

財務報告の比較可能性に関する実証研究の考察

若林 公美
甲南大学

要 旨

本稿は、財務情報としての GAAP 利益と Non-GAAP 利益に着目し、比較可能性の観点からこれらの情報の有用性を検討することを目的とする。まず、財務情報を代表して GAAP 利益に着目し、その比較可能性が高い場合に、投資家の意思決定、経営者のモニタリング、企業の投資行動にプラスの効果があることを先行研究のレビューを通じて明かにした。一方、Non-GAAP 利益に対しては、投資家を誤導するとの批判もある。しかし、批判のみならず、Non-GAAP 利益は経済事象を忠実に表現し、投資家の意思決定に資する情報を提供するとの見方もある。本稿では、前者を裁量・誤導仮説、後者を情報提供仮説とし、両方の仮説に関連する先行研究を検討し、いずれの仮説がどのようなセッティングのもとで支持されるかということを整理した。さらに、財務報告にバラツキがあるという Non-GAAP 利益への批判に対しては、時系列およびクロスセクションである程度同じ計算方法が担保されていること、また、De Franco et al. [2011] の比較可能性の尺度に基づく、Non-GAAP 利益のほうが GAAP 利益よりも、平均的に比較可能性が高いという検証結果も紹介した。これらの先行研究の考察を通じて、GAAP 利益の比較可能性がさまざまなプラスの効果をもたらすのみならず、財務報告の比較可能性に懸念があり、裁量目的で悪用されると批判を受ける Non-GAAP 利益についても、開示規制が進むことによって、その有用性が改善されることを明らかにしている。

I 本稿の背景と目的

この 10 年間において、財務情報の比較可能性に関する実証研究が蓄積されてきている。その 1 つの契機は、De Franco et al. [2011] が比較可能性の尺度を開発したことである。周知のとおり、Schipper and Vincent [2003]、Dechow et al. [2010] などでは、会計利益の質を持続性、予測可能性、利益のボラティリティ、会計発生高の質などの複数の尺度から構成されるものとして整理し、会計利益情報の有用性を議論してきた。これらの研究では、個別企業に関する財務情報の特性を考察することに主眼を置いていたのに対して、比較可能性に関する研究では、同業他社との会計システムの類似性に焦点を当てている点が大きく異なっている。つまり、従来の個別企業の情報ではとらえられなかった他社との関係をとらえた比較可能性が、主としてどのような経済効果をもたらすのかを検証しようとする点にこれらの研究の特徴がある。

比較可能性の研究が増えてきたもう 1 つの契機は、国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards: IFRS) の適用が世界的に広がってきたことにある。特に、2005 年 1 月 1 日以降 EU で IFRS が強制適用されたことは歴史的な事象であったことから、その影響に関する調査が集中的に行われてきた^①。そのなかで、財務情報の比較可能性の改善やその影響に焦点を当てた研究も多くみられた。本稿の第 1 の目的は、これらの先行研究のレビューを通じて、財務情報、特に一般に認められた会計原則 (Generally Accepted Accounting Principles: GAAP) に基づく会計利益である GAAP 利益に焦点を当て、その比較可能性がもたらす効果を検討することである。ただし、IFRS の適用と関連する比較可能

性の先行研究については、若林 [2018] ですでに紹介しているので、本稿では米国のデータに基づく先行研究を中心に紹介する。

本稿の第 2 の目的は、「財務報告」という点で比較可能性に懸念のあるセッティングのもとで財務情報の有用性を検討することである。近年、会計利益の有用性の低下が叫ばれるなかで、欧米を中心に、GAAP 利益とは異なり、経営者が独自に「本業による業績」とみなす利益、いわゆる Non-GAAP 利益の開示が増えてきている。同じ財務情報として分類されるものの、GAAP 利益とは異なり、Non-GAAP 利益は経営者によって本業の業績としてラベル付けされ、自発的に開示される。このことから、経営者の保有する私的情報をより反映する情報として、Non-GAAP 利益は支持される。

その一方で、Non-GAAP 利益は、企業ごとに、また同一企業であっても時系列でその定義や計算過程、開示フォーマットにバラツキがある。このバラツキ、すなわち財務報告という点で画一性が保たれていないということが、比較可能性の低下をもたらし、情報の利用者に追加的な情報の入手コストおよび処理コストの負担を強いる。このことから、Non-GAAP 利益の有用性はむしろ否定されるのかもしれない。本稿では、このように財務報告の多様性という点で比較可能性の欠如が予想される Non-GAAP 利益の有用性についても先行研究に基づき検討することを試みる。

本稿の構成は次のとおりである。第 II 節では、概念フレームワークに基づき財務情報の比較可能性の定義を確認し、第 III 節では De Franco et al. [2011] による比較可能性の測定尺度について説明する。第 IV 節では、GAAP 利益の比較可能性がもたらす経済効果に関する研究について検討する。続く第 V 節では、Non-GAAP 利益に関する研究から得られる知

見について紹介し、第VI節では、結論と今後の課題について述べる。

II 概念フレームワークにおける比較可能性

財務情報がクロスセクションや時系列で比較可能である場合、その情報の利用者が、投資対象となる企業を選定し、その後の投資の継続あるいは中止を決定するにあたって、投資先となる報告企業の情報はより有用であるとみなされる（FASB [2018], para.QC20; IASB [2018], para. 2.24）。この前提のもとで、概念フレームワークでは、財務情報の利用者が複数の項目間の類似点と相違点を認識し、理解することを可能にする質的特性として比較可能性を定義している（FASB [2018], para.QC21; IASB [2018], para.2.25）。

さらに、概念フレームワークでは、比較可能性に関連する概念として、首尾一貫性 (consistency) や画一性 (uniformity) についても言及している。ここでいう首尾一貫性は、報告企業内の時系列、または異なる企業間の単一期間のいずれかで、「同じ項目に対して同じ会計処理方法を適用すること」として定義され、比較可能性が目的であるならば、その目的を達成するための手段として位置付けられている（FASB [2018], para.QC22; IASB [2018], para.2.26）。このことから、同じ項目に同じ会計処理方法を適用すべく、会計処理方法の画一性が高まることによって、財務情報の比較可能性は高まるという見解が導かれると考えられる。つまり、IFRSの適用が比較可能性の改善をもたらすと期待されるのは、会計処理方法の統一（すなわち、画一的な適用）が比較可能性を改善するという見解によるところが大きい。たとえば、リース会計において、オペレーティング・リースと

ファイナンス・リースを一本化することによって、画一性が高まるならば、比較可能性が改善すると期待される。

しかし、概念フレームワークにおいて、比較可能性と画一性は同じではないと明記されており、財務情報が比較可能であるためには、「同じものは同じように、異なるものは異なるように見えなければならない」とされる（FASB [2018], para.QC23; IASB [2018], para. 2.27）。それは、画一性が行き過ぎると、同じ経済事象のみならず、異なる経済事象に対しても同じ会計処理方法が適用される結果として、「異なるものが同じようにみえる」状況をもたらし、かえって比較可能性を低下させる懸念があるからである。たとえば、研究開発投資をすべて費用計上するのではなく、一定の条件により資産計上を認めるべきであるという主張は、画一性の弊害を念頭に置いたものであるといえよう。

また、画一性とは対極にある柔軟性 (flexibility) が高い場合は、1つの経済事象を忠実に表現する会計処理方法が複数あり、経営者にはそれを選択する自由が与えられるということになる。確かに自社と他社が目的適合性の高い経済事象を忠実に表現するならば、それによって、ある程度の比較可能は担保されるであろう（FASB, 2018, para. QC24; IASB, 2018, 2.28）。しかし、同じ経済事象に代替的な会計処理方法を許容するならば、むしろ比較可能性を低下させる恐れがある（FASB, 2018, para. QC25; IASB, 2018, 2.29）。それは、経営者によって経済事象を忠実に表現する方法にバラツキがある結果、「同じものが異なるようにみえる」状況をもたらすかもしれないからである。それだけでなく、柔軟性が高い場合に、経済事象を適切に描写することよりも、経営者自身の利得に最適な会計処理方法を選択するという裁量行動を助

長する点も懸念される。したがって、画一性を高めるだけでも、あるいは柔軟性を高めるだけでも、比較可能性は高まるとはいえない点に注意が必要である⁽⁴⁾。

また、新しい基準を適用するにあたって、一時的に比較可能性が低下する場合に、概念フレームワークでは、適切な開示を行うことによって、比較可能性の低下が部分的に補われると言及している (FASB [2018], para.QC34; IASB [2018], para.2.38)。つまり、概念フレームワークでは、目的適合性や忠実な表現という基本的な質的特性を優先することによって、比較可能性が低下する場合においても、開示を充実させることによって比較可能性の低下に対処できると言及されている。

Ⅲ 比較可能性の測定

第Ⅱ節で言及したように、これまで概念フレームワークでは、財務情報の比較可能性が定義され、会計処理方法に関する首尾一貫性、画一性、忠実な表現などの周辺概念と関連付けることによって、その内容を明らかにすることが試みられてきた。その一方で、比較可能性という概念をどのように尺度化して、実証研究の俎上に載せるのかということが大きな課題であった (Schipper [2003])。この課題に取り組むべく、De Franco et al. [2011] は、概念フレームワークに基づき、比較可能性を尺度化している。本稿では、比較可能性に関する実証研究で一般に用いられていることから、彼らの測定尺度について紹介する⁽⁴⁾。まず、De Franco et al. [2011] は「一組の経済事象について、2社が類似の財務諸表を作成する場合、2社の会計システムは比較可能である」と定義する。ここでいう会計システムは、経済事象から財務諸表への写像 (mapping) として、次のようにとら

えられる。

$$\text{財務諸表}_i = f_i(\text{経済事象}) \quad (1)$$

(1)式の $f_i()$ は、企業 i の会計システムを表すが、企業 i と企業 j という 2 社の会計システムが比較可能であるならば、同じ経済事象に対して類似の写像を行うということになる。(1)式の経済事象の代理変数として、彼らは株式リターン (Return) を、財務諸表の代理変数として利益 (Earnings) を用いる⁽⁵⁾。各企業年度に関して、まず、 t 期を含む過去の 16 四半期のデータに基づき、以下の(2)式を推定する。

$$\text{Earnings}_{it} = \alpha_i + \beta_i \text{Return}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

企業 i の会計システムは、企業 i の利益と株式リターンを用いて推定した $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ によって代理されるのに対して、企業 j の会計システムは、企業 j の利益と株式リターンで推定した $\hat{\alpha}_j$ と $\hat{\beta}_j$ によって代理される。この 2 つの会計システムのもとで、以下の(3)式と(4)式のように企業 i の利益が予測される。

$$E(\text{Earnings}_{iit}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \text{Return}_{it} \quad (3)$$

$$E(\text{Earnings}_{ijt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j \text{Return}_{it} \quad (4)$$

(3)式の $E(\text{Earnings}_{iit})$ は、企業 i の関数と企業 i の t 期のリターンを所与として予測された企業 i の利益を示す。一方、(4)式の $E(\text{Earnings}_{ijt})$ は、企業 j の関数と企業 i の t 期のリターンを所与として予測された企業 i の利益である。経済事象は同じであることから、いずれの利益予測にも、企業 i のリターンが用いられる。

企業 i と企業 j の関数によって予測した利益の差 (絶対値) の平均にマイナスを付した値として、企業 i と企業 j の会計システムの比較可

能性（ CompAcct_{ijt} ）が定義される。

$$\text{CompAcct}_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t=15}^t |E(\text{Earnings}_{iit}) - E(\text{Earnings}_{ijt})| \quad (5)$$

この値が大きければ大きいほど、両社の会計システムの比較可能性は高いと判断される。つまり、経済事象が一定であると仮定して、予測された*i*社の会計利益の間の距離（近さ）によって、比較可能性は測定されることになる。

De Franco et al. [2011] は、2桁の SIC 産業分類が同じ企業について、四半期ベースで各企業*i*と企業*j*の組み合わせに基づく会計システムの比較可能性を算定している⁽⁶⁾。たとえば、企業*i*の同業他社*j*が10社あるならば、企業*i*につき同業他社10社分の CompAcct_{ijt} が測定されることになる。その同業他社10社分の CompAcct_{ijt} の中央値、平均値、上位4社の平均値が、比較可能性の測定値として分析に用いられる。

IV GAAP 利益の比較可能性の経済効果

財務情報の比較可能性に関する研究の多くは、第Ⅲ節で言及した De Franco et al. [2011] に基づき GAAP 利益の比較可能性を尺度化している。そのうえで、GAAP 利益の比較可能性が資本市場にプラスの効果をもたらすかどうか、すなわち投資家の意思決定有用性を改善するかどうかを多様なセッティングのもとで調査してきた。若林 [2018] では、IFRS の強制適用という要因が比較可能性を改善し、そのことが資本市場にどのような経済効果をもたらすのかについて検証した先行研究を紹介した。例えば、IFRS の適用後に比較可能性が改善され

ることによって、アナリストの利益予想が改善すること (Horton et al. [2013]; Neel [2017])、インサイダー取引から得られる超過利益が低下すること (Brochet et al. [2013])、議決権プレミアムが低下すること (Hong [2013]) などが明らかにされている。以下では、若林 [2018] で取り上げていない先行研究を中心に、資金調達コスト、投資家間の情報の非対称性、将来利益反応係数、現金保有、M&A、イノベーションの効率性に焦点を当てた研究を概観する⁽⁷⁾。

1. GAAP 利益の比較可能性が資本市場にもたらす効果

(1) 資金調達コスト

GAAP 利益の比較可能性と資本コストの関係について調査した研究に、Imhof et al. [2017] がある。彼らは、米国のデータに基づき、比較可能性と資本コストの関係を分析しているが、異常会計発生高などから測定される会計利益の質をコントロールしても、比較可能性が高いほど資本コストは低いことを明らかにしている。また、情報の非対称性（ビッド・アスク・スプレッド）が高く、市場が不完全である（出来高が少ない）場合に、比較可能性が高ければ、資本コストが低いという分析結果も報告している。Kim et al. [2013] と Fang et al. [2016] も、比較可能性が高い企業の負債コストが低いことを明らかにしている。

(2) 投資家間の情報の非対称性

GAAP 利益の比較可能性が高ければ、情報の入手コストや処理コストが低いことから、投資家間の情報格差も低いことが期待される。Neel [2017] は、IFRS 適用により比較可能性が改善する場合に、プラスの経済効果をもたらされることを報告しているが、経済効果を表す指標として、ビッド・アスク・スプレッドや Amihud

[2002]の非流動性尺度にも着目している。具体的には、比較可能性が高い場合にビッド・アスク・スプレッドと非流動性尺度が低下することを明らかにしている。また、若林[2019]は、日本企業について、会計発生高の質をコントロールしても、比較可能性とビッド・アスク・スプレッドおよび非流動性尺度との間にマイナスの関係があることを析出している。

(3) 将来利益反応係数

GAAP利益の比較可能性が高い企業について、投資家は将来利益をよりよく予想しうるならば、それは株価にタイムリーに反映されることが期待される。このような問題意識のもとで分析を行った結果、Choi et al. [2019]は、比較可能性が高い企業において、株価の情報内容が高く、将来利益反応係数（forward earnings response coefficient: FERC）がより高いことを報告している。また、利益を企業の個別情報と業界共通の情報に区別すると、比較可能性は企業の個別情報のFERCを高めることを明らかにしている。

(4) 利益訂正

Campbell and Yeung [2017]は、利益訂正を行った企業と行っていない企業とのGAAP利益の比較可能性が高い場合に、両社は類似の会計処理や測定方法を採用すると仮定し、次の分析結果を明らかにしている。まず、比較可能性が高い場合に、利益訂正を行っていない企業が将来において利益訂正を行う可能性が高いことを検出している。また、利益訂正を行った企業と行っていない企業との比較可能性が高い場合に、同業他社の利益訂正の発表に対して、マイナスの株価反応を示すことを報告している。ただし、その反応は利益訂正発表後も続くことから、彼らは投資家の取引規模によっ

て、結果が異なるのかどうかを調査している。その結果、投資家を取引規模の大きい投資家と小さい投資家に分けて分析を行った場合、取引規模の小さい投資家は、同業他社の利益訂正に対する反応が遅れることを報告している。つまり、取引規模の大きい投資家は、比較可能性の情報を十分織り込んで投資意思決定を行うことが例証されたといえよう。

2. GAAP利益の比較可能性が企業の現金保有や投資行動にもたらす効果

(1) 現金保有

企業が現金を保有するメリットは、予期せぬ支払いに備えたり、有望な投資機会を逃さないことにある（Opler et al. [1999]）。特に、情報の非対称性が高い場合には資本コストが高くなることから、企業が内部資金を活用して投資を行うことは合理的な行動であるといえよう。それでは、GAAP利益の比較可能性が高く、情報の非対称性が緩和されている場合についても同様のことがいえるのであろうか。

このような問題意識のもとで、Habib et al. [2017]は、比較可能性と企業の現金保有水準の関係について調査している。その結果、彼らは、比較可能性が高い場合に、企業の現金保有水準が低いことを明らかにしている。彼らの分析結果は、比較可能性が高ければ資本コストが低いというImhof et al. [2017]の結果とも首尾一貫しており、比較可能性が高い場合には、企業は余分な現金を持つ必要がないということを示唆している。

次に、Ahn et al. [2020]は、市場が企業の現金保有をどのように評価するのかに焦点を当てて分析を行っている⁽⁸⁾。比較可能性が高い場合に、情報の非対称性が緩和されており、資本コストは低いと考えられることから、Ahn et

al. [2020] は、現金保有水準が高ければ、市場はそのことをマイナスに評価すると予想する。その一方で、比較可能性が高い場合に、経営者に対するモニタリング機能が働くならば、現金が有効な投資に回されると考えられる⁹⁾。もしそうであるならば、比較可能性が高い場合に現金保有水準が高いことを市場はプラスに評価すると彼らは予想する。Ahn et al. [2020] は、このように相反する 2 つの仮説のうち、いずれがより強く当てはまるのかについて分析を行った。その結果、比較可能性が高い場合に現金の市場価値が高くなることから、彼らは比較可能性による情報提供機能よりもモニタリング機能のほうが高いと結論付けている¹⁰⁾。

(2) M&A

企業買収に際して、被買収企業の GAAP 利益の比較可能性が高ければ、その企業価値をより正確に評価できることから、買収企業はより効率的な資源配分を行うことが予想される。Chen et al. [2018] では、このような予想と首尾一貫する結果、すなわち被買収企業の比較可能性が高い場合に、買収アナウンスメント日周辺において、買収企業の株式リターンがより高いことを報告している。また、被買収企業の比較可能性が高い場合に、市場は買収によるシナジーが高いとみなすことを例証している¹¹⁾。さらに、被買収企業の比較可能性が高い場合に、買収後の買収企業の業績は買収前と比べてより高く、のれんの減損や被買収企業の売却は発生しにくいことも明らかにしている。このように、Chen et al. [2018] は、比較可能性が高い場合に、効率的な M&A が行われることを支持する結果を報告している。

(3) イノベーションの効率性

Chen et al. [2018] のほかに、GAAP 利益

の比較可能性が企業による効率的な投資を促進することを支持する研究として Chircop et al. [2020] がある。彼らは、比較可能性と研究開発費の投資効率の関係に着目し、比較可能性が高い場合にイノベーションの効率性が高いかどうかを調査している¹²⁾。分析の結果、彼らは、GAAP 利益の比較可能性が高い場合に、研究開発投資 1 ドルあたりの特許や引用が増えることを明らかにしている。特に、彼らは、研究開発費の投資効率が高くなる要因の 1 つとして、比較可能性が高くなると、同業他社の将来キャッシュ・フローの予測能力が高まることを指摘している。

V Non-GAAP 利益の有用性

前節で取り上げた GAAP 利益の比較可能性に関する研究で用いられた財務情報は、稼得利益や純利益であった。GAAP 利益の有用性に関しては、これまで Ball and Brown [1968] や Beaver [1968] を嚆矢とする数多くの研究で明らかにされてきたが、GAAP 利益に比べて、Non-GAAP 利益は、経営者の自発的な開示によるため、自由度（つまり、柔軟性）が高く、企業間の比較可能性が極めて低いと批判されることが多い。このような批判にさらされる Non-GAAP 利益の有用性は完全に否定されるのであろうか。本節では、財務報告の比較可能性の観点から批判を受けることが多い Non-GAAP 利益の有用性について検討する。

1. Non-GAAP 利益の開示目的

GAAP 利益とは異なり、Non-GAAP 利益は、経営者が「本業による業績」とみなす独自の指標の総称である。一般に、経営者が GAAP 利益から本業と関係がないとみなす損益項目を除外して算定することから、Non-GAAP 利益は、

プロフォーマ利益, 代替的業績指標 (Alternative Performance Measurements: APM), 経営者業績指標 (Management Performance Measures: MPM), 主要業績指標 (Key Performance Indicator: KPI) とよばれることもある⁽¹³⁾。以下では, これら複数の名称を Non-GAAP 利益に統一して用いる。

Non-GAAP 利益は, その名称にバラツキがあるように, 計算方法や開示フォーマットも, 企業や業界によって, バラツキがみられる。また, Non-GAAP 利益から除外されるのは費用項目が多いため, Non-GAAP 利益は GAAP 利益よりも金額が大きく, 平均的に Non-GAAP 利益 > GAAP 利益の関係が成立している。

それでは, 企業はなぜ Non-GAAP 利益を開示するのであろうか。いくつかの仮説があるなかで, 多くの先行研究では, 投資家の意思決定に有用である本業による利益情報を提供するという情報提供仮説や, 赤字企業が投資家を誤導するために一種の利益調整手段として Non-GAAP 利益を開示するという裁量・誤導仮説を検証しようとするものが多い。投資家を誤導する目的で Non-GAAP を開示する場合, 将来業績の予想に有用な損益項目が除外されることから, Non-GAAP 利益の質が低い傾向にあるとみなされる。一方, 情報提供目的で Non-GAAP 利益が開示されるならば, Non-GAAP 利益から除外された項目は将来業績の予想に有用ではないということになる。本稿では, 紙幅の関係から, 主として上記の 2 つの仮説に焦点を当て, 先行研究から得られる知見について整理する⁽¹⁴⁾。

2. 情報提供仮説と裁量・誤導仮説

(1) 情報提供仮説

企業が Non-GAAP 利益を開示するのは, GAAP 利益よりも本業の業績を表し, 将来業績

の予想や企業価値評価に役立つ情報を投資家に提供することであるかどうかを検証した初期の研究に, Bradshaw and Sloan [2002], Brown and Sivakumar [2003], Bhattacharya et al. [2003] がある。これらの研究は, GAAP 利益と比べて, Non-GAAP 利益に相対情報内容や増分情報内容があり, 価値関連性や将来業績の予測能力が高いことを報告している。しかし, 初期の研究には, I/B/E/S の EPS (つまりアナリストの提供する利益) を Non-GAAP 利益の代理変数として使用している研究も含まれていた (Bhattacharya et al. [2003])。

その後, この点を改善すべく, 実際に経営者の開示した Non-GAAP 利益情報を用いた研究が増えてきた。たとえば, Lougee and Marquardt [2004] は, GAAP 利益が有用でない場合において, Non-GAAP 利益のほうが情報内容を有しており, 将来業績の予測能力も高いことを明らかにしている。Leung and Veenman [2018] も, GAAP 利益がマイナスの企業は, 悪い業績を隠すのではなく, キャッシュ・フローの裏付けがある Non-GAAP 利益を開示しており, それによって市場も誤導されないことを報告している。Bentley et al. [2018] は, アナリストによる情報の裏付けがある場合に, Non-GAAP 利益の予測可能性が高いことを報告している。これらの研究は, 相対的に Non-GAAP 利益の信頼性が高い場合に焦点を当て, Non-GAAP 利益情報の有用性を裏付ける結果を提示している。

(2) 裁量・誤導仮説

Non-GAAP 利益の情報提供仮説を支持する研究とは反対に, 誤導仮説を支持する研究結果も報告されている。例えば, Doyle et al. [2003] は, Non-GAAP 利益の算定から除外される項目が, 将来キャッシュ・フローおよび株式リタ

ーンと関係していることから、将来業績の予測に役立つ項目が意図的に取り除かれている可能性がある」と指摘している。また、Non-GAAP利益の算定から除外された項目が株価に十分織り込まれていないことから、Non-GAAP利益によって投資家が誤導されている懸念があると結論付けている。Bhattacharya et al. [2007] は、取引規模に基づき洗練されている投資家と洗練されていない投資家を定義したうえで、洗練されていない投資家は、GAAP利益ではなく、Non-GAAP利益に基づいた取引を行うが、洗練されている投資家は、Non-GAAP利益に基づく取引を行わないと結論付けている。Frankel et al. [2011] は、取締役会の独立性が低い場合に、Non-GAAP利益の算定から経常的な項目を機会主義的に取り除く傾向があることを報告している。

Doyle et al. [2013] は、アナリスト予想を達成するように、企業が機会主義的に Non-GAAP利益を算定していることを例証している。また、他の利益調整の手段と代替的に Non-GAAP利益を用いた裁量が行われるが、市場はその情報を割り引いて評価していることを報告している。Black et al. [2017] は、アナリスト予想を達成するために、経営者が複数の選択肢の中から優先順位を付けて裁量を行うと予想し、実体的および会計的裁量行動に基づく利益調整と Non-GAAP利益の開示の関係を検討している。その結果、彼らは利益調整を行っても実績利益がアナリスト予想をわずかに達成しない企業に関しては、Non-GAAP利益を開示する傾向があることを報告している。

(3) 規制の効果

投資家を誤導する目的で Non-GAAP利益が開示されるのではないかと懸念を受けて、米国の証券取引委員会 (Securities and Exchange

Committee: SEC) は、2001年12月に連邦証券法の不正防止規定により、Non-GAAP利益情報の開示企業を対象に注意勧告を行った (SEC [2001])。その後、2002年7月にサーベンス・オクスリー法 (the Sarbanes-Oxley Act: SOX法) の401条で、SOX法の制定日から180日以内に Non-GAAP指標の規制を行うことを明らかにした。これを受けて翌年の3月に、SECは Non-GAAP利益の開示企業にレギュレーション G (Regulation G: Reg G) とレギュレーション S-K (Regulation S-K: Reg S-K) の適用を義務付けた。

Reg Gでは最も直接比較できる GAAP利益と Non-GAAP利益との調整額を開示することを、Reg S-Kでは GAAP利益が Non-GAAP利益と同等あるいはそれ以上に目立つように開示することを、また、なぜ Non-GAAP利益が投資家に有用であるとみなされるかについての理由を説明することを企業に義務付けた。その後、SECは、Non-GAAP利益の開示について法令遵守および開示に関する解釈 (Compliance and Disclosure Interpretations: C&DIs) を公表し、Non-GAAP利益の開示に関する解釈指針を示している (SEC [2018])。

そこで、これらの米国における一連の規制、特に Reg Gが Non-GAAP利益の開示に及ぼした影響を調査した研究をみていくことにする⁽¹⁵⁾。Marques [2006] は、Reg Gの前後における Non-GAAP利益の開示について検証した結果、Reg Gが承認された後に Non-GAAP利益の開示は減少したが、市場は Non-GAAP利益の開示に対してプラスに反応するようになったことを明らかにしている。また、アナリストによる情報の裏付けがある場合に、市場は Non-GAAP利益に対してプラスに反応することを報告している。

次に、Kolev et al. [2008] は、Reg Gによ

る SEC の規制前と比べて規制後、概ねより一時的な費用項目が Non-GAAP 利益から除外されることを報告している。規制後に Non-GAAP 利益の開示を止めた企業については、将来業績との関連性が高い費用項目を除外していたことを示しており、規制以前に裁量的に Non-GAAP 利益を開示していたことを裏付ける証拠を提供している。

(4) Non-GAAP 利益の質

SEC による Non-GAAP 利益の開示をめぐる一連の規制は、概ね Non-GAAP 利益の開示にプラスの効果を及ぼしていることがわかる。その規制による開示内容に着目した研究に Chen et al. [2021] がある。彼らは、Reg G, Reg S-K, C&DIs に基づき、Non-GAAP 利益の質を尺度化している。具体的には、Non-GAAP 利益を開示する理由を説明しているかどうか、Non-GAAP 利益とわかる名称を用いているかどうか、直接比較できる GAAP 利益を明示しているかどうか、Non-GAAP 利益を GAAP 利益よりも目立たせていないかどうか、Non-GAAP 利益の算定において取り除かれた損益項目を明示しているかなど 12 項目の合計に基づき質的開示スコアを算定している。このスコアが高いほど、規制に従っており、Non-GAAP 利益の質は高いということになる。

Chen et al. [2021] は、質的開示スコアが高い場合に、Non-GAAP 利益からの除外項目は将来業績と関係せず、より一時的な性質を示していることを例証している。また、質的開示スコアが高い場合には、GAAP 利益の代わりに Non-GAAP 利益によってアナリスト予想を達成する傾向が低くなることも明らかにしている。さらに、イベントスタディの分析結果は、質的開示スコアが高い場合に、投資家は Non-GAAP 利益からの除外項目を一時的な項目と

みなす傾向があることを示している。

3. Non-GAAP 利益計算の首尾一貫性と比較可能性

Non-GAAP 利益への批判は、計算が時系列で一貫していない、また同業他社と異なることから、財務情報の利用者が誤導されるという点にある⁽¹⁶⁾。このような批判や懸念について、比較可能性という観点から調査した研究に Black et al. [2021] がある。Black et al. [2021] は、比較可能性を時系列とクロスセクションで検討しているが、混乱を避けるため時系列で Non-GAAP 利益の算定項目が変わっていない場合は首尾一貫性が高い、クロスセクションでライバル企業と Non-GAAP 利益の算定項目が異なっていない場合は比較可能性が高いと分類している⁽¹⁷⁾。具体的には、2 期連続で Non-GAAP 利益の算定項目に変化がない場合に、首尾一貫性が保たれており、同業他社の 50%以上と同様の項目が Non-GAAP 利益の算定項目である場合に、比較可能性が保たれていると認識する。このように、それぞれ財務報告レベルでの首尾一貫性と比較可能性を検討している。さらに、第Ⅲ節で言及した De Franco et al. [2011] に基づいて GAAP 利益と Non-GAAP 利益の比較可能性についても測定している。

彼らは、まず、時系列で Non-GAAP 利益の計算方法が変更される場合、Non-GAAP 利益と将来の本業の業績の関係に違いをもたらすのかどうかを調査している。その結果、観測値の 88%は、前期と当期で Non-GAAP 利益の定義を変更していないが、変更があった場合に、Non-GAAP 利益と将来業績の関連性は高いことを例証している。

次に、同業他社と比べて Non-GAAP 利益の計算項目が異なる場合、Non-GAAP 利益と将来の本業の業績の関係に違いをもたらすのか

どうかについても分析している。その結果、観測値の 52%が、同業他社と同じ項目を Non-GAAP 利益の算定に用いているが、標準的な処理から逸脱している企業の Non-GAAP 利益は、よりよく本業の業績を伝えていることを明らかにしている。

さらに、Black et al. [2021] は、De Franco et al. [2011] の比較可能性を測定するにあたって、財務情報の代理変数として、GAAP 利益と Non-GAAP 利益を代入した場合、平均的に比較可能性が高いのはいずれの利益かについて調査している。彼らの分析結果は、GAAP 利益と比べて、Non-GAAP 利益の比較可能性のほうが高いものの、GAAP 利益として営業利益を用いた場合に両者の比較可能性に差がないことを示している。この結果から、彼らは、非経常項目を除外することによって、Non-GAAP 利益の比較可能性が高くなっていると結論付けている。しかし、彼らは非経常項目の金額が大きい場合や、GAAP 利益では達成できないアナリスト予想を Non-GAAP 利益で達成する場合に、計算方法を変更することや、同業他社と異なる計算を行うことを明らかにしている。このことから、彼らの分析結果は、裁量目的から Non-GAAP 利益を開示するという点も否定できないことを示している。

VI 結論と今後の課題

本稿では、財務情報として、GAAP 利益と Non-GAAP 利益の両方に着目し、比較可能性の観点からその有用性を検討した。前半は、GAAP 利益の比較可能性に関する研究について整理した。その結果、GAAP 利益の比較可能性が高い場合に、資金調達コストが低く、投資家間の情報の非対称性が緩和されており、将来利益反応係数が高いことが明らかにされた。ま

た、利益訂正を行った企業との比較可能性が高い企業は将来に利益訂正を行う可能性が高く、取引規模の大きい投資家はこの情報がある程度織り込んで行動することが検証された。

次に、企業の現金保有水準に関しても、比較可能性が高い場合にその水準が低いことや、市場が企業による現金保有をプラスに評価することが例証された。さらに、比較可能性は、M & A や研究開発などの企業の投資行動の効率性を高めることも報告された。このように、先行研究は、GAAP 利益の比較可能性が、投資家の意思決定、経営者のモニタリング、企業の投資行動にプラスの効果をもたらすことを明らかにした。

本稿の後半では、GAAP 利益と比べて、財務報告の比較可能性が担保されないと批判される Non-GAAP 利益の有用性について、先行研究に基づき検討した。その結果、特に、GAAP 利益の有用性が低い状況において、Non-GAAP 利益の有用性が高くなることが明らかにされた。Non-GAAP 利益が裁量的に開示されていることを裏付ける研究もみられたが、規制によって、より詳細な開示が義務付けられたことから、企業による裁量目的での開示が減少することを支持する検証結果も観察された。また、投資家がより詳細な情報を利用して、Non-GAAP 利益の質を判別できることも明らかにされた。

さらに、Black et al. [2021] では Non-GAAP 利益の計算において、分析に用いられた大半の企業は時系列でその定義を変更していないし、同業他社と同じ定義を採用していることも示された。De Franco et al. [2011] に基づいて、GAAP 利益と Non-GAAP 利益の比較可能性を比較した分析に関しては、GAAP 利益として稼得利益を用いた場合に、むしろ Non-GAAP 利益の比較可能性のほうが高いという検証結果も報告された。

このように、先行研究は、Non-GAAP 利益が投資家の有用性に貢献することや、利益情報としての比較可能性は確保されていることを明らかにしている。その一方で、規制によって緩和されたとはいえ、利益調整の手段の1つとして Non-GAAP 利益が開示されていることを支持する検証結果も報告されていることから、Non-GAAP 利益の裁量・誤導仮説を完全に否定することはできない。

以上、本稿では、米国のデータに基づく検証結果を中心に上げてきたが、今後の課題としては、わが国のデータに基づく GAAP 利益の比較可能性に関する研究および Non-GAAP 利益に関する研究の蓄積が待たれるところである。特に、Non-GAAP 利益については、IFRS 適用企業において、ある程度の開示が進んできたことから、わが国独自の開示目的や検証結果が観察されるのか、興味もたれる。

注

- (1) IFRS に関する包括的なレビューについては De George et al. [2016] などを参照されたい。
- (2) ただし、IFRS が原則主義であることを考えると、IFRS の適用は必ずしも画一的な会計処理方法を促すわけではないという指摘もある (Shipper [2003])。
- (3) 画一性 (統一性) と柔軟性 (弾力性) については、徳賀 [2000] や中野 [2020] などを参照されたい。
- (4) 比較可能性の測定尺度に関しては、若林 [2016] において取り上げている。なお、Cascino and Gassen [2015] などでは、De Franco et al. [2011] の株式リターンを一期先の営業キャッシュ・フローに置き換えて頑健性のチェックを行っているが、先行研究ではいずれの指標によっても概ね首尾一貫した分析結果を報告している。
- (5) De Franco et al. [2011] は、個々の取引事象に関する会計処理方法ではなく、全体の取引事象を株式リターンで代理し、会計処理の結果であるアウトプットを代表して利益で代理することから、第 II 節における画一性と柔軟性の議論に影響を受けることなく、財務情報の比較可能

性を尺度化しているといえる。

- (6) 実際の分析には、100 をかけて百分率にした値やランクに変換した値を用いることが多い。
- (7) なお、財務会計の機能に着目すると、財務情報には資本市場への貢献、すなわち意思決定支援機能のみならず、企業を取り巻く利害関係者との効率的な契約の締結の役立ち、いわゆる契約支援機能が期待される (須田 [2000])。若林 [2021] では、GAAP 利益の比較可能性がもたらす契約支援機能として、経営者報酬契約に関する研究をレビューしている。
- (8) Ahn et al. [2020] は、Habib et al. [2017] の検証結果、すなわち、比較可能性と現金保有の間にマイナスの関係がみられるということは、資金調達がしやすくなることのほかに、経営者に対するモニタリングが効くことによって、余分な現金保有が抑制されることから導き出される結果であると指摘する。
- (9) 比較可能性によるモニタリング機能が働く場合に、経営者が自らの利得のために企業価値の向上にはつながらない投資を行う Jensen [1986] のフリー・キャッシュ・フロー問題が引き起こされる傾向が抑制されると考えるからである (Ahn et al. [2020])。
- (10) Ahn et al. [2020] のほかに、株価暴落のリスク評価において、比較可能性の情報提供機能とモニタリング機能に着目した研究に、Kim et al. [2016] がある。
- (11) ここでいうシナジーは、買収企業と被買収企業の買収アナウンスメント日周辺の累積残差リターンの加重平均として測定される (Chen et al. [2018])。
- (12) Chircop et al. [2020] では、比較可能性を算定するにあたって、研究開発費を足し戻した利益に基づき比較可能性を算定している。
- (13) ストリート利益 (Street Earnings) という場合、アナリストが算定して開示する利益を指すことが多い。
- (14) Non-GAAP 利益に関する包括的なレビューについては、Black et al. [2018] を参照されたい。
- (15) 本稿では、主として Non-GAAP 利益の実証研究に焦点を当てているが、米国を中心とする Non-GAAP 利益の広がりや規制当局の対応などに関しては、Black [2018] や山田 [2019] が詳しい。
- (16) 2018 年に更新された SEC の解釈指針である C&DIs では、たとえば、「Non-GAAP 指標は、時系列で一貫性のない方法で提示された場合、誤解を招く可能性がありますか。」という問いに対して、誤解を招くと回答し、変更による金額の影響や変更の理由が説明されていなければ、Reg G に違反する可能性がある」と警告している

(SEC, 2018)。

- (17) 第Ⅱ節で取り上げた概念フレームワークにおける首尾一貫性の定義とは異なることに注意されたい。

参考文献

- Ahn, H., S. Choi, and S. Yun [2020], “Financial Statement Comparability and the Market Value of Cash Holdings,” *Accounting Horizons*, Vol.34, No.3, pp.1-21.
- Amihud, Y. [2002], “Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects,” *Journal of Financial Markets*, Vol.5, No.1, pp.31-56.
- Ball, R., and P. Brown [1968], “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, pp.159-178.
- Beaver, W. H. [1968], “The Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research*, Vol.6, Supplement, pp.67-92.
- Bentley, J., T. Christensen, H. Gee, and B. Whipple [2018], “Disentangling Managers’ and Analysts’ Non-GAAP Reporting,” *Journal of Accounting Research*, Vol.56, No.4, pp.1039-1081.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and C. Larson [2003], “Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.36, Nos.1-3, pp.285-319.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler [2004], “Empirical Evidence on Recent Trends in Pro Forma Reporting,” *Accounting Horizons*, Vol.18, No.1, pp.27-43.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler [2007], “Who Trades on Pro Forma Earnings Information?” *The Accounting Review*, Vol.82, No.3, pp.581-619.
- Black, D., T. Christensen, J. Ciesielski, and B. Whipple [2018], “Non-GAAP Reporting: Evidence from Academia and Current Practice,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.45, Nos.3-4, pp.259-294.
- Black, D., T. Christensen, J. Ciesielski, and B. Whipple [2021], “Non-GAAP Earnings: A Consistency and Comparability Crisis?” *Contemporary Accounting Research*, Vol.38, No.3, pp.1712-1747.
- Black, E., T. Christensen, J. Taylor, and R. Schmardebeck [2017], “The Relation between Earnings Management and Non-GAAP Reporting,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.34, No.2, pp.750-782.
- Bradshaw, M. T., and R. G. Sloan [2002], “GAAP versus the Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol.40, No.1, pp.41-66.
- Brochet, F., A. Jagolinzer, and E. Riedl [2013], “Mandatory IFRS Adoption and Financial Statement Comparability,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.30, No.4, pp.1373-1400.
- Brown, L., and K. Sivakumar [2003], “Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures,” *Review of Accounting Studies*, Vol.8, No.4, pp.561-572.
- Campbell, J., and P. Yeung [2017], “Earnings Comparability, Accounting Similarities, and Stock Returns: Evidence from Peer Firms’ Earnings Restatements,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.32, No.4: pp.480-509.
- Cascino, S., and J. Gassen [2015], “What Drives the Comparability Effect of Mandatory IFRS Adoption?” *Review of Accounting Studies*, Vol.20, No.1, pp.242-282.
- Chen, C., D. Collins, T. Kravet, and R. Mergenthaler [2018], “Financial Statement Comparability and the Efficiency of Acquisition Decisions,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.35, No.1, pp.164-202.
- Chen, H., Y. Lee, S. Lo, and Y. Yu [2021], “Qualitative Characteristics of Non-GAAP Disclosures and Non-GAAP Earnings Quality,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.72, No.1, pp.1-24.
- Chircop, J., D. Collins, L. Hass, and N. Nguyen [2020], “Accounting Comparability and Corporate Innovative Efficiency,” *The Accounting Review*, Vol.95, No.4, pp.127-151.
- Choi, J., S. Choi, L. Myers, and D. Ziebart [2019], “Financial Statement Comparability and the Informativeness of Stock Prices about Future Earnings,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.36, No.1, pp.389-417.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand [2010], “Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.50, Nos.2-3, pp.344-401.
- De Franco, G., S. Kothari, and R. Verdi [2011], “The Benefits of Financial Statement Comparability,” *Journal of Accounting Research*, Vol.49, No.4, pp.895-931.
- De George, E., X. Li, and L. Shivakumar [2016], “A Review of the IFRS Adoption Literature,” *Review of Accounting Studies*, Vol.21, No.3, pp.898-1004.
- Doyle, J., J. Jennings, and T. Soliman [2013], “Do

- Managers Define Non-GAAP Earnings to Meet or Beat Analyst Forecasts?" *Journal of Accounting and Economics*, Vol.56, No.1, pp.40-56.
- Doyle, J., R. Lundholm, and M. Soliman [2003], "The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings," *Review of Accounting Studies*, Vol.8, No.2, pp.145-174.
- Fang, X., Y. Li, B. Xin, and W. Zhang [2016], "Financial Statement Comparability and Debt Contracting: Evidence from the Syndicated Loan Market," *Accounting Horizons*, Vol.30, No.2, pp.277-303.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) [2018], *FASB Conceptual Framework: Amendments to Statement of Financial Accounting Concepts No. 8 As Amended*. FASB, Norwalk, CT.
- Frankel, R., S. McVay, and M. Soliman [2011], "Non-GAAP Earnings and Board Independence," *Review of Accounting Studies*, Vol.16, No.4, pp.719-744.
- Habib, A., M. Hasan, and A. Al-Hadi [2017], "Financial Statement Comparability and Corporate Cash Holdings," *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, Vol.13, No.3, pp.304-321.
- Hong, H. [2013], "Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards Decrease the Voting Premium for Dual-Class Shares?" *The Accounting Review* Vol.88, No.4, pp.1289-1325.
- Horton, J., G. Serafeim, and I. Serafeim [2013], "Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?" *Contemporary Accounting Research*, Vol.30, No.1, pp.388-423.
- Imhof, M., S. Seavey, and D. Smith [2017], "Comparability and Cost of Equity Capital," *Accounting Horizons*, Vol.31, No.2, pp.125-138.
- International Accounting Standards Board (IASB) [2018], *Conceptual Framework for Financial Reporting*. IASB, London.
- IASB [2019], *General Presentation and Disclosure Exposure Draft ED/2019/7*. IASB, London.
- Kim, S., P. Kraft, and S. Ryan [2013], "Financial Statement Comparability and Credit Risk," *Review of Accounting Studies*, Vol.18, No.3, pp.783-823.
- Kim, J., L. Li, L. Lu, and Y. Yu [2016], "Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.61, Nos.2-3, pp.294-312.
- Kolev, K., C. Marquardt, and S. McVay [2008], "SEC Scrutiny and the Evolution of Non-GAAP Reporting," *The Accounting Review*, Vol.83, No.1, pp.157-184.
- Leung, E., and D.Veenman [2018], "Non-GAAP Earnings Disclosure in Loss Firms," *Journal of Accounting Research*, Vol.56, No.4, pp.1083-1137.
- Lougee, B., and C. Marquardt [2004], "Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings," *The Accounting Review*, Vol.79, No.3, pp.769-795.
- Marques, A. [2006], "SEC Interventions and the Frequency and Usefulness of Non-GAAP Financial Measures," *Review of Accounting Studies*, Vol.11, No.4, pp.549-574.
- Neel, M. [2017], "Accounting Comparability and Economic Outcomes of Mandatory IFRS Adoption," *Contemporary Accounting Research*, Vol.34, No.1, pp.658-690.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson [1999], "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics*, Vol.52, No.1, pp.3-46.
- Schipper, K. [2003], "Principles-Based Accounting Standards," *Accounting Horizons*, Vol.17, No.1, pp.61-72.
- Schipper, K., and L. Vincent [2003], "Earnings Quality," *Accounting Horizons*, Vol.17, Supplement, pp.97-110.
- Securities and Exchange Commission (SEC) [2001], *Cautionary Advice Regarding the Use of "Pro Forma" Financial Information in Earnings Releases (Securities and Exchange Commission Release Nos.33-8039, 34-45124, FR-59)*.
- SEC [2018], *Non-GAAP Financial Measures. SEC Compliance & Disclosure Interpretations*.
- 須田一幸 [2000] 『財務会計の機能—理論と機能』白桃書房。
- 徳賀芳弘 [2000] 『国際会計論—相違と調和—』中央経済社。
- 中野貴之 [2020] 「IFRS の適用と財務情報の比較可能性: 投資家の要請と財務会計の基礎概念の交錯」『会計』第 197 巻第 6 号, 642-655 頁。
- 山田純平 [2019] 「海外における Non-GAAP 指標をめぐる動向」『企業会計』第 71 巻第 9 号, 74-80 頁。
- 若林公美 [2016] 「財務情報の比較可能性の尺度に関する研究」『甲南経営研究』第 57 巻第 3 号, 77-103 頁。
- 若林公美 [2018] 「IFRS と財務情報の比較可能性」『国際会計研究学会 年報 2017 年度』第 1・2 合併号, 117-130 頁。
- 若林公美 [2019] 「会計情報の比較可能性と投資家間の情報の非対称性」『会計』第 195 巻第 4 号, 333-344 頁。
- 若林公美 [2021] 「財務報告の比較可能性と経営者

報酬契約における相対業績評価」『會計』第 199 卷第 5 号, 519-532 頁。

(付記) 本稿は, 国際会計研究学会第 38 回研究大会における統一論題報告に基づいている。座長の中野貴之先生, 古庄修先生, 藤本貴子先生, 阪智香先生, 野村嘉

浩先生, 成岡浩一先生から有益なコメントやサジェスチョンをいただいた。記して感謝申し上げます。ただし, ありうべき誤謬は筆者に帰するものである。なお, 本稿は JSPS 科研費 JP18K01955 の助成による研究成果の一部である。