

包括利益報告の透明性と投資家の合理的期待形成

菅野 浩勢* 海老原 崇**

概 要

従来の我が国会計基準では、その他の包括利益（OCI）項目が財務諸表のどこにも表示されないなど、投資家にとって包括利益情報が極めて不透明になっていたため、投資家による将来の利益に対する合理的期待形成（ひいては、効率的な株価形成）が妨げられていた可能性がある。そこで、本稿では、株主資本等変動計算書の導入前の期間における我が国の一般事業会社の連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の残高から OCI 項目の金額を推定計算し、過去の純利益及び OCI 項目の将来の利益（純利益又は包括利益）に対する持続性が株価に効率的に反映されているかどうかを Mishkin [1983]テストを用いて検証した。その結果、プール・サンプル及び株式時価総額下位のサブサンプルについては、一部の OCI 項目の持続性が市場において有意に過小評価されていることが発見された。この結果は、財務報告が不透明な場合には、特に、市場における情報生産が不十分であると考えられる株式時価総額の小さい企業において、会計情報のミスプライシングが生じる傾向があることを示唆している。包括利益報告の透明性の観点からは、理想的には、リサイクリングを廃止するとともに、単一の業績報告書において包括利益の全ての構成要素を表示することを全ての企業に強制することが望ましい。ただし、そうした理想を短期的に達成することは困難であると思われるので、当面は、我が国における国際会計基準（IFRS）の採用及び IFRS と我が国会計基準のコンバージェンスのための作業を推進し、リサイクリングを伴う純利益の表示を維持しつつ、包括利益の全ての構成要素を業績報告書に表示する国際的なアプローチが我が国においても受け入れられるよう努力すべきである。

<キーワード> 財務諸表の表示、包括利益、財務報告の透明性、Mishkin テスト

* 金融庁金融研究研修センター研究官

** 武蔵大学経済学部金融学科専任講師

本稿の執筆に当たっては、川村義則早稲田大学商学大学院教授、大鹿智基早稲田大学商学大学院准教授、吉野直行慶應義塾大学経済学部教授（金融庁金融研究研修センター長）に有益な御意見をいただいた。ただし、本稿中にありうべき誤謬は、全て筆者兩名の責に帰すべきものである。

なお、本稿は、筆者兩名の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

1. はじめに

包括利益報告を導入している現行の国際的な会計基準¹では、財務諸表本体において、リサイクリングを伴う伝統的な純利益とともに、その他の包括利益（Other Comprehensive Income; OCI）項目が明瞭に表示されている。それに対して、従来我が国会計基準では、その他の包括利益（OCI）項目が財務諸表のどこにも表示されないなど、投資家にとって包括利益情報が極めて不透明になっていたため、投資家による将来の利益に対する合理的期待形成（ひいては、効率的な株価形成）が妨げられていた可能性がある。そこで、本稿では、株主資本等変動計算書の導入前の期間における我が国の一般事業会社の連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の残高からOCI項目の金額を推定計算し、過去の純利益及びOCI項目の将来の利益（純利益又は包括利益）に対する持続性が株価に効率的に反映されているかどうかをMishkin [1983]テストを用いて検証する。

本稿の残りの部分の構成は、次のとおりである。第2節では、本稿の制度的背景として、包括利益の計算構造及び包括利益の代替的な報告様式について説明する。第3節では、Barth and Schipper [2008]に基づき、財務報告の透明性の概念について検討したあと、財務報告の透明性の観点から望ましい包括利益報告のあり方を検討する。第4節では、本稿で検証される仮説を提示する。第5節では、本稿の研究デザインを説明する。第6節では、本稿の実証分析に用いるサンプル及びデータについて説明する。第7節では、本稿の実証分析の結果を提示する。第8節では、本稿の結論を提示する。

2. 制度的背景

本節では、本稿の制度的背景として、包括利益の計算構造及び包括利益の代替的な報告様式について説明する。

2. 1 包括利益の計算構造

ここでは、米国会計基準の枠組みに従い、包括利益の計算構造について説明する。なお、我が国会計基準及び国際会計基準（IFRS）においても、基本的な計算構造は同じである。まず、米国の財務会計基準審議会（FASB）が1985年12月に公表した財務会計概念ステートメント第6号『財務諸表の基本要素』（SFAC6）において、包括利益（comprehensive income）は、次のように定義されている。

包括利益とは、所有者以外を原因とする取引その他の事象及び状況から生じる一期間中の営利企業の持分（純資産）の変動をいう。包括利益には、所有者による出資及び

¹ 本稿では、米国会計基準及び国際会計基準（IFRS）をまとめて、「国際的な会計基準」と呼んでいる。

所有者への分配から生じるものを除く、一期間中の持分の全ての変動が含まれる。
(SFAC6, par. 70)

ただし、上記の定義はいわば理念型としての包括利益の定義であり、FASBが1997年6月に公表した財務会計基準書第130号『包括利益の報告』(SFAS130)において、包括利益という用語は、これとは別個の、次のような意味で用いられている²。

包括利益とは、純利益を含む、包括利益の全ての構成要素の合計をいう (SFAS130, par. 10)。

上記の定義から明らかなように、SFAS130は、包括利益を純利益 (net income) とその他の包括利益 (other comprehensive income) に区分しており、企業は、純利益の金額を引き続き表示することが要求される (par. 15)。SFAS130において、純利益及びその他の包括利益は、次のような意味で用いられている。

純利益とは、本基準書で定義するその他の包括利益の項目に該当しない収益、費用、利得及び損失を合計して算定される財務業績の測定値をいう。なお、当該測定値を記述するために、純稼得利益 (net earnings) 又は稼得利益 (earnings) のような、その他の様々な用語が用いられることがある (SFAS130, footnote 4)。

その他の包括利益とは、一般に認められた会計原則の下で、包括利益には含まれるが、純利益からは除外される収益、費用、利得及び損失をいう (SFAS130, par. 10)。

なお、現行の我が国会計基準、米国会計基準及びIFRSにおいて、その他の包括利益に該当する項目は、【表1】に示すとおりである。純利益は、これらの項目に該当しない収益、費用、利得及び損失の合計として算定されるものとして、消極的に定義されている。また、SFAC6において、収益、費用、利得及び損失は、持分の変動を伴う資産又は負債の変動に基づいて定義されていることから (SFAC6, pars. 78-89)³、企業の資源及び請求権の変動

² 一般に認められた会計原則により払込資本その他の資本項目の直接的修正として認識するよう要求されている項目で、SFAS130が包括利益の一部とはしていない項目がいくつかある (SFAS130, pars. 54, 108-119)。これらの項目は、SFAS130の公表後もダーティー・サープラス項目として存在し続けるため、SFAS130で用いられる意味での包括利益は、SFAC6において定義される理念上の包括利益と厳密には一致しない。

³ そのことは、IASBの『財務諸表の作成及び表示に関するフレームワーク』(IASB [2001a])における収益及び費用についても同じである (par. 70)。なお、IASB [2001a]では、収益と利得は区別されておらず (par. 75)、費用と損失も区別されていない (par. 79)。これに対して、我が国のASBJの討議資料『財務会計の概念フレームワーク』では、収益及び費用は、純利益又は少数株主損益を増減させる項目であり、資産又は負債の変動のうち、投資のリ

を表しているといえる。

【表 1】 その他の包括利益項目の国際比較

我が国会計基準	米国会計基準	IFRS
・ 為替換算調整勘定 (『外貨建取引等会計処理基準』、三、4)	・ 為替換算調整勘定 (SFAS52, par. 13; SFAS133, par. 42)	・ 在外事業体の財務諸表の換算から生じる差損益 (IAS21, par. 32)
・ その他有価証券評価差額金 (『金融商品に関する会計基準』、第 18 項)	・ 売却可能有価証券に係る未実現損益 (SFAS115, par. 13)	・ 売却可能金融資産の再測定による損益 (IAS39, par. 55(b))
・ 繰延ヘッジ損益 (『金融商品に関する会計基準』、第 32 項)	・ キャッシュ・フロー・ヘッジにおけるヘッジ手段に係る損益の有効部分 (SFAS133, pars. 30, 41)	・ キャッシュ・フロー・ヘッジにおけるヘッジ手段に係る損益の有効部分 (IAS39, par. 95(a))
—	・ 数理計算上の差異 (SFAS87, par. 29; SFAS106, par. 56; SFAS158, par.4c)	・ 数理計算上の差異 (IAS19, par. 93A)
—	・ 過去勤務費用 (SFAS87, par. 25; SFAS106, par. 52; SFAS158, par.4c)	—
・ 土地再評価差額金 (『土地の再評価に関する法律』第 7 条第 2 項)	—	・ 有形固定資産の再評価剰余金 (IAS16, pars. 39, 40)
—	—	・ 無形資産の再評価剰余金 (IAS38, pars. 85, 86)

【表 2】 は、純利益を中間的小計として表示する、国際的な会計基準における包括利益の計算構造を模式化したものである⁴。【表 2】 に示された項目は、実際の財務諸表における表示科目とは全く異なっていることに注意されたい⁵。また、ここでは、便宜上、当該期間の

スクから解放された部分として定義されている (第 3 章、第 13 項及び第 15 項) ため、企業の資源及び請求権の変動を必ずしも表していない。

⁴ 菅野 [2008] は、既存の会計基準で要求され、又は、会計研究で提案されてきた様々な業績報告様式を 5 つに類型化し、それらを比較検討している。【表 2】 は、このうち、二元観 (純利益中心) に基づく業績報告様式に該当する。

⁵ たとえば、実際の財務諸表上は、純利益に含まれるリサイクル額は区分表示されず、関連する当期収益費用の項目と合算して表示される。また、国際的な会計基準において、その他の包括利益に含まれる当期収益費用及び振替調整額は、【表 1】 に示されるような性質別

収益、費用、利得及び損失を「当期収益費用」と総称している。

【表 2】 包括利益の計算構造

I. 純利益	
当期収益費用	2,000
リサイクル額	500
純利益	2,500
II. その他の包括利益	
当期収益費用	100
振替調整額	▲500
その他の包括利益	▲400
包括利益	2,100

計算上、当該期間の包括利益の金額は、当期収益費用の全ての項目の金額の合計に等しい。ただし、前述のとおり、一般に認められた会計原則（Generally Accepted Accounting Principles: GAAP）は一部の当期収益費用の項目を純利益から除外しており、それらを OCI 項目と呼んでいる。「II. その他の包括利益」に含まれる当期収益費用 100 がその金額に該当する。他方で、純利益は、OCI 項目に該当しない当期収益費用の合計として算定される。

「I. 純利益」に含まれる当期収益費用 2,000 がその金額に該当する。したがって、包括利益は、両者の合計 2,100 となる。

しかしながら、現行の国際的な会計基準では、一部の項目を除き、当該期間以前に OCI 項目の一部として認識された収益、費用、利得及び損失を、関連する資産の売却等を契機として、当該期間の純利益の一部として再度認識するリサイクリング（recycling）と呼ばれる特殊な会計処理を要求している⁶ため、実際に報告される純利益及び OCI 項目の金額は、前述とは異なった金額になっている。たとえば、純利益の金額としては、「I. 純利益」に含まれる当期収益費用 2,000 にリサイクル額 500 を加えた 2,500 が報告される。ただし、リサイクル額は当該期間以前に OCI 項目の一部として既に認識されたものなので、このままだと、同一の収益、費用、利得及び損失が包括利益の一部として二重計上されてしまうことになる。それを避けるために、純利益の一部として認識されたリサイクル額と同額を「II. その他の包括利益」から控除する振替調整（reclassification adjustment）と呼ばれる手続きが行われる。その結果、その他の包括利益の金額としては、純利益から除外された当期収益費用 100 から振替調整額 500 を控除した▲400 が報告される。したがって、最終的に

の項目に区分表示され、それらの OCI 項目の内訳情報（当期収益費用及び振替調整額）は、財務諸表本体又は注記において開示される。

⁶ 【表 1】に示した OCI 項目のうち、リサイクリングが行われない一部の項目には、IFRS における数理計算上の差異、有形固定資産及び無形資産の再評価差額金、並びに、我が国会計基準における土地再評価差額金が該当する。

報告される包括利益は、純利益 2,500 とその他の包括利益▲400 の合計 2,100 のまま変わらない。

本稿では、以降、前述の SFAS130 における定義にかかわらず、財務諸表上で実際に報告されるリサイクル額を含む意味で「純利益」という用語を用い、また、振替調整額を含む意味で「その他の包括利益（OCI）項目」という用語を用いることとする。

2. 2 包括利益の報告様式

ここでは、米国会計基準、国際会計基準（IFRS）、FASB と IASB の共同プロジェクト及び我が国会計基準のそれぞれにおいて要求又は許容されている包括利益（又は包括利益に相当する情報）の報告様式について説明する。

（1）米国会計基準

FASB が 1997 年 6 月に公表した財務会計基準書第 130 号『包括利益の報告』（SFAS130）は、1997 年 12 月 15 日後に開始する財政年度から強制適用された。早期適用も許容されている。SFAS130 は、包括利益及びその構成要素を、完全な一組の財務諸表を構成するその他の財務諸表と同じ程度に目立つように表示される財務表において表示することを要求した。SFAS130 では、そのような財務表について特別な様式を指定していないが、その財務表において純利益を包括利益の構成要素として表示することを要求するとともに、次の 3 つの様式を例示した（par. 22）。

- (a) 1 計算書方式。その他の包括利益の構成要素及び包括利益の合計額が、経営成績を報告する計算書において、純利益の合計額の下に報告される。
- (b) 2 計算書方式。その他の包括利益の構成要素及び包括利益の合計額が、純利益で始まる別個の包括利益計算書において、純利益の合計額の下に報告される。
- (c) 持分変動計算書方式。その他の包括利益の構成要素及び包括利益の合計額が、持分変動計算書において純利益の合計額の下に報告される。

FASB は、このうち、1 計算書方式又は 2 計算書方式によって表示することを推奨したが（par. 23）、実務上は、大半の企業が持分変動計算書方式を採用している⁷。

（2）国際会計基準（IFRS）

2003 年 12 月に改訂された国際会計基準第 1 号『財務諸表の表示』（2003 年改訂 IAS1）は、2005 年 1 月 1 日以後開始する事業年度から強制適用され、早期適用が奨励されている。

⁷ たとえば、Chambers et al. [2007]が調査したSFAS130 適用後の 1998 年から 2003 年における S&P500 指数構成企業からなる 2,722 サンプルのうち、80.1%が持分変動計算書方式を採用しており、1 計算書方式又は 2 計算書方式を採用していたのは、19.1%に過ぎなかった。他方で、Lee et al. [2006]が調査対象とした 82 社の損害保険会社のサンプルでは、40 社が持分変動計算書方式、29 社が 2 計算書方式、13 社が 1 計算書方式を採用しており、ある程度均等な採用状況になっている業種もある。

2003年改訂IAS1では、企業の2つの貸借対照表日の間の財務状態の変動を評価するためには、収益及び費用の全ての項目を考慮に入れることが重要であるとして、直接に株主持分に計上された損益を含めて、企業の全ての収益及び費用の合計金額を表示する株主持分変動計算書を表示することを要求している（par. 99）。他方で、株主との間の取引や、株主持分の内訳要素の間の振替に関する事項については、株主持分変動計算書の本体又は注記のいずれかで表示することが要求されている（par. 97）。これらの事項を株主持分変動計算書の本体に表示する場合には、SFAS130でいうところの持分変動計算書方式と一致する。他方で、これらの事項を注記で表示する場合、株主持分変動計算書には収益及び費用のみが表示されることになるので、当該計算書の見出しは、「認識収益費用計算書」としなければならない（par. 96）。この表示方法は、SFAS130でいうところの2計算書方式と一致する。こうしたことから、2003年改訂IAS1では、包括利益という用語を使用していないとはいえ、包括利益に相当する「総認識収益費用（total recognized income and expense）」の報告様式として、2計算書方式と持分変動計算書方式からの選択適用が要求されていると解釈することができる。

その後、2007年9月、IASBは、財務諸表の表示に関する米国FASBとの共同プロジェクトのフェーズAの成果として、IAS1をさらに改訂した（2007年改訂IAS1）⁸。2007年改訂IAS1は、2009年1月1日以後開始する事業年度から強制適用され、早期適用が奨励されている。2007年改訂IAS1では、単一の包括利益計算書、又は、2つの計算書（別個の損益計算書と包括利益計算書）に包括利益の全ての構成要素を表示することが要求されている（par. 81）。つまり、包括利益の報告様式として、1計算書方式と2計算書方式からの選択適用が要求されている。

（3） FASB と IASB の共同プロジェクト

2008年10月、米国FASBとIASBは、財務諸表の表示に関する両者の共同プロジェクトのフェーズBの成果として、討議資料『財務諸表の表示に関する予備的見解』（FASB/IASB [2008b]）を公表した⁹。FASB/IASB [2008b]では、OCI項目を含む、包括利益の全ての構成要素を単一の包括利益計算書に表示すべきという予備的見解が示されている。つまり、包括利益の報告様式として、1計算書方式のみが要求されている。

（4） 我が国会計基準

我が国会計基準では、包括利益の報告は導入されていないが、その他の包括利益及び包括利益を推定計算するために必要な情報は提供されている。そこで、ここでは、そのよう

⁸ FASBは、フェーズAとフェーズBの問題を一括して検討することを決定していたため、同時期にフェーズAの成果を公表していない。

⁹ FASB及びIASBの今後の作業計画では、討議資料に対するコメントを踏まえて、2010年に公開草案を、2011年には財務諸表の表示に関する会計基準を公表する予定である。

な情報が、我が国の連結財務諸表において、どのように提供されているのかについて説明する。

我が国の企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan; ASBJ）は、2005年12月9日、企業会計基準第5号『貸借対照表の純資産の部の表示に関する会計基準』（純資産表示会計基準）を公表し、従来の貸借対照表の表示を変更するとともに、同年12月27日、企業会計基準第6号『株主資本等変動計算書に関する会計基準』（株主資本等変動計算書会計基準）を公表し、会社法で新たに作成が要求されることとなった株主資本等変動計算書の表示区分及び表示方法等を定めた。これらの会計基準は、会社法施行日（2006年5月1日）以後終了する中間及び年次の会計期間に係る連結及び個別財務諸表から適用されている¹⁰。

これらの会計基準の適用前において、連結貸借対照表は、資産の部、負債の部、少数株主持分及び資本の部に区分されていた。また、土地再評価差額金、その他有価証券評価差額金及び為替換算調整勘定については、資本の部において、利益剰余金の次に別の区分を設け、適当な科目をもって掲記しなければならないとされていた（旧『連結財務諸表規則』第42条第3ないし5項）。これらの別掲科目の変動額は、その他の包括利益に相当するので、これらを純利益と合算すれば、包括利益を推定計算できる。しかしながら、これらの別掲科目の変動額そのものは連結財務諸表のどこにも表示されていなかったため、利用者は、連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の比較情報を用いて、OCI項目及び包括利益を推定計算するしかなかった。

純資産表示会計基準では、連結貸借対照表は、資産の部、負債の部及び純資産の部に区分することとなった。このうち、純資産の部は、株主資本、評価・換算差額等、新株予約権及び少数株主持分に区分される（第4項、第7項(2)）。このうち、評価・換算差額等には、資産又は負債は時価をもって貸借対照表価額としているが当該資産又は負債に係る評価差額を当期の損益としていない場合の当該評価差額や、為替換算調整勘定等が含まれる（第8項）。したがって、従来の資本の部の別掲科目は全てこの項目に区分されることになった。また、これまで損益計算の観点から資産又は負債として繰り延べられてきた繰延ヘッジ損益は、資産性又は負債性を有しないことから、純資産の部に記載することが適当とされ、評価・換算差額等に区分されることになった（第23項）。

株主資本等変動計算書会計基準¹¹では、株主資本等変動計算書において、株主資本の各項目については、変動事由ごとにその金額を表示することとし（第6項）、評価・換算差額等を含む株主資本以外の各項目は、原則として、当期変動額を純額で表示することとした（第8項）。したがって、利用者は、株主資本等変動計算書に表示された評価・換算差額等の当期

¹⁰ したがって、これらの会計基準は、3月決算企業では、2006年9月中間決算、及び、2007年3月本決算から適用されている。

¹¹ 従来、連結財務諸表においては、資本剰余金及び利益剰余金の変動を表すものとして連結剰余金計算書が開示されていたが、株主資本等変動計算書会計基準の適用に伴い廃止された（第12項）。

変動額の純額をそのままOCI項目として用いることができるようになり、さらに、これらを純利益と合算することで、包括利益を推定計算することができる。

(5) 小括と今後の見通し

【表3】は、以上で説明した各会計基準における包括利益の報告様式を比較したものである。主要な会計基準のなかで包括利益を報告していないのは我が国会計基準のみであることが分かる。

【表3】 包括利益の報告様式の国際比較

	我が国会計 基準	SFAS130	2003年改訂 IAS1	2007年改訂 IAS1	FASB/IASB [2008b]
1 計算書方式		○		○	○
2 計算書方式		○	○	○	
持分変動計 算書方式		○	○		
報告しない	○				

しかしながら、以下で説明するとおり、我が国においても、IFRSの採用又はIFRSとのコンバージェンスに伴い、近い将来に包括利益の報告が導入される可能性が高い。

まず、我が国におけるIFRSの採用に伴い、包括利益が導入される可能性がある。金融庁・企業会計審議会の企画調整部会は、2008年10月から我が国における国際会計基準の取扱いに関する審議を開始し、2009年2月4日には『我が国における国際会計基準の取扱いについて（中間報告）（案）』を公表した¹²。そこでは、IFRSの任意適用については、例えば、2010年3月期の年度財務諸表から、一定の上場企業の連結財務諸表に認めるという考え方が示されている。また、IFRSの強制適用については、諸情勢やIFRSの任意適用の適用状況を踏まえた上で、1つの目途として2012年に判断し、IFRSへの移行が適当であると判断された場合には、実務対応上、必要かつ十分な準備期間（少なくとも3年間）を確保したうえで、上場企業の連結財務諸表を一斉にIFRSに移行するという考え方が提示されている。今後、中間報告（案）の考え方に従って、我が国においてもIFRSが適用されることになれば、2007年改訂IAS1に従った1計算書方式又は2計算書方式による包括利益の報告が導入されることになると思われる¹³。

¹² なお、米国では、2008年11月14日、証券取引委員会が規則案『米国の発行体が国際財務報告基準に準拠して作成した財務諸表の将来的な使用に向けたロードマップ』（Securities and Exchange Commission [2008]）を公表している。規則案の詳しい内容については、杉本 [2009]を参照のこと。

¹³ 2007年改訂IAS1は、2009年1月1日以降に開始する事業年度から適用される。したがって、2009年4月1日に開始する事業年度に係る2010年3月期決算にも適用される。

また、我が国会計基準のIFRSとのコンバージェンス¹⁴に伴い、包括利益が導入される可能性がある。現在、ASBJは、FASB/IASBのMoUに関連するプロジェクト項目（中長期）の一つとして財務諸表の表示を掲げており、その一環として、包括利益等に関する会計基準を、2010年を目途に公表することを予定している¹⁵。したがって、IFRSが適用されるか否かにかかわらず、我が国会計基準は、IFRSとのコンバージェンスの観点から、何らかの形で包括利益の報告を採り入れることになる可能性が高い。

3. 包括利益報告の透明性

本節では、Barth and Schipper [2008]に基づき、財務報告の透明性の概念について検討したあと、財務報告の透明性の観点から望ましい包括利益報告のあり方を検討する。

3. 1 財務報告の透明性

透明性（transparency）は、しばしば財務報告書の望ましい特徴の1つとして語られてきたが、FASB及びIASBの現在の概念フレームワークでは質的特性として位置づけられておらず、明確に定義されてこなかった。FASB及びIASBが2008年5月に公表した公開草案『財務報告の概念フレームワーク：財務報告の目的及び意思決定に有用な財務報告情報の質的特性及び制約』（FASB/IASB [2008a]）においても、透明性は質的特性として位置づけられなかったが、その理由は、透明性が、表現の忠実性及び理解可能性を含むいくつかの質的特性を適用することによってもたらされるものであり、それを質的特性に追加すると冗長になるからであると説明されている（BC2.37）。Barth and Schipper [2008]（以下、BSと略）は、透明性が概念フレームワークにおいて別個の質的特性とされるべきか、又は、目的適合性、忠実な表現及び理解可能性のような、その他の質的特性に包含されるべきかについては検討してないとしながらも（p. 188）、「財務報告の透明性（financial reporting transparency）」を、次のように定義することを提案している。

¹⁴ 2007年8月8日、ASBJとIASBは、2005年3月から開始している日本基準とIFRSのコンバージェンスを加速化することの合意（東京合意）を公表した。この合意において、両者は、日本基準とIFRSの間の重要な差異（同等性評価に関連する2005年7月欧州証券規制当局委員会（CESR）によるもの）について2008年までに解消し、残りの差異については2011年6月30日までに解消を図ることとしている。この目標期日は、現在開発中であって2011年6月30日後に適用となる新たな主要なIFRSについては適用しないものとしているが、両者は、新たな基準が適用となる際に日本において国際的なアプローチが受け入れられるように、緊密に作業を行うこととしている。

¹⁵ 2008年9月11日にIASB及びFASBが2006年の覚書（Memorandum of Understanding; MoU）を更新したことを踏まえ、その直後の9月18日にASBJは2007年12月に公表したプロジェクト計画表を更新した。その中で、財務諸表の表示は、「包括利益等」と「フェーズB関連」に区分して検討されることになっている。

財務報告の透明性とは、財務報告書において、企業の基礎的経済事象が、利用者が容易に理解可能な方法で明らかにされる程度をいう (BS, p. 174)。

BSは、会計の観点からは、企業の基礎的経済事象(underlying economics)には、企業の資源(資産)、それらの資源に対する請求権(負債及び資本)、資源及び請求権の変動、及び、キャッシュ・フローが含まれる(Hicks [1946])と指摘したうえで、そのほかにも、企業が直面するリスクが含まれるべきと主張している(p. 176)¹⁶。

また、容易に理解可能(readily understandable)という概念は、BSにおいて必ずしも明確に定義されていないが、FASB/IASB [2008a]において次のように定義される理解可能性(understandability)とほとんど同義であると思われる¹⁷。すなわち、「理解可能性は、利用者に情報の意味を把握できるようにする情報の特性である。理解可能性は、情報が明瞭かつ簡潔に分類され、特徴付けられ、表示されるときに、強化される。比較可能性もまた、理解可能性を強化しうる。」(QC23)。

さらに、BSは、財務報告の透明性が資本市場にもたらす便益に関する研究を検討し、次のように指摘している(pp. 178-181)。

- ・理論研究は、財務報告の透明性が、たとえば、投資家間の情報の非対称性から生じる分散化不能リスクを削減し(Easley and O'Hara [2004])、又は、企業の将来キャッシュ・フローに関する投資家の査定の平均的な精度を向上させること(Lambert et al. [2007])などにより、資本コストの低減をもたらしうることを示唆している。
- ・実証研究は、様々な方法で財務報告の透明性を測定しているが¹⁸、いずれも財務報告の透明性が資本コストの低減と関連していることと整合的な証拠を提供している。

以上の検討結果から、BSは、財務報告の透明性を財務報告書の望ましい特徴とみなすことができる結論付けている。

3. 2 包括利益報告の透明性の検討

¹⁶ BSは、基礎的経済事象に関するこうした理解がIASB及びFASBの両者の概念フレームワークと概ね整合的であると考えている(p. 176)と述べている。実際、FASB/IASB [2008a]において、「経済現象(economic phenomena)とは、経済的資源、それらの資源に対する請求権、及び、それらを変動させる取引その他の事象及び状況をいう。」(QC2)と定義されており、BSの基礎的経済事象とほとんど同じであると思われる。

¹⁷ また、BSは、「容易に理解可能という規準の難点は、財務報告書の利用者の熟練の程度及び性質に関して具体性を欠いているところである。」(p. 178)と指摘し、「我々は、IASB及びFASBの概念フレームワークを、そうした具体性の重要な源泉であると考え。」(p. 178)と述べている。

¹⁸ BSは、財務報告の透明性の実証的尺度として、たとえば、純利益及び純利益の変動が同時期の年次株式収益率と共変(covary)する程度、AIMRの企業開示スコア、Dechow and Dichev [2002]による発生項目の質の尺度(運転資本発生項目の当期、前期及び次期のキャッシュ・フローへの回帰からの残差の標準偏差)などが用いられてきたことを指摘している(pp. 179-181)。

ここでは、財務報告の透明性の観点から望ましい包括利益報告のあり方を検討する。

(1) リサイクリングの廃止

現行の国際的な会計基準では、包括利益は純利益とOCI項目に区分されるが、純利益は当期収益費用とリサイクル額から構成され、OCI項目は当期収益費用と振替調整額から構成される。このうち何らかの基礎的経済事象を捉えているのは、資源及び請求権の変動を表す当期収益費用のみであり、リサイクリングから生じるリサイクル額及び振替調整額はいずれも帳簿上の操作の産物に過ぎない。概念上、リサイクリングは、ともに持分の内訳要素である「累積その他の包括利益¹⁹」から「利益剰余金」への振替として解釈される。OCI項目に含まれる振替調整額は、こうした振替に伴う累積その他の包括利益の減少（増加）であり、純利益に含まれるリサイクル額は、それに対応する利益剰余金の増加（減少）である。したがって、財務報告の透明性の観点からは、リサイクリングは廃止されるべきである。

(2) OCI項目の財務諸表本体での表示

OCI項目には基礎的経済事象を表す当期収益費用が含まれているにもかかわらず²⁰、従来の我が国会計基準では、OCI項目が財務諸表のどこにも表示されていなかった。その場合でも、OCI項目の金額自体は、連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の期間差額として推定計算できたが、そのような推定額には重大な測定誤差が含まれていることが指摘されている²¹ (Chambers et al. [2007])。また、仮にOCI項目を正確に推定計算できたとしても、財務報告書の利用者はより目立つ情報ほど容易に理解可能なはずであるから²²、財務報告の透明性

¹⁹ SFAS130における「累積その他の包括利益」は、現行の我が国会計基準における「評価・換算差額等」に相当する。ただし、2007年改訂IAS1では、財政状態計算書の持分の部の別掲科目を一括するそのようなカテゴリーの表示を特に要求していない(BC106(b))。

²⁰ 会計数値と株価（又は株式収益率）の関連性によって会計情報の投資意思決定有用性を調査する価値関連性研究の多くが、一部のOCI項目に純利益を所与とした追加的な価値関連性を発見している（たとえば、Biddle and Choi [2006], Cahan et al. [2000], Chambers et al. [2007], Kanagaretnam et al. [2008], 久保田他 [2008]）。このことは、OCI項目に基礎的経済事象を表す当期収益費用が含まれていることを反映していると解釈できる。なお、価値関連性研究について詳しくは、Barth et al. [2001]及びHolthausen and Watts [2001]などを参照のこと。

²¹ Chambers et al. [2007]は、このような方法で推定計算されたOCI項目の金額と財務諸表本体に実際に報告されたOCI項目の金額には有意な差があり、また、OCI項目の推定額と報告額とのPearson相関係数はいずれも50%を下回っているという証拠を提示し、OCI項目の推定額には重大な測定誤差が含まれていると指摘している。

²² たとえば、Hirst et al. [2004]の実験は、銀行に特化した専門アナリストでさえ、銀行のリスク及び評価の判断において、公正価値損益の認識・測定ルールの違いの影響を受けており、脚注開示が財務諸表本体での認識の代用にはならないことを示唆している。なお、認識項目と開示項目に対する利用者の反応の違いについては、Schipper [2007]において詳しく議論されている。

の観点からは、OCI項目（に含まれる当期収益費用）を財務諸表本体に表示すべきである。

（３） 包括利益の構成要素としての OCI 項目の表示

現行の我が国会計基準は、OCI項目に相当する評価・換算差額等の当期変動額を株主資本等変動計算書に表示する点で、SFAS130で認められている持分変動計算書方式に類似している。しかしながら、SFAS130の持分変動計算書方式は、OCI項目を純利益と合算して、包括利益を計算表示する点で、現行の我が国会計基準の方式よりも、OCI項目の包括利益の構成要素としての特徴づけが明確になるので、OCI項目の理解可能性は高くなると思われる。

（４） OCI 項目の内訳情報の開示

従来の我が国会計基準では、OCI項目の純額は推定計算できるが、それぞれのOCI項目に含まれる当期収益費用と振替調整額の内訳情報を入手することは困難であり、株主資本等変動計算書を導入した現行の我が国会計基準でも、そうした内訳情報の開示は（認められてはいるが）要求されていない。したがって、我が国会計基準では、ほとんどの場合、OCI項目の純額のうち、基礎的経済事象を表す当期収益費用の金額がどれだけ含まれているかが理解できない。それに対して、包括利益の報告を導入している現行の国際的な会計基準では、それぞれのOCI項目の内訳情報が財務諸表本体又は注記において開示される。そのため、OCI項目の透明性は、現行の国際的な会計基準のほうが、従来の我が国会計基準よりも高いと思われる。

（５） 業績報告書方式の優位性

まず、意思決定者は、異なる種類の情報を同時に処理する場合には、追加的な認知的コスト（cognitive cost）を負担しなければならないので、OCI項目を持分変動計算書（又は株主資本等変動計算書）において資本取引や剰余金の振替に関する項目とともに表示することは、OCI項目の理解可能性を低下させると思われる。また、OCI項目を業績報告書において純利益とともに表示したほうが、包括利益の構成要素としての特徴づけがより明確になるので、OCI項目の理解可能性は高くなると思われる。こうしたことから、OCI項目の透明性は、持分変動計算書方式よりも業績報告書方式（1 計算書方式又は 2 計算書方式）のほうが高くなるだろう²³。

²³ 次の 2 つの実験研究は、業績報告書方式が持分変動計算書方式と比べて利用者の理解可能性を高めることを示唆している。まず、Hirst and Hopkins [1998]は、バイサイド株式アナリストを被験者とした実験を行い、持分変動計算書よりも業績報告書に包括利益を表示した場合のほうが、市場性有価証券の売却を通じた含み益の実現による純利益調整を有効に検出できることを発見した。また、Maines and McDaniel [2000]は、非職業投資家（MBAの学生）を被験者とした実験を行い、包括利益を包括利益計算書に表示されるときにのみ、包括利益のボラティリティが企業及び経営者の業績に関する判断に反映されることを発見

(6) 1 計算書方式の優位性

情報を明瞭かつ簡潔に分類することで理解可能性を向上させるという観点からは、当期収益費用という同じ種類の全ての項目を単一の業績報告書に分類することが望ましいはずである。FASB/IASB [2008b]は、全ての収益及び費用の項目を単一の包括利益計算書に含めることは、利用者がその情報を理解し、分析において用いることを容易にすると指摘している。なぜならば、利用者は、所有者以外による企業の純資産の全ての変動に関する情報を探すために、1つの計算書だけを見ればよくなるからである (par. 3.29)。したがって、同じ業績報告書方式であっても、OCI 項目の透明性は、1 計算書方式のほうが 2 計算書方式よりも高くなるだろう。

(7) 代替的な報告様式の統一

最後に、現行の国際的な会計基準において、複数の報告様式からの選択適用が認められていることは、OCI項目の理解可能性を低下させる可能性がある。前述のとおり、2007年改訂IAS1では、1 計算書方式及び 2 計算書方式からの選択適用を認めており、SFAS130では、それらに加えて、持分変動計算書方式を認めている。FASB/IASB [2008b]は、1 計算書方式を要求するという両ボードの予備的見解が、利用者は、予想通りの場所に表示されるOCI情報により強く反応し、予想外の場所に表示されるOCI情報には反応しないように見えるという複数の調査研究 (Hirst and Hopkins [1998]; Maines and McDaniel [2000]; Chambers et al. [2007]) における証拠と整合的であると指摘している²⁴。したがって、もし全ての企業がOCI情報を同じ計算書に表示するならば、利用者は当該情報をより首尾一貫して注目できるようになるはずである (par. 3.31)。

(8) 小括

以上の議論より、包括利益報告の透明性の観点からは、理想的には、リサイクリングを廃止するとともに、単一の業績報告書において包括利益の全ての構成要素を表示する 1 計算書方式を全ての企業に強制することが望ましい。これに対して、従来我が国会計基準の方式は、OCI 項目自体が財務諸表のどこにも表示されないため、包括利益報告の透明性は最も低いと考えられる。また、OCI 項目の内訳情報が開示されないため、OCI 項目に含

した。

²⁴ Chambers et al. [2007]は、業績報告書に表示されたOCI項目よりも、持分変動計算書に表示されたOCI項目のほうが価値関連性が高いという実証結果を提示している。この結果について、彼らは、現行実務上、OCI項目が持分変動計算書に表示される場合が圧倒的に多いことから、投資家がそうした報告実務に慣れていることに起因すると解釈している。その解釈が正しいとすれば、もし全ての企業がOCI項目を単一の業績報告書に表示するようになれば、投資家もOCI項目が業績報告書に表示されることを予想するようになり、業績報告書に表示されたOCI項目に強く反応するようになるだろう。

まれる当期収益費用の金額が識別できない点も重要な問題であるが、現行の我が国会計基準においてもこの点は十分に改善されていない。

4. 仮説

前述のとおり、従来の我が国会計基準では、純利益は連結損益計算書のボトムラインに明瞭に表示される一方で、OCI 項目は連結財務諸表のどこにも表示されず、その金額が連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の残高から推定計算することができるのみであった。しかしながら、資産価格は当該資産に関連する一般に入手可能な全ての情報を迅速かつ完全に反映するという（半強度の）効率的市場仮説を前提とすれば、資産価格に影響を与えるのは情報の特性のみであるから、情報が開示される場所や方法にかかわらず、純利益と OCI 項目の情報は、いずれも同じように株価に効率的に反映されるはずである。

このような会計情報に関する市場の効率性を検証する分析方法として、Sloan [1996]のフレームワークがある。Sloan [1996]は、マクロ経済学研究において合理的期待仮説を検証するために開発されたMishkin [1983]の分析手法を会計研究に導入し、報告利益と、その構成要素である発生項目及び営業キャッシュ・フローのそれぞれの持続性が効率的に株価に反映されているかどうかを検証した。その結果、報告利益（の代理変数として用いた継続事業利益）の持続性は効率的に反映されていたのに対して、その構成要素である発生項目の持続性は過大評価され、営業キャッシュ・フローの持続性は過小評価されていた。この結果について、Sloan [1996]は、投資家は報告利益に固定化（fixate）しており、その構成要素の持続性を識別していないと解釈している。そして、発生項目のミスプライシングを利用した投資戦略によって異常収益率を獲得できるという効率的市場仮説に対する反証（発生項目アノマリー）を発見した²⁵。さらに、Sloan [1996]のフレームワークは、親会社利益と増分子会社利益（Herrmann et al. [2001], 奥村 [2003b]）、特別項目前利益と特別項目（Burgstahler et al. [2001]）など、様々に区分された利益の構成要素に応用され、一部の項目について、その持続性が過大又は過小に評価されていることが発見されている。

本稿では、Sloan [1996]のフレームワークを純利益と OCI 項目に適用し、これらの持続性が株価に効率的に反映されているかどうかを検証する。具体的には、次の 3 つの帰無仮説を検証することになる。

仮説 I： 過去の純利益（NI）が有している将来の利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

仮説 II： 過去のその他有価証券評価差額金の当期変動額（SEC）が有している将来の

²⁵ その後、発生項目アノマリーの有無は、多数の研究によって調査されている（たとえば、Collins and Hribar [2000], Xie [2001], 奥村 [2003a], 海老原 [2005], 海老原 [2006]など）。

利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

仮説Ⅲ： 過去の為替換算調整勘定の当期変動額（FCT）が有している将来の利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

ただし、本稿の実証分析では、SEC及びFCTの2つのOCI項目の金額を、連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の期間差額から推定計算している。前節で検討したとおり、このようなOCI項目は投資家にとって極めて不透明であるため、投資家は過去のOCI項目の持続性を正確には理解できないと考えられる。実際、Choi et al. [2007]は、本稿と同様にSloan [1996]のフレームワークを純利益とOCI合計に適用し、OCI合計の持続性が市場において有意に過小評価されていることを発見している²⁶。そうした結果を所与とすれば、本稿の実証分析における上記の仮説Ⅱ及びⅢも棄却されるかもしれない。

また、一般に、株式時価総額（Market Value of Equity; MVE）が大きい企業ほど、その企業の情報に対する需要が大きいため、その企業の情報がより多く生産され、市場に仲介されていると考えられる。そのことは、たとえば、株式時価総額が大きい企業ほど、フォローするアナリストが多いといった事実によって裏付けられる²⁷。したがって、OCI項目の報告が不透明であっても、MVEが大きい企業では、過去のOCI項目の将来の利益に対する持続性に関する情報が十分に生産され、それらの情報が株価に効率的に反映されているかもしれない。そのため、過去のOCI項目の持続性が効率的に株価に反映されていない場合があったとしても、それはMVEが小さい企業・年に限られるかもしれない。

そこで、本稿では、プール・サンプルに加えて、プール・サンプルをMVEの大小に基づいて2分割して作成した2つのサブサンプルについても同様の実証分析を行うことにした²⁸。MVE上位のサブサンプルについては、それらの企業に関する情報が十分に生産されるため、仮説ⅠないしⅢのいずれも棄却されないかもしれない。他方で、MVE下位のサブサンプル

²⁶ Choi et al. [2007]は、さらに、SFAS130の適用後にOCI合計のミスプライシングの程度が縮小していることを発見している。同様に、我が国における株主資本等変動計算書の導入がOCI項目のミスプライシングを縮小させたかどうかを検証することは興味深い研究テーマなので、今後の課題としたい。

²⁷ 阿部 [2000]は、1989年1月から1997年12月にかけてI/B/E/Sが収集したアナリストの当期利益予測（1株当たり利益）の月次データを調査し、アナリスト予測が、(1)東証第1部上場銘柄、(2)日経平均採用銘柄、(3)株式時価総額の大きい企業に集中していることを明らかにしている。ただし、1983年度から2006年度の日本企業について、同じくI/B/E/Sのアナリスト予測を調査した大日方 [2008]は、アナリストの人数を同年度のリターン、株式時価総額、及び、前年度の簿価時価比率に回帰した結果、Fama-MacBeth回帰では株式時価総額の係数は有意に正であったが、固定効果モデルはそれ自体が有意でなかったことを報告している。そして、これらの証拠は、株式時価総額とアナリストの人数が連動していることを否定はしていないものの、必ずしも強くは支持していないと結論付けている。

²⁸ 本稿では、株式時価総額（MVE）が大きい企業ほど、フォローするアナリストの数が多いと仮定して、MVEの大小でサブサンプルを構築したが、今後の課題として、より直接的に、アナリストのフォローの有無に基づいて構築したサブサンプルごとに同様の実証分析を行うことで、本稿の実証結果の頑健性を確認する必要があると考えている。

については、それらの企業に関する情報が十分に生産されないため、特に不透明な報告が行われているOCI項目に関する仮説Ⅱ及びⅢは棄却されるかもしれない。

5. 研究デザイン

本節では、本稿の研究デザインについて説明する。

5. 1 Mishkin テスト

ここでは、Mishkin テストのフレームワークについて説明する。次項で提示されるように、本稿で用いる研究モデルは、以下のような予測式と評価式からなる同時方程式モデルであり、反復重み付き非線形最小二乗法 (Mishkin [1983]) を用いて推定される。ここでは、便宜上、 t 期の変数 Y を用いて $t+1$ 期の変数 X を予測する単純なモデルを用いて説明する。

$$\text{予測式: } X_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t + v_{t+1}$$

$$\text{評価式: } AR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 (X_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_1^* Y_t) + \varepsilon_{t+1}$$

予測式は、 t 期のある変数 Y と $t+1$ のある変数 X の関係を表している。後述するように、本稿の研究モデルでは、予測対象となる $t+1$ 期の変数 X として、純利益(NI)及び包括利益(CI)を用いている。変数 $Y(t)$ の係数(α_1)は、 $Y(t)$ が $X(t+1)$ に対して有する「実際の持続性」を意味している。なお、利益の持続性は、しばしば「利益の質 (quality of earnings)」の尺度の1つとみなされており (たとえば、Schipper and Vincent [2003]など)、持続性が高い利益ほど、将来の利益の予測に役立ち、投資意思決定に有用であるとみなされている。次節で説明するとおり、過去のOCI項目には、将来の純利益に対しては一定の持続性が存在するが、将来の包括利益に対する持続性は存在しないと予想される。

評価式は、 $t+1$ 期の異常収益率 (Abnormal Return; AR) と $t+1$ 期の期待外利益 (右辺第2項カッコ内の式の値) の関係を表している。期待外利益の係数 (β_1) はいわゆる利益反応係数 (Earnings Response Coefficient; ERC) として解釈でき、符号は正になると予想される。また、右辺第2項カッコ内の変数 $Y(t)$ の係数 (α_1^*) は、 $Y(t)$ が $X(t+1)$ に対して有していると「市場が認知する持続性」を表している。

ここで、 $\alpha_1 = \alpha_1^*$ であれば、株価は $Y(t)$ の実際の持続性を効率的に反映していることになり、 $\alpha_1 \neq \alpha_1^*$ であれば、株価は変数 $Y(t)$ の実際の持続性を効率的に反映しておらず、ミスマッチが生じていることを意味する。そこで、ある変数の持続性の評価に関する市場の効率性は、漸近的に $\chi^2(q)$ 分布に従う、以下の尤度比統計量を用いて検定される。

$$2n \log(SSR^c / SSR^u)$$

ここで、

q = 市場の効率性によって課される制約の数。

n = 観測値の数。

SSR^c = 制約付き回帰からの重み付き残差平方和。

SSR^u = 制約なし回帰からの重み付き残差平方和。

5. 2 研究モデル

次に、仮説 I ないし III を検証するために用いられる研究モデルを提示する。ただし、Mishkin テストは、モデルの特定化が検定結果に影響することが知られているため、本稿では、研究モデルについて、次の 4 つの特定化を用いることで、Mishkin テストの結果の頑健性を補強している。

① ナイーブ・モデル

ナイーブ・モデルは、予測式(1a)と評価式(1b)からなる同時方程式モデルである。

$$\text{予測式: } X_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{31}FCT_t + v_{t+1} \quad (1a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(X_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{31}^*FCT_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (1b)$$

$$\text{※ } X_{t+1} = NI_{t+1} \text{ or } CI_{t+1}$$

予測式は、t期の純利益 (NI)、その他有価証券評価差額金の当期変動額 (SEC) 及び為替換算調整勘定の当期変動額 (FCT) ²⁹を用いて、t+1 期の利益 (X) を予測するモデルである。本稿の研究モデルでは、4つのいずれの特定化においても、予測対象とするt+1 期の利益 (X) として、純利益 (NI) 及び包括利益 (CI) の 2 通りを用いる。ここで、SEC及びFCTの 2 つのOCI項目は、それぞれ連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の期間差額として推定計算される。さらに、これら 2 つのOCI項目を純利益 (NI) に加減することで包括利益 (CI) が推定計算される。なお、連結貸借対照表における資本の部の別掲科目は、

²⁹ 第 2 節で説明したとおり、現行の我が国会計基準では、本稿で分析対象とするSEC及びFCTのほかに、土地再評価差額金及び繰延ヘッジ損益もOCI項目に該当する。しかしながら、本稿の分析期間は 2004 年 3 月期から 2006 年 3 月期までであるため、『土地の再評価に関する法律』によって認められる再評価実施期間の最終日である 2002 年 3 月 31 日を既に経過していること、また、繰延ヘッジ損益が純資産の部に直接計上されることになったのが 2007 年 3 月期からであることから、これらの項目については、本稿の分析対象のOCI項目に含めていない。

親会社株主に帰属する、税引き後の金額で表示されていたため、その期間差額であるSEC及びFCTもそのような金額になる。したがって、包括利益（CI）は、純利益（NI）と同じく、親会社株主に帰属する、税引き後の金額になる。

評価式は、 $t+1$ 期の規模調整異常収益率（Size-adjusted Abnormal Return; SAR）と、 $t+1$ 期の期待外利益の関係を表している。すなわち、本稿では、評価式の被説明変数となる異常収益率（AR）として、多くの先行研究（たとえば、Sloan [1996], Xie [2001], Choi et al. [2007]）と同様に、規模調整異常収益率（SAR）を用いている³⁰。SAR($t+1$)は、 t 期に係る決算発表月の翌月から開始する1年間のバイ・アンド・ホールド・リターンから、同期間の当該株式が属する時価総額10分位ポートフォリオの単純平均バイ・アンド・ホールド・リターンを控除して計算される。また、期待外利益は、もし予測対象が純利益（NI）であれば期待外純利益となるし、包括利益（CI）であれば期待外包括利益となる。

ここで、予測式における各説明変数の係数について予想される符号を検討する。なお、効率的市場仮説を前提とすれば、評価式における各説明変数の係数は、予測式における対応する説明変数の係数と一致すると予想される。

まず、純利益には継続的な営業活動からの損益が含まれているため、過去の純利益は、将来の純利益又は包括利益に対して一定の持続性を有すると考えられる。そのため、NI($t+1$)及びCI($t+1$)のいずれを予測する場合にも、予測式におけるNI(t)の係数の符号は正になると予想される。

ある期間においてOCI項目の一部として認識された当期収益費用は、将来のいずれかの期間においてリサイクル額として純利益の一部として認識されるので、過去のOCI項目は、リサイクリングを通じて、将来の純利益に対して影響を及ぼすと考えられる。したがって、過去のOCI項目には、将来の純利益に対して一定の持続性が存在すると考えられる。他方で、リサイクリングが行われると、リサイクル額が純利益の一部として認識されると同時に、同額の振替調整額がOCI項目から控除されるので、過去のOCI項目がリサイクリングを通じて将来の包括利益に影響を及ぼすことはないと考えられる。また、OCI項目に含まれる当期収益費用はいずれも一時的（transitory）であり³¹、将来の包括利益に対する持続性はないと考えられる。したがって、Ohlson [1999]で指摘されるように、過去のOCI項目には、将来の包括利益に対する持続性は存在しないと考えられる。以上より、NI($t+1$)を予測する場合には、予測式におけるSEC(t)及びFCT(t)の係数の符号は正になると予想されるのに対し

³⁰ ただし、SARには、期待収益率に影響を与えるリスク要因として規模要因しか調整していないという問題がある。したがって、今後の課題として、Fama-Frenchの3ファクター・モデルなどの代替的な方法を用いてARを計算し、本稿の結果の頑健性を確認する必要があると思われる。

³¹ たとえば、SECに含まれる当期収益費用（その他有価証券評価損益）は、株式や債券などの有価証券の価格変動に依存しており、FCTに含まれる当期収益費用（在外事業体の財務諸表の換算から生じる差損益）は外国為替レートの変動に依存しているため、いずれも一時的であると思われる。

て、CI(t+1)を予測する場合には、これらの係数は0になると予想される。

② 損失ダミー交差項付きモデル

損失ダミー交差項付きモデルは、予測式(2a)と評価式(2b)からなる同時方程式モデルである。このモデルでは、ナイーブ・モデルに、各説明変数に関する損失ダミーとの交差項を追加している。

$$\begin{aligned} \text{予測式: } X_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_tNI_t \\ & + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_tSEC_t + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_tFCT_t + v_{t+1} \end{aligned} \quad (2a)$$

$$\begin{aligned} \text{評価式: } SAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1(X_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{12}^*D1_tNI_t \\ & - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{22}^*D2_tSEC_t - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{32}^*D3_tFCT_t) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (2b)$$

$$\text{※ } X_{t+1} = NI_{t+1} \text{ or } CI_{t+1}$$

経営者は、将来の損失が見込まれる事業を清算するオプションを有しているので、損失は利益に比べて一時的であるといわれている (Hayn [1995])。そのため、利益の価値関連性や予測能力を検証した先行研究では、損失の一時性の影響をコントロールするために、利益に損失ダミー変数との交差項を追加している。そこで、本稿においても、NI(t)<0のときに1、それ以外は0をとるダミー変数 D1(t)と NI(t)との交差項を追加した。NI(t+1)と CI(t+1)のいずれを予測する場合においても、予測式における D1(t)*NI(t)の係数の符号は負になると予想される。

また、Choi and Zang [2006]は、経営者は、純利益の減少を回避するために、未実現損失のリサイクリングを延期するインセンティブがあるので、ある期間の OCI 項目の値が負であるときには、正であるときよりも将来の純利益の変動に対する予測能力が低いと予想し、そのとおりの結果を得た。そこで、本稿においても、SEC(t)<0のときに1、それ以外は0をとるダミー変数 D2(t)と SEC(t)との交差項、及び、FCT(t)<0のときに1、それ以外は0をとるダミー変数 D3(t)と FCT(t)との交差項を追加した。NI(t+1)を予測する場合には、予測式における D2(t)*SEC(t)及び D3(t)*FCT(t)の係数の符号はいずれも負になると予想される。他方で、前述のとおり、過去の OCI 項目には、将来の包括利益に対する持続性は存在しないと考えられるので、CI(t+1)を予測する場合には、予測式における D2(t)*SEC(t)及び D3(t)*FCT(t)の係数は0になると予想される。

③ ラグ変数付きモデル

ラグ変数付きモデルは、予測式(3a)と評価式(3b)からなる同時方程式モデルである。この

モデルでは、ある変数の将来の利益に対する影響は複数期間にわたって持続する可能性があることを考慮して、ナイブ・モデルに、各説明変数の 1 期ラグ変数 $NI(t-1)$ 、 $SEC(t-1)$ 及び $FCT(t-1)$ を追加している。

$$\begin{aligned} \text{予測式： } X_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} \\ & + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + v_{t+1} \end{aligned} \quad (3a)$$

$$\begin{aligned} \text{評価式： } SAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1(X_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} \\ & - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1}) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (3b)$$

$$\text{※ } X_{t+1} = NI_{t+1} \text{ or } CI_{t+1}$$

予測式における全てのラグ変数の係数は、当期の変数の係数が 0 と予想されるものについては 0 と予想されるが、それ以外のものについては、当期の変数の係数と符号は同じで、絶対値は小さくなると予想される。

④ フル・モデル

フル・モデルは、予測式(4a)と評価式(4b)からなる同時方程式モデルである。このモデルでは、損失ダミー交差項付きモデルに、各説明変数の 1 期ラグ変数を追加している。

$$\begin{aligned} \text{予測式： } X_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_tNI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{14}D1_{t-1}NI_{t-1} \\ & + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_tSEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} + \alpha_{24}D2_{t-1}SEC_{t-1} \\ & + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_tFCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + \alpha_{34}D3_{t-1}FCT_{t-1} + v_{t+1} \end{aligned} \quad (4a)$$

$$\begin{aligned} \text{評価式： } SAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1(X_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{12}^*D1_tNI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} - \alpha_{14}^*D1_{t-1}NI_{t-1} \\ & - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{22}^*D2_tSEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{24}^*D2_{t-1}SEC_{t-1} \\ & - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{32}^*D3_tFCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1} - \alpha_{34}^*D3_{t-1}FCT_{t-1}) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (4b)$$

$$\text{※ } X_{t+1} = NI_{t+1} \text{ or } CI_{t+1}$$

予測式における各変数の係数の予想は、その他の 3 つのモデルの特定化における対応する係数に関する予想と同じである。

5.3 変数の定義

【表 4】では、既に説明した本稿の研究モデルにおいて用いられる変数の定義の一覧を示している。先行研究と同じく、SAR を除く全ての変数は、期中平均総資産額でデフレートしている。

【表 4】 変数の定義

変数	意義	定義
SAR	規模調整異常収益率	前年度決算発表月の翌月から開始する1年間のバイ・アンド・ホールド・リターンから、同期間の当該株式が属する時価総額10分位ポートフォリオの単純平均バイ・アンド・ホールド・リターンを控除したもの
NI	純利益	当期利益
SEC	その他有価証券評価差額金の当期変動額	(その他有価証券評価差額金の当期末残高－その他有価証券評価差額金の前期末残高) / 期中平均総資産額
FCT	為替換算調整勘定の当期変動額	(為替換算調整勘定の当期末残高－為替換算調整勘定の前期末残高) / 期中平均総資産額
CI	包括利益	NI+SEC+FCT
D1	負のNIダミー	NI<0のときに1、NI≥0のときに0をとるダミー変数
D2	負のSECダミー	SEC<0のときに1、SEC≥0のときに0をとるダミー変数
D3	負のFCTダミー	FCT<0のときに1、FCT≥0のときに0をとるダミー変数
MVE	株式時価総額	当期首株価×当期首連結発行済株式数

6. サンプルとデータ

本節では、本稿の実証分析で用いるサンプル及びデータについて説明する。

6. 1 サンプル

【表 5】には、サンプルの選択プロセスを示している。まず、その他有価証券の時価評価が強制適用された 2002 年 3 月期から 2007 年 3 月期までの 5 期間の連結本決算データを収集した。ただし、当期の SEC 及び FCT の推定計算には、当期末及び前期末の 2 期間のその他有価証券評価差額金及び為替換算調整勘定のデータが必要であること、また、フル・モデルにおいて、前期 ($t-1$ 期) と次期 ($t+1$ 期) の変数を用いることから、分析期間は 2004 年 3 月期から 2006 年 3 月期までの 3 期間となる。各変数の上下 1% ずつを除去した後の最終的なサンプル (プール・サンプル) は、942 社からなる 2,574 企業・年となった。なお、【表 6】には、プール・サンプルの業種別分布を示している。本稿のサンプルは、一般事業会社のみであることに留意されたい。

6. 2 変数の記述統計量

【表 7】のパネル A ないし C では、本稿の実証分析で用いる変数の記述統計量を示している。

パネル A をみると、 $SAR(t)$ の平均及び中央値は、MVE 上位と下位のサブサンプルでほとんど違いはなかったのに対して、 $SAR(t+1)$ の平均及び中央値は、MVE 下位のサブサンプルのほうが MVE 上位のサブサンプルよりも大きかった。

パネル B をみると、期間を所与とすれば、CI 及び NI の平均及び中央値は、MVE 上位のサブサンプルのほうが MVE 下位のサブサンプルよりも大きかった。また、期間及びサンプルを所与とすれば、標準偏差は CI のほうが NI よりも大きかった。

パネル C をみると、SEC 及び FCT の平均及び中央値は、CI 及び NI と比べて、非常に小さかった。たとえば、プール・サンプルの平均をみると、 $CI(t)$ は 0.039、 $NI(t)$ は 0.028、 $SEC(t)$ は 0.010、 $FCT(t)$ は 0.001 であった。また、SEC の値が 0 のサンプルの割合 (ZERO%) は、プール・サンプルで 1% 未満であり、ほとんどの企業・年において「その他有価証券評価差額金の当期変動額」が発生していることが分かる。また、SEC の値が 0 のサンプルの割合は、MVE 下位のほうが MVE 上位よりも若干大きい、その差は 1% 未満であり、あまり重要でないと思われる。それに対して、FCT の値が 0 のサンプルの割合は、プール・サンプルでは 28% 以上あり、少なからぬ企業・年において「為替換算調整勘定の当期変動額」が全く発生していないことが分かる。また、FCT の値が 0 のサンプルの割合は、MVE 上位では 18% 前後であるのに対して、MVE 下位では 38% 前後もある。このことは、株式時価総額の大きな企業のほうが、国際的に事業を展開し、在外子会社を有している企業が多いことを反映している。また、SEC 及び FCT の値が負のサンプルの割合 (NEG%) は、

期間によって大きく変動している。このことは、期中平均総資産額に比べれば規模は小さいとはいえ、「その他有価証券評価差額金の当期変動額」及び「為替換算調整勘定の当期変動額」は、株価や為替レートの変動に伴って、期間ごとに大きく変動していることを示唆している。

6. 3 変数間の相関

【表 8】には、変数の相関表を示している。右上三角行列にはPearsonの積率相関係数、左下三角行列にはSpearmanの順位相関係数を示している。まず、過去の純利益及びOCI項目に関する変数のうち、 $NI(t)$ 及び $NI(t-1)$ には $SAR(t+1)$ との間に有意に負の相関があり、 $SEC(t)$ には $SAR(t+1)$ との間に有意に正の相関があった。また、同じ期間の NI と CI の間には、90%前後の非常に高い相関があった。また、同一の回帰に用いられる変数の間の相関は、 $NI(t-1)$ と $NI(t)$ の間にも0.600 (Pearson) 又は0.719 (Spearman) の高い相関があるが、多重共線性を懸念するほどではなかった³²。

【表 5】 サンプルの選択プロセス

『日経 NEEDS-FinancialQuest』「企業財務」「株価」データベース		
連結決算（日本基準）、2002年3月期から2007年3月期、東証第1部上場企業	1,503社	8,272企業-年
銀行・保険・証券・その他金融業に属していない	1,473社	8,104企業-年
2002年3月期から2007年3月期まで連続して財務データが入手可	1,062社	6,372企業-年
決算日が3月31日に変更なし	1,040社	6,240企業-年
決算月数が12ヶ月に変更なし	1,037社	6,222企業-年
2002年3月期から2007年3月期まで一度も特別法上の準備金繰入額又は取崩額を報告していない	1,024社	6,144企業-年
2002年3月期から2007年3月期まで一度も負の資本合計を報告していない	1,015社	6,090企業-年
フル・モデルの全ての変数が計算できる	1,007社	2,985企業-年
各変数上下1%ずつの外れ値の除去	942社	2,574企業-年

³² 4つのモデルの特定化に基づく予測式のいずれのOLS回帰においても、VIF (Variance Inflation Factor) が5を上回る変数はなかった。

【表 6】 プール・サンプルの産業別分布 N=2,574

産業名	OBS 数	構成比	産業名	OBS 数	構成比
食品	118	4.58%	その他製造業	97	3.77%
繊維	71	2.76%	水産	6	0.23%
パルプ・紙	25	0.97%	鉱業	4	0.16%
化学工業	246	9.56%	建設	212	8.24%
医薬品	74	2.87%	商社	235	9.13%
石油	15	0.58%	小売業	76	2.95%
ゴム	24	0.93%	不動産	59	2.29%
窯業	53	2.06%	鉄道・バス	48	1.86%
鉄鋼業	80	3.11%	陸運	42	1.63%
非鉄金属及び金属製品	115	4.47%	海運	24	0.93%
機械	235	9.13%	空運	5	0.19%
電気機器	264	10.26%	倉庫・運輸関連	37	1.44%
造船	8	0.31%	通信	16	0.62%
自動車・自動車部品	105	4.08%	電力	3	0.12%
その他輸送機器	21	0.82%	ガス	14	0.54%
精密機器	64	2.49%	サービス業	178	6.92%

(注) 産業分類は日経業種中分類に基づく。

【表 7】 変数の記述統計量 (パネル A)

		プール	MVE 上位	MVE 下位
N		2,574	1,287	1,287
MVE (t)	平均	161554.000	300439.000	22669.500
	標準偏差	357111.000	465229.000	10441.200
	Q1	21715.100	75713.400	14045.217
	中央値	44524.300	136636.000	21715.129
	Q3	136636.000	324203.000	30780.557
SAR (t+1)	平均	0.002	-0.022	0.027
	標準偏差	0.250	0.249	0.249
	Q1	-0.171	-0.190	-0.143
	中央値	-0.031	-0.063	-0.003
	Q3	0.125	0.091	0.145
	NEG%	56.061%	61.150%	50.971%
SAR (t)	平均	-0.009	-0.009	-0.008
	標準偏差	0.310	0.297	0.324
	Q1	-0.206	-0.195	-0.211
	中央値	-0.051	-0.049	-0.056
	Q3	0.133	0.129	0.137
	NEG%	57.809%	57.110%	58.508%

(注) NEG%: 値が負の観測値の割合。
MVE の値は百万円単位で表示。

【表 7】 変数の記述統計量 (パネル B)

		プール	MVE 上位	MVE 下位
N		2,574	1,287	1,287
CI (t+1)	平均	0.038	0.046	0.030
	標準偏差	0.033	0.032	0.031
	Q1	0.017	0.024	0.012
	中央値	0.034	0.042	0.027
	Q3	0.058	0.066	0.048
	NEG%	7.459%	4.196%	10.723%
CI (t)	平均	0.039	0.047	0.032
	標準偏差	0.032	0.032	0.030
	Q1	0.020	0.025	0.016
	中央値	0.036	0.043	0.030
	Q3	0.058	0.066	0.049
	NEG%	5.983%	3.419%	8.547%
CI (t-1)	平均	0.024	0.029	0.020
	標準偏差	0.032	0.031	0.032
	Q1	0.008	0.012	0.005
	中央値	0.024	0.028	0.020
	Q3	0.042	0.047	0.038
	NEG%	15.035%	10.800%	19.270%
NI (t+1)	平均	0.031	0.038	0.024
	標準偏差	0.029	0.028	0.028
	Q1	0.015	0.020	0.010
	中央値	0.028	0.035	0.023
	Q3	0.047	0.055	0.039
	NEG%	6.682%	3.963%	9.402%
NI (t)	平均	0.028	0.035	0.022
	標準偏差	0.029	0.028	0.028
	Q1	0.013	0.017	0.009
	中央値	0.025	0.032	0.021
	Q3	0.043	0.051	0.036
	NEG%	7.148%	3.885%	10.412%
NI (t-1)	平均	0.022	0.027	0.017
	標準偏差	0.030	0.029	0.030
	Q1	0.008	0.012	0.005
	中央値	0.020	0.025	0.016
	Q3	0.037	0.043	0.031
	NEG%	11.228%	7.692%	14.763%

(注) NEG%: 値が負の観測値の割合。

【表 7】変数の記述統計量 (パネル C)

		プール	MVE 上位	MVE 下位
N		2,574	1,287	1,287
SEC (t+1)	平均	0.004	0.004	0.004
	標準偏差	0.012	0.011	0.012
	Q1	-0.002	-0.001	-0.002
	中央値	0.001	0.001	0.001
	Q3	0.007	0.007	0.007
	ZERO%	0.816%	0.389%	1.243%
	NEG%	37.141%	37.607%	36.674%
	SEC (t)	平均	0.010	0.010
標準偏差		0.012	0.013	0.012
Q1		0.001	0.002	0.001
中央値		0.006	0.006	0.006
Q3		0.016	0.016	0.015
ZERO%		0.505%	0.311%	0.699%
NEG%		11.461%	11.577%	11.344%
SEC (t-1)		平均	0.004	0.003
	標準偏差	0.010	0.010	0.010
	Q1	-0.001	-0.001	-0.001
	中央値	0.001	0.001	0.001
	Q3	0.007	0.006	0.007
	ZERO%	0.738%	0.622%	0.855%
	NEG%	35.354%	36.441%	34.266%
	FCT (t+1)	平均	0.002	0.003
標準偏差		0.004	0.005	0.003
Q1		0.000	0.000	0.000
中央値		0.000	0.001	0.000
Q3		0.003	0.004	0.001
ZERO%		28.089%	18.415%	37.762%
NEG%		12.898%	12.199%	13.598%
FCT (t)		平均	0.001	0.001
	標準偏差	0.005	0.005	0.004
	Q1	0.000	-0.001	0.000
	中央値	0.000	0.000	0.000
	Q3	0.001	0.003	0.000
	ZERO%	28.477%	18.026%	38.928%
	NEG%	32.867%	34.887%	30.847%
	FCT (t-1)	平均	-0.001	-0.002
標準偏差		0.003	0.004	0.003
Q1		-0.002	-0.003	-0.001
中央値		0.000	0.000	0.000
Q3		0.000	0.000	0.000
ZERO%		29.021%	17.949%	40.093%
NEG%		53.263%	59.674%	46.853%

(注) ZERO%: 値が 0 の観測値の割合。

NEG%: 値が負の観測値の割合。

【表 8】変数の相関表 (N=2, 574)

	SAR _{t+1}	SAR _t	NI _{t+1}	NI _t	NI _{t-1}	SEC _{t+1}	SEC _t	SEC _{t-1}	FCT _{t+1}	FCT _t	FCT _{t-1}	CI _{t+1}	CI _t	CI _{t-1}
SAR _{t+1}		0.002	0.109**	-0.080**	-0.091**	0.031	0.065**	0.003	0.012	0.022	0.009	0.109**	-0.044*	-0.083**
SAR _t	-0.020		0.249**	0.138**	-0.039*	0.064**	-0.007	0.068**	-0.009	0.018	0.024	0.242**	0.126**	-0.012
NI _{t+1}	0.092**	0.240**		0.649**	0.476**	0.036	-0.010	0.004	0.198**	0.068**	-0.115**	0.921**	0.597**	0.435**
NI _t	-0.084**	0.142**	0.746**		0.600**	0.040*	-0.049*	0.041*	0.222**	0.088**	-0.116**	0.615**	0.904**	0.563**
NI _{t-1}	-0.111**	-0.019	0.579**	0.719**		-0.026	-0.072**	0.039*	0.206**	0.192**	-0.034	0.437**	0.546**	0.946**
SEC _{t+1}	0.032	0.076**	0.048*	0.022	-0.059**		-0.346**	0.676**	0.150**	-0.109**	-0.173**	0.402**	-0.116**	0.169**
SEC _t	0.092**	0.002	-0.011	-0.053**	-0.098**	-0.397**		-0.328**	-0.153**	0.048*	0.145**	-0.150**	0.357**	-0.154**
SEC _{t-1}	-0.006	0.106**	0.041*	0.085**	0.107**	0.449**	-0.380**		0.207**	0.056**	-0.075**	0.268**	-0.084**	0.343**
FCT _{t+1}	0.011	0.045*	0.234**	0.254**	0.255**	0.119**	-0.154**	0.303**		0.352**	-0.446**	0.354**	0.193**	0.210**
FCT _t	0.001	0.047*	0.065**	0.112**	0.225**	-0.216**	0.033	0.165**	0.372**		0.370**	0.066**	0.245**	0.237**
FCT _{t-1}	-0.010	-0.008	-0.125**	-0.095**	-0.002	-0.26**	0.135**	-0.059**	-0.256**	0.360**		-0.219**	0.006	0.052**
CI _{t+1}	0.079**	0.248**	0.900**	0.682**	0.515**	0.390**	-0.177**	0.258**	0.348**	0.036	-0.208**		0.511**	0.470**
CI _t	-0.038	0.117**	0.653**	0.868**	0.625**	-0.161**	0.342**	-0.052**	0.207**	0.233**	0.024	0.524**		0.487**
CI _{t-1}	-0.108**	0.029	0.502**	0.646**	0.911**	0.113**	-0.214**	0.408**	0.289**	0.271**	0.064**	0.542**	0.521**	

(注) 対角線より右上：Pearson の積率相関係数、対角線より左下：Spearman の順位相関係数

* 5%水準で有意。 ** 1%水準で有意。

7. 分析結果

本節では、本稿の実証分析の結果を提示する。【表 9】には①ナイーブ・モデル、【表 10】には②損失ダミー交差項付きモデル、【表 11】には③ラグ変数付きモデル、【表 12】には④フル・モデルに基づく同時方程式の分析結果をそれぞれ示している。本稿では、紙幅の都合上、【表 12】の④フル・モデルを用いた場合の分析結果に焦点を合わせ、プール・サンプル、MVE 上位サブサンプル、MVE 下位サブサンプルのそれぞれの分析結果を詳細に検討した後、仮説 I ないし III の採否について検討する。

7. 1 プール・サンプルの分析結果

(1) NI(t+1)を予測する場合

【表 12】のパネル A には、④フル・モデルを用いて NI(t+1)を予測する場合の結果を示している。プール・サンプルの分析結果は、表の左欄に示されている。

NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t)*NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。NI(t-1)の係数は、予測式においては 5%水準で、評価式においては 1%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。D1(t-1)*NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 5%水準で有意に負であり、5%水準で有意に過小評価されていた。

SEC(t)の係数は、予測式においては 5%水準で有意に正であったのに対して、評価式においては 1%水準で有意に負であり、1%水準で有意に過小評価されていた。D2(t)*SEC(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。D2(t-1)*SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。

FCT(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t)*FCT(t)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 5%水準で有意に負であり、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。FCT(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t-1)*FCT(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなかったが、5%水準で有意に過大評価されていた。

以上のように、予測式における過去の OCI 項目に関する変数のうち、SEC(t)及び D3(t)*FCT(t)には、NI(t+1)に対して、予想通りの符号で有意な持続性が存在していた。

(2) CI(t+1)を予測する場合

【表 12】のパネル B には、④フル・モデルを用いて CI(t+1)を予測する場合の結果を示している。プール・サンプルの分析結果は、表の左欄に示されている。

NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t)*NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 1%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。D1(t-1)*NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 5%水準で有意に負であり、5%水準で有意に過小評価されていた。

SEC(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に負であり、1%水準で有意に過小評価されていた。D2(t)*SEC(t)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t-1)*SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。

FCT(t)の係数は、予測式においては 5%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t)*FCT(t)の係数は、予測式においては 10%水準で、評価式においては 5%水準で有意に負であり、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。FCT(t-1)の係数は、予測式においては 5%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t-1)*FCT(t-1)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、5%水準で有意に過大評価されていた。

以上のように、予測式における過去の OCI 項目に関する変数のうち、D3(t)*FCT(t)を除く全ての変数に、CI(t+1)に対して、5%以下の水準で有意な持続性が存在していた。

7. 2 MVE 上位サブサンプルの分析結果

(1) NI(t+1)を予測する場合

【表 12】のパネル A には、④フル・モデルを用いて NI(t+1)を予測する場合の結果を示している。MVE 上位のサブサンプルの分析結果は、表の中欄に示されている。

NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t)*NI(t)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 5%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 1%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。D1(t-1)*NI(t-1)の係数は、

予測式においては有意でなかったが、評価式においては 10%水準で有意に負であり、10%水準で有意に過小評価されていた。

SEC(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t)*SEC(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t-1)*SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。

FCT(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t)*FCT(t)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。FCT(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 5%水準で有意に負であり、5%水準で有意に過小評価されていた。D3(t-1)*FCT(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 5%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。

以上のように、予測式における過去の OCI 項目に関する変数のうち、D3(t)*FCT(t)には、NI(t+1)に対して、予想通りの符号で有意な持続性が存在していた。

(2) CI(t+1)を予測する場合

【表 12】のパネル B には、④フル・モデルを用いて CI(t+1)を予測する場合の結果を示している。MVE 上位のサブサンプルの分析結果は、表の中欄に示されている。

NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t)*NI(t)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 5%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 1%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。D1(t-1)*NI(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなかったが、10%水準で有意に過小評価されていた。

SEC(t)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 10%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t)*SEC(t)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。SEC(t-1)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 5%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t-1)*SEC(t-1)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。

FCT(t)の係数は、予測式においては 5%水準で有意に正であったが、評価式においては有

意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D3(t)*FCT(t)$ の係数は、予測式においては5%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $FCT(t-1)$ の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては5%水準で有意に負であり、5%水準で有意に過小評価されていた。 $D3(t-1)*FCT(t-1)$ の係数は、予測式においては1%水準で有意に負であったのに対して、評価式においては5%水準で有意に正であり、1%水準で有意に過大評価されていた。

以上のように、予測式における過去のOCI項目に関する変数のうち、 $FCT(t-1)$ を除く全ての変数に、 $CI(t+1)$ に対して、有意な持続性が存在していた。

7. 3 MVE 下位サブサンプルの分析結果

(1) $NI(t+1)$ を予測する場合

【表12】のパネルAには、④フル・モデルを用いて $NI(t+1)$ を予測する場合の結果を示している。MVE下位のサブサンプルの分析結果は、表の右欄に示されている。

$NI(t)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D1(t)*NI(t)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても1%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $NI(t-1)$ の係数は、予測式においては1%水準で、評価式においては5%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D1(t-1)*NI(t-1)$ の係数は、予測式においては5%水準で、評価式においては10%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。

$SEC(t)$ の係数は、予測式においては1%水準で有意に正であったのに対して、評価式においては1%水準で有意に負であり、1%水準で有意に過小評価されていた。 $D2(t)*SEC(t)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $SEC(t-1)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D2(t-1)*SEC(t-1)$ の係数は、予測式においては10%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、10%水準で過小評価されていた。

$FCT(t)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D3(t)*FCT(t)$ の係数は、予測式においては10%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $FCT(t-1)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。 $D3(t-1)*FCT(t-1)$ の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式とで係数に有意差はみられなかった。

以上のように、予測式における過去のOCI項目に関する変数のうち、 $SEC(t)$ には、 $NI(t+1)$ に対して、予想通りの符号で5%以下の水準で有意な持続性が存在していた。

(2) CI(t+1)を予測する場合

【表 12】のパネル B には、④フル・モデルを用いて CI(t+1)を予測する場合の結果を示している。MVE 下位のサブサンプルの分析結果は、表の右欄に示されている。

NI(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t)*NI(t)の係数は、予測式においては 1%水準で、評価式においては 5%水準で有意に負であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。NI(t-1)の係数は、予測式においては有意でなかったが、評価式においては 10%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D1(t-1)*NI(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。

SEC(t)の係数は、予測式においては 10%水準で、評価式においては 1%水準で有意に負であり、1%水準で有意に過小評価されていた。D2(t)*SEC(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に正であり、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D2(t-1)*SEC(t-1)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても 1%水準で有意に負であり、10%水準で有意に過小評価されていた。

FCT(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t)*FCT(t)の係数は、予測式と評価式のいずれにおいても有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。FCT(t-1)の係数は、予測式においては 10%水準で有意に正であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。D3(t-1)*FCT(t-1)の係数は、予測式においては 1%水準で有意に負であったが、評価式においては有意でなく、予測式と評価式で係数に有意差はみられなかった。

以上のように、予測式における過去の OCI 項目に関する変数のうち、SEC(t-1)、D2(t-1)*SEC(t-1)及び D3(t-1)*FCT(t-1)には、CI(t+1)に対して、5%以下の水準で有意な持続性が存在していた。

7. 4 仮説の採否の検討

ここでは、④フル・モデルを用いた場合の分析結果から、本稿の仮説 I ないし III の採否を検討する (5%の有意水準を前提)。なお、Mishkin の尤度比統計量及び検定結果はパネル A とパネル B でほとんど同じであったため、以下に示す結果は、NI(t+1)と CI(t+1)のいずれを予測する場合にも共通する結果である。なお、これらの仮説の採否については、代替的なモデルの特定化に対する頑健性を確認する。

仮説 I : 過去の純利益 (NI) が有している将来の利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

仮説Ⅰの採否は、④フル・モデルの予測式と評価式における NI に関する変数の係数の有意差に関する Mishkin テストによって判断される。プール・サンプルについては、 $NI(t-1)$ の係数が 1%水準で過大評価され、 $D1(t-1)*NI(t-1)$ の係数が 5%水準で有意に過小評価されていた。MVE 上位のサブサンプルについては、 $NI(t-1)$ の係数が 1%水準で有意に過大評価されていた。MVE 下位のサブサンプルについては、NI に関するいずれの変数の係数にも有意差はみられなかった。したがって、仮説Ⅰは、プール・サンプル及び MVE 上位サブサンプルについては棄却されるが、MVE 下位サブサンプルについては棄却されない。

なお、プール・サンプル及び MVE 上位サブサンプルについて仮説Ⅰが棄却されるという結果は、代替的なモデルの特定化について頑健である。ただし、MVE 下位サブサンプルについて仮説Ⅰが棄却されないという結果は頑健でない（①ナイーブ・モデルを用いた場合には棄却される）。

仮説Ⅱ： 過去のその他有価証券評価差額金の当期変動額（SEC）が有している将来の利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

仮説Ⅱの採否は、④フル・モデルの予測式と評価式における SEC に関する変数の係数の有意差に関する Mishkin テストによって判断される。プール・サンプルについては、 $SEC(t)$ の係数が 1%水準で有意に過小評価されていた。MVE 上位のサブサンプルについては、SEC に関するいずれの変数の係数にも有意差はみられなかった。MVE 下位のサブサンプルについては、 $SEC(t)$ の係数が 1%水準で有意に過小評価されていた。したがって、仮説Ⅱは、プール・サンプル及び MVE 下位のサブサンプルについては棄却されるが、MVE 上位のサブサンプルについては棄却されない。

なお、これらの結果は、代替的なモデルの特定化に対して頑健である。

仮説Ⅲ： 過去の為替換算調整勘定の当期変動額（FCT）が有している将来の利益に対する持続性は、株価に効率的に反映されている。

仮説Ⅲの採否は、④フル・モデルの予測式と評価式における FCT に関する変数の係数の有意差に関する Mishkin テストによって判断される。プール・サンプルについては、 $D3(t-1)*FCT(t-1)$ の係数が 5%水準で有意に過大評価されていた。MVE 上位のサブサンプルについては、 $FCT(t-1)$ の係数が 5%水準で有意に過小評価され、 $D3(t-1)*FCT(t-1)$ の係数が 1%水準で有意に過大評価されていた。MVE 下位のサブサンプルについては、FCT に関するいずれの変数の係数にも有意差はみられなかった。したがって、仮説Ⅲは、プール・サンプル及び MVE 上位サブサンプルについては棄却されるが、MVE 下位サブサンプルについては棄却されない。

なお、これらの結果は、代替的なモデルの特定化に対して頑健でない（その他の 3 つのモデルの特定化を用いた場合には、仮説Ⅲは、プール・サンプル及び MVE 上位サブサンプルについて棄却されない。また、①ナイーブ・モデル及び③ラグ変数付きモデルを用いた場合には、仮説Ⅲは、MVE 下位サブサンプルについて棄却される）。

7. 5 小括

本稿の実証分析の主要な結果は、次のとおりである³³。

過去の純利益に関する変数のうち、 $NI(t)$ 及び $D1(t)*NI(t)$ には、首尾一貫して、将来の利益に対して予想通りの符号で有意な持続性が存在した。

過去の OCI 項目に関する一部の変数には、 $NI(t+1)$ に対して、予想通りの符号で有意な持続性が存在した。また、過去の OCI 項目に関する多くの変数に、 $CI(t+1)$ に対する有意な持続性が存在した。このことは、将来の純利益を予測する際にはもちろん、将来の包括利益を予測する際にも、過去の OCI 項目の情報を分析することが有用かもしれないことを示唆している。

仮説 I（ NI に関する変数の持続性に関する市場効率性）は、プール・サンプル及び MVE 上位サブサンプルについて棄却されるという頑健な結果が得られた。ただし、たとえば、①ナイーブ・モデル及び②損失ダミー交差項付きモデルでは $NI(t)$ の係数が過大評価されていたのに対して、③ラグ変数付きモデル及び④フル・モデルでは $NI(t)$ ではなく $NI(t-1)$ の係数が過大評価されているなど、ミスプライシングされる変数はモデルの特定化によって首尾一貫していない³⁴。仮説 II（ SEC に関する変数の持続性に関する市場効率性）は、プール・サンプル及び MVE 下位のサブサンプルについては棄却されるが、MVE 上位のサブサンプルについては棄却されないという頑健な結果が得られた。特に、 $SEC(t)$ の係数は、全てのモデルの特定化において、首尾一貫して過小評価されていた。仮説 III（ FCT に関する変数に関する市場効率性）については、いずれのサンプルについても頑健な結果は得られなかった。

³³ その他に、次のような結果も得られた。期待外純利益（ $UE(NI)$ ）及び期待外包括利益（ $UE(CI)$ ）の係数は、予想通り、いずれも有意に正であった。モデルの特定化を所与とすれば、 $UE(NI)$ 及び $UE(CI)$ の係数は、MVE 上位サブサンプルのほうが MVE 下位サブサンプルよりも大きかった。モデルの特定化及びサンプルを所与とすれば、 $UE(NI)$ の係数のほうが $UE(CI)$ の係数よりも大きかった。

³⁴ いずれにしても、最も透明な報告が行われているはずの純利益にミスプライシングが生じていた理由については、今後の検討課題である。

【表 9】 ナイーブ・モデルの分析結果（パネル A：NI(t+1)を予測する場合）

			プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル		
予想 符号			予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比	予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比	予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比
Const	?	α_0	0.012			0.014			0.011		
		漸近 SE	0.001**			0.001**			0.001**		
NI (t)	+	α_{11}	0.651	0.941	16.35**	0.688	0.882	4.37*	0.572	0.770	3.86*
		漸近 SE	0.015**	0.075**		0.020**	0.094**		0.023**	0.101**	
SEC (t)	+	α_{21}	0.049	-0.453	9.28**	-0.015	-0.202	0.82	0.095	-0.737	13.50**
		漸近 SE	0.035	0.168**		0.045	0.204		0.053 [†]	0.241**	
FCT (t)	+	α_{31}	0.064	-0.520	1.72	0.009	-0.306	0.43	0.019	-1.539	4.07*
		漸近 SE	0.094	0.439		0.104	0.472		0.180	0.773*	
<hr style="border-top: 1px dashed black;"/>											
Const	?	β_0		0.009				-0.010			0.017
		漸近 SE		0.008				0.013			0.011
UE (NI)	+	β_1		2.391				2.679			2.456
		漸近 SE		0.218**				0.338**			0.287**

(注) [†]10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE=漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (NI) = t+1 期の期待外 NI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

①ナイーブ・モデル

$$\text{予測式: } NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{31}FCT_t + \nu_{t+1} \quad (1a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(NI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{31}^*FCT_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (1b)$$

【表 9】 ナイーブ・モデルの分析結果（パネル B：CI(t+1)を予測する場合）

予想 符号	プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル		
	予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比	予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比	予測式 (1a)	評価式 (1b)	Mishkin の尤度比
Const	α_0								
	0.021			0.024			0.019		
	漸近 SE			0.001**			0.001**		
NI (t)	α_{11}								
	0.691	1.023	16.35**	0.729	0.948	4.37*	0.595	0.822	3.86*
	漸近 SE	0.018**	0.086**	0.024**	0.105**		0.026**	0.115**	
SEC (t)	α_{21}								
	-0.317	-0.895	9.28**	-0.396	-0.608	0.82	-0.264	-1.215	13.5**
	漸近 SE	0.040**	0.192**	0.054**	0.230**		0.059**	0.276**	
FCT (t)	α_{31}								
	0.131	-0.539	1.72	0.113	-0.243	0.43	-0.040	-1.822	4.07*
	漸近 SE	0.109	0.504	0.125	0.532		0.202	0.886*	

Const	β_0								
			0.009			-0.010			0.017
	漸近 SE		0.008			0.013			0.011
UE (CI)	β_1								
			2.081			2.369			2.149
	漸近 SE		0.188**			0.281**			0.255**

(注) †10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE=漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (CI) = t+1 期の期待外 CI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

①ナイーブ・モデル

$$\text{予測式: } CI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{31}FCT_t + v_{t+1} \quad (1a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(CI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{31}^*FCT_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (1b)$$

【表 10】 損失ダミー交差項付きモデルの分析結果 (パネル A : NI(t+1)を予測する場合)

予想 符号	プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル			
	予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkin の尤度比	予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkin の尤度比	予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkin の尤度比	
Const	α_0									
	0.003			0.007			0.000			
	漸近 SE			0.001**			0.001			
NI (t)	α_{11}	0.866	1.130	12.65**	0.830	1.033	5.02*	0.883	1.054	2.14
	漸近 SE	0.018**	0.075**		0.022**	0.091**		0.030**	0.114**	
D1 (t)*NI (t)	α_{12}	-0.982	-1.111	0.45	-1.026	-1.228	0.44	-0.984	-1.009	0.01
	漸近 SE	0.046**	0.187**		0.073**	0.297**		0.064**	0.240**	
SEC (t)	α_{21}	0.061	-0.308	6.99**	0.006	-0.089	0.28	0.118	-0.544	11.36**
	漸近 SE	0.033 [†]	0.139*		0.043	0.177		0.051*	0.202**	
D2 (t)*SEC (t)	α_{22}	0.390	-1.525	1.07	0.389	-1.761	0.69	0.347	-1.031	0.32
	漸近 SE	0.443	1.809		0.622	2.536		0.627	2.359	
FCT (t)	α_{31}	0.256	-0.040	0.37	0.158	-0.367	0.89	0.251	-0.713	1.29
	漸近 SE	0.116*	0.473		0.133	0.543		0.218	0.825	
D3 (t)*FCT (t)	α_{32}	-1.095	-1.692	0.42	-0.948	-0.317	0.34	-0.955	-1.872	0.36
	漸近 SE	0.220**	0.896 [†]		0.258**	1.051		0.392*	1.476	
Const	β_0		0.017			-0.005			0.021	
	漸近 SE		0.010 [†]			0.015			0.014	
UE (NI)	β_1		2.957			3.211			2.974	
	漸近 SE		0.237**			0.364**			0.312**	

(注) [†]10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE=漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (NI) = t+1 期の期待外 NI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

②損失ダミー変数との交差項付きモデル

$$\text{予測式: } NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_t NI_t + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_t SEC_t + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_t FCT_t + v_{t+1} \quad (2a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \left(NI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^* NI_t - \alpha_{12}^* D1_t NI_t - \alpha_{21}^* SEC_t - \alpha_{22}^* D2_t SEC_t - \alpha_{31}^* FCT_t - \alpha_{32}^* D3_t FCT_t \right) + \varepsilon_{t+1} \quad (2b)$$

【表 10】 損失ダミー交差項付きモデルの分析結果 (パネル B : CI(t+1)を予測する場合)

	予想 符号		プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル		
			予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkin の尤度比	予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkinの 尤度比	予測式 (2a)	評価式 (2b)	Mishkin の尤度比
Const	?	α_0	0.011			0.016			0.009		
		漸近 SE	0.001**			0.001**			0.001**		
NI (t)	+	α_{11}	0.905	1.225	12.65**	0.879	1.119	5.02*	0.891	1.097	2.14
		漸近 SE	0.021**	0.091**		0.027**	0.107**		0.035**	0.138**	
D1 (t)*NI (t)	-	α_{12}	-0.953	-1.108	0.45	-1.023	-1.262	0.44	-0.915	-0.945	0.01
		漸近 SE	0.055**	0.226**		0.089**	0.349**		0.074**	0.291**	
SEC (t)	0	α_{21}	-0.264	-0.712	6.99**	-0.323	-0.436	0.28	-0.207	-1.006	11.36**
		漸近 SE	0.040**	0.169**		0.053**	0.208*		0.059**	0.246**	
D2 (t)*SEC (t)	0	α_{22}	-1.502	-3.820	1.07	-2.104	-4.641	0.69	-1.111	-2.775	0.32
		漸近 SE	0.528**	2.192 [†]		0.763**	2.983		0.725	2.855	
FCT (t)	0	α_{31}	0.278	-0.081	0.37	0.168	-0.451	0.89	0.144	-1.02	1.29
		漸近 SE	0.138*	0.573		0.163	0.639		0.252	1.000	
D3 (t)*FCT (t)	0	α_{32}	-0.967	-1.691	0.42	-0.699	0.046	0.34	-0.821	-1.928	0.36
		漸近 SE	0.262**	1.086		0.317*	1.236		0.454 [†]	1.787	
Const	?	β_0		0.017			-0.005			0.021	
		漸近 SE		0.010 [†]			0.015			0.014	
UE (CI)	+	β_1		2.443			2.722			2.464	
		漸近 SE		0.200**			0.296**			0.271**	

(注) [†]10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE=漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (CI) = t+1 期の期待外 CI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

②損失ダミー変数との交差項付きモデル

$$\text{予測式: } CI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_tNI_t + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_tSEC_t + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_tFCT_t + v_{t+1} \quad (2a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(CI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{12}^*D1_tNI_t - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{22}^*D2_tSEC_t - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{32}^*D3_tFCT_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (2b)$$

【表 11】 ラグ変数付きモデルの分析結果 (パネル A : NI(t+1)を予測する場合)

			プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル		
予想 符号			予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkin の尤度比	予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkin の尤度比	予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkin の尤度比
Const	?	α_0	0.011			0.013			0.010		
		漸近 SE	0.001**			0.001**			0.001**		
NI (t)	+	α_{11}	0.563	0.708	2.94 [†]	0.619	0.602	0.02	0.487	0.639	1.79
		漸近 SE	0.019**	0.083**		0.026**	0.113**		0.027**	0.111**	
NI (t-1)	+	α_{13}	0.134	0.368	7.96**	0.098	0.449	9.26**	0.150	0.231	0.57
		漸近 SE	0.018**	0.083**		0.026**	0.120**		0.026**	0.105*	
SEC (t)	+	α_{21}	0.066	-0.467	10.36**	0.012	-0.256	1.57	0.103	-0.727	13.08**
		漸近 SE	0.037 [†]	0.168**		0.048	0.211		0.055 [†]	0.242**	
SEC (t-1)	+	α_{23}	-0.058	-0.310	1.49	0.017	-0.226	0.80	-0.114	-0.255	0.26
		漸近 SE	0.046	0.203		0.061	0.267		0.067 [†]	0.273	
FCT (t)	+	α_{31}	0.082	-0.824	3.84 [†]	0.017	-0.834	2.71 [†]	-0.004	-1.710	4.54*
		漸近 SE	0.103	0.458 [†]		0.116	0.514		0.192	0.801*	
FCT (t-1)	+	α_{33}	-0.479	0.169	1.07	-0.345	0.640	1.90	-0.346	0.234	0.31
		漸近 SE	0.139**	0.613		0.161*	0.707		0.249	1.010	

Const	?	β_0		0.006				-0.015		0.014	
		漸近 SE		0.009				0.014		0.012	
UE (NI)	+	β_1		2.537				2.797		2.568	
		漸近 SE		0.220**				0.339**		0.291**	

(注) [†]10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE=漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (NI) = t+1 期の期待外 NI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

③ラグ変数付きモデル

$$\text{予測式: } NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + v_{t+1} \quad (3a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \left(NI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1} \right) + \varepsilon_{t+1} \quad (3b)$$

【表 11】 ラグ変数付きモデルの分析結果（パネル B：CI(t+1)を予測する場合）

予想 符号	プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル			
	予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkin の尤度比	予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkinの 尤度比	予測式 (3a)	評価式 (3b)	Mishkin の尤度比	
Const	α_0									
	0.014			0.017			0.013			
	漸近 SE			0.001**			0.001**			
NI (t)	α_{11}	0.596	0.756	2.94 [†]	0.644	0.625	0.02	0.516	0.683	1.79
	漸近 SE	0.021**	0.092**		0.029**	0.119**		0.030**	0.123**	
NI (t-1)	α_{13}	0.108	0.366	7.96**	0.080	0.452	9.26**	0.113	0.203	0.57
	漸近 SE	0.020**	0.092**		0.029**	0.126**		0.028**	0.116 [†]	
SEC (t)	α_{21}	-0.066	-0.654	10.36**	-0.102	-0.385	1.57	-0.051	-0.968	13.08**
	漸近 SE	0.041	0.185**		0.054 [†]	0.222 [†]		0.060	0.268**	
SEC (t-1)	α_{23}	0.726	0.448	1.49	0.835	0.578	0.80	0.648	0.491	0.26
	漸近 SE	0.051**	0.224*		0.068**	0.282*		0.073**	0.302	
FCT (t)	α_{31}	0.330	-0.668	3.84 [†]	0.250	-0.650	2.71 [†]	0.179	-1.707	4.54*
	漸近 SE	0.113**	0.504		0.130 [†]	0.541		0.209	0.887 [†]	
FCT (t-1)	α_{33}	-1.466	-0.752	1.07	-1.236	-0.194	1.90	-1.413	-0.771	0.31
	漸近 SE	0.153**	0.676		0.179**	0.745		0.271**	1.118	
Const	β_0		0.006			-0.015			0.014	
	漸近 SE		0.009			0.014			0.012	
UE (CI)	β_1		2.302			2.645			2.323	
	漸近 SE		0.200**			0.303**			0.267**	

(注) [†]10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE = 漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (CI) = t + 1 期の期待外 CI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

③ラグ変数付きモデル

$$\text{予測式: } CI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + v_{t+1} \quad (3a)$$

$$\text{評価式: } SAR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(CI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1}) + \varepsilon_{t+1} \quad (3b)$$

【表 12】フル・モデルの分析結果（パネル A：NI(t+1)を予測する場合）

予 想 符 号	プ ール ・ サ ン プ ル			MVE 上 位 サ ブ サ ン プ ル			MVE 下 位 サ ブ サ ン プ ル				
	予 測 式 (4a)	評 価 式 (4b)	Mishkin の 尤 度 比	予 測 式 (4a)	評 価 式 (4b)	Mishkin の 尤 度 比	予 測 式 (4a)	評 価 式 (4b)	Mishkin の 尤 度 比		
Const	?	α_0	0.003				0.006			0.000	
		漸近SE	0.001**				0.001**			0.001	
NI (t)	+	α_{11}	0.815	0.832	0.02	0.823	0.712	0.59	0.784	0.817	0.04
		漸近SE	0.027**	0.109**		0.034**	0.141**		0.043**	0.160**	
D1 (t)*NI (t)	-	α_{12}	-0.922	-0.752	0.62	-1.016	-0.834	0.29	-0.867	-0.722	0.27
		漸近SE	0.052**	0.211**		0.081**	0.332*		0.074**	0.273**	
NI (t-1)	+	α_{13}	0.067	0.451	10.06**	0.005	0.501	9.87**	0.138	0.364	1.70
		漸近SE	0.029*	0.121**		0.038	0.164**		0.045**	0.169*	
D1 (t-1)*NI (t-1)	-	α_{14}	-0.070	-0.470	4.12*	-0.003	-0.526	3.24 [†]	-0.162	-0.436	1.11
		漸近SE	0.048	0.194*		0.069	0.289 [†]		0.068*	0.254 [†]	
SEC (t)	+	α_{21}	0.075	-0.387	9.52**	0.006	-0.136	0.50	0.141	-0.635	14.02**
		漸近SE	0.036*	0.150**		0.048	0.196		0.054**	0.216**	
D2 (t)*SEC (t)	-	α_{22}	0.413	-1.835	1.36	0.767	-3.387	2.22	0.166	-0.692	0.12
		漸近SE	0.466	1.880		0.663	2.751		0.653	2.421	
SEC (t-1)	+	α_{23}	-0.020	-0.125	0.23	0.101	-0.317	1.82	-0.118	0.028	0.25
		漸近SE	0.053	0.213		0.074	0.304		0.076	0.281	
D2 (t-1)*SEC (t-1)	-	α_{24}	0.070	-0.462	0.78	-0.232	0.444	0.73	0.402	-1.058	2.93 [†]
		漸近SE	0.146	0.586		0.188	0.774		0.222 [†]	0.838	
FCT (t)	+	α_{31}	0.114	0.064	0.01	0.145	0.008	0.04	0.014	-0.905	0.97
		漸近SE	0.136	0.547		0.160	0.653		0.243	0.906	
D3 (t)*FCT (t)	-	α_{32}	-0.837	-2.585	2.48	-0.875	-1.716	0.41	-0.803	-2.410	0.75
		漸近SE	0.268**	1.087*		0.312**	1.278		0.483 [†]	1.798	
FCT (t-1)	+	α_{33}	0.652	-2.765	2.36	0.350	-6.050	5.69*	0.879	1.143	0.01
		漸近SE	0.537	2.176		0.637	2.707*		0.918	3.401	
D3 (t-1)*FCT (t-1)	-	α_{34}	-0.878	3.921	3.87*	-0.489	7.594	7.50**	-0.932	-0.067	0.05
		漸近SE	0.589	2.397		0.701	3.013*		1.003	3.718	
Const	?	β_0		0.016			-0.014			0.027	
		漸近SE		0.011			0.017			0.016 [†]	
UE (NI)	+	β_1		2.983			3.163			3.021	
		漸近SE		0.237**			0.362**			0.314**	

(注) †10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE = 漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (NI) = t+1 期の期待外 NI。評価式右边第 2 項のカッコ内の式の値。

④フル・モデル

$$\begin{aligned} \text{予測式: } NI_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_tNI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{14}D1_{t-1}NI_{t-1} + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_tSEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} + \alpha_{24}D2_{t-1}SEC_{t-1} \\ & + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_tFCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + \alpha_{34}D3_{t-1}FCT_{t-1} + v_{t+1} \end{aligned} \quad (4a)$$

評価式:

$$\begin{aligned} SAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \left(NI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{12}^*D1_tNI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} - \alpha_{14}^*D1_{t-1}NI_{t-1} \right. \\ & \left. - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{22}^*D2_tSEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{24}^*D2_{t-1}SEC_{t-1} - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{32}^*D3_tFCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1} - \alpha_{34}^*D3_{t-1}FCT_{t-1} \right) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (4b)$$

【表 12】フル・モデルの分析結果（パネル B：CI(t+1)を予測する場合）

予想 符号	プール・サンプル			MVE 上位サブサンプル			MVE 下位サブサンプル				
	予測式 (4a)	評価式 (4b)	Mishkin の尤度比	予測式 (4a)	評価式 (4b)	Mishkin の尤度比	予測式 (4a)	評価式 (4b)	Mishkin の尤度比		
Const	?	α_0	0.004				0.008			0.002	
		漸近 SE	0.001**				0.001**			0.001	
NI (t)	+	α_{11}	0.866	0.885	0.02	0.857	0.736	0.59	0.841	0.877	0.04
		漸近 SE	0.030**	0.121**		0.038**	0.153**		0.048**	0.177**	
D1 (t)*NI (t)	-	α_{12}	-0.941	-0.752	0.62	-1.000	-0.802	0.29	-0.897	-0.736	0.27
		漸近 SE	0.058**	0.234**		0.089**	0.360*		0.081**	0.302*	
NI (t-1)	+	α_{13}	0.013	0.439	10.05**	-0.028	0.511	9.87**	0.059	0.309	1.70
		漸近 SE	0.032	0.135**		0.041	0.177**		0.050	0.186 [†]	
D1 (t-1)*NI (t-1)	-	α_{14}	0.011	-0.433	4.12*	0.074	-0.494	3.24 [†]	-0.063	-0.366	1.11
		漸近 SE	0.052	0.215*		0.076	0.313		0.075	0.280	
SEC (t)	0	α_{21}	-0.154	-0.668	9.52**	-0.216	-0.370	0.50	-0.100	-0.956	14.02**
		漸近 SE	0.040**	0.167**		0.053**	0.213 [†]		0.059 [†]	0.238**	
D2 (t)*SEC (t)	0	α_{22}	1.548	-0.948	1.36	2.095	-2.419	2.22	1.176	0.229	0.12
		漸近 SE	0.514**	2.088		0.732**	2.985		0.719	2.673	
SEC (t-1)	0	α_{23}	1.023	0.907	0.23	1.210	0.756	1.82	0.873	1.035	0.25
		漸近 SE	0.059**	0.237**		0.081**	0.330*		0.083**	0.310**	
D2 (t-1)*SEC (t-1)	0	α_{24}	-1.305	-1.897	0.78	-1.610	-0.875	0.73	-0.986	-2.598	2.93 [†]
		漸近 SE	0.161**	0.651**		0.208**	0.841		0.245**	0.925**	
FCT (t)	0	α_{31}	0.303	0.248	0.01	0.361	0.212	0.04	0.076	-0.939	0.97
		漸近 SE	0.150*	0.608		0.176*	0.709		0.268	1.000	
D3 (t)*FCT (t)	0	α_{32}	-0.534	-2.473	2.47	-0.733	-1.647	0.41	-0.136	-1.910	0.75
		漸近 SE	0.296 [†]	1.207*		0.344*	1.388		0.532	1.985	
FCT (t-1)	0	α_{33}	1.474	-2.319	2.36	1.058	-5.898	5.69*	1.764	2.056	0.01
		漸近 SE	0.593*	2.417		0.704	2.935*		1.011 [†]	3.756	
D3 (t-1)*FCT (t-1)	0	α_{34}	-2.800	2.527	3.87*	-2.147	6.637	7.50**	-3.129	-2.175	0.05
		漸近 SE	0.650**	2.663		0.774**	3.266*		1.104**	4.105	
Const	?	β_0		0.016			-0.014			0.027	
		漸近 SE		0.011			0.017			0.016 [†]	
UE (CI)	+	β_1		2.687			2.911			2.736	
		漸近 SE		0.215**			0.328**			0.285**	

(注) †10%水準で有意。*5%水準で有意。**1%水準で有意。

漸近 SE = 漸近標準誤差 (SE; Standard Error)。

UE (CI) = t + 1 期の期待外 CI。評価式右辺第 2 項のカッコ内の式の値。

④フル・モデル

$$\begin{aligned} \text{予測式: } CI_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_{11}NI_t + \alpha_{12}D1_tNI_t + \alpha_{13}NI_{t-1} + \alpha_{14}D1_{t-1}NI_{t-1} + \alpha_{21}SEC_t + \alpha_{22}D2_tSEC_t + \alpha_{23}SEC_{t-1} + \alpha_{24}D2_{t-1}SEC_{t-1} \\ & + \alpha_{31}FCT_t + \alpha_{32}D3_tFCT_t + \alpha_{33}FCT_{t-1} + \alpha_{34}D3_{t-1}FCT_{t-1} + v_{t+1} \end{aligned} \quad (4a)$$

評価式:

$$\begin{aligned} SAR_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1 \left(CI_{t+1} - \alpha_0 - \alpha_{11}^*NI_t - \alpha_{12}^*D1_tNI_t - \alpha_{13}^*NI_{t-1} - \alpha_{14}^*D1_{t-1}NI_{t-1} \right. \\ & \left. - \alpha_{21}^*SEC_t - \alpha_{22}^*D2_tSEC_t - \alpha_{23}^*SEC_{t-1} - \alpha_{24}^*D2_{t-1}SEC_{t-1} - \alpha_{31}^*FCT_t - \alpha_{32}^*D3_tFCT_t - \alpha_{33}^*FCT_{t-1} - \alpha_{34}^*D3_{t-1}FCT_{t-1} \right) + \varepsilon_{t+1} \end{aligned} \quad (4b)$$

8. おわりに

従来の我が国会計基準では、その他の包括利益（OCI）項目が財務諸表のどこにも表示されていなかったため、投資家が OCI 項目の情報を入手するためには、投資家自身はその金額を推定計算する必要がある、その情報は投資家にとって容易に理解可能なものではなかった。そのうえ、OCI 項目の金額の推定計算には重大な測定誤差が生じる可能性があり、正確な金額が入手できる保証もなかった。また、OCI 項目の純額は推定計算できても、その内訳情報は入手できないので、基礎的経済事象を表す当期収益費用の金額は識別できなかった（この問題は、現行の我が国会計基準においても解決されていない）。こうした様々な問題により、従来の我が国会計基準では、投資家にとって包括利益情報が極めて不透明になっていたといわざるを得ない。

我が国におけるこのような不透明な包括利益報告は、投資家による将来の利益に対する合理的期待形成（ひいては、効率的な株価形成）を妨げていた可能性がある。そこで、本稿では、株主資本等変動計算書の導入前の期間における我が国の一般事業会社の連結貸借対照表の資本の部の別掲科目の残高から OCI 項目の金額を推定計算し、過去の純利益及び OCI 項目の将来の利益（純利益又は包括利益）に対する持続性が株価に効率的に反映されているかどうかを Mishkin [1983] テストを用いて検証した。その結果、プール・サンプル及び株式時価総額（MVE）下位サブサンプルについては、その他有価証券評価差額金の当期変動額（SEC(t)）の持続性が市場において有意に過小評価されていることが発見された。この結果は、財務報告が不透明な場合には、特に、市場における情報生産が不十分であると考えられる株式時価総額の小さい企業において、会計情報のミスプライシングが生じる傾向があることを示唆している。また、過去の OCI 項目には、将来の純利益だけでなく包括利益に対しても有意な持続性が存在していた。この結果は、将来の純利益を予測する際にはもちろん、将来の包括利益を予測する際にも、過去の OCI 項目の情報を分析することが有用かもしれないことを示唆している。

現行の我が国会計基準では、OCI 項目が株主資本等変動計算書に表示されるようになり、包括利益報告の透明性はある程度改善されていると思われる。しかしながら、包括利益報告の透明性の観点からは、理想的には、リサイクリングを廃止するとともに、単一の業績報告書において包括利益の全ての構成要素を表示することを全ての企業に強制することが望ましい。ただし、そうした理想を短期的に達成することは困難であると思われるので、当面は、我が国における国際会計基準（IFRS）の採用及び IFRS と我が国会計基準のコンバージェンスのための作業を推進し、リサイクリングを伴う純利益の表示を維持しつつ、包括利益の全ての構成要素を業績報告書に表示する国際的なアプローチが我が国においても受け入れられるよう努力すべきである。

参考文献

- Barth, M. E., W. H. Beaver, and W. R. Landsman. 2001. The Relevance of Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. *Journal of Accounting and Economics* 31: 77-104.
- Barth, M. E. and K. Schipper. 2008. Financial Reporting Transparency. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 23 (2): 173-190.
- Biddle, G. C. and J. Choi. 2006. Is Comprehensive Income Useful?. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 11 (2-3): 1-32.
- Burgstahler, D., J. Jiambalvo, and T. Shevlin. 2002. Do Stock Prices Fully Reflect the Implication of Special Items for Future Earnings? *Journal of Accounting Research* 40(3): 585-612.
- Cahan, S. F., S. M. Courtenay, P. L. Gronewoller, and D. R. Upton. 2000. Value Relevance of Mandated Comprehensive Income Disclosure. *Journal of Business Finance and Accounting* 27 (November/December): 1273-1301.
- 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: 557-593.
- Cheng, C. S. A., J. K. Cheung, and V. Gopalakrishnan. 1993. On the Usefulness of Operating Income, Net Income and Comprehensive Income in Explaining Security Returns. *Accounting and Business Research* 23 (Spring): 195-203.
- Choi, J. H. and Y. Zang. 2006. Implications of Comprehensive Income Disclosure for Future Earnings and Analysts' Forecasts. *Seoul Journal of Business* 12 (2): 77-109.
- Choi, J. H., S. Das and Y. Zang. 2007. Comprehensive Income, Future Earnings and Market Mispricing. Working Paper: 1-35.
- Collins, D. W. and P. Hribar. 2000. Earnings-based and Accrual-based Market Anomalies: One Effect or Two?. *Journal of Accounting and Economics* 29: 101-123.
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-59.
- Dhaliwal, D., K. R. Subramanyam, and R. Trezevant. 1999. Is Comprehensive Income Superior to Net Income as a Measure of Firm Performance? *Journal of Accounting and Economics* 26: 43-67.
- Easley, D., and M. O'Hara. 2004. Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance* 59: 1553-1583.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 1981. *Foreign Currency Translation*. Statement of Financial Accounting Standards No. 52 (SFAS 52). Norwalk, CT: FASB.

- FASB. 1980. *Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Statements of Financial Accounting Concepts No. 2 (SFAC 2). Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1985a. *Elements of Financial Statements—a replacement of FASB Concepts Statement No. 3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No. 2)*. SFAC 6. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1985b. *Employers' Accounting for Pensions*. SFAS 87. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1990. *Employers' Accounting for Postretirement Benefits Other Than Pensions*. SFAS 106. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1993. *Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities*. SFAS 115. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1996. *Reporting Comprehensive Income*. Exposure Draft. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1997. *Reporting Comprehensive Income*. SFAS 130. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 1998. *Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities*. SFAS 133. Norwalk, CT: FASB.
- FASB. 2006. *Employers' Accounting for Defined Benefit Pension and Other Postretirement Plans—an amendment of FASB Statements No. 87, 88, 106, and 132(R)*. SFAS 158. Norwalk, CT: FASB.
- FASB and International Accounting Standards Board (IASB). 2008a. *Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information*. Exposure Draft.
- FASB and IASB. 2008b. *Preliminary Views on Financial Statement Presentation*. Discussion Paper.
- Hayn, C. 1995. The Information Content of Losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2): 125-153.
- Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas. 2001. The Relation between Incremental Subsidiary Earnings and Future Stock Returns in Japan. *Journal of Business Finance and Accounting* 28 (Nov./Dec.): 1115-1139.
- Hicks, J. R. 1946. *Value and Capital, 2nd ed.* Oxford University Press.
- Hirst, D. E. and P. E. Hopkins. 1998. Comprehensive Income Reporting and Analysts' Valuation Judgments. *Journal of Accounting Research* 36 (Supplement): 47-75.
- Hirst, D. E. and P. E. Hopkins and J. M. Wahlen. 2004. Fair Values, Comprehensive Income Reporting, and Bank Analysts' Risk and Valuation Judgments. *The Accounting Review* 79 (2): 455-474.
- Holthausen, R. W. and R. L. Watts. 2001. The Relevance of Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics* 31:

3-75.

- IASB. 2001a. *Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*. London, U.K.: IASB.
- IASB. 2001b. *Property, Plant and Equipment*. IAS 16. London, U. K.: IASCF.
- IASB. 2001c. *Employee Benefits*. IAS 19. London, U. K.: IASCF.
- IASB. 2003a. *The Effect of Changes in Foreign Exchange Rates*. IAS 21. London, U. K.: IASCF.
- IASB. 2003b. *Presentation of Financial Statements*. International Accounting Standard No. 1 (IAS1). London, U.K.: IASCF.
- IASB. 2004. *Intangible Assets*. IAS 38. London, U. K.: IASCF.
- IASB. 2007. *Presentation of Financial Statements*. IAS 1. London, U.K.: IASCF.
- IASB. 2008. *Financial Instruments: Recognition and Measurement*. IAS 39. London, U. K.: IASCF.
- Kanagaretnam, K., R. Mathieu, and M. Shehata. 2008. Usefulness of Comprehensive Income Reporting in Canada. Working Paper: 1-40.
- Lambert, R., C. Leuz, and R. Verrecchia. 2007. Information Asymmetry, Information Precision and the Cost of Capital. University of Pennsylvania and University of Chicago working paper.
- Lee, Y., K. R. Petroni and M. Shen. 2006. Cherry Picking, Disclosure Quality, and Comprehensive Income Reporting Choices: The Case of Property-Liability Insurers. *Contemporary Accounting Research* 23 (3): 655-692.
- Maines, L. A. and L. S. McDaniel. 2000. Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format. *The Accounting Review* 75 (2): 179-207.
- Mishkin, F. 1983. *A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Market Models*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ohlson, J. A. 1999. On Transitory Earnings. *Review of Accounting Studies* 4 (3-4): 145-162.
- Schipper, K., and L. Vincent. 2003. Earnings Quality. *Accounting Horizons* 17 (Supplement): 97-110.
- Schipper, K. 2007. Required Disclosures in Financial Reports. *The Accounting Review* 82 (2): 301-326.
- Securities and Exchange Commission. 2008. *Roadmap for the Potential Use of Financial Statements Prepared in Accordance with International Financial Reporting Standards by U. S. Issuers*. Proposed Rule. November 14, 2008.

- Sloan, R. G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71(3): 289-315.
- Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review* 76 (July): 357-373.
- 阿部圭司. 2000. 「アナリストによる企業業績予測に関する調査」『産業研究』 35 (2): 54-66.
- 海老原崇. 2005. 「利益マネジメントと発生項目アノマリー」『産業経営 (早稲田大学)』 37: 21-37.
- 海老原崇. 2006. 「利益の質と発生項目アノマリー」『管理会計学』 15 (1): 21-34.
- 大日方隆. 2008. 「アナリスト予想と利益情報の Value Relevance」『会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究 (最終報告書)』 日本会計研究学会特別委員会.
- 奥村雅史. 2003a. 「個別財務諸表情報と株価の関係 : Mishkin テストによる研究」『早稲田商学』 397: 141-158.
- 奥村雅史. 2003b. 「連結会計情報と市場の合理性」『會計』 164 (2): 54-68.
- 菅野浩勢. 2008. 「財務業績の予測能力に関する実証研究 —業績報告様式の国際的収斂への含意—」『早稲田商学』 415: 79-152.
- 久保田敬一, 須田一幸, 竹原均. 2008. 「当期純利益と包括利益」『会計制度の設計』 白桃書房. 第 11 章所収.
- 杉本徳栄. 2009. 「米国内での IFRS 適用に向けた動き」『企業会計』 61 (1): 61-74.