

利益調整に着目した 株式投資は有効か



金融研究部門 磐城 裕子

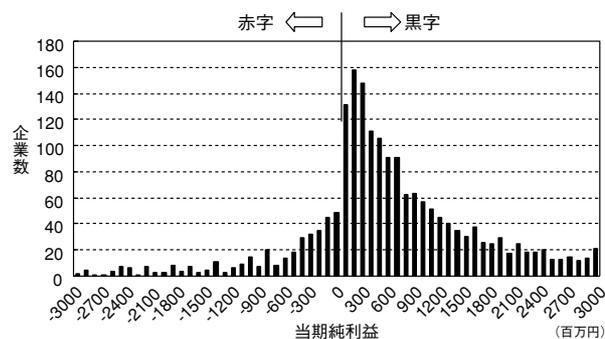
yiwaki@nli-research.co.jp

1 | 会計利益の分布

毎年、3月末決算企業の株主総会が終了したこの時期になると、財務諸表が公表される。財務諸表の情報は、投資家やアナリストにとって、企業の経営状態を表す重要な会計情報であり、企業分析や投資判断を行う際に、非常に有益なものである。

そこで、まず、先日公表された2008年3月期の財務諸表の項目の中で、当期純利益の分布をヒストグラムにしてみた（図表-1）。

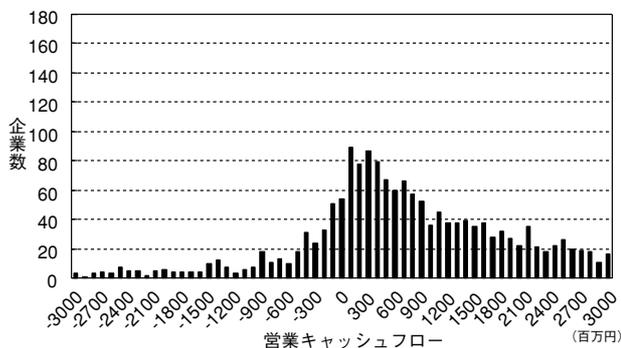
〔図表-1〕 当期純利益の分布



このグラフから、損益分岐点となる0前後で、不自然な歪みが生じていることがわかる。

次に、会社の本業による現金収入を表す営業キャッシュフローの分布についても、同様にヒストグラムにした（図表-2）。

〔図表-2〕 営業キャッシュフローの分布



このグラフからは、前出のグラフほどの極端な歪みは見られない。

2つのグラフから、営業キャッシュフローに比べて、最終的な利益を表す当期純利益で、僅かに0を上回る企業が急増していることが見て取れる。このことは、いったい何を意味するのだろうか。

2 | 利益調整の可能性

ここで考えられるのは、赤字回避のために、会計基準に抵触しない範囲で、会計利益に何らかの調整が行われた結果、「利益の質」に問題が生じている可能性である。経営者が経営責任を問われる恐れがあることから、赤字決算を回避し、わずかでも黒字にしようと意図するのは、当然の行為かもしれない。また、多くの投資家が、企業の決算が赤字（当期純利益がマイナス）となっていない点に拘る傾向があるという事実もある。

3 | 会計発生高という考え方

しかし、投資家にとって、本当に重要なのは、財務諸表上の会計利益の数値そのものだけではなく、「利益の質」である。

営業キャッシュフローと会計利益の違いは、会社の本業による収益か、それ以外の要素も含まれているかということと、現金という確実性のあるものか、または今後計上予定の見積もり要素も含まれているか（現金主義か発生主義か）

ということである。つまり、現金主義の営業キャッシュフローがほとんど操作不可能であるのに対し、発生主義の会計利益には、経営者の裁量によってある程度調整出来る余地があり、前出の2つのグラフの形状の違いは、その存在を示唆していると考えられる。

この会計利益と営業キャッシュフローの差額に着目したのが、最近広まってきている会計発生高という考え方である。会計利益のうち操作可能な部分について、その金額の大きさや調整内容を分析することで、企業の実態を読み取ろうという発想である。そこで、この考え方を株式投資に利用した場合の効果を考えてみる。

4 | 会計発生高と株価の関係

会計発生高の内容を分析すると、次期以降の利益に与える影響を読み取ることが出来る。中でも利益調整の規模、方向性は、今後の利益予想において重要なヒントになるであろう。利益(損失)を増大させて計上していれば、その分次期以降の利益は減少(増加)すると予想出来る。また、会計発生高には、引当金等の不確定要素も含まれている。このため、会計発生高が小さい(大きい)ほど、次期以降の利益増加(減少)が見込まれ、株価上昇(下落)の要因

になると言えよう。そこで、会計発生高と株価リターンの関係を見てみる(図表-3)。

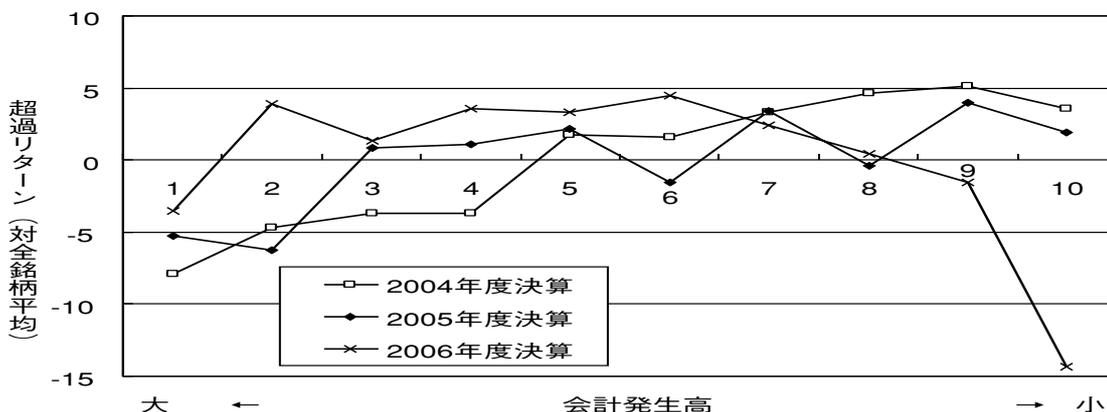
このグラフから、サブプライム問題の影響が大きかった2006年度決算を除き、各年度とも右上がりの傾向があり、会計発生高が小さいほど株価リターンが高かったことが分かる。つまり、会計発生高と株価リターンには負の相関関係が見られる。

なお、このシミュレーションでは、会計利益などに用いるデータを便宜的に単純に定義し、会計発生高を計算しているが、会計発生高の定義が明確に決まっているわけではない。他の定義を用いた例もあり、株価リターンの説明に有益な不確定要素を計測する方法については、なお模索の余地がある。

5 | おわりに

会計発生高は、比較的新しい考え方であり、今後も会計発生高の定義以外にも、会計発生高と業績予想改訂のタイミングや方向性、及び株価との関係など、さまざまな角度から分析を行うと、より強い株価との関連性や株価形成の要因を見出せるかもしれない。その結果、興味深い投資手法が考案される可能性もあり、今後も注目していきたい。

【図表-3】 会計発生高と株価リターンの関係



(注) グラフの数値について

①3月末決算全上場企業(銀行・証券・保険除く)の会計発生高を計算

会計発生高=(当期純利益-営業キャッシュフロー)/総資産

②会計発生高の大きさでランキング(降順)し、ランキング順に銘柄数が等しくなるよう10のグループを構成。

③7月初に等金額で買付け、そのまま一年間保有した場合のリターンをグループごとに表示(2003年度決算~2006年度決算の4年間)