

邦銀の利益と市場の評価  
— 当期純利益と包括利益の比較 —

金融機構局 崎山登志之、山下裕司

Bank of Japan Review

2011年7月

わが国の上場企業は、2010年度決算から包括利益の開示が義務付けられた。包括利益の開示は、包括利益計算書という注目度の高い財務諸表で行われる。また、米国では、包括利益が導入された1998年を境に、有価証券評価損益の変動を含むその他の包括利益が重視されるようになったと言われている。このため、わが国金融機関の場合も、これを評価する際の市場の目線は、従来以上に包括利益を重視する方向に変化する可能性がある。邦銀の包括利益の変動は、株価変動の大きさを反映して、当期純利益の変動に比べて格段に大きい。従って、市場が包括利益を重視する場合、邦銀の収益に対するリスク認識が強まり、邦銀の資金調達コスト等にも影響が及び得る。邦銀は、株式保有のリスクとリターンを従来以上に慎重に見極め、リスクが大きいと判断される場合には、リスクの削減に向けた努力が求められる。

はじめに

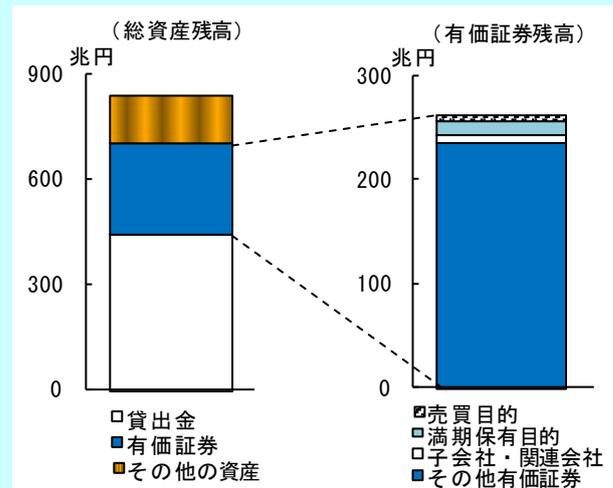
わが国の上場企業は、2010年度決算（連結）から、包括利益の開示が義務付けられている<sup>1</sup>。包括利益とは、これまでの会計基準上最終損益として位置付けられていた「当期純利益」に、「その他の包括利益」を合算したものである。その他の包括利益に含まれる項目のうち、邦銀にとって特に影響が大きいのは、「その他有価証券評価差額金」である。これは、邦銀が債券や株式などの有価証券を多額に保有し、かつその大部分を「その他有価証券」として計上しているためである<sup>2</sup>（図表1）。

従来の会計基準では、その他有価証券の時価変動は、貸借対照表に反映される一方、損益計算書上は認識されなかった<sup>3</sup>。しかしながら、新しい会計基準の下では、その他有価証券の時価変動は、包括利益計算書において損益として認識・開示される。財務諸表が企業の損益や資産・負債に関する基本的かつ網羅的な情報源であることを踏まえると、こうした会計基準の変更は、投資家が企業の価値を評価する上での目線に影響を及ぼす可能性がある<sup>4</sup>。

本稿では、こうした問題意識の下、邦銀について2001～10年度の包括利益に相当する数値を算出し、その水準と変動について、当期純利益との

比較を行う。また、これまで投資家が邦銀の企業価値評価を行う上で、各利益指標の情報をどの程度利用してきたかを分析する。最後に、こうした分析結果を踏まえて、包括利益の導入が投資家の目線に及ぼす影響や、邦銀の株式保有のあり方に対するインプリケーションを整理する。

【図表1】邦銀の総資産および有価証券



(注) 集計対象は、大手行および地域銀行（計117行）。  
2011年3月末。

## 当期純利益と包括利益の比較

最初に、日米の銀行業を対象に、当期純利益と包括利益を、その水準と変動という2つの面から比較する<sup>5</sup>（図表2）。

【図表2】利益の水準と変動

	▽米銀（2001～10年）		（百万ドル、%）	
	水準	標準偏差	水準	標準偏差
当期純利益	65,238	(7.5)	29,385	(3.4)
その他の包括利益	-1,018	(-0.1)	22,775	(2.6)
包括利益	64,220	(7.4)	37,689	(4.3)

	▽邦銀（2001～10年度）		（億円、%）	
	水準	標準偏差	水準	標準偏差
当期純利益	3,031	(0.7)	30,290	(7.2)
疑似その他の包括利益	-625	(-0.1)	37,293	(8.8)
疑似包括利益	2,406	(0.6)	54,594	(12.9)

（注1）米銀は総資産でみた上位100行。邦銀は大手行および地域銀行。

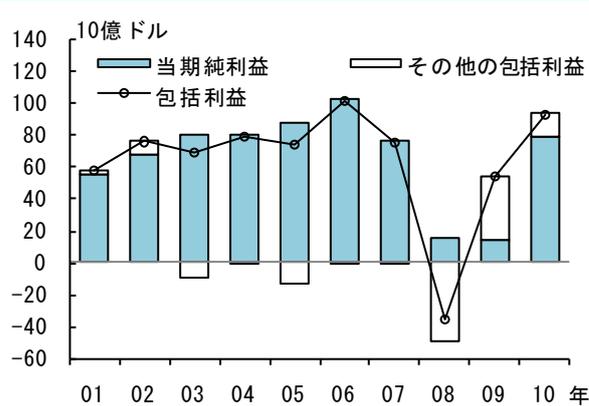
（注2）（ ）内は対Tier I資本（直近）比率。

米銀では、利益の平均・変動（2001～10年）ともに、当期純利益と包括利益の間で大きな差はない。すなわち、Tier I資本対比でみた利益の平均は、当期純利益が7.5%、包括利益が7.4%とほぼ同じである。また、Tier I資本対比の標準偏差でみた利益の変動も、当期純利益の3.4%に対して包括利益は4.3%と、やや大きい程度である。

邦銀の包括利益とその他の包括利益は、株主資本等変動計算書などを用いれば算出可能である（ここでは、それぞれ「疑似包括利益」、「疑似その他の包括利益」と呼称）。Tier I資本対比でみた利益の平均（2001～10年度）は、当期純利益が0.7%、疑似包括利益が0.6%と、米銀対比著しく低水準<sup>6</sup>ながら、両指標間で大きな差はない。一方、Tier I資本対比の標準偏差でみた利益の変動は、当期純利益が7.2%であるのに対し、疑似包括利益は12.9%と、後者の方がかなり大きい。

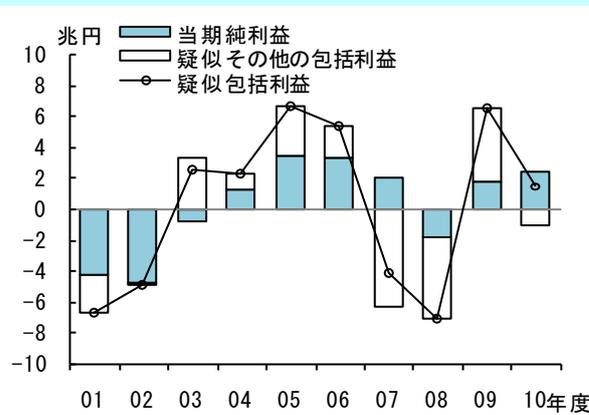
邦銀の疑似包括利益の変動が当期純利益に比べて顕著に大きいのは、疑似その他の包括利益の変動が大きい（8.8%）ことによるものである。米銀では、リーマン・ショックのあった2008年および翌2009年を除けば、その他の包括利益の変動はあまり目立たない（図表3）。これに対し、邦銀では、ほぼ全ての年において、疑似包括利益は大きな変動を示している（図表4）。この結果、包括利益の変動を日米で比べると、米銀4.3%に対して邦銀は12.9%と、その差は非常に大きなものとなる。

【図表3】米銀の包括利益



（注）集計対象は、総資産でみた上位100行。

【図表4】邦銀の疑似包括利益



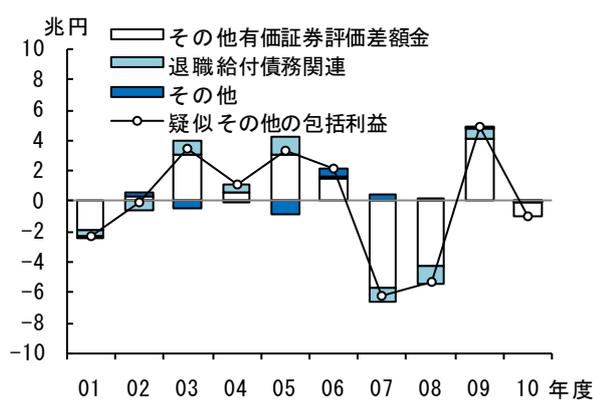
（注）集計対象は、大手行および地域銀行。

邦銀の疑似包括利益の変動を内訳項目別に分解すると、その他有価証券評価差額金の寄与が大きい<sup>7</sup>（図表5）。さらに、その他有価証券の評価損益の変動を分解すると、債券よりも、株式の寄与が大きくなっている（図表6）。株式が、残高は小さいにもかかわらず（図表7）、その他有価証券全体の評価損益の変動に大きく寄与しているのは、株式の価格変動リスクが債券と比べて大きいことが原因である。

邦銀の保有株式は、企業との総合的な取引関係を維持する目的で、いわゆる政策投資として保有されているものが多い。このように考えると、邦銀において、疑似その他の包括利益が大きく変動するのは、政策投資株式の保有によるものと評価できる。

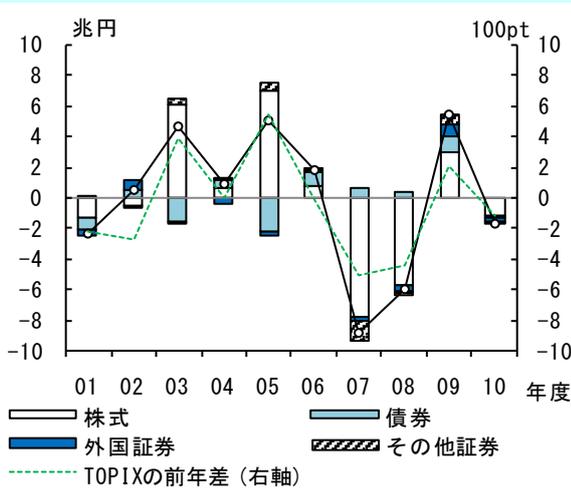
## 会計情報と投資家による企業価値評価

【図表 5】 邦銀の疑似その他の包括利益の内訳



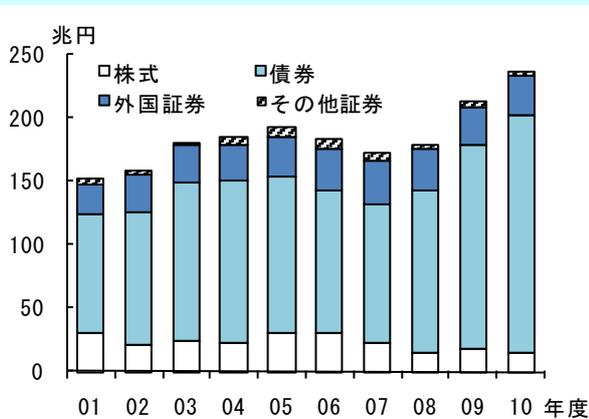
(注1) 集計対象は、大手行および地域銀行。  
 (注2) 退職給付債務関連は、退職給付債務に関する未認識数理計算上の差異等の変動額。

【図表 6】 邦銀のその他有価証券の評価損益の変動



(注) 集計対象は、大手行および地域銀行。

【図表 7】 邦銀のその他有価証券残高の内訳



(注) 集計対象は、大手行および地域銀行。

会計基準やその変更は、投資家が企業価値を評価する目線を変え、ひいては企業の資金調達コスト等にも影響を及ぼす可能性がある。このため、米国を中心に、会計情報や会計基準の変更と企業価値評価の関係を計測する実証研究が盛んに行われている<sup>8</sup>。こうした実証研究では、企業の会計情報と当該企業の株価リターンの関連性に焦点を当てるのが一般的である。この関連性は、会計情報の「価値関連性 (value relevancy)」と呼ばれている。

開示に関する会計基準の変更には、新たな情報の開示を求めるケースと、開示情報の量には変化はないが、会計理論上の位置付けや開示フォーマットの変更のみを求めるケースの2つがある。包括利益の導入は、後者に該当する。その他の包括利益の内訳項目であるその他有価証券の評価差額金などは、現行基準の下でも、株主資本変動計算書などの「評価・換算差額等」を用いれば、比較的容易に算出することが可能である。このため、「証券価格の形成において、入手可能な情報は十分に反映されている」とする効率的市場仮説<sup>9</sup>が成立するならば、包括利益の開示は、投資家による企業価値評価に影響を与えないはずである<sup>10</sup>。

しかし、効率的市場仮説に関しては、「概ね成立してはいるが、程度の問題である」(Palepu et al.[1996]<sup>11</sup>)との理解が一般的である。例えば、Ball and Brown[1968]<sup>12</sup>は、ニューヨーク証券取引所上場企業を対象に、当期純利益と株価リターンの関係を分析し、効率的市場仮説は概ね成立しているとの見方を示した。これに対し、Grossman and Stiglitz[1980]<sup>13</sup>は、「もし過大または過小に評価された証券が全くないほど市場が効率的ならば、投資家は財務情報等を収集し、活用するインセンティブを持ちえず、結果として市場の効率性が低下する(「効率的市場のパラドックス」)」と主張した。つまり、全ての投資家が全ての情報を効率的に利用しているわけではない。こうした認識を受け、近年では、包括利益の導入など、会計理論上の位置付けや開示フォーマットのみが変更された場合における価値関連性の変化についても、研究が行われるようになった。さらに、企業の業種による違いや投資家の属性の違い(プロ投資家とアマチュア投資家など)等に注目した、肌目細か

い分析も数多く行われている。

### (米国の先行研究)

当期純利益と包括利益の価値関連性を比較する手法としては、株価リターンを被説明変数、当期純利益あるいは包括利益を説明変数とする関数を個別に推計し、どちらのモデルが統計的にみて優れているかを検定する方法が一般的である。

米国の代表的な研究である Dhaliwal et al. [1999]<sup>14</sup>は、包括利益の開示を定めた SFAS130 号<sup>15</sup>の適用開始 (1998 年) 以前の期間を対象として、疑似包括利益と当期純利益の価値関連性を比較した。分析の結果、疑似包括利益の価値関連性が有意に当期純利益よりも高いとの証左は得られなかった。もっとも、金融業に限ってみれば、疑似包括利益の価値関連性が当期純利益よりも有意に高くなるとの結果であった。さらに、金融業について、疑似包括利益の内訳項目毎に価値関連性を分析したところ、疑似包括利益の価値関連性を高めたのは、その他有価証券の評価損益の変動であった。この点について、Dhaliwal et al. は、「金融業では金融資産の運用は本業であることを踏まえれば、妥当な結果である」と評価している。

包括利益と当期純利益の 2 つが開示される場合、「投資家は、当期純利益に加えて、その他の包括利益をどの程度利用するのか」という点についても分析が行われている。この場合、当期純利益のみを説明変数とする関数と、当期純利益とその他の包括利益の双方を説明変数とする関数を個別に推計し、どちらのモデルが統計的にみて優れているかを検定する。後者のモデルが統計的にみて優れている時、その他の包括利益は「増分情報内容」を有するとされる。

Chambers et al. [2006]<sup>16</sup>は、S&P500 採用企業を対象に、その他の包括利益の増分情報内容の有無が、SFAS130 号採用前と採用後で変化したかを検証した。分析の結果、①SFAS130 号適用以前を対象期間とした場合、疑似その他の包括利益には増分情報内容はない一方、②SFAS130 号適用以降を対象期間とした場合、その他の包括利益には増分情報内容があることが示された。特に、その他の包括利益の内訳項目の中では、その他有価証券の評価損益の影響が大きかった。これは、SFAS130 号の採用によって、これまで評価損益でしかなか

った項目が損益項目として会計基準上位置付けられ、透明性が高まったことが、価値関連性の向上をもたらしたことを示すものであり、重要な含意をもつ結果である。

米国では、その他の包括利益の開示フォーマットとして包括利益計算書と株主資本変動計算書の双方が認められおり、金融機関を含む大多数の企業が、後者による開示を選択している。こうした中、開示フォーマットの選択が投資家に与える影響についても、分析が行われている。Maines et al. [2000]<sup>17</sup>は、保険業を対象とした研究を行い、アマチュア投資家は、その他の包括利益が包括利益計算書で開示される場合にのみ、その他の包括利益の変動が高い (低い) 企業をハイリスク (ローリスク) 企業として正確に評価することを示した。

こうした米国における研究成果は、投資家による (その他の) 包括利益情報の利用について、以下の可能性を示すものである。

- ① 金融業の企業価値評価に当たっては、他の産業以上に、その他の包括利益の情報、特に有価証券の評価損益に関する情報が重視される。
- ② (その他の) 包括利益の情報は、損益項目として会計基準化された場合、従来以上に重視される。
- ③ (その他の) 包括利益の情報は、包括利益計算書において開示される場合には、それ以外の財務諸表で開示される場合以上に、重視される。

### (日米の銀行業を対象とする実証分析)

以下では、Dhaliwal et al. や Chambers et al. の手法に従い、日米の銀行業を対象に、当期純利益、(その他の) 包括利益の価値関連性に関する実証分析を実施した (図表 8、9)。

米銀では、包括利益の価値関連性は、当期純利益よりも有意に高い。さらに、その他の包括利益には、増分情報内容があるとの結果が得られた。

【図表 8】米銀を対象とした実証分析

モデル	定数 (t値)	当期純利益 (t値)	包括利益 (t値)	その他 包括利益 (t値)	自由度調整 決定係数	Vuong検定 (p値)
(1)	-4.27 (189.27)	109.73 (21.80)			0.096	
(2)	-4.51 (190.91)		112.89 (23.22)		0.108	(2) > (1) (0.000)
(3)	-4.37 (190.39)	109.62 (21.94)		169.78 (8.10)	0.109	(3) > (1) (0.000)

(注 1) 推計期間は 1998～2010 年、全体サンプル数は 4,467。  
 (注 2) 各変数の分布の上下 1% を外れ値として分析から取り除いている。  
 (注 3) Vuong 検定は、競合するモデル間の優劣を検定する手法。  
 > の場合、左側のモデルが有意に優れていることを示す。  
 ≐ の場合、モデルの優劣に有意な差はないことを示す。  
 (データ) Bloomberg

邦銀では、当期純利益と疑似包括利益の間で、価値関連性に有意な差があるとの結果は得られなかった。すなわち、邦銀については、投資家が当期純利益と疑似包括利益のどちらをより重視してきたかという点に関し、明確な結論を得ることはできない。この結果は、わが国の事業会社を対象とした先行研究(若林[2009]<sup>18</sup>)において、当期純利益の価値関連性は疑似包括利益よりも有意に高いとの結果が示されていることと対照的である。一方、本稿での分析における疑似その他の包括利益は、増分情報内容があるとの結果が得られた。これは、邦銀に対する投資家は、当期純利益に加え、疑似その他の包括利益の情報を重視してきたことを示している。この理由としては、銀行業では、有価証券の評価損益が規制上の自己資本比率算出上の重要な要素であるため、同評価損益の動向が業務の規模や範囲に影響する点が重視されている可能性が挙げられる<sup>19</sup>。

【図表 9】邦銀を対象とした実証分析

モデル	定数 (t値)	当期純利益 (t値)	疑似包括利益 (t値)	疑似その他 包括利益 (t値)	自由度調整 決定係数	Vuong検定 (p値)
(1)	-15.48 (103.76)	58.75 (7.14)			0.137	
(2)	-14.63 (105.13)		30.19 (6.64)		0.120	(2) ≐ (1) (0.268)
(3)	-15.22 (104.33)	55.56 (6.75)		15.95 (2.70)	0.156	(3) > (1) (0.006)

(注 1) 推計期間は 2006～09 年度、全体サンプル数は 324。  
 (注 2) 各変数の分布の上下 1% を外れ値として分析から取り除いている。  
 (注 3) Vuong 検定は、競合するモデル間の優劣を検定する手法。  
 > の場合、左側のモデルが有意に優れていることを示す。  
 ≐ の場合、モデルの優劣に有意な差はないことを示す。  
 (データ) Financial Quest

## おわりに

本稿では、わが国において 2010 年度決算から包括利益が導入されたことを踏まえ、日米の銀行業を対象に、水準と変動の両面から当期純利益と疑似包括利益の比較を行った。分析の結果、邦銀の収益を包括利益ベースで評価すると、当期純利益に比べ変動が顕著に大きく、「収益性の低さと収益の振れの大きさ」という邦銀の構造的な課題が、一段と際立つことが明らかとなった。

米国では、包括利益が導入された 1998 年を境に、その他の包括利益の情報が重視されるようになったほか、米銀については、それ以前から包括利益が当期純利益よりも重視されていたと言われている。邦銀でも、従来よりその他の包括利益の情報が重視されてきた。さらに、わが国では、包括利益計算書という注目度の高い財務諸表での包括利益の開示が義務付けられた。こうした点や、開示フォーマットに関する米国の先行研究を踏まえると、今後は、邦銀を評価する市場の目線が、これまで以上に、包括利益を重視する方向に変化する可能性がある。その場合、邦銀の収益に対する市場のリスク認識が強まり、結果として邦銀の資金調達コスト等にも影響が及び得る。こうした点を踏まえれば、邦銀は、今後、株式保有のリスクとリターン<sup>20</sup>を従来以上に慎重に見極め、リスクの方が大きいと判断される場合には、リスクの削減に向けた努力が求められよう。

<sup>1</sup> 企業会計基準委員会、企業会計基準第 25 号「包括利益の表示に関する会計基準」による。

なお、利益指標として包括利益が望ましいとする根拠としては、一般に以下の点が指摘されている。

- ・ 包括利益の導入によって、利益と貸借対照表の間のクリーン・サープラス関係(注)が回復する。
- (注) ある期間における資本(純資産)の増減(資本取引を除く)が、当該期間の利益と等しくなるとの関係。
- ・ 株価等のバリュエーションは、保有資産の時価変動等も含めた全ての損益を基に行われるべきである。
- ・ 当期純利益は、金融資産の評価益の益出しなど操作の余地が大きいのに対し、包括利益ではこうした余地が小さい。

この一方で、当期純利益を重視する立場からは、以下の主張がなされている。

- ・ 保有株式の評価損益等は一時的なものであり、ノイズの性格が強い。株価等のバリュエーション上は、こうした一時的な項目は利益から除いた方がよい。

<sup>2</sup> 有価証券の分類と評価方法（包括利益の導入以前）を整理すると、以下の通り。

保有目的区分	評価基準	評価差額の取扱い
売買目的有価証券 (トレーディングで売買益を獲得する目的)	時価	損益計算書に計上
満期保有目的の債券 (利息収入等を目的に満期まで保有)	償却原価	原価で評価しているため、会計上は評価損益は生じない(減損は発生し得る)
その他有価証券 (上記以外の目的<政策投資目的の株式保有など>)	時価	貸借対照表に計上(純資産の部に直接計上) (減損は発生し得る)

<sup>3</sup> ただし、その他有価証券の売却損益や減損に伴う損失は、当期純利益に含まれる。

<sup>4</sup> 例えば、「IFRS 利益激変 決算書の常識が変わる」(2010年8月)、日経BPムックを参照。

<sup>5</sup> わが国において包括利益が義務付けられているのは現時点では連結決算のみである。しかし、本稿では、データ上の制約から、邦銀の疑似(その他の)包括利益の算出等に当たっては、単体決算の計数を利用している。なお、連結決算では、為替換算調整勘定も、その他の包括利益に対して相応の影響を与え得る。

<sup>6</sup> 邦銀の収益性が低い理由としては、貸出利鞘が薄い点などが挙げられる。この点については、日本銀行「金融システムレポート」(2010年3月号)を参照。

<sup>7</sup> 企業会計基準公開草案第39号「退職給付に関する会計基準(案)」(2010年3月)における提案内容や、米国における扱いとの整合性を踏まえ、疑似その他の包括利益の中に、退職給付債務に関する未認識数理計算上の差異等の変動額を盛り込んだ。

<sup>8</sup> 一方、欧州等については、2005年になってようやくIFRSが強制適用されたこともあり、米国に比べ実証研究の蓄積が進んでいない。

<sup>9</sup> 財務諸表などにおける公表情報に関して効率的市場仮説が成立する場合、市場は半強度(セミストロングフォーム)の効率性を有するとされる。なお、市場が、過去の証券価格情報について効率的である場合には弱度(ウィークフォーム)、一般に公開されない内部情報について効率的である場合には強度(ストロングフォーム)の効率的市場仮説が成立しているとされる。

<sup>10</sup> この点に関連し、日本証券アナリスト協会は、以下の見解を示している(『包括利益の表示に関する会計基準(案)』について、2010年)。

「現行の財務諸表を使って試算できる数字が包括利益計算書の形で表示されても、本質的な情報価値は変わらない。しかし、これらの数字が『見える化』し、一部の洗練された機関投資家だけでなく広く全投資家に共有されると、わが国の企業がいかに大きな時価変動リスクを負っているかが再認識され、企業分析や業績予想の実務において、損益計算書に比べてやや軽視されがちであった貸借対照表の項目への投資家の関心が高まるであろう。その結果、本業への貢献が小さいにもかかわらず時価変動の大きい持ち合い株式等をどの様に活用していくかについて、投資家と企業の間で対話が活発化することが期待される。」

<sup>11</sup> Palepu, K. G. et al. (1996), *Introduction to Business Analysis and Valuation* (斎藤静樹監訳、「企業分析入門」、1999年、東京大学出版会)。

<sup>12</sup> Ball, R. and H. Brown(1968), *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*, *Journal of Accounting Research*.

<sup>13</sup> Grossman, S. and J. Stiglitz(1980), *On the Impossibility of Information Efficient Market*, *American Economic Review*.

<sup>14</sup> 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*.

<sup>15</sup> Financial Accounting Standards Board(1997), *Statement of Financial Accounting Standards No. 130, "Reporting Comprehensive Income."*

<sup>16</sup> Chambers, D., T. J. Linsmeier, C. Shakespeare and T. Sougiannis(2006), *An Evaluation of SFAS No. 130 Comprehensive Income Disclosures*, *Review of Accounting Studies*.

<sup>17</sup> 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*.

<sup>18</sup> 若林公美(2009)、「包括利益の実証研究」、中央経済社。なお、価値関連性に関する若林の実証分析は、年度ダミー変数を用いていること等に特徴がある。

<sup>19</sup> 自己資本比率規制(バーゼルⅡ)の対象となる銀行のうち、例えば国際統一基準行では、株式等の評価益の45%がTierⅡ資本に算入される一方、評価損の約60%がTierⅠ資本から控除される。また、早期是正措置の枠組みの下では、国際統一基準行の自己資本比率が例えば4%未満となった場合、総資産の圧縮または増加抑制、高金利預金の受け入れの禁止または抑制、子会社または海外現地法人の縮小等の措置が発動される。

<sup>20</sup> 銀行による株式保有のリターンは、企業との長期的な取引関係の維持・促進を通じて獲得される、貸出関連収益や手数料収入の増加を含めた「総合採算」で評価すべきとの見方がある。この点について、日銀レビュー「株式保有を前提とした銀行の企業取引の総合採算性について」(2007年11月、日銀レビュー2007-J-13)は、「株式保有を前提とした企業取引の総合採算性を検証すると、長期的な視点でみて、株式保有コストに十分見合ったリターンが確保されていない可能性が示唆された」と分析している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を持つ幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融機構局 山下裕司(yuuji.yamashita@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。