワークを展開して、DCF法のような企業(エンタープライズ)の視点から事業資産を評価する現在価値恒等式を新たに示す。また、

現在価値恒等式は経済的な内実のない恒等式であるため、会計情報を用いた投資ベースの資産価格理論モデルを提示する。特に、事業資産と金融資産を有する企業に関する投資ベースの資産価格理論モデルを提示する。これらの理論的基礎については研究代表者の椎葉が主として担当する。

次に、組替財務諸表および事業資産ベースの現在価値恒等式について、その有効性を評価するための実証分析を行う。有効性評価を行った後、事業投資と金融投資を区別することで、純利益ではなく事業利益を使った保守主義指標、株主資本ではなく事業資産に対する（インプライド）資本コストの指標を定量化する。これらの指標は以下の第二と第三の研究課題で利用し、科学的根拠に基づく政策判断に資する実証的証拠を蓄積することを目指す。

第二の研究課題は、財務会計分野の研究であり、次のようなトピックの実証分析を行う。まず事業資産と金融資産を有する企業の資産価格モデルの応用、具体的には新しい企業価値評価の方法を提示し、また新たに展開したモデルにより会計アノマリーの説明を行う。

第三の研究課題は、管理会計分野の研究であり、コスト構造と主要顧客の比率といった企業特性が、事業の収益性とリスクにどのような影響を与えるかを考察することである。特に、財務会計と管理会計の連携を意識して、利益情報の役割を検討する。なお、主要顧客とは有価証券報告書で開示されている連結売上高 10%以上の取引先企業である。このことはまた、事業資産に対する資本コストの定量化においては事業利益を用いていることから、リスクの面から利益情報の役割を検討することにもつながる。

#### 4. 研究成果

以下では、主たる研究成果について説明する。

##### (1) 組替財務諸表に基づく ROE 予測の有効性

この研究成果は小野・椎葉・村宮(2018)として公表している。以下、論文の内容を簡潔に要約する。この研究の目的は、事業活動と金融活動を区別するように組み替えた財務諸表が、将来の ROE(return on equity)を予測する際に有用か否かを明らかにすることである。分析の結果、翌期の純事業資産利益率(RNOA) 純金融費用率(NBC) 財務レバレッジ(LEV)を別々に予測した後で、アドバンスト・デュポン・モデル[ $ROE = RNOA + LEV \times (RNOA - NBC)$ ]を利用して翌期 ROE の予測値を求めることによって、当期の数値から直接的に翌期 ROE を予測するよりも正確性が高まることがわかった。また、経営者予想利益に基づく ROE と上記の方法で予測した ROE との差は、経営者予想利益に含まれるバイアスについての情報を有することを発見した。これらの結果は、上場企業の大部分が予想利益を公表する日本でも、事業と金融の区別に基づく組替財務諸表の活用が投資家にとって有用であることを示唆している。

##### (2) サプライヤー顧客関係と費用構造の関係

この研究は非公表であるが、Sasaki, I., A. Shiiba, and K. Takahashi (2018), "The Supplier-Customer Relationship and cost structure in Japan"として WP となっており、2018 年にヨーロッパ会計学会において報告した。以下、研究の内容を簡潔に要約する。この研究は、日本の製造業を対象とした独自のデータセットを用いて、サプライヤーと顧客の関係がこれらの企業の費用構造に影響を与えるかどうかを調査している。具体的には、顧客集中度が高いほど、固定費が高く変動費が低い、より硬直的な費用構造になるのかどうかを検証している。その結果まず、日本企業においても需要の不確実性が高まると、費用構造がより固定的になることを示し、北米企業に関する先行研究の結果と整合的な証拠を得ている。また、より重要なこととして、需要の不確実性などをコントロールした上で、顧客集中度が高いほど固定費が大きくなり、販売費及び一般管理費と雇用コストについての費用構造がより固定的になることを発見した。

##### (3) 事業会社による株式所有がプレアナウンスメント行動に与える影響

この研究は(2)に関連する理論研究であり、中條・椎葉(2019)として公表している。特にサプライヤーと顧客の関係において株式保有が与える影響を考察している点に特徴がある。以下、論文の内容を簡潔に要約する。この研究では、事業会社間での株式所有が存在するもとの、予定される生産数量に関する企業のプレアナウンスメント行動のあり方を理論的に検証している。ふたつの企業が数量競争を展開するケースを分析することで、以下の結果が得られた。まず、プレアナウンスメントの開示主体がいずれの企業であるかを問わず、プレアナウンスメントの水準は実際の生産数量を超過する。このとき、株式を所有する企業がプレアナウンスメントを発信する場合、株式持ち分が大きいほど、プレアナウンスメントに付随する正のバイアスが小さくなる。それに対して、株式を所有される企業がプレアナウンスメントを手掛ける場合、株式持ち分が大きいほど、プレアナウンスメントにともなう正のバイアスが拡大する。プレアナウンスメントを経営者予想になぞらえて考えるなら、このような結果は、経営者予想の正確度をめぐる規程要因を探求する実証研究に対して、あらたな仮説を提示することが期待できる。

##### (4) 併用方式におけるウェイトの推定と評価：TOB データによる検証

この研究成果は平井・椎葉(2020)として公表している。以下、論文の内容を簡潔に要約する。

この研究では、複数の評価額を加重平均して最終的な評価額とする併用方式による企業価値評価に焦点を当てている。2007年から2018年までの日本における株式公開買付(TOB)のデータに基づき、複数の価値評価額のウェイトを推定するとともに、そのウェイトの有効性をサンプル外予測により検証する。このような考察により、非上場会社の株式価値評価や株式買取請求権の行使時の価値評価など、様々な局面においてベンチマークとして利用できる価値評価方法を得ることが期待できる。

#### (5) 日本市場におけるバリュートラップ：会計原則の影響に基づく説明の検証

この研究成果は小野・椎葉・村宮(2020)として公表している。以下、論文の内容を簡潔に要約する。この研究の目的は、日本市場のバリューストック効果が会計原則の観点から説明できるか否かを明らかにすることである。まず、保守主義の原則や実現原則という会計原則にリスクの考え方が組み込まれており、会計数値やそれに基づく株価指標(バリューストックに該当するか否かを識別するための指標)がリスクを反映するという見解を説明している。そして、バリューストックの期待利益成長率やその成長が実現しないリスクが実際に高くなっているかを検証する。その結果、日本のバリューストック(高B/P銘柄)の期待利益成長率が高く、その成長が実現しないリスクも高いことを発見した。この結果は、事業リスクが高く保守的な会計処理を行う企業の株式がバリューストックに該当し、その高リターンはリスクに見合った報酬であることを示唆する。この研究の特徴は、経営者予想利益という日本特有の変数を活用して先行研究の分析方法を精緻化し、バリューストック効果に対する会計原則の影響を裏付けた点にある。

#### (6) エンタープライズ・レベルのリターンの変動要因

この研究は非公表であるが、村宮・椎葉(2021)、「エンタープライズ・レベルのリターンの変動要因」としてWPとなっており、2021年に第1回「企業会計」カンファレンス(中央経済社主催)において報告した。以下、研究の内容を簡潔に要約する。本研究ではまず、エンタープライズ・レベルのリターンと純事業資産利益率(Return on Net Operating Assets; RNOA)の定義式に加えて、事業資産関係(純事業資産簿価の1期間における変化=事業利益-フリー・キャッシュ・フロー)の仮定から、会計情報を利用した企業価値に関する近似的な現在価値恒等式を提示する。次に、その恒等式をベースにして、実現した対数リターンと投資家が元々期待していた対数リターンとの差、すなわち、期待外の対数リターンが事業利益の期待変化と割引率の期待変化の2つの構成要素によって生じることを明らかにする(前者を事業利益ニュースと呼び、後者を割引率ニュースと呼ぶ)。以上の背景を踏まえて、本報告では、対数線形のベクトル自己回帰(Vector Autoregressive; VAR)モデルを利用した分散分解により、期待外対数リターンの変動が、事業利益ニュースによってもたらされるのか、割引率ニュースによってもたらされるのかを検証している。1979年から2017年までの長期間にわたる日本企業のデータを用いて検証し、次のような発見事項があった。すなわち、(1)リターンを変動させる主要因は、割引率ニュースであり、そのニュースは事業利益ニュースに比べて1.25倍もリターンを変動させている。そして、(2)こうした傾向は、企業規模に関わらず観察され、一貫して割引率ニュースの方が相対的にリターンを変動させ、また、企業規模が大きくなるほど、その傾向は強くなることを発見したのである。以上の検証結果に加えて、本研究では、利益をキャッシュ・フローとアクルーアルズの構成要素に分けて、特にアクルーアルズの情報内容に関する検証結果も報告する。具体的には、エンタープライズ・レベルでの投資の成果たる事業利益をフリー・キャッシュ・フローと事業アクルーアルズに分解し、割引率を加えた3者のいずれの期待変化がリターンを変動させているかを検証した。分析の結果、期待外対数リターンの変動は、主として事業アクルーアルズの期待変化によって引き起こされ、割引率の期待変化とフリー・キャッシュ・フローの期待変化が続いてリターンを変動させる要因であることを発見した。既存の会計研究の多くは、割引率が時間を通じて一定であることを前提にして会計情報が市場変数といかに関連しているかが分析されている。本研究の特徴は、割引率の時間的な変化を許容した理論モデルを前提として、会計情報の有用性を再検討している点にある。本研究では、時間的に変動する割引率を前提とした研究フレームワークの重要性や発生主義会計の有用性を議論している。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計10件（うち査読付論文 4件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 乙政正太・向真央	4. 巻 第64巻第1号
2. 論文標題 社債市場における利益情報の価値関連性	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 1-23
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 乙政正太・向真央	4. 巻 第64巻第2号
2. 論文標題 債務超過企業の財務プロファイルと市場の評価	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 関西大学商学論集	6. 最初と最後の頁 1-18
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 小野慎一郎・村宮克彦	4. 巻 第57巻第10号
2. 論文標題 対数線形・現在価値法に基づく事業の資本コスト	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 39-50
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 中條良美・椎葉淳	4. 巻 第55号第1号
2. 論文標題 事業会社による株式所有がプレアナウンスメント行動に与える影響	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 阪南論集 社会科学編	6. 最初と最後の頁 95-107
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 平井裕久・椎葉淳	4. 巻 第55巻
2. 論文標題 併用方式におけるウェイトの推定と評価：TOBデータによる検証	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 商経論叢（神奈川大学）	6. 最初と最後の頁 近刊
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 小野慎一郎・椎葉淳・村宮克彦	4. 巻 218
2. 論文標題 組替財務諸表に基づくROE予測の有効性	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 国民経済雑誌	6. 最初と最後の頁 59-79
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 小野慎一郎、椎葉淳、村宮克彦	4. 巻 第40巻第1・2合併号
2. 論文標題 日本市場におけるバリュートラップ：会計原則の影響に基づく説明の検証	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 経営財務研究	6. 最初と最後の頁 45-63
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Katsuhiko Muramiya, Tomomi Takada	4. 巻 28(5)
2. 論文標題 How cross shareholding influences financial reporting: Evidence from Japan	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Corporate Governance: An International Review	6. 最初と最後の頁 309-326
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1111/corg.12333	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 村宮克彦	4. 巻 199(2)
2. 論文標題 財務報告の目的と会計原則	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 146-159
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 向 真央・乙政正太	4. 巻 第116号
2. 論文標題 租税負担削減行動が社債の負債コストへ及ぼす影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 1-22
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計7件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 1件)

1. 発表者名 平井裕久・椎葉淳
2. 発表標題 併用方式による企業価値評価の実証的検証
3. 学会等名 日本管理会計学会・2019年度全国大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 佐々木郁子・椎葉淳・高橋邦丸
2. 発表標題 The Supplier-Customer Relationship and Cost Structure in Japan
3. 学会等名 European Accounting Association, 40th Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 椎葉 淳
2. 発表標題 会計情報に基づく現在価値関係に関する研究について
3. 学会等名 日本ディスクロージャー研究学会・第4回JARDISワークショップ
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 小野慎一郎・椎葉淳・村宮克彦
2. 発表標題 会計測定とバリュートラップ
3. 学会等名 日本経営財務学会・第42回全国大会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 平井裕久・椎葉淳
2. 発表標題 併用方式を用いた買付価格の算定について
3. 学会等名 2018年度第2回日本組織会計学会・研究会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 村宮克彦
2. 発表標題 財務報告の目的と会計原則
3. 学会等名 日本会計研究学会第79回大会（招待講演）
4. 発表年 2020年



1. 発表者名 村宮克彦・椎葉淳
2. 発表標題 エンタープライズ・レベルのリターンの変動要因
3. 学会等名 第1回『企業会計』カンファレンス
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	高橋 邦丸  (Takahashi Kunimaru)  (10276016)	青山学院大学・経営学部・教授    (32601)	
研究分担者	村宮 克彦  (Muramiya Katsuhiko)  (50452488)	大阪大学・経済学研究科・准教授    (14401)	
研究分担者	乙政 正太  (Otomasa Shota)  (60258077)	関西大学・商学部・教授    (34416)	
研究分担者	首藤 昭信  (Shuto Akinobu)  (60349181)	東京大学・大学院経済学研究科(経済学部)・准教授    (12601)	
研究分担者	佐々木 郁子  (Sasaki Ikuko)  (90306051)	東北学院大学・経営学部・教授    (31302)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------