

株主資本と自己資本

——残余利益モデルのインプットとしての優劣比較——

木 村 晃 久

1. はじめに

財務会計基準委員会 (Accounting Standards Board of Japan; ASBJ) の討議資料「財務会計の概念フレームワーク」では、財務報告の目的として「投資家の意思決定に資するディスクロージャー制度の一環として、投資のポジションとその成果を測定して開示する」(第1章2項)ことが明文化されている。そこでは、投資家の意思決定モデルは明示されていないが、投資のポジションを「資本」、その成果を「利益」とすれば、まずはこれらをインプットして株式の本源的価値を推定する残余利益モデル (Residual Income Model; RIM) の利用を想定して、意思決定に有用な会計情報を考えてみるのが自然であろう。なお、RIMが学界で注目されるきっかけとなったのはOhlson (1995) である。RIMは、以下の式 (1) のように表現することができる。

$$IV_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - rBV_{t-1}}{(1+r)^t} \quad (1)$$

IV は株式の本源的価値、 BV は資本簿価、 E は利益、 r は株主資本コストであり、添え字は時点（あるいは、期間）を表している。なお、残余利益を以下の式 (2) で定義すると、式 (1) は以下の式 (3) のように表現することができる。

$$RI_t = E_t - rBV_{t-1} \quad (2)$$

$$IV_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

利益配当請求権と残余財産分配請求権 (会社法105条1項1号2号) をもつ普通株主にとって、株式を永続保有すると仮定した場合の株式の本源的価値は、以下の配当割引モデル (Dividend Discount Model; DDM) で表現できる。

$$IV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

D は配当である。RIMは、このDDMを基礎として、以下の式(5)で表現されるクリーン・サープラス関係を用いて導出されたものである。

$$BV_{t+1} = BV_t + E_{t+1} - D_{t+1} \quad (5)$$

つまり、RIMが成立するためには、資本と利益の間にクリーン・サープラス関係が成立していなければならない。

連結財務諸表を念頭におけば、日本の会計基準では、クリーン・サープラス関係をもつ資本と利益の組み合わせとして、以下の3パターンが存在する。

- ① 株主資本と親会社株主に帰属する当期純利益（以下、「純利益」とする。）
- ② 純資産と包括利益
- ③ 自己資本¹と親会社株主に係る包括利益

このうち、②は非支配株主に係る資本と利益が含まれるから、株式価値評価モデルのインプットとしては適さない。そして、RIMによる本源的価値の推定精度は、①と③のどちらをインプットしたほうが高まるかについて、日本企業を対象として検証した八重倉・若林(2010)は、概ね①のほうが③よりも推定精度が高まることを明らかにしている²。また、ASBJが規定する企業会計基準第2号「1株当たり当期純利益に関する会計基準」では、1株当たり情報として、包括利益ではなく純利益をベースとした1株当たり当期純利益を算定・開示することになっていること(12項)、実務上は経営者やアナリストが包括利益ではなく純利益を予想することからも、投資家の意思決定に有用な利益が包括利益ではなく純利益であることは、コンセンサスが取れているといっていよい。よって、本源的価値の推定精度(つまり、投資意思決定有用性)の観点からは、残余利益モデルには①をインプットするのが合理的といえる。

しかし、企業会計基準適用指針第4号「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」(以下、「1株指針」とする。)では、1株当たり情報として、株主資本ではなく自己資本をベースとした1株当たり純資産を算定・開示することになっている(34-35項)。つまり、1株当たり情報は、自己資本と純利益の組み合わせになっているのである。また、「有価証券報告書」では、「企業の概況」の「主要な経営指標等の推移」のなかで自己資本利益率(Return on Equity; ROE)を算定・開示することになっているが、これは自己資本に対する純利益の比率として定義されている³。なお、RIMはROEを用いて、以下の式(6)のように表現することも

¹ 純資産から新株予約権と非支配株主持分を控除して算定される。

² ただし、株式時価総額やPBRが高い企業については、③のほうが①よりも推定精度が高くなる傾向にある。

³ 公益財団法人財務会計基準機構(Financial Accounting Standards Foundation; FASF)・ASBJ「有価証券報告書の作成要領(2025年3月期提出用)」p.15を参照。

できる。

$$IV_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r) \times BV_{t-1}}{(1+r)^t} \quad (6)$$

ここから、ASBJは自己資本と純利益の組み合わせこそが投資家の意思決定に有用な情報であると考えていると推察することができる。

RIMにインプットする利益（あるいは、ROE）は投資家による期待値である。その他の包括利益の期待値がゼロだと仮定すれば、純利益と親会社に係る包括利益の期待値は一致する。このとき、RIMのインプットとして、自己資本と純利益の組み合わせも正当化することが可能となる。そうであれば、①の組み合わせよりもこの組み合わせのほうがRIMによる本源的価値の推定精度は高まるか否かを確認することで、ASBJによる開示規制の合理性（あるいは、非合理性）を、財務報告の目的（投資意思決定有用性）の観点から検証することができるはずである。

本研究の目的は、RIMに純利益をインプットすることを所与としたとき、資本のインプットとしては株主資本と自己資本のどちらが優れているのかについて、本源的価値の推定精度の観点から実証的に明らかにすることである。さきに示したように、RIMによる本源的価値の推定精度を高める資本と利益の組み合わせについてはすでに八重倉・若林（2010）が実証しているものの、自己資本と純利益の組み合わせについては検証が行われていない。また、彼らの主たる関心はインプットとしての利益のほうにあり、資本のほうに主たる関心のある本研究とは視点が異なっている。本研究のオリジナリティーはこのような点にある。

以下、第2節では本研究のリサーチ・デザインについて、第3節ではサンプルの選択規準について説明する。つづく第4節では本源的価値の推定誤差のグループ間差異に関する検証結果を、最後の第5節では結論と将来の課題を示す。

2. リサーチ・デザイン

本研究のリサーチ・デザインは、基本的には八重倉・若林（2010）を踏襲するものであるが、本研究と彼らの研究では主題が異なるため、リサーチ・デザインにもいくつかの点でちがいが生じる。

2.1. 株式の本源的価値の推定

式（4）は、株式価値評価に際して、無限期間の残余利益予測を必要とする。それは現実的には不可能である。そのため、このように将来予測をインプットする評価モデルにおいては、何らかの仮定を置いて、無限期間の予測を有限期間の予測に帰着させる必要がある。

桜井（2010）は、日本の上場企業を対象に検証をおこない、残余利益率の持続係数が0.3279であることを実証的に明らかにした。この結果は、平均的にみて、残余利益が5年程度でゼロに収束することを示唆している。そこで、本研究では、残余利益が最長5年でゼロに収束するものとして、株式の本源的価値を推定することにした。式で表現すると、以下の式（7）のようになる。

$$IV_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^n \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad (7)$$

n は残余利益が収束すると仮定した期間 ($n=1,2,\dots,5$) である。なお、八重倉・若林 (2010) では最長6年の残余利益をインプットしているが、本研究では、上述した理由のほか、サンプル選択規準の制約によって、最長5年となっている。

本研究では、八重倉・若林 (2010) と同様、式 (7) の残余利益に実績値をインプットする。将来利益に経営者予想利益やアナリスト予想利益をインプットする方法もあるが⁴、日本では最長5年先の予想利益を入手することは困難である⁵。そうであれば、何らかの仮定を置いて (あるいは、予測モデルを適用して⁶) 得られた利益をインプットするしかない。実績値をインプットする方法は、投資家が最長5年先までの残余利益を完全予見 (perfect foresight) できるという強い仮定を置くことを意味するが、このとき利益の予測誤差は定義上ゼロになるため、利益の予測精度の問題を本源的価値の推定精度に持ち込まなくて済むというメリットがある。本研究の主たる関心は利益ではなく資本にあることから、実績値をインプットすることには一定の合理性があるだろう。

株主資本コストについて、八重倉・若林 (2010) では、一律2%、6%、10%の資本コストのほか、資本資産価格モデル (Capital Asset Pricing Model; CAPM) やFama-Frenchの3ファクターモデルによる推定値が用いられている。しかし、そこでの結論は、資本コストのちがいによって影響をまったく受けなかったこと、CAPMや3ファクターモデルは、その推定に過去60ヶ月 (5年) のデータが必要となるため⁷、サンプル・サイズがそれだけ減少してしまうこと、本研究ではインプットする資本の種類を問題としている以上、3ファクターモデルによる推定値を用いる場合、簿価時価比率⁸に何をインプットするかもまた、同時に問題となってしまうことから、本研究では、上記5パターンの資本コストのうち、一律2%、6%、10%の3パターンを用いることにした。

2.2. 本源的価値の推定精度

本研究では、株式の本源的価値の推定精度は、以下の式 (8) によって定義する推定誤差によって測定する。

⁴ 4期先までのアナリスト予想利益をインプットして、利益資本化モデルとRIM (ターミナル・バリューを含むモデルと含まないモデル) を用いて本源的価値を推定し、その評価誤差 (推定精度とバイアス) を比較したものとして、Sougiannis and Yaekura (2001) がある。また、1期先の経営者予想利益をRIMにインプットして、日本企業を対象として株式の本源的価値を推定し、それが将来リターンの予測に役立つことを実証したものとして、村宮 (2008) がある。

⁵ また、予想利益に加えて、経営者やアナリストによる予想資本データを入手できなければ、残余利益を計算することはできないが、通常そのようなデータは開示されていない。なお、予想資本をクリーン・サープラス関係で推定する場合、予想配当データが必要となるが、5期先までのそれを入手することは、やはり困難である。

⁶ 特定の利益予測モデルから得られた予測値を残余利益モデルにインプットして、日本企業を対象として評価誤差 (推定精度とバイアス) を検証したものとして、中條 (2024) がある。

⁷ 先行研究における3ファクターモデルによる資本コストの推定手順については、村宮 (2008) を参照。

⁸ なお、Fama and French (1997) では、Compustatに収録されている資本に繰延税金及び投資税額控除と退職給付債務を加算し、優先株式を減算したものを「簿価」としている。

$$\text{推定誤差} = \left| \frac{VE_0 - MV_0}{MV_0} \right| \quad (8)$$

MV は株式時価総額である。式（8）で測定された推定誤差の値が小さいほど、推定精度は高いと解釈することになる。

八重倉・若林（2010）では、評価誤差を式（8）の右辺の絶対値を外して定義したうえで、評価誤差の平均値、メディアン、標準偏差のほか、評価誤差の絶対値（本研究で定義する推定誤差）の平均値をグループ間比較している。これに対し、本研究では、式（8）で定義した推定誤差の平均値、メディアン、標準偏差をグループ間比較する。その理由は、評価誤差のグループ間比較の結果は、投資意思決定有用性の観点からの「優劣」の解釈が難しいからである。

たとえば、A社とB社の2社について、それぞれ第1節で示した①と③のインプットで評価誤差を測定したとする。①ではA社の評価誤差が10%、B社の評価誤差が-10%となり、③ではA社2%、B社3%となった場合、①の平均値（メディアン）はゼロ、③の平均値（メディアン）は2.5%となる。このとき、①が優れているとは解釈できないだろう。また、これとは別のケースとして、①ではA社-2%、B社-3%となり、③ではA社2%、B社3%となった場合、①の平均値（メディアン）は-2.5%、③の平均値（メディアン）は2.5%となる。この場合も、評価誤差にグループ間差異はあるが、どちらが優れているかはわからないだろう⁹。

3. サンプル

3.1. 選択規準

本研究で検証対象となるサンプルは、以下の規準を満たしたものである。

- ① 日本の会計基準に準拠して連結財務諸表を作成している。
- ② 決算期が3月であり、会計期間が12か月である。
- ③ 金融業¹⁰に属していない。
- ④ 日本の株式市場に上場している。
- ⑤ 自己資本と株主資本が正値をとる¹¹。
- ⑥ 検証に必要なデータがデータベースから入手可能である。

本研究で明らかにしたいことは、日本の会計基準では純利益とクリーン・サープラス関係をもつ資本として株主資本を算定・開示しているにもかかわらず、ASBJが「1株指針」で規定する1株当たり純資産や「有価証券報告書」で開示を求めるROEの計算基礎に自己資本が用いられていることの合理性（あるいは、非合理性）である。そのため、検証対象となるサンプルは

⁹ なお、評価誤差のバイアスの傾向を把握したいのであれば、評価誤差の平均値（メディアン）のグループ間差異を比較すればよい。

¹⁰ ここでの「金融業」とは、日経業種中分類で「銀行」「証券」「保険」「その他金融」に属する企業のことを指す。これらを検証対象から除いているのは、その他の包括利益累計額の大きさに影響を与える投資有価証券への投資戦略が、一般事業会社のそれとは大きく異なるからである。

¹¹ これらが正値をとらないケースでは、残余利益モデルが機能しない。

日本の会計基準に準拠して連結財務諸表を作成している企業に限定される。

ここで、サンプルを「連結」財務諸表を作成している企業に限定している理由は、企業会計基準第26号「退職給付に関する会計基準」（以下、「退職給付基準」とする。）において、数理計算上の差異と過去勤務費用の取り扱いが、連結財務諸表と個別財務諸表で異なるからである。具体的には、未認識数理計算上の差異と未認識過去勤務費用について、連結貸借対照表ではこれらの項目をその他の包括利益累計額として純資産の部で認識するのに対し、個別貸借対照表ではこれらの項目を認識しない（「退職給付基準」24-25項、39項）。本研究は株主資本と自己資本の差異を問題にすることから、その差異（つまり、その他の包括利益累計額）の計算基礎が異なることは望ましくない。

未認識数理計算上の差異と未認識過去勤務費用を純資産の部で認識するようになったのは、「退職給付基準」が改正（平成24年改正）されてからである。その適用開始時期は、3月決算企業であれば2014年からであるため（「退職給付基準」34項）、2014年以降とそれ以前ではその他の包括利益累計額の計算基礎が異なっている。そのため、本研究の検証期間は2014年からとしている。

なお、2020年には新型コロナウイルスの流行により、企業業績に予見不可能なショックが生じている。本研究では、残余利益モデルのインプットとして純利益の実績値を利用するが、2020年以降の純利益の実績値を事前に投資家が合理的に予想して本源的価値を推定できると想定するのは現実的ではない。よって、本研究では、2019年までの純利益データを用いて検証をおこなうことにした。結果として、本研究の検証期間は2014年から2018年の5期間となる。

本研究で利用する財務データは『日経NEEDS財務データ（DVD版）』から、株式時価総額のデータはRefinitiv Eikonから収集している。最終的に、本研究のサンプル・サイズは8,250企業・年となった。

3.2. 記述統計量

サンプルの記述統計量は表1にまとめてある。なお、PBR（株主資本）とROE（株主資本）、PBR（自己資本）とROE（自己資本）は、それぞれ株主資本と自己資本を分母にインプットして計算したPBRとROEである。また、表1に限らず、 n はサンプル・サイズである。

表1をみると、2014年から2018年までの各年において、自己資本の平均値（メディアン）が株主資本のそれよりも大きいことがわかる¹²。そのため、このサンプルを対象とした検証から、仮に株主資本をインプットした場合の推定精度が自己資本をインプットした場合のそれに比べて高いことが明らかになったとしても、それが暫定的な性格をもつその他の包括利益累計額を含んでいないことに起因した結果であるのか、それとも株主資本が自己資本よりも保守的に測定されていることに起因した結果であるのかを識別することができない。これを識別するためには、追加的な検証が必要となる。

また、表1をみると、PBRのメディアンは、1倍を下回っている年と上回っている年が混在していることがわかる。八重倉・若林（2010）は、PBRが1倍を上回る（下回る）ときに、包括利益と純資産（本研究の自己資本）の組み合わせによる評価誤差の絶対値（つまり、推定誤差）

¹² それに伴い、各期のROEとPBRは、株主資本をベースに計算したもののほうが自己資本をベースに計算したものよりも高くなっている。

表1：記述統計量

年度	変数	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値	n
合計	株主資本	90,791	316,726	17	21,940	10,429,821	8250
	自己資本	98,035	362,620	17	23,286	13,697,750	8250
	株式時価総額	128,105	402,070	471	22,043	8,030,715	8250
	純利益（翌期）	7,764	30,180	-277,212	1,560	746,892	8250
	PBR（株主資本）	1.601	2.944	0.177	1.043	128.238	8250
	PBR（自己資本）	1.544	3.174	0.189	0.977	166.521	8250
	ROE（株主資本）	0.076	0.228	-4.688	0.078	11.653	8250
	ROE（自己資本）	0.072	0.249	-8.485	0.073	13.279	8250
2014	株主資本	85,780	233,544	17	21,318	4,787,630	1643
	自己資本	90,928	243,802	17	22,192	4,338,654	1643
	株式時価総額	111,488	320,110	471	19,040	4,360,245	1643
	純利益（翌期）	7,058	28,133	-277,212	1,409	457,574	1643
	PBR（株主資本）	1.404	2.889	0.233	0.943	83.789	1643
	PBR（自己資本）	1.355	2.884	0.240	0.893	83.789	1643
	ROE（株主資本）	0.074	0.256	-4.688	0.074	6.085	1643
	ROE（自己資本）	0.070	0.245	-4.688	0.071	5.858	1643
2015	株主資本	85,714	239,932	28	21,754	5,073,990	1644
	自己資本	95,060	260,224	31	23,288	4,834,416	1644
	株式時価総額	136,126	414,187	532	22,072	6,287,088	1644
	純利益（翌期）	7,116	27,711	-255,972	1,408	523,841	1644
	PBR（株主資本）	1.587	2.110	0.244	1.090	36.325	1644
	PBR（自己資本）	1.506	2.303	0.239	0.997	47.336	1644
	ROE（株主資本）	0.070	0.148	-2.197	0.074	1.146	1644
	ROE（自己資本）	0.060	0.253	-8.485	0.069	1.139	1644
2016	株主資本	93,391	357,154	26	21,701	10,429,821	1657
	自己資本	100,209	421,038	20	22,639	13,697,750	1657
	株式時価総額	119,305	376,543	603	19,375	6,758,997	1657
	純利益（翌期）	7,518	29,576	-265,744	1,545	663,499	1657
	PBR（株主資本）	1.463	3.544	0.177	0.931	128.238	1657
	PBR（自己資本）	1.446	4.412	0.189	0.897	166.71	1657
	ROE（株主資本）	0.079	0.169	-4.441	0.079	1.313	1657
	ROE（自己資本）	0.077	0.179	-4.421	0.075	2.703	1657
2017	株主資本	92,271	352,976	24	22,233	10,197,552	1650
	自己資本	99,324	415,162	40	23,557	13,451,766	1650
	株式時価総額	127,003	396,302	522	22,742	6,286,498	1650
	純利益（翌期）	8,931	34,452	-239,656	1,745	746,892	1650
	PBR（株主資本）	1.633	2.816	0.221	1.062	87.225	1650
	PBR（自己資本）	1.577	3.025	0.221	1.000	99.396	1650
	ROE（株主資本）	0.090	0.329	-4.042	0.084	11.653	1650
	ROE（自己資本）	0.087	0.353	-2.425	0.079	13.279	1650
2018	株主資本	96,726	369,952	52	23,082	10,354,570	1656
	自己資本	104,580	424,238	62	24,885	13,253,942	1656
	株式時価総額	146,530	484,435	846	27,752	8,030,715	1656
	純利益（翌期）	8,191	30,525	-214,948	1,637	479,419	1656
	PBR（株主資本）	1.915	3.141	0.249	1.198	84.682	1656
	PBR（自己資本）	1.834	2.822	0.249	1.120	56.455	1656
	ROE（株主資本）	0.067	0.186	-3.096	0.078	0.787	1656
	ROE（自己資本）	0.063	0.173	-2.516	0.072	0.717	1656

注）nはサンプル・サイズである。

の平均値が、純利益と株主資本の組み合わせよりも小さく（大きく）なることを明らかにしている。本研究では、利益のインプットは両グループともに純利益で変わらないものの、検証結果はPBRが1倍を上回るか否かに左右される可能性がある。結果を解釈するうえでは、この点についても注意しておく必要があるだろう。

4. 検証結果

4.1. 全サンプル

全サンプルを対象として、推定誤差の平均値を年度別に比較した結果は、表2にまとめてある。なお、表2のp値は、対応のあるt検定（両側検定）の結果である。本研究では、結果を解釈するさい、統計的有意性は一貫して5%水準で判定している。

表2をみると、評価時点や残余利益の予測期間の長さ、資本コストの水準によらず、一貫して株主資本をインプットした場合の推定誤差の平均値が、自己資本をインプットした場合のそれよりも小さい、つまり、株主資本をインプットした場合のほうが推定精度は高いことがわかる。対応のあるt検定の結果も、すべて統計的に有意である。ただし、さきに述べたように、ここではそれが暫定的な性格をもつその他の包括利益累計額を含んでいないことに起因した結果であるのか、それとも株主資本が自己資本よりも保守的に測定されていることに起因した結果であるのかを識別することはできない。

なお、推定誤差の平均値を資本コスト別に比較すると、資本コストを10%に設定した場合に、推定誤差の平均値が最も小さくなっていることがわかる。これらの結果は、2%や6%といった資本コストが平均的にみて低すぎることを示唆している。また、資本コストを10%に設定した場合（資本コストを適切に設定した場合）に限り、残余利益の予測期間を長くするほど推定誤差の平均値が小さくなることもみてとれる。

このほか、表2と同様の形式で、表3は推定誤差のメディアンを、表4は推定誤差の標準偏差を、それぞれ年度別に比較した結果を示している。なお、表3のp値はウィルコクソンの符号付き順位検定（両側検定）の結果であり、表4のp値は等分散のF検定（両側検定）の結果である。

表3をみると、その傾向は表2と変わらないことがわかる¹³。ここから、本研究の検証結果は、外れ値に左右されない頑健なものであるといえる。また、表4から、推定誤差の水準のみならず、そのばらつきについても、株主資本をインプットした場合のほうが自己資本をインプットした場合よりも小さくなり¹⁴、資本コストを10%に設定した場合に、推定誤差の平均値が最も小さくなっている（そして、資本コストを10%に設定した場合に限り、残余利益の予測期間を長くするほど推定誤差のばらつきが小さくなる）ことがみてとれる。なお、それが暫定的な性格をもつその他の包括利益累計額を含んでいないことに起因した結果であるのか、それとも株主資本が自己資本よりも保守的に測定されていることに起因した結果であるのかを識別することができないことは、さきと同様である。

¹³ ウィルコクソンの符号付き順位検定の結果も、すべて統計的に有意である。

¹⁴ ただし、その差異は、残余利益の予測期間を5期まで延ばした場合には統計的に有意ではなくなる。

表2：推定誤差の平均値（年度別）

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.510	0.550	0.601	0.613	0.732	0.491	0.503	0.517	0.496	0.545	0.476	0.468	0.460	0.427	0.434
	自己資本	0.548	0.593	0.648	0.661	0.772	0.524	0.537	0.551	0.528	0.568	0.504	0.493	0.482	0.443	0.443
	差	-0.038	-0.043	-0.047	-0.048	-0.040	-0.033	-0.034	-0.034	-0.032	-0.023	-0.028	-0.025	-0.022	-0.016	-0.009
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518
2014	株主資本	0.544	0.571	0.611	0.670	0.732	0.519	0.515	0.517	0.530	0.545	0.498	0.472	0.452	0.441	0.434
	自己資本	0.577	0.607	0.650	0.709	0.772	0.548	0.542	0.545	0.556	0.568	0.523	0.492	0.456	0.455	0.443
	差	-0.033	-0.036	-0.039	-0.039	-0.040	-0.029	-0.027	-0.028	-0.026	-0.023	-0.025	-0.020	-0.017	-0.014	-0.009
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	1643	1603	1574	158	1518	1643	1603	1574	1538	1518	1643	1603	1574	1538	1518
2015	株主資本	0.480	0.492	0.520	0.556		0.464	0.457	0.457	0.462		0.452	0.433	0.421	0.413	
	自己資本	0.522	0.541	0.574	0.613		0.501	0.494	0.496	0.500		0.483	0.460	0.444	0.432	
	差	-0.042	-0.049	-0.054	-0.057		-0.037	-0.037	-0.039	-0.038		-0.031	-0.027	-0.023	-0.019	
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000	
	n	1644	1614	1577	1555		1644	1614	1577	1555		1644	1614	1577	1555	
2016	株主資本	0.592	0.628	0.672			0.565	0.569	0.575			0.541	0.522	0.505		
	自己資本	0.636	0.675	0.719			0.605	0.608	0.612			0.577	0.554	0.532		
	差	-0.044	-0.047	-0.047			-0.040	-0.039	-0.037			-0.036	-0.032	-0.027		
	p値	0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000		
	n	1657	1620	1598			1657	1620	1598			1657	1620	1598		
2017	株主資本	0.491	0.510				0.473	0.471				0.459	0.444			
	自己資本	0.527	0.550				0.506	0.503				0.488	0.468			
	差	-0.036	-0.040				-0.033	-0.032				-0.029	-0.024			
	p値	0.000	0.000				0.000	0.000				0.000	0.000			
	n	1650	1626				1650	1626				1650	1626			
2018	株主資本	0.444					0.435					0.429				
	自己資本	0.476					0.462					0.451				
	差	-0.032					-0.027					-0.022				
	p値	0.000					0.000					0.000				
	n	1656					1656					1656				

注) n はサンプル・サイズであり，p 値は対応のある t 検定（両側検定）の結果である．

表3：推定誤差のメディアン（年度別）

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.415	0.427	0.452	0.462	0.544	0.406	0.407	0.404	0.382	0.408	0.399	0.391	0.381	0.346	0.343
	自己資本	0.435	0.457	0.484	0.506	0.584	0.421	0.426	0.429	0.406	0.426	0.413	0.403	0.393	0.359	0.352
	差	-0.020	-0.030	-0.032	-0.044	-0.040	-0.015	-0.019	-0.025	-0.024	-0.018	-0.014	-0.012	-0.012	-0.013	-0.009
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518
2014	株主資本	0.414	0.425	0.445	0.493	0.544	0.409	0.401	0.391	0.400	0.408	0.399	0.383	0.359	0.346	0.343
	自己資本	0.441	0.459	0.478	0.530	0.584	0.425	0.423	0.414	0.420	0.426	0.419	0.395	0.378	0.361	0.352
	差	-0.027	-0.034	-0.033	-0.037	-0.040	-0.016	-0.022	-0.023	-0.020	-0.018	-0.020	-0.012	-0.019	-0.015	-0.009
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	1643	1603	1574	158	1518	1643	1603	1574	1538	1518	1643	1603	1574	1538	1518
2015	株主資本	0.391	0.389	0.403	0.430	0.430	0.387	0.377	0.369	0.366	0.355	0.382	0.370	0.361	0.348	0.348
	自己資本	0.418	0.428	0.442	0.482	0.482	0.397	0.390	0.390	0.392	0.387	0.388	0.373	0.362	0.355	0.355
	差	-0.027	-0.039	-0.039	-0.052	-0.052	-0.010	-0.013	-0.021	-0.026	0.000	-0.006	-0.003	-0.001	-0.007	0.000
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009
	n	1644	1614	1577	1555	1555	1644	1614	1577	1555	1555	1644	1614	1577	1555	1555
2016	株主資本	0.471	0.502	0.524			0.454	0.457	0.467			0.443	0.434	0.420		
	自己資本	0.495	0.515	0.547			0.474	0.477	0.482			0.462	0.452	0.436		
	差	-0.024	-0.013	-0.023			-0.020	-0.020	-0.015			-0.019	-0.018	-0.016		
	p値	0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000		
	n	1657	1620	1598			1657	1620	1598			1657	1620	1598		
2017	株主資本	0.407	0.413				0.398	0.395				0.384	0.379			
	自己資本	0.429	0.432				0.412	0.417				0.403	0.396			
	差	-0.022	-0.019				-0.014	-0.022				-0.019	-0.017			
	p値	0.000	0.000				0.000	0.000				0.000	0.000			
	n	1650	1626				1650	1626				1650	1626			
2018	株主資本	0.397					0.383					0.380				
	自己資本	0.409					0.398					0.395				
	差	-0.012					-0.015					-0.015				
	p値	0.000					0.000					0.016				
	n	1656					1656					1656				

注) n はサンプル・サイズであり, p 値はウィルコクソンの符号付き順位検定 (両側検定) の結果である。

表 4：推定誤差の標準偏差（年度別）

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.440	0.493	0.548	0.561	0.660	0.418	0.436	0.457	0.441	0.497	0.394	0.388	0.383	0.353	0.378
	自己資本	0.480	0.530	0.585	0.594	0.681	0.451	0.468	0.487	0.467	0.511	0.425	0.415	0.408	0.371	0.386
	差	-0.040	-0.037	-0.037	-0.033	-0.021	-0.033	-0.032	-0.030	-0.026	-0.014	-0.031	-0.027	-0.025	-0.018	-0.008
	p値	0.000	0.000	0.000	0.001	0.237	0.000	0.000	0.000	0.001	0.280	0.000	0.000	0.000	0.005	0.437
	n	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518	8250	6463	4749	3093	1518
2014	株主資本	0.501	0.527	0.567	0.612	0.660	0.471	0.466	0.472	0.484	0.497	0.443	0.413	0.396	0.384	0.378
	自己資本	0.525	0.549	0.590	0.634	0.681	0.494	0.485	0.490	0.499	0.511	0.464	0.429	0.409	0.395	0.386
	差	-0.024	-0.022	-0.023	-0.022	-0.021	-0.023	-0.019	-0.018	-0.015	-0.014	-0.021	-0.016	-0.013	-0.011	-0.008
	p値	0.056	0.098	0.120	0.169	0.237	0.054	0.105	0.148	0.211	0.280	0.058	0.118	0.183	0.295	0.437
	n	1643	1603	1574	158	1518	1643	1603	1574	1538	1518	1643	1603	1574	1538	1518
2015	株主資本	0.402	0.428	0.461	0.498		0.378	0.378	0.385	0.392		0.358	0.338	0.327	0.319	
	自己資本	0.450	0.479	0.511	0.548		0.422	0.423	0.426	0.432		0.398	0.376	0.360	0.346	
	差	-0.048	-0.051	-0.050	-0.050		-0.044	-0.045	-0.041	-0.040		-0.040	-0.038	-0.033	-0.027	
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.001	
	n	1644	1614	1577	1555		1644	1614	1577	1555		1644	1614	1577	1555	
2016	株主資本	0.522	0.556	0.596			0.490	0.491	0.497			0.461	0.435	0.417		
	自己資本	0.564	0.598	0.637			0.530	0.528	0.532			0.499	0.468	0.444		
	差	-0.042	-0.042	-0.041			-0.040	-0.037	-0.035			-0.038	-0.033	-0.027		
	p値	0.002	0.004	0.008			0.001	0.003	0.007			0.001	0.003	0.010		
	n	1657	1620	1598			1657	1620	1598			1657	1620	1598		
2017	株主資本	0.418	0.439				0.394	0.390				0.373	0.350			
	自己資本	0.453	0.473				0.426	0.419				0.402	0.374			
	差	-0.035	-0.034				-0.032	-0.029				-0.029	-0.024			
	p値	0.001	0.002				0.002	0.004				0.003	0.008			
	n	1650	1626				1650	1626				1650	1626			
2018	株主資本	0.336					0.320					0.307				
	自己資本	0.370					0.351					0.334				
	差	-0.034					-0.031					-0.027				
	p値	0.000					0.000					0.001				
	n	1656					1656					1656				

注) nはサンプル・サイズであり，p値は等分散のF検定（両側検定）の結果である。

4.2. サブサンプル (株主資本 > 自己資本)

さきの検証結果が、株主資本が自己資本よりも保守的に測定されていることに起因したものであるならば、株主資本が自己資本よりも大きいケースにサンプルを限定した場合には、自己資本が株主資本よりも保守的に測定されることになるから、さきとは逆の結果が得られるはずである。そこで、ここではそのようなケースにサンプルを限定したうえで、さきと同様の検証をおこなった。推定誤差の平均値は表5に、メディアンは表6に、そして、標準偏差は表7に、それぞれまとめている。

なお、サンプル・サイズは1,412企業・年であり、全サンプル (8,250企業・年) の約17%程度となっている。平均的にみて株主資本が自己資本よりも小さくなる傾向があるのは、その他有価証券の評価差額のように、減損損失としての認識要件を満たしてリサイクリングされるケースが存在することで¹⁵、その他の包括利益累計額のうち、損失部分は累積しづらい傾向があるからである。

これらの表から、推定誤差の平均値、メディアン、標準偏差のそれぞれについて、自己資本をインプットした場合のほうが株主資本をインプットした場合よりも小さくなる傾向がほとんどである。つまり、自己資本をインプットした場合のほうが推定精度は高まることがみとれる。ただし、評価誤差の平均値とメディアンについては、2015年と2017年は統計的に有意な差異がみられることは稀である。また、評価誤差の標準偏差については、統計的に有意な差異がみられない傾向がほとんどである。とはいえ、ここでの結果は、全サンプルを対象とした検証結果が、資本が暫定的か否かにかかわらず、それが保守的に測定されていることに起因するものであることを示唆する証拠としては十分であろう。

4.3. サブサンプル (PBR > 1)

全サンプルを対象とした検証では、PBRが相対的に低い2014年と2016年に比べ、それが相対的に高い2018年は推定誤差の水準 (平均値とメディアン) の差異が小さくなっているようにみえる。ここでは、株主資本をベースとしたPBRと自己資本をベースとしたPBRがともに1倍を超えるサンプルに限定したうえで、さきと同様の検証をおこなうことで、八重倉・若林 (2010) と同様、PBRが1倍を上回るケースでは、自己資本をインプットした場合のほうが株主資本をインプットした場合よりも推定誤差が小さくなる傾向がみられるか否かについて検証をおこなった。推定誤差の平均値は表8に、メディアンは表9に、そして、標準偏差は表10に、それぞれまとめている。サンプル・サイズは3,981企業・年であり、全サンプル (8,250企業・年) の約48%程度となっている。

表8と表9から、推定誤差の水準 (平均値とメディアン) については、残余利益モデルに自己資本をインプットした場合のほうが株主資本をインプットした場合よりも小さくなる傾向がほとんどである。つまり、自己資本をインプットした場合のほうが推定精度は高まることがみとれる¹⁶。これは、八重倉・若林 (2010) と整合的な結果である。なお、推定誤差のばらつき (標準偏差) は、自己資本をインプットした場合のほうが株主資本をインプットした場合よりも大きい傾向があるものの、統計的に有意な差異はほとんどみられない。

¹⁵ たとえば、企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」20項を参照。

¹⁶ これらの差異は統計的にも有意であることがほとんどである。

表5：推定誤差の平均値（株主資本＞自己資本）

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.518	0.545	0.599	0.637	0.738	0.502	0.502	0.516	0.518	0.558	0.488	0.470	0.459	0.445	0.446
	自己資本	0.500	0.522	0.571	0.608	0.708	0.485	0.485	0.494	0.496	0.535	0.473	0.454	0.442	0.429	0.432
	差	0.018	0.023	0.028	0.029	0.030	0.017	0.019	0.022	0.022	0.023	0.015	0.016	0.017	0.016	0.014
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297
2014	株主資本	0.564	0.595	0.632	0.692	0.738	0.537	0.537	0.535	0.551	0.558	0.514	0.491	0.466	0.457	0.446
	自己資本	0.539	0.568	0.603	0.661	0.708	0.515	0.513	0.512	0.528	0.535	0.494	0.470	0.447	0.440	0.432
	差	0.025	0.027	0.029	0.031	0.030	0.022	0.024	0.023	0.023	0.023	0.020	0.021	0.019	0.017	0.014
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297
2015	株主資本	0.466	0.464	0.493	0.527		0.454	0.438	0.445	0.450		0.444	0.423	0.421	0.419	
	自己資本	0.443	0.440	0.466	0.500		0.434	0.418	0.424	0.430		0.428	0.408	0.430	0.407	0.408
	差	0.023	0.024	0.027	0.027		0.020	0.020	0.021	0.020		0.016	0.015	0.014	0.011	
	p値	0.003	0.001	0.000	0.000		0.007	0.004	0.001	0.002		0.019	0.028	0.023	0.025	
	n	155	152	149	148		155	152	149	148		155	152	149	148	
2016	株主資本	0.548	0.579	0.615			0.524	0.528	0.530			0.504	0.488	0.489		
	自己資本	0.525	0.554	0.588			0.504	0.507	0.509			0.486	0.470	0.453		
	差	0.023	0.025	0.027			0.020	0.021	0.021			0.018	0.018	0.016		
	p値	0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000		
	n	364	354	349			364	354	349			364	354	349		
2017	株主資本	0.493	0.495				0.481	0.467				0.471	0.449			
	自己資本	0.477	0.479				0.467	0.456				0.459	0.442			
	差	0.016	0.016				0.014	0.011				0.012	0.007			
	p値	0.000	0.000				0.001	0.005				0.005	0.074			
	n	300	296				300	296				300	296			
2018	株主資本	0.484					0.481					0.478				
	自己資本	0.478					0.475					0.475				
	差	0.006					0.006					0.003				
	p値	0.076					0.127					0.289				
	n	273					273					273				

注) n はサンプル・サイズであり，p 値は対応のある t 検定（両側検定）の結果である。

表6：推定誤差のメディアアン (株主資本 > 自己資本)

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.446	0.439	0.489	0.496	0.533	0.430	0.423	0.422	0.410	0.429	0.419	0.402	0.391	0.370	0.383
	自己資本	0.431	0.427	0.470	0.489	0.515	0.420	0.411	0.407	0.399	0.407	0.412	0.395	0.378	0.372	0.366
	差	0.015	0.012	0.019	0.007	0.018	0.010	0.012	0.015	0.011	0.022	0.007	0.007	0.013	-0.002	0.017
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.076	0.002	0.000	0.012	0.022
2014	n	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297
	株主資本	0.437	0.448	0.480	0.518	0.533	0.417	0.423	0.403	0.422	0.429	0.406	0.398	0.375	0.372	0.383
	自己資本	0.436	0.428	0.463	0.506	0.515	0.420	0.415	0.401	0.405	0.407	0.406	0.394	0.369	0.382	0.366
	差	0.001	0.020	0.017	0.012	0.018	-0.003	0.008	0.002	0.017	0.022	0.000	0.004	0.006	-0.010	0.017
2015	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.001	0.000	0.000	0.002	0.022
	n	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297
	株主資本	0.446	0.387	0.415	0.478		0.409	0.388	0.394	0.395		0.401	0.372	0.392	0.372	0.357
	自己資本	0.396	0.379	0.407	0.456		0.393	0.358	0.371	0.378		0.364	0.358	0.393	0.336	0.336
2016	差	0.050	0.008	0.008	0.022		0.016	0.030	0.023	0.017		0.037	0.014	-0.001	0.021	0.021
	p値	0.160	0.062	0.003	0.001		0.734	0.517	0.122	0.072		0.626	0.222	0.256	0.698	0.698
	n	155	152	149	148		155	152	149	148		155	152	149	149	148
	株主資本	0.447	0.491	0.527			0.429	0.443	0.461			0.409	0.411	0.404		
2017	自己資本	0.423	0.465	0.502			0.421	0.430	0.442			0.430	0.404	0.394		
	差	0.024	0.026	0.025			0.008	0.013	0.019			0.002	0.007	0.010		
	p値	0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.002		
	n	364	354	349			364	354	349			364	354	349		
2018	株主資本	0.433	0.402				0.426	0.407				0.413	0.407			
	自己資本	0.415	0.394				0.408	0.401				0.416	0.402			
	差	0.018	0.008				0.018	0.006				-0.003	0.005			
	p値	0.220	0.021				0.628	0.578				0.687	0.126			
2019	n	300	296				300	296				300	296			
	株主資本	0.471					0.476					0.470				
	自己資本	0.475					0.471					0.451				
	差	-0.004					0.005					0.019				
2020	p値	0.005					0.001					0.000				
	n	273					273					273				

注) n はサンプル・サイズであり, p 値はウィルコクソンの符号付き順位検定 (両側検定) の結果である。

表7：推定誤差の標準偏差（株主資本＞自己資本）

年度		資本コスト2%					資本コスト5%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.443	0.483	0.527	0.575	0.672	0.419	0.429	0.440	0.454	0.503	0.398	0.386	0.374	0.367	0.390
	自己資本	0.414	0.450	0.495	0.540	0.637	0.393	0.401	0.413	0.427	0.476	0.374	0.362	0.353	0.349	0.372
	差	0.029	0.033	0.032	0.035	0.035	0.026	0.028	0.027	0.027	0.027	0.024	0.024	0.021	0.018	0.018
	p値	0.010	0.016	0.071	0.192	0.365	0.014	0.021	0.074	0.194	0.342	0.019	0.030	0.105	0.288	0.410
	n	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297	1412	1116	806	448	297
2014	株主資本	0.526	0.557	0.593	0.632	0.672	0.495	0.493	0.495	0.496	0.503	0.467	0.440	0.417	0.396	0.390
	自己資本	0.487	0.520	0.558	0.597	0.637	0.459	0.461	0.464	0.466	0.476	0.434	0.413	0.392	0.374	0.372
	差	0.039	0.037	0.035	0.035	0.035	0.036	0.032	0.031	0.030	0.027	0.033	0.027	0.025	0.022	0.018
	p値	0.176	0.225	0.282	0.326	0.365	0.182	0.232	0.254	0.282	0.342	0.192	0.254	0.260	0.287	0.330
	n	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297	320	314	308	300	297
2015	株主資本	0.387	0.379	0.392	0.416		0.372	0.346	0.340	0.346		0.359	0.321	0.307	0.301	
	自己資本	0.360	0.344	0.355	0.381		0.348	0.319	0.316	0.326		0.337	0.300	0.291	0.292	
	差	0.027	0.035	0.037	0.035		0.024	0.027	0.024	0.020		0.022	0.021	0.016	0.009	
	p値	0.365	0.236	0.226	0.278		0.406	0.327	0.378	0.470		0.444	0.407	0.518	0.732	
	n	155	152	149	148		155	152	149	148		155	152	149	148	
2016	株主資本	0.469	0.488	0.511			0.441	0.428	0.424			0.416	0.381	0.359		
	自己資本	0.439	0.456	0.481			0.413	0.402	0.399			0.390	0.359	0.340		
	差	0.030	0.032	0.030			0.028	0.026	0.025			0.026	0.022	0.019		
	p値	0.204	0.210	0.274			0.210	0.225	0.274			0.228	0.252	0.312		
	n	364	354	349			364	354	349			364	354	349		
2017	株主資本	0.425	0.431				0.405	0.391				0.387	0.360			
	自己資本	0.394	0.399				0.376	0.363				0.362	0.336			
	差	0.031	0.032				0.029	0.028				0.025	0.024			
	p値	0.193	0.184				0.213	0.203				0.235	0.233			
	n	300	296				300	296				300	296			
2018	株主資本	0.334					0.320					0.310				
	自己資本	0.323					0.312					0.303				
	差	0.011					0.008					0.007				
	p値	0.585					0.660					0.696				
	n	273					273					273				

注) n はサンプル・サイズであり、p 値は等分散の F 検定（両側検定）の結果である。

最後に、ここでの結果が、自己資本が株主資本よりも保守的に測定されていることによってもたらされているか否かについて確認するため、自己資本に対する株主資本の大きさ¹⁷とPBR¹⁸の相関係数を計算した。その結果、ピアソンの積率相関係数は0.18、スピアマンの順位相関係数は0.23であり、これらの間に高い相関関係は観察されなかった。このことは、ここでの結果が資本の保守的な測定とは別の要因によってもたらされていることを示唆している。

おわりに

本研究では、日本の会計基準では純利益とクリーン・サープラス関係をもつ資本として株主資本を算定・開示しているにもかかわらず、ASBJが「1株指針」で規定する1株当たり純資産や「有価証券報告書」で開示を求めるROEの計算基礎に自己資本が用いられていることの合理性（あるいは、非合理性）を明らかにするため、残余利益モデルのインプットとして、株主資本と自己資本のどちらが優れているかについて、推定精度の観点から検討をおこなった。検証結果は、資本の種類によらず、より保守的に測定されている資本をインプットしたほうが推定精度は高くなる傾向にあること、PBRが1倍を上回る（下回る）ケースでは、自己資本（株主資本）をインプットしたほうが推定精度は高くなる傾向にあることを示していた。

計算構造上、株主資本は自己資本よりも保守的な値になる傾向にあること、株主資本は純利益とクリーン・サープラス関係をもっていること、そして、PBRの大きさは事前に予見不可能であることから、ASBJが「1株指針」で規定する1株当たり純資産や「有価証券報告書」で開示を求めるROEの計算基礎として自己資本を積極的に用いる合理性を、投資意思決定有用性（本源的価値の推定精度）の観点から見出すことはできない。その合理性は、IFRSとの比較可能性¹⁹の観点から説明するほかなさそうである。

しかし、そもそも計算ルールの異なる日本基準とIFRSについて、1株当たり純資産やROEの計算式を形式上揃えたところで、それが比較可能になるわけではないことは明らかであろう。そうであれば、投資家の意思決定に有用な情報を提供するという財務報告の目的に照らして、1株当たり純資産やROEの計算基礎として、平均的には推定誤差を小さくする株主資本を用いたほうが合理的といえる。

ただし、IFRSに準拠して連結財務諸表を作成している企業（以下、「IFRS企業」とする。）について、残余利益モデルに自己資本ではなく、その他の包括利益累計額を除外した「株主資本」をインプットした場合に、推定精度が高まるかどうかはわからない。ここでの「株主資本」は、日本基準のそれとは異なり、リサイクリングされないその他の包括利益の存在により²⁰、純利益とのクリーン・サープラス関係を満たさない擬似的なものだからである。IFRS企業においても本研究と同様の結果が得られるかについては、将来実証すべき課題といえる。

また、株主資本よりも自己資本のほうが小さいケースでは、自己資本をインプットすることで推定誤差がより小さくなるという結果は、その他の包括利益累計額のうち、損失の累計額に

¹⁷ (株主資本－自己資本)÷自己資本で計算している。

¹⁸ ここでは、注17の計算式とデフレーターを揃えるため、自己資本ベースのPBRを用いている。

¹⁹ ASBJの討議資料「財務会計の概念フレームワーク」では、比較可能性は会計情報の質的特性のうち、一般的制約となる特性として位置付けられている（第2章11-12項、16項）。

²⁰ たとえば、International Accounting Standard 19 Employee Benefits (IAS 19) のpar.122を参照。

表8：推定誤差の平均値 (PBR > 1)

年度		資本コスト2%					資本コスト5%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.394	0.354	0.332	0.325	0.340	0.415	0.390	0.372	0.361	0.351	0.435	0.429	0.425	0.425	0.413
	自己資本	0.371	0.338	0.322	0.319	0.344	0.391	0.370	0.356	0.346	0.346	0.411	0.408	0.406	0.406	0.407
	差	0.023	0.016	0.010	0.006	-0.004	0.024	0.020	0.016	0.015	0.005	0.024	0.021	0.019	0.019	0.006
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.036	0.000	0.000	0.000	0.000	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2014	n	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613
	株主資本	0.357	0.329	0.311	0.317	0.340	0.378	0.363	0.347	0.343	0.351	0.399	0.403	0.399	0.402	0.413
	自己資本	0.341	0.320	0.307	0.317	0.344	0.360	0.350	0.338	0.337	0.346	0.381	0.389	0.387	0.393	0.407
	差	0.016	0.009	0.004	0.000	-0.004	0.018	0.013	0.009	0.006	0.005	0.018	0.014	0.012	0.009	0.006
2015	p値	0.000	0.000	0.041	0.894	0.036	0.000	0.000	0.000	0.001	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613
	株主資本	0.396	0.355	0.334	0.331	0.362	0.418	0.394	0.380	0.377	0.388	0.438	0.434	0.436	0.444	0.444
	自己資本	0.362	0.329	0.317	0.321	0.342	0.382	0.362	0.353	0.353	0.353	0.403	0.401	0.405	0.416	0.416
2016	差	0.034	0.026	0.017	0.010	0.020	0.036	0.032	0.027	0.024	0.024	0.035	0.033	0.031	0.028	0.028
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	817	793	767	751	751	817	793	767	751	751	817	793	767	751	751
	株主資本	0.388	0.359	0.350	0.350	0.371	0.407	0.393	0.388	0.388	0.388	0.426	0.429	0.437	0.437	0.437
2017	自己資本	0.371	0.347	0.342	0.342	0.371	0.389	0.378	0.376	0.376	0.376	0.409	0.413	0.424	0.424	0.424
	差	0.017	0.012	0.008	0.008	0.000	0.018	0.015	0.012	0.012	0.012	0.017	0.016	0.013	0.013	0.013
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	709	691	677	677	677	709	691	677	677	677	709	691	677	677	677
2018	株主資本	0.394	0.369	0.354	0.354	0.373	0.415	0.406	0.387	0.387	0.387	0.436	0.445	0.445	0.445	0.445
	自己資本	0.373	0.354	0.342	0.342	0.373	0.393	0.378	0.376	0.376	0.376	0.414	0.414	0.425	0.425	0.425
	差	0.021	0.015	0.012	0.012	0.000	0.022	0.022	0.011	0.011	0.011	0.022	0.031	0.020	0.020	0.020
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	819	801	781	781	781	819	801	781	781	781	819	801	781	781	781
	株主資本	0.424	0.394	0.379	0.379	0.400	0.444	0.434	0.419	0.419	0.419	0.464	0.464	0.464	0.464	0.464
	自己資本	0.400	0.379	0.364	0.364	0.400	0.420	0.400	0.389	0.389	0.389	0.440	0.440	0.440	0.440	0.440
	差	0.024	0.015	0.015	0.015	0.000	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024	0.024
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940	940

注) n はサンプル・サイズであり, p 値は対応のある t 検定 (両側検定) の結果である。

表9：推定誤差のメディアアン (PBR > 1)

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.372	0.316	0.280	0.256	0.258	0.395	0.364	0.338	0.322	0.285	0.417	0.410	0.404	0.400	0.379
	自己資本	0.339	0.288	0.259	0.249	0.259	0.364	0.337	0.308	0.290	0.282	0.387	0.383	0.377	0.373	0.368
	差	0.033	0.028	0.021	0.007	-0.001	0.031	0.027	0.030	0.032	0.003	0.030	0.027	0.027	0.027	0.011
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000	0.057	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2014	n	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613
	株主資本	0.329	0.282	0.252	0.243	0.258	0.354	0.333	0.296	0.280	0.285	0.377	0.375	0.367	0.367	0.379
	自己資本	0.298	0.261	0.243	0.248	0.259	0.324	0.309	0.284	0.275	0.282	0.346	0.349	0.350	0.352	0.368
	差	0.031	0.021	0.009	-0.005	-0.001	0.030	0.024	0.012	0.005	0.003	0.031	0.026	0.017	0.015	0.011
2015	p値	0.000	0.000	0.000	0.207	0.057	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	n	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613
	株主資本	0.375	0.326	0.288	0.267		0.399	0.373	0.356	0.342		0.421	0.419	0.421	0.427	
	自己資本	0.322	0.273	0.249	0.250		0.348	0.321	0.307	0.296		0.372	0.369	0.373	0.382	
2016	差	0.053	0.053	0.039	0.017		0.051	0.052	0.049	0.046		0.049	0.050	0.048	0.045	
	p値	0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	0.000	0.000	
	n	817	793	767	751		817	793	767	751		817	793	767	751	
	株主資本	0.365	0.321	0.301			0.388	0.367	0.365			0.411	0.412	0.428		
2017	自己資本	0.351	0.306	0.285			0.375	0.351	0.341			0.398	0.396	0.407		
	差	0.014	0.015	0.016			0.013	0.016	0.024			0.013	0.016	0.021		
	p値	0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000		
	n	709	691	677			709	691	677			709	691	677		
2018	株主資本	0.367	0.332				0.391	0.351				0.413	0.423			
	自己資本	0.337	0.301				0.362	0.255				0.386	0.397			
	差	0.030	0.031				0.029	0.096				0.027	0.026			
	p値	0.000	0.000				0.000	0.000				0.000	0.000			
2019	n	819	801				819	801				819	801			
	株主資本	0.414					0.436					0.456				
	自己資本	0.375					0.399					0.421				
	差	0.039					0.037					0.035				
2020	p値	0.000					0.000					0.000				
	n	940					940					940				

注) n はサンプル・サイズであり, p 値はウィルコクソンの符号付き順位検定 (両側検定) の結果である。

表10：推定誤差の標準偏差（PBR＞1）

年度		資本コスト2%					資本コスト6%					資本コスト10%				
		1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期	1期	2期	3期	4期	5期
合計	株主資本	0.252	0.260	0.272	0.283	0.305	0.245	0.253	0.267	0.276	0.290	0.238	0.241	0.253	0.258	0.278
	自己資本	0.261	0.263	0.271	0.282	0.307	0.256	0.260	0.270	0.277	0.292	0.249	0.250	0.259	0.263	0.280
	差	-0.009	-0.003	0.001	0.001	-0.002	-0.011	-0.007	-0.003	-0.001	-0.002	-0.011	-0.009	-0.006	-0.005	-0.002
	p値	0.031	0.624	0.866	0.912	0.887	0.006	0.140	0.667	0.859	0.883	0.003	0.045	0.264	0.487	0.878
2014	n	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613	3981	2952	2089	1376	613
	株主資本	0.252	0.269	0.279	0.291	0.305	0.246	0.260	0.271	0.278	0.290	0.238	0.245	0.254	0.260	0.278
	自己資本	0.260	0.272	0.279	0.293	0.307	0.255	0.267	0.272	0.279	0.292	0.247	0.254	0.259	0.263	0.280
	差	-0.008	-0.003	0.000	-0.002	-0.002	-0.009	-0.007	-0.001	-0.001	-0.002	-0.009	-0.009	-0.005	-0.003	-0.002
2015	p値	0.451	0.761	0.990	0.884	0.887	0.333	0.492	0.907	0.945	0.883	0.322	0.381	0.637	0.773	0.878
	n	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613	696	667	645	625	613
	株主資本	0.242	0.251	0.249	0.276		0.235	0.243	0.258	0.273		0.227	0.230	0.243	0.256	
	自己資本	0.255	0.254	0.259	0.273		0.250	0.253	0.263	0.276		0.243	0.243	0.254	0.264	
2016	差	-0.013	-0.003	-0.010	0.003		-0.015	-0.010	-0.005	-0.003		-0.016	-0.013	-0.011	-0.008	
	p値	0.160	0.729	0.887	0.768		0.076	0.277	0.600	0.803		0.059	0.126	0.229	0.426	
	n	817	793	767	751		817	793	767	751		817	793	767	751	
	株主資本	0.253	0.260	0.276			0.248	0.254	0.273			0.242	0.245	0.261		
2017	自己資本	0.258	0.259	0.274			0.255	0.258	0.274			0.250	0.250	0.264		
	差	-0.005	0.001	0.002			-0.007	-0.004	-0.001			-0.008	-0.005	-0.003		
	p値	0.580	0.993	0.896			0.465	0.718	0.882			0.385	0.576	0.742		
	n	709	691	677			709	691	677			709	691	677		
2018	株主資本	0.246	0.262				0.239	0.255				0.232	0.243			
	自己資本	0.255	0.266				0.250	0.263				0.243	0.252			
	差	-0.009	-0.004				-0.011	-0.008				-0.011	-0.009			
	p値	0.298	0.732				0.193	0.397				0.166	0.273			
2019	n	819	801				819	801				819	801			
	株主資本	0.262					0.254					0.245				
	自己資本	0.272					0.266					0.258				
	差	-0.010					-0.012					-0.013				
2020	p値	0.250					0.149					0.117				
	n	940					940					940				

注) n はサンプル・サイズであり，p 値は等分散の F 検定（両側検定）の結果である。

関しては投資家の意思決定に有用であることを示唆している。純利益への影響を鑑みると、これを単純に株主資本に反映することで、株主資本と純利益の組み合わせが投資家にとってより有用な情報を提供できるようになるとはいえないが、損失の認識タイミングについては、投資意思決定有用性の観点から改善の余地があるかもしれない。この点についても将来検討すべき課題といえる。

参 考 文 献

- Fama, E. F., and K. R. French, "Industry Costs of Equity," *Journal of Financial Economics*, 43(2), 1997, pp. 153-193.
- International Accounting Standards Board (IASB), International Accounting Standard 19 *Employee Benefits*, IASB, last amended 2018.
- Ohlson, J. A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 1995, pp. 661-687.
- Sougiannis, T., and T. Yaekura, "The Accuracy and Bias of Equity Values Inferred from Analysts' Earnings Forecasts," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16(4), 2001, pp. 331-362.
- 企業会計基準委員会「討議資料 財務会計の概念フレームワーク」, 2006年12月
- 企業会計基準委員会「1株当たり当期純利益に関する会計基準」, 企業会計基準第2号, 最終改正2013年9月13日
- 企業会計基準委員会「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」, 企業会計基準適用指針第4号, 最終改正2013年9月13日
- 企業会計基準委員会「金融商品に関する会計基準」, 企業会計基準第10号, 最終改正2019年7月4日
- 企業会計基準委員会「退職給付に関する会計基準」, 企業会計基準第26号, 最終改正2016年12月16日
- 公益財団法人財務会計基準機構・企業会計基準委員会「有価証券報告書の作成要領(2025年3月期提出用)」, 2025年
- 桜井貴憲「残余利益の持続性と企業価値評価」, 桜井久勝【編著】『企業価値評価の実証分析』中央経済社, 第10章, 270-315頁, 2010年
- 中條良美「会計情報による企業価値評価の正確性について—モデル予想の検証—」, 『阪南論集 社会科学編』第60巻1号, 77-87頁, 2024年
- 村宮克彦「経営者が公表する予想利益に基づく企業価値評価」, 『現代ファイナンス』第23巻, 131-151頁, 2008年
- 八重倉孝・若林公美「企業価値評価モデルのインプットとしての利益」, 桜井久勝【編著】『企業価値評価の実証分析』中央経済社, 第8章, 194-229頁, 2010年

〔きむら あきひさ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授〕

〔2025年5月9日受理〕