

# 業績指標の諸特性

若 林 公 美

甲南経営研究 第48巻 第1・2号 抜刷

平成19年11月

# 業績指標の諸特性

若 林 公 美

## 第1節 はじめに

利益の質や利益特性をめぐって、これまでさまざまな議論が行われてきた。例えば、Schipper and Vincent (2003) は、FASB の概念フレームワークにおける意思決定有用性と Hicks (1939) の定義に依拠した経済的利益が信頼性<sup>(1)</sup>をもって報告される程度を関連付けることによって利益の質を定義している。しかしながら、Hicks (1939) のいう経済的利益はあくまでも理念型であり、現実には観測不可能であることから、これまでの実証研究では、持続性 (persistence)、予測可能性 (predictability)、ボラティリティ (volatility)、利益調整、価値関連性などが利益の質を測る尺度として用いられてきた (Schipper and Vincent, 2003)。また、Francis, LaFond, Olsson, and Schipper (2004) は、利益特性を測る尺度として、会計発生高の質、持続性、予測可能性、利益平準化といった会計ベースの特性と価値関連性、適時性、保守主義などのマーケット・ベースの特性を総合的に取り上げている。つまり、これらの研究からも明らかなおとおり、「どのような利益をもって質の高い利益とみなすのか」という問いに対して、必ずしも首尾一貫した見解や単一の測定尺度が提示されているわけではないことがわかる。

---

(1) Hicks (1939) は、期首と期末に等しく企業に富を残しつつ、期中に消費できる (配当として支払われる) 金額に相当する利益として定義している。

業績指標の諸特性（若林公美）

そこで、本稿では、利益の優劣を検討する際の尺度として、企業価値評価モデル、とりわけ残余利益モデル（Residual Income Model: RIM）において、重要なインプット変数である残余利益（将来利益）の予測に適した利益を優れた質の高い利益とみなし、残余利益の予測に直接寄与する利益特性を検討することを目的とする。そのため、一般に、持続性が高く、ボラティリティが低いほど、利益の予測可能性は高いといわれることから、上記の利益特性を測る尺度のうち、特に①持続性、②予測可能性、③ボラティリティに焦点を当てた米国の先行研究を中心に概観する。

本稿の構成は次のとおりである。まず、第2節において利益の持続性に関する研究を、第3節では利益の予測可能性を分析した研究を、第4節では利益のボラティリティに焦点を当てた研究をそれぞれ取り上げる。そして、第5節では、3つの利益特性のなかから複数の特性を組み合わせた研究や、それらと会計基準とのかかわりを取り扱った研究を概観する。要約と今後の課題については、第6節で述べる。

## 第2節 持続性に焦点を当てた研究

Ball and Watts (1972) に代表されるように、もともと利益の持続性に関する研究としては利益変化の時系列特性に焦点を当てたものが主流であった<sup>(2)</sup>。すなわち、このようなアプローチの研究では、利益変化の自己回帰モデルを推定し、そのパラメータが平均的にゼロになることから、利益の時系列特性として、ランダム・ウォークがあてはまることを確認してきた。

これに対して、Brooks and Buckmaster (1976) は、平均的にはそうであっても、過去の利益水準から大きく乖離した企業年度については、必ずしもランダム・ウォークがあてはまるわけではないことを発見している。また、

---

(2) 詳しくは桜井 (1991) を参照されたい。

Salamon and Smith (1977) が行った企業別の分析結果においても、ランダム・ウォークでは描写できない企業が多数存在することが確認されている。さらに、Freeman, Ohlson, and Penman (1982) は、ROE が平均的な水準に近い場合、次期の利益変化は当期の利益変化と同じ傾向になるが、ROE の水準が平均から大きく上（下）に乖離する場合、次期の利益変化は減益（増益）になる可能性が高いことを発見している。

このように、Brooks and Buckmaster (1976), Salamon and Smith (1977), Freeman, Ohlson, and Penman (1982) が企業や利益水準に基づく利益の時系列特性（持続性）の違いを明らかにしたことを受けて、Lev (1983) はその違いをもたらす要因を調査すべく、製品の種類、参入障壁、資本集約度、企業規模のような経済的要因や在庫水準といった会計的要因を取り上げて、利益の持続性との関連を分析している。結果は、企業規模や在庫水準については有意な関係を発足するには至っていないが、利益の持続性が製品の種類、参入障壁、資本集約度によって影響を受けることを示唆するものであった。

このように、1970年代および80年代前半の研究では、利益変化の時系列特性は平均的にランダム・ウォークに従うものの、企業別では必ずしもそれが当てはまらず、平均回帰するケースも報告されている。さらに、その時系列特性の違いは、製品の種類や参入障壁や資本集約度により、うまく描写できることが確認された。

上記の研究では企業間や年度間における利益の持続性には違いがあることを明らかにしているが、これに対して、1980年代後半以降の研究では、これらの違いが株式リターンを会計利益で回帰したときの傾き係数である利益反応係数（earnings response coefficient: ERC）に反映されるか否かという観点から分析が行われてきた<sup>(3)</sup>。例えば、Lipe (1990) は、当期と将来の利益変化

---

(3) 例えば、Kormendi and Lipe (1987), Collins and Kothari (1989), Easton and Zmijewski (1989), Lipe (1990), Ali and Zarowin (1992) などがあげられる。

業績指標の諸特性（若林公美）

の関係の強さを測る尺度として利益の持続性を定義し、自己回帰モデルのパラメータによって利益の持続性を測定している。そして、利益の持続性が高ければ、利益ショック1単位あたりの反応係数も高いこと、また、株価変化のボラティリティも高いことを明らかにしている。言い換えると、利益の持続性が高ければ、利益変化（期待外利益）は事前に織り込まれていなかったニュースのショックとして、将来の長い期間にわたる利益予測の修正に強く影響を及ぼす。したがって、将来利益の修正部分の現在価値が大きくなるため、その分、将来利益の割引現在価値を反映する株価の変化も大きく変化すると解釈される。

また、Lipe (1986) は、リターンと利益の関係を調査するにあたって、利益そのものよりも、損益計算書に依拠して6つの構成要素（売上総利益、販管費、減価償却費、支払利息、支払法人税、その他の項目）に分解する方が追加的な情報を提供しうるか否かという問題意識のもとで分析を行っている。分析結果は、利益の構成要素の期待外部分と残差リターンの関係を示す反応係数が構成要素間で有意に異なることを示している。つまり、利益の構成要素を開示する方が、リターンのバラツキをよりよく説明するという点で、追加的な情報を提供しうるということが明らかにされた。さらに、6つの構成要素について推定された回帰モデルのパラメータと割引率に基づいて測定した持続性と反応係数の間に有意なプラスの関係を検出している。これらの証拠から、Lipe (1986) は、利益の構成要素間で持続性の違いがあるため、損益計算書のボトムラインよりもその構成要素に分解することから、追加的な情報が提供されると主張している。

### 第3節 予測可能性に焦点を当てた研究

先行研究を詳細に検討してみると、利益の持続性と予測可能性は、必ずしも明確に区別されておらず、また研究者の間で統一された用語の使用が行わ

れているわけではないことがわかる。例えば、将来の利益水準や利益変化に関する自己回帰モデルを推定する研究は、当期利益の将来利益に対する持続性に焦点を当てた研究であり、かつ当期利益による将来利益の予測可能性を取り扱った研究であるともいえる。また、当期利益をその構成要素に分解した場合、各構成要素の将来利益に対するパラメータを指して、持続性と呼ぶこともあるが、厳密には自己回帰モデルではないため、本節では予測可能性を扱った研究として分類する。<sup>(4)</sup>すなわち、本節では予測可能性の尺度として、(1)回帰モデルの予測誤差や決定係数に焦点を当てた研究、(2)利益の変化か水準であるかに関わらず、利益の構成要素のパラメータに着目し、それらが将来利益の変化や水準とどの程度関係するのかに焦点を当てた研究、さらに(3)当期利益やその構成要素が将来キャッシュフローとどの程度関係するのかに焦点を当てた研究に分けて議論する。

#### (1) 回帰モデルの予測誤差や決定係数に焦点を当てた研究

Lipe (1990) は過去の利益が将来の利益を予測する能力をさして予測可能性と定義し、利益変化の自己回帰モデルの残差分散を用いて測定している。分析から得られた発見事項として、利益の予測可能性が高ければ、ERC も高いことを報告している。すなわち、期待外利益の1単位に対する株価の反応は予測可能性が高い利益ほど、将来利益の予測にとって有用な情報を含んでいるため、利益ショック1単位あたりの株価の反応は大きくなると解釈される。

また、利益の予測可能性が低ければ、株価変化のボラティリティが高くなることを確認している。言い換えると、利益の予測可能性の大小に応じて、期待外利益の大きさ (magnitude) が決まるため、予測可能性が高ければ、

---

(4) 例えば、Sloan (1996) などの研究があげられる。

業績指標の諸特性（若林公美）

期待外利益の大きさは全体的に小さくなり、期待外利益全体に対する反応は小さくなる。したがって、利益発表にかかる株価変化のボラティリティが総じて小さくなると解釈される。

## (2) 利益を構成要素に分けた場合の将来利益の予測可能性

Sloan (1996), Xie (2001), Burgstahler, Jiambalvo, and Shevlin (2002), Hanlon (2005) などの研究は、次の2つの点でこれまで取り上げた研究とは大きく異なっている。1点目はすでに取り上げた Lipe (1990) などの ERC に関する研究が効率的市場仮説を前提とし、利益の持続性や予測可能性がもつ株価や株式リターンへのインプリケーションを分析しているのに対して、Sloan (1996) を契機とする一連の研究は必ずしも市場の効率性を前提としていない点である。持続性や予測可能性を検討しているとはいえ、むしろファンダメンタルズ分析から超過リターンが得られるか否かという点に分析の軸を置いているのが特徴的である。また、当該アプローチでは、利益をその構成要素である会計発生高やキャッシュフローに分解した場合、各構成要素は将来利益の予測に対して、異なるインプリケーションを有するか否かという観点から分析を行っている点が2点目の特徴である。

まず、このアプローチの代表的な研究である Sloan (1996) では、利益を構成する会計発生高とキャッシュフローの持続性（将来利益の予測可能性）には違いがあるのか、また違いがあるとすればその違いは株価に織り込まれているのか、さらには、会計発生高の水準に基づいた投資戦略から超過リターンは得られるのか、といった研究課題に取り組んでいる。

Lipe (1990) とは異なり、当期の利益と将来（次期）の利益水準の関係の強さに加えて、その構成要素である会計発生高およびキャッシュフローと将来利益の関係の強さを利益の持続性（将来利益の予測可能性）の尺度として<sup>(5)</sup>分析結果は将来利益を当期利益で回帰した場合のパラメータが平均し

て1を下回る0.8であることから、Sloan (1996) はランダム・ウォーク仮説が棄却され、平均回帰の傾向があると解釈している。また、利益の構成要素である会計発生高の係数は一貫してキャッシュフローの係数より有意に小さいことから、会計発生高の利益に占める割合が大きければ大きいほど、利益の持続性（将来利益の予測可能性）を下げる傾向があることを明らかにしている。そして、利益の持続性は合理的に株価形成に反映されているが、会計発生高の持続性は過大に、またキャッシュフローの持続性は過小に評価されており、会計発生高の水準が低い銘柄を購入し、高い銘柄をカラ売りするという投資戦略から、超過リターンが獲得できる可能性を示唆している。

次に、Sloan (1996) を拡張し、会計発生高を裁量的な部分と非裁量的な部分に分解した研究がXie (2001) である。Xie (2001) は、Sloan (1996) に従い、利益の持続性は、利益の構成要素であるキャッシュフローと非裁量的発生高と裁量的発生高に関する将来利益の関係の強さを示す利益の予測可能性の尺度として測定している。Sloan (1996) と同じく、利益（ただし、異常項目控除前利益）の構成要素である会計発生高は、営業キャッシュフローよりも将来利益に対する持続性（将来利益の予測可能性）が低いことを発見しているが、会計発生高のうち、非裁量的発生高に比べて、裁量的発生高の方がより持続性が低いことを明らかにしている。

上記のとおり発見された利益の構成要素間の持続性や予測可能性の違いを、マーケットはどのように評価しているのか。Xie (2001) も Sloan (1996) と同様の分析を行い、マーケットは裁量的発生高と非裁量的発生高の両方の持続性を過大に評価しているが、裁量的発生高のミスプライシングの方が甚だしいことを発見している。さらに、裁量的発生高の水準が低い銘柄を購入し、高い銘柄をカラ売りするという投資戦略から、超過リターンを獲得できるこ

---

(5) ここでいう利益は営業利益を総資産で割り算したもの (ROA) である (Sloan, 1996)。



業績指標の諸特性（若林公美）

とは確認されているが、非裁量的発生高からは超過リターン獲得の可能性を支持する証拠は提示されていない。つまり、Xie (2001) はマーケットが会計発生高のうち、特に裁量的発生高をミスプライシングしていることを検証している。

Xie (2001) に続き、Hanlon (2005) も Sloan (1996) の研究を拡張しているが、Hanlon (2005) は税引前利益と課税所得の差をベンチマークとして用い、その差が大きい企業年度について、利益（税引前利益）の持続性だけではなく、その構成要素である会計発生高とキャッシュフローの持続性がともに低下することを明らかにしている<sup>(6)</sup>。

さらに、利益と課税所得の差がプラスに大きい場合には、キャッシュフローの持続性（将来利益の予測可能性）をマーケットは過小に評価しているものの、マイナスに大きい場合は、会計発生高を過大に評価すること、また利益と課税所得の差が小さい場合は、キャッシュフローを過小に評価し、会計発生高を過大に評価することを発見している。これらの結果は、マーケットが会計発生高とキャッシュフローの少なくともいずれかをミスプライシングしているという点で、Sloan (1996) や Xie (2001) の結果と首尾一貫している。ただし、なぜ利益と課税所得の差が変化することによって、キャッシュフローや会計発生高のミスプライシングに違いが生じるのか、その原因には言及していない。

次に、Burgstahler, Jiambalvo, and Shevlin (2002) は、利益の構成要素のうち、特別項目に焦点を当て、四半期ベースでの時系列特性を調べている。かりに特別項目の時系列特性がその他の利益項目の時系列特性と異なる場合、

---

(6) Sloan (1996) では営業利益 (operating income after depreciation), Xie (2001) は異常項目控除前利益を使用しているのに対して、Hanlon (2005) では、税引前利益から少数株主損益を差し引いたものを用いている。これらの研究では年次利益を調査対象としている。

その違いが株価形成に反映されているのかもあわせて検討している。分析結果から、特別項目はそれ以外の利益項目と異なり、将来利益の予測に対して、一時的 (transitory) な性質を有していることが確認されている。特にプラスの特別項目は、一時的な時系列特性のパターンと首尾一貫しており、マイナスの特別項目は将来期間費用の早期計上 (inter period transfer) とより近いパターンを示していることが明らかにされた。

次に、Burgstahler, Jiambalvo, and Shevlin (2002) は特別項目が一時的な性質を有することは一般に広く知られていることから、それ以外の利益項目よりも、むしろマーケットにおいて利益特性に関する理解が行き渡っているという仮説のもとで、Sloan (1996) と同じく、当該情報をマーケットが適正に判断しているか否かについて分析を行っている。結果は、特別項目に関するミスプライシングの程度はその他の利益項目に比べて著しく小さいが、完全にミスプライシングが解消されているわけではないことを示している。

Landsman, Miller, and Yeh (2007) は後述する Doyle, Lundholm, and Soliman (2003) と同様に、プロフォーマ利益から取り除かれた項目の予測能力を検討している。当期純利益には含まれるものの、プロフォーマ利益から取り除かれる項目は、特別項目を含有している Burgstahler, Jiambalvo, and Shevlin (2002) の研究とも比較することができる。ただし、彼らは Ohlson (1999) および Barth, Beaver, Hand, and Landsman (1999) で展開されたモデル式に基づき、当期の残余利益およびプロフォーマ利益から取り除かれた項目の将来の残余利益に対する予測能力を調べている点で異なっている<sup>(7)</sup>。

分析結果から、当期の残余利益を所与としても、プロフォーマ利益から取り除かれた項目全体およびその費用項目には将来の残余利益を説明する予測能力があるものの、その程度は小さいことが確認された。他方、プロフォー

---

(7) ここでいう利益は異常項目と廃止事業損益を控除する前の利益である。

業績指標の諸特性（若林公美）

マ利益から取り除かれた収益項目には、費用項目とは異なり、一時的（transitory）な性質が検出されており、Burgstahler, Jiambalvo, and Shevlin（2002）と首尾一貫した結果を示している。また、マーケットはプロフォーマ利益から取り除かれた項目をミスプライシングしていることを示唆する結果が報告されている。

### (3) 将来キャッシュフローの予測可能性

FASBとIASBは概念フレームワークの統合に向けて共同作業に取り組んでおり、それぞれ予備的見解（preliminary view）とディスカッション・ペーパーという形で共通の見解を表明している（FASB, 2006）。その中でも従来と変わらず、財務報告の主要な目的は、財務諸表の利用者（投資家や債権者）が経済的な意思決定（投資意思決定）を行うにあたって、役立つ情報を提供することであると述べている（FASB, 2006）。さらに、この目的の達成に際して、企業の将来キャッシュフローの評価に役立つような情報を提供する必要がある、この情報は、投資者や債権者が企業の現金生成能力を評価するために必要であると明言されている。

このようにFASBやIASBの概念フレームワークにおける財務諸表の目的を拠り所とした将来業績、特に将来キャッシュフローの予測能力に焦点を当てた研究として、Barth, Cram, and Nelson（2001）がある。彼女らの研究では、概念フレームワークで主張されてきたとおり、将来キャッシュフローの予測において、当期利益をその構成要素であるキャッシュフローと会計発生高に分解することにより、将来キャッシュフローの予測能力が高まるか否かを研究課題としている（FASB, 1978<sup>(8)</sup>）。分析の結果は、当期利益をキャッシ

---

(8) FASBの概念フレームワークの改訂に関する予備的見解においても、発生主義会計に基づく情報が将来のキャッシュフローの予測に役立つとは主張されているが、概念ステートメント1号のように、純利益という文言はない（FASB, 2006）。

ュフローと会計発生高に分解する方が、より優れた予測能力を提供することを明らかにしている。さらに会計発生高を売掛金、棚卸資産、買掛金の期中変化額、償却費、その他の会計発生高といった構成要素別に分解する場合に、よりよく将来キャッシュフローを予測しうることが確認されている。

次に、同じく将来キャッシュフローの予測能力をベンチマークとした研究として、Doyle, Lundholm, and Soliman (2003) があるが、彼らは、Barth, Cram, and Nelson (2001) とは異なり、当期利益とプロフォーマ利益の差額である費用に将来キャッシュフローの予測能力があるか、また、当該費用に予測能力があるならば、それが株価に反映されているかについて調査している<sup>(9)</sup>。彼らの研究結果は、当期利益とプロフォーマ利益の差額である費用は重要性が乏しく、非経常的なものとはいえず、むしろ、プロフォーマ利益から取り除かれた費用項目には、将来キャッシュフローの予測能力があることを明らかにしている。ただし、彼らは取り除かれた費用項目の予測能力について、マーケットはミスプライシングしていることを報告している。

#### 第4節 ボラティリティに焦点を当てた研究

一般に、利益のボラティリティが低いほど利益の質が高いといわれるため、経営者は利益の質を高める目的で、利益のボラティリティをコントロールすべく利益の平準化を行う傾向にあるといわれる (Schipper and Vincent, 2003)。言い換えると、利益の平準化の程度を測定することは、利益のボラティリティの程度を測定することにもつながる。そこで、本節では、利益の平準化の尺度を用いた研究も含めて、利益のボラティリティに焦点を当てた研究を検討する。

---

(9) 将来キャッシュフローの予測能力を議論する場合、株価が将来キャッシュフローの流列に基づいて形成されていることを念頭に置かならば、Doyle, Lundholm, and Soliman (2003) のように、株価との関係を分析することも重要である。

業績指標の諸特性（若林公美）

Lev (1983) の他、さまざまな研究において利益のボラティリティは利益の標準偏差として測定されているが、Lev (1983) では、それが企業間で異なる要因を検討している点で異なっている。分析の結果から、利益のボラティリティが企業間で異なるのは、製品の種類と企業規模に影響を受けることが原因であると示唆されている。ただし、参入障壁、資本集約度、在庫水準については、利益のボラティリティと直接的な関係は検出されていない。

次に、Leuz, Nanda, and Wysocki (2003) の研究では、投資家保護という観点から国際間での利益調整行動の違いを検討している。投資家保護の強弱は、法体系の違い（コモンロー vs コードロー）、証券市場の重要性、所有の集中度、開示水準などに基づいて判断される。また、利益調整の尺度として、次の4つの測定値を因子分析により、一つの変数に集約して用いる。

- ① 営業利益とキャッシュフローの標準偏差の比率
- ② 会計発生高とキャッシュフローのそれぞれの期中変化額の比率
- ③ 会計発生高とキャッシュフローのそれぞれの絶対値の比率
- ④ 少額の利益に対して少額の損失を報告した企業数の比率

上記の利益調整の尺度を構成する①は、利益の平準化を測る尺度であることから、本節で焦点を当てている利益のボラティリティの指標に該当する。彼らの分析結果は、法制度により、投資家保護の傾向の強いグループに所属する国よりも、投資家保護の傾向が弱く、経営者の支配が強い傾向にある国の方が、利益調整行動が顕著であることを示唆している。

Burgstahler, Hail, and Leuz (2006) においても、上記の①を含めた利益調整の尺度を用いて分析し、その結果、EU 13ヶ国を対象に、上場企業よりも非上場企業の方が、利益調整を行うという実証結果を報告している。

## 第5節 持続性、予測可能性、ボラティリティおよび 会計基準の影響を組合わせた研究

本節では、これまでみてきた持続性、予測可能性、ボラティリティといった複数の利益特性や会計基準の設定を複合的に取り上げた研究に焦点を当てる。まず、利益の予測可能性とボラティリティの関係に焦点を当てた研究として、Dichev and Tang (2007b) があげられる。周知のとおり、企業価値や株式価値などを推定する際に利益予測が要求される状況を念頭においているため、経営者は利益のボラティリティの高さが利益の予測可能性を低下させてしまうという見解 (belief) を持つ傾向にあるといわれる。そこで、彼らの研究の動機は、この経営者の見解、すなわち、利益のボラティリティが高いほど予測が困難であり、反対にボラティリティが低いほど予測能力が高まるという見解の妥当性を検証することであった。<sup>(10)</sup> 彼らは、分析の結果として、次のことを明らかにしている。

- ① 利益のボラティリティは、キャッシュフローのボラティリティや Sloan (1996) の会計発生高の程度、Freeman, Ohlson, and Penman (1982) のいう極端な利益水準ほど平均回帰する傾向にあるといった、これまでの利益予測のベンチマークよりも優れた予測能力を提供する。
- ② 利益のボラティリティは将来の5年先までかなりの予測能力を持っており、長期間の予測において有効なベンチマークを提供すること、ボラティリティの低い利益は予測期間全体を通じて、かなり高い持続性と決定係数を維持する。これに対して、ボラティリティの高い利益は素早く平均回帰し、信頼しうる予測可能性を示さない。

ただし、Dichev and Tang (2007b) の分析結果は、利益のボラティリティが

---

(10) 分析には、異常項目控除前利益が用いられている。

業績指標の諸特性（若林公美）

将来利益に関して有する上述のインプリケーションをアナリストが完全に理解していないこと、そのため、当該の情報に基づいてアナリストの利益予測に含まれる予測可能なエラーを識別できることもあわせて示唆している。

次に、Dichev and Tang (2007a) は、利益のボラティリティや持続性に影響を与える要因として、収益と費用の対応関係に着目し、その強弱と利益のボラティリティ、あるいはそれと利益の持続性との関係を実証的に調査している。<sup>(11)</sup> 彼らの主要な研究課題は次のとおりである。

- ① 収益と費用の対応関係の不完全さ（poor matching）が、収益と費用の同時的な関係を弱めるのか。
- ② 収益と費用の対応関係の不完全さが利益のボラティリティを増加させるのか。
- ③ 収益と費用の対応関係の不完全さが利益の持続性を低下させるのか。
- ④ 収益と費用の対応関係の不完全さが利益変化におけるマイナスの自己相関をもたらすのか。

Dichev and Tang (2007a) の分析結果によると、収益と対応していない費用が、収益と費用の経済的な対応関係においてノイズとして働くことが示された。そして、収益と費用の対応関係の不完全さが、利益のボラティリティの増加、利益の持続性の低下、利益変化におけるマイナスの自己相関をもたらすことを明らかにしている。<sup>(12)</sup> さらに、Dichev and Tang (2007a) で行われた長期間にわたる分析では、過去40年間を通じて収益と費用の対応関係が低下してきたことを示している。さらに、近年の対応関係の不完全さが、一時的な項目のボラティリティの増加に起因するかどうかについても検討するた

---

(11) 他に収益と費用の対応関係の不完全さの影響は複数の会計期間を考慮すれば緩和されるのかについても分析している。

(12) ただし、収益と費用の対応関係の不完全さの影響は、発生主義会計のメカニズムにより、複数の会計期間を通じて、緩和される傾向にあることもあわせて報告されている。

め、利益から一時的な項目（特別項目）を取り除いた分析も行っているが、結果は一時的な項目の増加だけが、対応関係の不完全さやボラティリティの増加を生じさせるわけではないことを明らかにしている。

以上の分析結果から、彼らの研究は、FASBの最近の収益・費用アプローチから資産・負債アプローチへの傾倒により、収益と費用の対応関係が弱くなったことにより、利益の持続性が低下し、利益のボラティリティやマイナスの自己相関が増加していることに対して強く警鐘を鳴らすものといえよう。確かに1980年代以降、資産・負債アプローチに基づいた基準が公表されてきたが、資産・負債アプローチに重点を置き、表現の忠実性を求める結果として、かえって測定誤差に起因する利益のボラティリティを高めることから、このアプローチのもとでは会計の質を下げるのが懸念されるのである。

しかしながら、損益計算書の利益の有用性が低下するとしても、貸借対照表の資産や負債は経済的実質を反映するならば、その結果として、財務諸表が提供する全体としての会計の質は向上するという可能性も否定できない。そこで、Kohlbeck and Warfield (2005) では、資産・負債アプローチのもとで年金（基準書87号）、退職後給付（基準書106号）、税効果会計（基準書109号）、投資有価証券（基準書115号）の基準が適用された結果として、会計の質に及ぼした影響を調査している。分析の結果、基準書87号、106号の影響を強く受ける企業において、価値関連性の上昇、証券アナリストの利益予測誤差や利益予測のバラツキの減少がもたらされたことが明らかにされた。ただし、利益の持続性は、基準書109号や115号の影響を強く受ける企業において、低下していることもあわせて報告している。以上の結果に基づいて、Kohlbeck and Warfield (2005) は、利益の持続性の低下がみられるものの、全体としてアナリストの利益予測からみた会計の質は向上していると結論づけている。

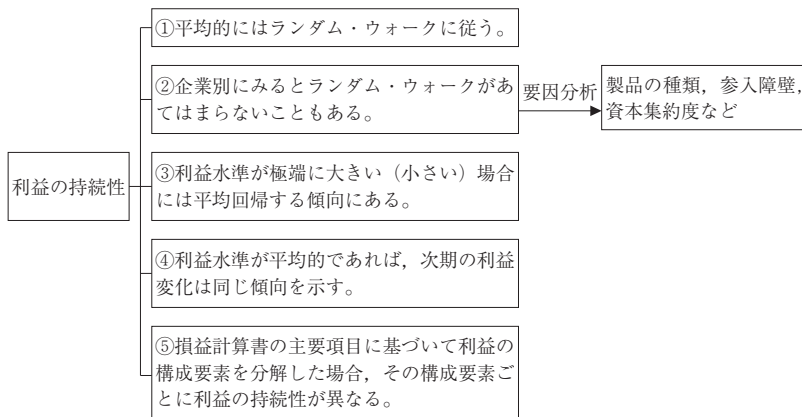


## 第6節 要約と今後の課題

本稿では、業績指標である利益の特性を①持続性、②予測可能性、③ボラティリティの観点から分析した研究について、研究課題、測定を含む方法論、分析の結果を詳細にみてきた。各節から得られた知見は次のとおりである。

まず、第2節の利益の持続性を取り上げた研究をまとめると、次の図1のとおりである。

図1 利益の持続性に関する研究

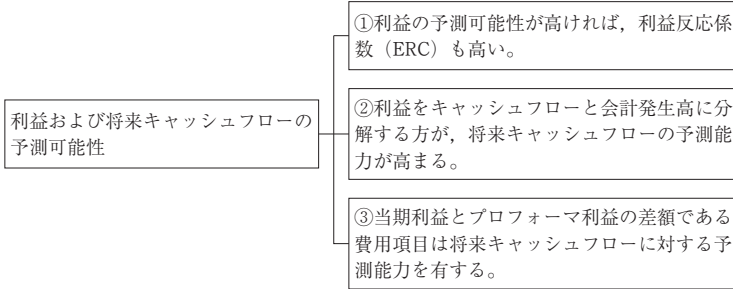


このアプローチの研究から、利益の時系列特性を分析するにあたり、利益水準の違いを考慮すること、また利益の構成要素を分解して、それぞれの構成要素ごとの持続性の違いを検討することを通じて、より詳細な分析結果が得られることを確認した。また、時系列特性の違いを見るベンチマークとして、製品の種類や資本集約度などいくつかの産業特性を反映させることが有効な分析方法として提示されている。

次に、第3節の予測可能性に関する研究は次の図2のとおりであるが、予測能力の違いを理解するにあたって、利益の構成要素をキャッシュフローと

会計発生高に分解するのか、あるいはプロフォーマ利益とそれ以外に区分するのかというさまざまな分解の可能性が示されている。

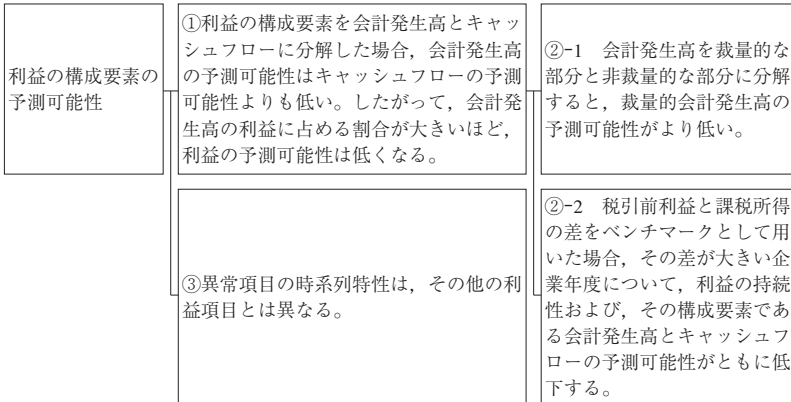
図2 利益および将来キャッシュフローの予測可能性に関する研究



次の図3は、将来利益に対する当期利益の構成要素による予測可能性を取り扱った研究についてまとめたものである。ここでも、利益をその構成要素に分解すると、要素別に将来利益の予測可能性が異なること、また、どのように構成要素を分解するかについてもさまざまなバリエーションがあることが明らかにされた。

次に、第4節の利益のボラティリティに関する研究では、ボラティリティ

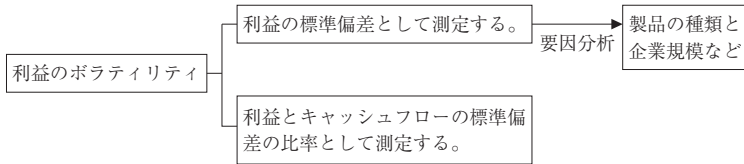
図3 利益の構成要素の予測可能性に関する研究



業績指標の諸特性（若林公美）

の尺度として、利益の標準偏差や利益とキャッシュフローの標準偏差の比率が用いられ、後者の比率が国際間での利益調整行動の違いを測る尺度として提示された。また、そのボラティリティが何によって引き起こされるかについても、産業組織論で取り上げられる要因に基づき検討された。第4節で示された測定尺度や要因の分析は利益のボラティリティに関する今後の研究で用いることができる。

図4 利益のボラティリティに関する研究

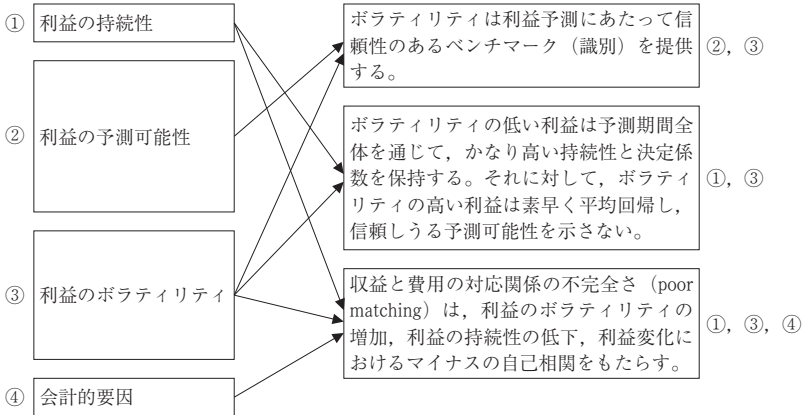


また、図5のとおり、第5節ではこれまでみてきた複数の利益特性を組み合わせた研究を概観したが、より詳細な利益特性の分析が行われている。具体的に、①利益の持続性、②予測可能性、③ボラティリティといった複数の利益特性を関連付けることにより、利益のボラティリティが低いほど、その持続性が高いこと、またその予測可能性が高いことを検証している。

将来利益の予測は、企業価値評価といったファンダメンタルズ分析において、必要なプロセスである。企業価値評価モデルのなかでも特に実証的な優位性が認められるRIMでは残余利益や将来利益をモデルのインプット変数とする。そこで、企業価値評価モデルのインプット変数である残余利益や将来利益として何を使うのかという観点から、業績指標の選択や優劣比較を行うことができる。その際、将来利益としてどのような利益が優れているのかという問いに対するプラクティカルな回答として、RIMのインプット変数である将来利益の予測のしやすさというベンチマークが考えられる。

本稿では、上記の目的意識に基づき、先行研究において将来利益の予測に関連する諸特性がどのように取り上げられ、実証分析の中で測定されてきた

図5 複数の特性を組み合わせた研究



のかを明らかにすることを中心にサーベイを行ってきた。今後の課題は、サーベイから得られた知見や分析手法に基づき、残余利益および将来利益の予測能力に関して、さまざまな業績指標の優劣比較を行うことである。

#### 引用文献

- Ali, A., and P. Zarowin, "Permanent versus Transitory Components of Annual Earnings and Estimation Error in Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nos. 2-3, June/September 1992, 249-264.
- Ball, R., and L. Watts, "Some Time Series Properties of Accounting Income," *The Journal of Finance*, Vol. 27, No. 3, June 1972, 663-681.
- Barth, M. E., W. H. Beaver, J. R. M. Hand, and W. R. Landsman, "Accruals, Cash Flows, and Equity Values," *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, Nos. 3-4, December 1999, 205-229.
- Barth, M. E., D. P. Cram, and K. K. Nelson, "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows," *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 1, January 2001, 27-58.
- Brooks, L. D., and D. A. Buckmaster, "Further Evidence of the Time Series Properties of Accounting Income," *The Journal of Finance*, Vol. 31, No. 5, December 1976, 1359-1373.
- Burgstahler, D. C., L. Hail, and C. Leuz, "The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms," *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 5, October 2006, 983-1016.

- Burgstahler, D. C., J. Jiambalvo, and T. Shevlin, "Do Stock Prices Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, June 2002, 585-611.
- Collins, D., and S. P. Kothari, "An Analysis of the Cross-Sectional and Intertemporal Determinants of Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 2-3, July 1989, 143-181.
- Dichev, I., and V. W. Tang, "Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years," Working Paper, University of Michigan and Georgetown University, 2007a.
- Dichev, I., and V. W. Tang, "Earnings Volatility and Earnings Predictability," Working Paper, University of Michigan and Georgetown University, 2007b.
- Doyle, J. T., R. J. Lundholm, and M. T. Soliman, "The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings," *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, No. 2-3, June 2003, 145-174.
- Easton, P., and M. E. Zmijewski, "Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 2-3, October 1989, 680-692.
- FASB, Statement of Financial Accounting Concepts 1: *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, FASB, 1978.
- FASB, Preliminary View: Conceptual Framework for Financial Reporting: *The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information*, FASB, 2006.
- Francis, J. R., LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper, "Cost of Equity and Earnings Attributes," *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 4, October 2004, 967-1010.
- Freeman, R. N., J. A. Ohlson, and S. H. Penman, "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting Research*, Vol. 20, No. 2, Autumn 1982, 639-653.
- Hanlon, M., "The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms Have Large Book-Tax Differences," *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January 2005, 137-166.
- Hicks, J. R., *Value and Capital*, Clarendon Press, 1939.
- Kohlbeck, M., and T. Warfield, "The Effects of Principles-Based Accounting Standards on Accounting Quality," Working Paper, University of Wisconsin, 2005.
- Kormendi, R., and R. C. Lipe, "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns," *Journal of Business*, Vol. 60, No. 3, July 1987, 323-345.
- Landsman, W. R., B. L. Miller, and S. Yeh, "Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, Nos. 3-4, April/May 2007, 650-675.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. D. Wysocki, "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, No. 3, Septem-

- ber 2003, 505-527.
- Lev, B., "Some Economic Determinants of Time Series Properties of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, No. 1, April 1983, 31-48.
- Lipe, R. C., "The Information Contained in the Components of Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 24, Supplement, 1986, 37-64.
- Lipe, R. C., "The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information," *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, January 1990, 49-71.
- Ohlson, J. A., "On transitory Earnings," *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, Nos. 3-4, December 1999, 145-162.
- Salamon, G. L., and E. D. Smith, "Additional Evidence on the Time Series of Reported Earnings Per Share: Comment," *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 5, December 1977, 1795-1801.
- Schipper, K., and L. Vincent, "Earnings Quality," *Accounting Horizons*, Vol. 17, Supplement, 2003, 97-110.
- Sloan, R. G., "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, July 1996, 289-315.
- Xie, H., "The Mispricing of Abnormal Accruals," *The Accounting Review*, Vol. 76, No. 3, July 2001, 357-373.
- 桜井久勝, 『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991.