

## 要旨

本研究の目的は、投資家が注記情報を利用してオペレーティング・リース債務を推定したうえで投資意思決定しているか否かについて、オペレーティング・リース債務と株式リスクの関連性を分析することで明らかにすることである。また、会計情報の信頼性がそのオペレーティング・リース債務と株式リスクの関連性にどのような影響を及ぼすのかについても併せて検証をおこなう。

リース取引はファイナンス・リース取引とオペレーティング・リース取引の 2 つに分類され、基準改訂前はそれぞれの取引に対して異なる会計処理が適用されていた。国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board; IASB) は、「リースに関する 2 つの異なる会計処理モデルの存在 (リースに関連した資産および負債が、オペレーティング・リースでは認識されないが、ファイナンス・リースでは認識されていた) は、経済的に類似した取引が非常に異なる方法で会計処理される可能性があることを意味していた。この相違は財務諸表利用者にとっての比較可能性を低下させ、特定の会計上の結果を達成するために取引を操作する機会を与えていた」と主張している (IASB, 2016, par. BC3)。実際、先行研究では、オペレーティング・リース取引の利用によって総資産利益率や負債比率といった財務比率の向上が期待できるため、企業経営者はリース取引をオペレーティング・リースとして扱うことを好む傾向があると指摘している (Imhoff et al., 1991; Duke et al., 2009; 古賀, 2014; Kusano et al., 2015)。

多くの海外の先行研究では、投資家が注記情報を利用してオペレーティング・リース債務を推定したうえで投資意思決定をおこなっていることが実証されている (Ely, 1995; Beattie et al., 2000; Bratten et al., 2013; Giner and Pardo, 2018)。これらの研究結果は、オペレーティング・リース債務のオンバランス化を支持する証拠といえる。

しかし、日本企業を対象とした場合、海外の研究と同様の結果が得られるとは限らない。なぜなら、日本基準ではオペレーティング・リース取引に関する開示情報として、1 年以内および 1 年超の残存リース契約期間に関する情報のみが提供され、米国基準などと比較すると不十分であると考えられるからである。これにより、投資家がオペレーティング・リース債務額を正確に推定するには、追加的な情報処理コストが必要となり、結果的に投資家の意思決定に影響を与える可能性がある。

投資家の投資意思決定について検証する際、株式リスク評価に着目する研究は多い。しか

し、日本企業を対象に注記情報を利用して推定されたオペレーティング・リース債務に株式リスク関連性があるか否かを検証した先行研究は見当たらない。したがって、これまで検証されていない日本企業を対象にする本研究は、この空白を埋めるという意味で、意義がある研究であると考えられる。

本研究では、Ely (1995) をはじめとする先行研究の検証モデルで仮定されている「負債利子率が変動しない」という条件を緩和し、加重平均資本コスト (WACC) の定義式を理論的基礎とした検証モデルで実証分析をおこなっている。具体的には、株式リスクを従属変数とし、事業リスク、金融負債比率と事業スプレッドの標準偏差の交差項、オペレーティング・リース債務比率と事業スプレッドの標準偏差の交差項を独立変数とする最小二乗法による回帰モデルを用いて分析をおこなっている。また、会計情報の信頼性がオペレーティング・リース債務と株式リスクとの関連性にどのような影響を及ぼすのかについても併せて明らかにするため、オペレーティング・リース取引に関する注記情報の信頼性を代理する変数を回帰モデルに追加した検証もおこなっている。

本検証は、決算期間が 12 か月であり、決算日は 3 月末日とする日本基準で連結財務諸表を作成している上場企業を対象に分析をおこなっている。研究期間は 2009 年から 2020 年までであり、検証に必要な財務データとオペレーティング・リース債務を推定するために必要な注記情報は『NEEDS 日経財務データ(DVD 版)』から入手し、株式時価総額と月次株式リターンに関するデータは『Refinitiv Eikon』から収集している。結果として、全体サンプルの観測値数は 4,105 企業・年となった。なお、本研究では IFRS 第 16 号の公表前後でサンプルを分割した分析も併せておこなっている。

検証の結果は、投資家が注記情報を利用してオペレーティング・リース債務を推定し、それを株式リスクの評価に利用していることを示唆するものであった。また、残存リース契約期間が長くなると、それだけ注記情報の信頼性が低下し、オペレーティング・リース債務の推定誤差が拡大することで、オペレーティング・リース債務と株式リスクの関連性が弱まることを示唆する結果も得られた。なお、IFRS 第 16 号公表前後でサンプルを分割して検証した場合、これらの結果は IFRS 第 16 号公表後にのみみられた。

本研究には、いくつかの限界があるものの、従来の検証モデルにおける「負債利子率の変動がない」という仮定を外したうえで、日本企業を対象として、オペレーティング・リース債務の株式リスク関連性に関する実証成果を蓄積したという意味で、学術的に貢献を果たしたと考えられる。また、本研究の結果は、投資家がオペレーティング・リース債務を注記

情報から推定したうえで株式リスクの評価に利用しており、注記情報の信頼性が低下すると、そのリスク関連性も低下することを示唆している。これは、オペレーティング・リース債務がオンバランスされることで、投資家は信頼性の高い情報に基づいて株式リスクをより適切に評価できる可能性があることを意味している。本研究は、リスク関連性の観点からオペレーティング・リース債務のオンバランス化を支持する証拠を提示しているという意味で、会計制度に対するインプリケーションを有しているといえるだろう。

キーワード： リース会計、オペレーティング・リース債務、株式リスク、リスク関連性