

平成 22 年 5 月 25 日現在

研究種目：若手研究 (B)
 研究期間：2007～2009
 課題番号：19730314
 研究課題名 (和文) 多国籍企業のディスクロージャーとバリュエーションに関する
 理論的・実証的研究
 研究課題名 (英文) Theoretical and empirical research on the disclosure and
 valuation of multinational firms
 研究代表者
 浅野 敬志 (ASANO TAKASHI)
 首都大学東京・社会科学部研究科・准教授
 研究者番号：30329833

研究成果の概要 (和文)：本研究の目的は、わが国の多国籍企業を対象に、利益の持続性とプライシングの関連性、およびその関連性に所在地別セグメント情報の質が及ぼす影響を理論的かつ実証的に明らかにすることにある。分析の結果、(1) 市場は国内利益の増減益の持続性を合理的に株価に織り込むのに対し、海外利益の増益の持続性を過小評価すること、(2) 所在地別セグメント情報の質が低い企業群では、海外利益の増益の過小評価が観察されたが、質の高い企業群では観察されず、所在地別セグメント情報の質が海外利益の過小評価を緩和させることが明らかになった。これらの結果は、所在地別セグメント情報の質の向上が資本市場の効率的な価格形成に重要な役割を果たすことを示唆する。

研究成果の概要 (英文)：I investigate how market prices the persistence of domestic and foreign earnings for multinational firms and whether the pricing is affected by the quality of geographic segment reporting. I find (1) market underprices the persistence of foreign earnings; (2) the mispricing of foreign earnings observed in firms with low quality reporting no longer exists in firms with high quality reporting. The latter is important because market's mispricing of foreign earnings lessens as segment reporting quality increases. In Japan, the new standard about segment reporting is effective for fiscal year beginning after March 31, 2010. New standard introduces management approach and achieves the convergence with international standards such as IFRS and SFAS. The results of this study suggest that positive effects may occur following the implementation of new standard in Japan.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,300,000	0	1,300,000
2008年度	900,000	270,000	1,170,000
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	570,000	3,770,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：所在地別セグメント情報の質、情報の非対称性、市場のミスプライシング、
 会計基準の意義、利益の持続性、情報開示戦略、多国籍企業の評価、資本コスト

1. 研究開始当初の背景

日本企業の収益構造が海外依存度を一段と高めている。しかし、その一方で国内と海外では、文化、顧客、競合他社、地理的特性、ビジネス慣習、規制などが異なるため、グローバル化の進展は、企業（経営者）と投資家間に存在する情報の非対称性をさらに大きくする。この情報の非対称性は、様々なコミュニケーション・ギャップや認識ギャップをもたらし、市場価格（株価）にノイズを加える恐れがある。このような情報の非対称性を緩和させ、資本市場の機能を正常化させるためにも、地域別の情報は資本市場の中で重要な役割を担っている。それだけに、地域別情報（所在地別セグメント情報）の質を高めることが極めて重要になる。

わが国では、2009年3月に、企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」の最終改訂版が公表され、2010年4月1日以降に開始する連結会計年度から適用されることになった。新基準では国際標準のマネジメント・アプローチが導入され、国際的な会計基準とのコンバージェンスが実現している。同様の基準を10年以上も前に導入している米国では、新基準により地域別情報の質が改善され、結果として多国籍企業の海外利益の過小評価（ミスプライス）が緩和されたことが報告されている。わが国でも新基準の導入により地域別情報の質が高まり、多国籍企業の海外利益の過小評価が緩和されるのであれば、新基準を導入する意義は大きいと言える。

本研究では新基準の導入に先立ち、わが国の多国籍企業を対象に、利益の持続性とプライシングの関連性、および旧基準に準拠して作成・開示される所在地別セグメント情報の質が当該関連性に及ぼす影響を理論的かつ実証的に分析する。具体的には、多国籍企業の利益（特に海外利益）の持続性が市場から過小評価されているか、またその過小評価は所在地別セグメント情報の質を高めれば改善されるものかどうかについて分析する。

2. 研究の目的

所在地別セグメント情報は、企業のグローバルな活動結果を示す情報源である。しかし、グループ会社の所在地別に売上高、営業利益、資産に関する情報が開示されるだけであり、さらに①企業間および時系列での比較可能性の欠如、②不十分な分割、③同一の報告セグメントにリスク・リターン異なる国・地

域が混在、④移転価格や共通費の配賦に経営者の裁量が介入、といった問題も指摘されている。実証分析でも、所在地別セグメント情報の有用性について相反する結果が報告されており、その質が十分に高いとは一概には言えない。

多国籍企業における海外利益の持続性が市場関係者に過小評価されていることが、多くの研究で観察されている。この過小評価には様々な理由が考えられるが、その中の一つに所在地別セグメント情報の質の低さが挙げられる。当該情報の質が低ければ、特に情報の非対称性の大きい海外事業の観察が困難になり、投資家は海外業績（海外利益）の持続性を正しく評価できない。事実、米国では新基準（FAS131号）の導入前に海外利益の持続性の過小評価が観察されている。また、この過小評価は新基準の導入後に緩和されたことも報告されており、これらの結果は、所在地別セグメント情報の質が海外利益の持続性の過小評価を緩和したことを示唆している。

前述したように、わが国でも米国と同様のセグメント財務報告基準が2010年4月以降に適用されるようになった。新基準では国際的な会計基準（米国基準やIFRS）とのコンバージェンスが実現しているだけに、米国で見られるようなプラスの効果が期待されている。本研究では、新基準の導入に先立ち、①わが国の多国籍企業でも特に海外利益の持続性の過小評価が観察されるのか、②過小評価が観察される場合、それは開示される所在地別セグメント情報の質の低さに起因するののかについて分析し、新基準の導入効果に対する事前予想を試みている。

3. 研究の方法

(1) 所在地別セグメント情報の質

まず、「セグメント」と「連結」における収益と費用の対応関係の程度を測定し、所在地別セグメント情報の質を定量化する。セグメントの金額には「消去または全社」が含まれているため、移転価格と共通費の配賦に対する経営者の意思決定が反映されている。セグメントの金額が経営者によって意図的に操作されている可能性があるとするれば、セグメントの収益と費用が完全に対応しているとはいえない。一方、連結数値には「消去または全社」が含まれていないため、移転価格と共通費の配賦に対する経営者の意思決定が反映されておらず、セグメントの数値に比べて、収益と費用の対応関係が強いと思われる。本

研究では、セグメントと連結における収益と費用の対応関係の違いに着目し、複数の方法により所在地別セグメント情報の質を定量化した。このような定量化を図った論文は、筆者の知る限り存在しない。

(2) 海外利益の持続性と過小評価

多国籍企業の利益持続性が市場から過小評価されているか、またその過小評価は所在地別セグメント情報の質に起因するのかどうかを分析するために、本研究では3つの方法を用いる。

主たる方法は、Mishkin[1983]により展開された合理的期待形成仮説に関する検定手法 (Mishkin 検定) である。これは、将来の超過リターンに対する当期利益やその構成要素のインプリケーション (持続性) を市場が合理的にプライシングしているかどうかを検証するために、多くの文献で用いられてきた手法である (Sloan[1996]など)。

まず全サンプルを対象に Mishkin 検定を行い、全体の傾向を把握し、次いでサンプルを所在地別セグメント情報の質が高い企業群と低い企業群に分割し、これらの企業群で結果に違いがみられるかどうかを分析する。所在地別セグメント情報の質が低い企業群で、海外利益の持続性の過小評価が観察され、質の高い企業群で過小評価が観察されなければ、所在地別セグメント情報の質が過小評価に影響していると考えられる。

本研究では、分析結果の頑健性を確認するため、重回帰分析とヘッジ・ポートフォリオ検定も同時に行っている。分析の視点は Mishkin 検定と同じである。両方法を用いても、所在地別セグメント情報の質が低い企業群で、海外利益の持続性の過小評価が観察され、質の高い企業群で過小評価が観察されなければ、所在地別セグメント情報の質が過小評価に影響していると断言できよう。

4. 研究成果

(1) Mishkin 検定による分析結果

以下では、Mishkin 検定の結果を紹介する。国内利益の増益の持続性は 0.203 であるのに対し、市場が認識する持続性は 0.090 と小さい。これは国内利益の減益に対しても同様である。しかし市場効率性の検定では、市場の合理性に関する帰無仮説が有意に棄却されていない。この結果は、多国籍企業の国内利益に対して、市場はその変化額の持続性を正しく認識し、株価に織り込んでいることを示す。一方、海外利益の増益の持続性は 0.202 であるが、市場が認識する持続性は -0.399 と大幅に低下している。市場効率性の検定でも、市場の合理性に関する帰無仮説が 1%水準で有意に棄却され、市場が海外利益の増益の持

続性を過小評価していることが判明した。

続いて、所在地別セグメント情報の質が最も低い企業を対象にした分析結果を確認する。海外利益の増益の持続性は 0.373 であるのに対し、市場が認識する持続性は -0.899 と大幅に低下している。市場効率性の検定でも、帰無仮説が 1%水準で有意に棄却され、全企業を対象にした場合と同様に、市場が海外利益の増益の持続性を過小評価していることが明らかになった。一方、所在地別セグメント情報の質が最も高い企業の分析結果を見ると、帰無仮説が棄却されず、海外利益の増益に対する市場のミスプライシングは観察されなかった。この結果は、所在地別セグメント情報の質が高いほど、海外利益の増益の持続性に対する過小評価が緩和されることを意味する。

多国籍企業の海外事業は為替リスクや政治リスクなどに晒されている。また、海外事業は言語の壁、文化・習慣の相違、地理的制約などがあるため、国内事業よりも観察が困難であり、経営者と投資家間の情報の非対称性が大きくなる。所在地別セグメント情報の質が十分に高く、投資家の投資意思決定に有用であれば、情報の非対称性が大幅に緩和されるかもしれないが、現在の所在地別セグメント情報には様々な問題点が指摘されており、情報の非対称性を緩和するほど十分に質が高いとは言えない。

しかし、逆に所在地別セグメント情報の質が十分に高く、投資家の投資意思決定に有用であれば、情報の非対称性が緩和するはずである。Hope et al. [2008, 2009] では、米国において新基準である FAS131 号が適用された後に海外事業の情報の質が高まり、市場による海外利益の過小評価が緩和されたことが示されている。本稿でも Hope et al. [2008, 2009] と同様に、所在地別セグメント情報の質が高まれば、多国籍企業の海外利益 (増益) の過小評価が緩和される結果が得られた。この結果は、わが国でも新基準の導入により地域別情報の質が高まるのであれば、海外利益の過小評価が緩和されるというプラスの効果が生じる可能性があることを示唆する。

(2) 重回帰分析による結果

まず全企業を対象にした結果では、 t 期の国内利益と海外利益の増益と $t+1$ 期の累積超過リターン ($RiskAdjR_{i,t+1}$) の間に統計的に有意な正の相関が見られた。この結果は、市場が国内利益と海外利益の増益を過小評価しており、その過小評価を $t+1$ 期に修正していることを示す。海外利益の増益に対する過小評価は Mishkin 検定の結果と一致する。一方、国内利益の増益に対する過小評価は、Mishkin 検定では観察されなかった結果であ

る。この点については更なる分析が求められる。

続いて、所在地別セグメント情報の質が最も低い企業群の結果を確認すると、海外利益の増益と $RiskAdjR_{i,t+1}$ の間に統計的に有意な正の相関が見られた。この結果は、所在地別セグメント情報の質が低ければ、海外利益の増益の持続性が過小評価されることを表し、Mishkin 検定の結果と一致する。一方、所在地別セグメント情報の質が最も高い企業では、海外利益の増益に対する市場の過小評価は見られなかった。以上から、所在地別セグメント情報の質が高いほど、海外利益の増益の過小評価が緩和されることが明らかになり、Mishkin 検定と一致する結果が得られた。

(3) ヘッジ・ポートフォリオ検定の分析結果

海外利益のミスプライシングを追試するために、ヘッジ・ポートフォリオ検定も行っている。市場が t 期の海外利益を過小評価し、その評価を $t+1$ 期に修正している場合、海外利益の増益幅が大きい株式を買持ち、減益幅の大きい株式を空売りすることにより、超過リターンが得られると考えられる。

全企業を対象にした場合、ヘッジ・ポートフォリオの超過リターン（リスク調整済み）は約 5.2% であり、1%水準で有意な正の値を示している。また空売り（short position）と買持ち（long position）に分けてみると、空売りによる超過リターンは約 0.3% であるのに対し、買持ちによる超過リターンは約 4.8%（1%水準で有意）であった。この結果は、海外利益の増益幅が最大の企業を翌年度の 1 年間買持つことで正の超過リターンが得られることを表し、市場が海外利益の増益を過小評価していることを示す。これは、Mishkin 検定や重回帰モデルの推定結果とも一致する結果である。

次に年別の結果を確認すると、分析対象の 6 年間全てにおいてヘッジ・ポートフォリオにより正の超過リターンが得られており、その値は 2004 年を除く 5 年間で統計的に有意な正の値を示している。また空売りと買持ちに分けてみると、空売りの場合は 6 年のうち 3 年で負の超過リターンが観察され、買持ちの場合は全期間において正の超過リターンが観察された。ヘッジ・ポートフォリオの超過リターンにおけるこのような一貫したパターンは、市場が海外利益の変化額の持続性を過小評価していることを示唆する。特に買持ちによる正の超過リターンが全期間で観察されたことは、Mishkin 検定や重回帰モデルの推定結果と一致し、市場が海外利益の増益を過小評価する強力な証拠になるだろう。

続いて、所在地別セグメント情報の質が最も高い企業と最も低い企業におけるヘッジ・ポートフォリオの結果を確認すると、所

在地別セグメント情報の質が最も低い企業群を対象にしたヘッジ・ポートフォリオの超過リターンは約 13.9% であり、全企業の超過リターンよりも大きく統計的に有意である。特に海外利益の増益幅の大きい企業を買持つ場合に得られる超過リターンが約 8.6% と有意に大きく、市場が海外利益の増益を過小評価していることがわかる。一方、所在地別セグメント情報の質が高い企業群を対象にしたヘッジ・ポートフォリオの超過リターンは約 1.3% であり、統計的に有意な正の値を示していない。また、海外利益の増益幅の大きい企業を買持つことで得られる超過リターンは約 0.9% であり、所在地別セグメント情報の質が最も低い企業を投資対象にした場合に比べて大幅に低下している。この結果は、所在地別セグメント情報の質が高ければ、海外利益の増益の過小評価が緩和されることを示しており、Mishkin 検定や重回帰モデルの推定結果とも一致する。

(4) 頑健性チェック

頑健性チェックのために変数を追加した分析も行った。Kraft et al. [2007] は Mishkin 検定について、重要な変数の見落とし問題（omitted variables problem）を指摘している。そして、重要と思われる変数をモデルに組み込んで Mishkin 検定を行った結果、会計発生高アノマリーが消滅することを示している。Kraft et al. [2007] で追加された変数は、 t 期の超過リターン、 t 期の売上高、 t 期の売上高変化額、 t 期の資本的支出、 t 期の資本的支出変化額、株式時価総額の 10 分位ランキング、純資産簿価の 10 分位ランキング、株価の 10 分位ランキングである。これらの変数のうち、本稿では t 期の超過リターン、 t 期の売上高、 t 期の売上高変化率、株式時価総額の対数、純資産簿価、株価対数を追加して、Mishkin 検定と重回帰分析を行った。その結果、変数を追加しても結果に大きな変化はなかった。特に、Mishkin 検定と重回帰分析のいずれの場合でも、市場が海外利益の増益の持続性を過小評価すること、および所在地別セグメント情報の質が高くなればその過小評価が緩和されることが観察された。

(5) インプリケーション

前述のように、わが国でもセグメント情報に関する新基準が 2010 年 4 月 1 日以降に開始する連結事業年度から適用される予定である。新基準では国際的な会計基準とのコンバージェンスが実現しているだけに、米国で見られるようなプラスの効果が期待されている。本研究で得られた結果は、わが国でもプラスの効果が生じる可能性が高いことを示唆する。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計4件)

- ① 浅野敬志、多国籍企業における国内利益と海外利益の持続性とプライシング、国際会計研究学会、査読無、2009年度、2010、掲載確定
- ② 浅野敬志、所在地別セグメント情報の質と海外利益の評価、経営分析研究、査読有、第26号、2010、pp. 98-110
- ③ 浅野敬志、経営者の利益予想バイアスと市場の反応、会計・監査ジャーナル、査読無、第21巻第12号、2009、pp. 81-88
- ④ 浅野敬志、経営者の利益予想と自発的開示インセンティブ、企業会計、査読無、第60巻第12号、2008、pp. 153-161

[学会発表] (計3件)

- ① 浅野敬志、経営者の利益予想バイアスと市場の非合理性、日本経営財務研究学会東日本部会、2010年3月28日、一橋大学
- ② 浅野敬志、多国籍企業における国内利益と海外利益の持続性とプライシング、国際会計研究学会第26回研究大会、2009年9月6日、法政大学
- ③ 浅野敬志、所在地別セグメント情報の質と海外利益の評価、日本経営分析学会第26回年次大会、2009年6月6日、東洋大学

[図書] (計3件)

- ① 浅野敬志、有斐閣、『日本企業研究のフロンティア⑥』(一橋大学日本企業研究センター編、「多国籍企業の利益情報と市場の反応」、第9章、183-200)、2010、236頁
- ② 浅野敬志、中央経済社、『日本企業のバリュエーション』(中野誠・野間幹晴編著、「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」、第4章、91-120)、2009、234頁
- ③ 浅野敬志、中央経済社、『日本の会計社会 - 市場の質と利益の質 -』(黒川行治編著、「経営者の業績予想と市場の評価」、第7章、211-243)、2009、383頁

[その他]

ホームページ等

<http://www.comp.tmu.ac.jp/takasano>

6. 研究組織

- (1) 研究代表者

浅野 敬志 (ASANO TAKASHI)

首都大学東京・社会科学部研究科・准教授

研究者番号：30329833

- (2) 研究分担者

なし

- (3) 連携研究者

なし