

利益の質による企業評価

利質分析の理論と基本的枠組み

*

一ノ宮士郎

(日本政策投資銀行 設備投資研究所)

* 本稿作成に際しては、東京国際大学 青木茂男教授、神戸大学 須田一幸教授より有益な助言を頂戴した。また設備投資研究所内における討議の際には、青山学院大学 八田進二教授をはじめ討議参加者の方々から貴重なコメントを頂いた。記して感謝したい。もちろん、あり得べき誤りは全て筆者の責任である。

目 次

はじめに	1
第 1 章 利質とは何か	3
「利質」を巡る日米の動向	
利質の定義	
利質の利用形態	
AICPA によるケーススタディ	
第 2 章 利質に関する先行研究	19
概観	
財務分析によるアプローチ	
裁量的会計行動によるアプローチ	
キャッシュフローによるアプローチ	
先行研究のまとめと検討	
第 3 章 利質分析の適用	81
利質概念と利質分析のまとめ	
利質分析の基本的枠組み	
利質分析の試み（自動車業界をケースとして）	
第 4 章 総括と今後の課題	99
参考文献	103

はじめに

米国では、「利益の質 (Quality of Earnings)」¹という概念は企業評価²で検討されるべき基本項目となっている。この利質は、元来 O'glove や Siegel に代表されるアナリストが、企業分析実務の中から発展させてきた分析概念であり、その歴史は古いものがある。また、最近になって SEC、アメリカ会計学会、アメリカ公認会計士協会等における研究テーマとして再び脚光を浴びている。

本文で述べていること以外にも、例えば、1998年の「The Numbers Game」という有名なスピーチにおいて、SECの元委員長 Levitt は財務報告と Earnings Management を巡る諸問題を論じ、Earnings Management の横行により、米国の財務報告の質は崩壊しつつあると警告を発していた。これを受けて SEC は、財務報告の質を向上させる努力を現在に至るまで続けている。この場合の財務報告の質とは、利質と言い換えることができるのである。

また、Teets [2002] によれば、Enron 事件の発生した翌年の 2002 年には、米国議会においても利質問題が議論されたとしている³。FRB の Greenspan 議長や Bies らの政策当局者が、米国の金融・経済における財務報告の質の問題に言及する機会も多くなっている。

しかし、米国に比べ、我が国では利質という概念が述べられる例は、非常に少ない。手許にある会計学の基本書を探しても、恐らく利質という概念は見つからないであろう。通常であれば、米国で開発された概念や手法は、我が国でも時日を置かず導入されることが多いにもかかわらず、利質という分析概念は、不思議と我が国ではあまり利用されていないのである。

ところで、我が国における従来の伝統的な財務分析は、利益の金額という量的側面に基づいた比率分析を主体として論じられていることが多い。利質は、利益の質的側面に着目するものであり、この点利質は利益の分析に対し別の光を当てるものである。従って、定量的な利益分析に加えて、利質分析を追加することは、従来からの財務分析の幅を広げることにつながり、我が国における企業評価に寄与するところは大きいと考えられる。

このような問題意識に基づき、利質分析の先進国である米国における利質に関する様々な見解をできるだけ幅広く検討することにより、利質理論の現状を明かにし、さらに企業評価手法としての利質分析の基本的枠組みを示すよう試みることにした。

佐藤 [1994] は、「ところで、わが国の企業評価については、長い間の右肩上がりの経済のもとで、担保を重視した判断に偏り、企業の実態を丹念に見ていく作業が軽視されてい

¹ 利益の質は、英語で Quality of Earnings または Earnings Quality、あるいは QOE と略して使用される。我が国では、利益の質または利質と呼ばれる（佐藤 [1995] 1 頁）。本稿では、利質という表現で統一している。

² 本稿では、企業評価という概念を広義に捉えており、いわゆる企業価値の評価だけに限定して考えているものではなく、与信判断における信用力評価も含むという立場である。

³ Teets [2002], p.355 参照。

たという指摘がなされている。そうであれば、土地などの資産の担保力が従来のように絶対的な目安でなくなった今日企業評価の原点に回帰する必要がでてきているはずである。そこで「利質」という興味深い概念が語られている。」と述べている⁴。これは、10年前に述べられた見解であるが、今でも十分通用するのではなからうか。不良債権問題と金融機関の融資の在り方が問われている現在、リスク管理手法の高度化と並び、利質分析は企業評価の原点に回帰するための一つのツールとして、目を向けるべきものではないかと感じられる。利質がホットなテーマである米国とは、事情が異なるかもしれないが、企業評価の進むべき方向には大きな違いはないと考える。

本稿の構成は、まず第1章で利質を巡る日米の動向やその定義、さらに米国における利質概念の利用形態を概観する。第2章において、米国を中心とした利質に関する先行研究をアプローチ別にできるだけ詳細に整理・検討する。先行研究の検討を踏まえて、本稿における利質の定義を明らかにした。さらに第3章において、利質分析のまとめを行い、一つの例として利質分析の基本的枠組みの提案を行う。その上で我が国自動車業界を対象に、本稿で提案した利質分析を適用し、利質による企業評価を試みる。最後の第4章では、利質概念と利質分析の総括を行い、今後の課題を提示する。

⁴ 佐藤 [1994] 138 頁参照。

第1章 利質とは何か

「利質」を巡る日米の動向

1 米国の現状

利質という概念自体は目新しくものではない¹。そもそもは、1930年代において過大評価あるいは過小評価されている株式を探すためのファンダメンタル分析で使用された概念から発展してきた考え方とされる²。過大評価あるいは過小評価された株式は、実質的な価値以上あるいは以下の価値を付されていたことになり、株価は徐々に企業の実質的な価値に収束していくものであるという考えが示唆されていた。アナリストが、実質的な企業価値を見出すには、財務諸表を注意深く分析することが必要になることから、分析概念としての「利質」が派生してきたといわれている³。

利質概念がよく知られるようになったのは、特に1960年代後半から1970年代前半にかけてである。すなわち、1960年代後半以降、企業の財務諸表を分析したレポートを作成する財務（証券）アナリストによって、利質が注目されるようになったと指摘されている⁴。

このように利質概念が普及していた米国において、最近「利質」が再び非常にホットなテーマになっている。従来から、利質に関する研究は学会・実務を問わず盛んであったが、とりわけ Enron 事件以降は、財務報告の信頼性回復と関連させて、特に利質に言及した論文や記事が増加しているように感じられる。

例えば、アメリカ会計学会（American Accounting Association:AAA）は、ここ数年「利質プロジェクト」⁵をいくつか精力的に推進している。2002年、2003年と年次大会で相次いで利質に関するトピックが取り上げられている。内容も、財務報告だけに止まらず、監査、コーポレート・ガバナンス、国際比較、資本市場との関係、不正・Earnings Management⁶との関係等非常に幅広い分野に及んでいる。また、AAA が発行している「The Accounting Review」、 「Accounting Horizons」、 「Issues in Accounting Education」という専門誌においても、利質を巡る様々な論文が公表されているほか、利質に関するカンファレンス開催（2002年1月）、アメリカ公認会計士協会（American Institute of Certified Public

¹ 例えば、Brown [1994] は、「利益の品質という用語は目新しくものではない。長年にわたって投資の文献において用いられてきた。ただし、正確な意味を欠いていた」（邦訳 28 頁）とする。

² Ayres [1994] は、利質の歴史を簡単に要約している。

³ Brown [1994] は、株式リターンに対する会計利益の説明力の弱さの原因は、利質の低さに求めたとしている（邦訳 28 頁、40-41 頁参照）。

⁴ Ayres [1994] , p.27 参照。O'glove [1987] は、利質に関する古典とされ、投資家が投資しようとする企業が実際に利益を稼いでいるものかどうかという点を、利質の概念を使用して解説したものとして、利質の考え方を普及させた研究であるといわれており、利質の成り立ち等を詳しく知ることができる文献である。

⁵ SEC による資金援助もなされており、規制当局もこの問題に深い関心を寄せていることを窺わせる。また基準設定主体も同様である。例えば Schipper et al. [2003] 参照。

⁶ Earnings Management には、利益操作、決算操作、利益調整等様々な訳があるが、本稿では原語のまま使用した（以下全て同じ）。Earnings Management の詳細については、例えば一ノ宮 [2003] 参照。

Accountants:AICPA)によるCPE(プロフェッショナルのための継続教育)教材の開発、同じくAICPAによる利質に関するケース集作成等が行われている。さらに、Wall Street Journal や Forbes といった一般的なビジネス雑誌・新聞においても、利質に関する記事が盛んに掲載されている。

それでは、なぜ「利質」という概念が、従来から米国において重視され、また最近再び注目を浴びているのか。主な要因としては、次のようなものがあると推測される

企業の多角化によって、事業構造が複雑化し将来の業績予測が困難になったこと

経営者による Earnings Management が、SEC 等で問題とされ、公表財務諸表における報告利益の「金額」だけでは、企業に対する適切な意思決定を行うことが困難になってきたこと⁷

Enron の粉飾決算疑惑に端を発した、いわゆる不正会計問題に関連して、公認会計士や監査委員会の監査の役割と機能、さらに会計基準や財務報告制度自体に対する信頼性が揺らいできていること

現在の会計の基本である発生主義には、見積誤差というノイズが必ずつきまとっているが、キャッシュフロー情報の有用性が盛んに宣伝されることにともない、かかる発生主義会計に対する疑問が生じてきていること⁸

ところで、利質概念は、一体いかなる意義を持つものなのであろうか。

この点について、例えば、財務分析の視点から利質を論じている Siegel [1982] は、公認会計士、アナリスト、企業の財務担当者を対象とした、利質に関する実態をアンケート調査し、利質という概念は、「実務家にとりよく知られた、また重要かつ有用な概念」であるとし、利質概念の重要性を強調している⁹。

また、伊藤 [2000] は、利質概念の現代的意義について次のように述べている。すなわち、「会計情報のなかで最も重視される情報は利益に関するものである。業績評価や利益の分配が、会計利益をもとに行われることからその重要性は理解できるだろう。利益が重要な意味をもつことから企業行動も影響を受けることになる。実際より利益を多くみせようとするための会計方針の変更や、決算対策としての有価証券や固定資産の売却益の計上などはその代表的な行動である。こうした行動の結果、利益額は嵩上げされる。しかし注意しなければならないのは、それによって企業の真実の価値が高められたのではない。最もこういった企業行動の背景には、会計情報の利用者の姿勢が反映されていることも忘れ

⁷ 発生主義会計における財務数値には、経営者の裁量の介入が不可避である、あるいは決算数値は、経営者による Earnings Management によって歪められ、企業の実態を反映したものではないという批判がなされている。

⁸ 「Cash is King」という表現により、近年企業価値評価や業績評価において、発生主義に基づく利益数値ではなくキャッシュフローを重視すべきであるとの指摘は多い。但し、実務的には、利益とキャッシュフローともに重視する必要があるというのが一般的であろう。濱本 [2002] は、発生主義利益には常に見積りの誤り(すなわちノイズ)が含まれる可能性があり、仮定や見積りに含まれるノイズが発生主義利益にある種の「歪み」をもたらすため、利質はノイズの大きさに伴って低下すると考えられるとする(102頁)。また Palepu et al. [2000] は、経営者には会計上の自由裁量を利用して利益数値を操作するインセンティブが生まれるため、Earnings Management により財務諸表データに歪みやバイアスが生じ、会計の質(つまり利質)は低くなると主張している(邦訳 49頁)。

⁹ Siegel [1982], p.65 参照。

てはならない。ホンモノが求められる今日、企業会計においてもホンモノ志向が求められるてくるだろう。言い換えれば、それは「利益の質」の向上である」¹⁰とし、利質を分析することは、企業のホンモノを把握するために必要不可欠なことであると力説している。

2 我が国の現状

利質という概念が、米国の会計実務から生み出され、かなり以前から幅広く実務で普及していたという状況は前項で述べたとおりである。

ところで、利質概念は、我が国では比較的珍しいのではなかろうか。例えば、利質を考察した文献は、青木 [1989]、佐藤 [1995]、木村 [1999a]、濱本 [2002] 等米国に比べ格段に少ないと思われる。さらに、我が国の代表的な会計学や財務諸表分析等のテキストも、利質に言及しているものは極めて少ない¹¹。しかし、実務的には、利質概念が必ずしも無視されてきたわけではないようである。

例えば、佐野 [1994] は、「アナリストの眼」というコラムにおいて、産業分析に関する日米の視点の比較を述べている。その中で、佐野は日米で手法に大きな差異はないものの、米国では「利益の質」という概念が非常に強調されていると注意を喚起している。また新聞でも利質に言及した記事を時折目にもすることもある¹²。アナリストの企業分析実務の世界では、利質概念は常識とはいえないまでも、ある程度意識はされていたのではないかという印象を受ける。我が国では、従来本格的な研究がなされなかったため、さほど注目を浴びてこなかっただけなのかもしれない¹³。

一方、キャッシュフロー計算書が各国で制度化され、利質を把握することが作成目的の一つとして取り上げられたことから、我が国の場合利質概念に関心が持たれるようになったと考えることもできる。事実我が国では、佐藤 [1995]、鎌田 [1998] のように、キャッシュフロー概念の立場から、利質を検討している見解が従来多かった。

例えば佐藤 [1995] は、キャッシュフロー計算書の目的との関連で、1950年代と60年代の米国では、財務報告の目的として企業の収益力評価が優勢であり、資金計算書についても事情は同じであったとされ、支払能力評価が忘れられがちであったとする。しかし我が

¹⁰ 伊藤 [2000] 234頁参照。Meigs et al. [1987] は、「利益は、事業体 (Business Entity) にとって血液である。事業が利益をあげられない限り、事業体は長期にわたり存続し、その事業目的を達成することもかなわない。他方、継続的な損失は、事業体から資産を流出させ、自己資本を食い潰し、事業体を債権者の慈悲にすがらせることになる。」(pp.795-796) と述べ、利益金額自体の重要性も強調する。

¹¹ 例えば、伊藤 [2000]、青木 [2001] 参照。

¹² 例えば、2003年4月23日、同年9月6日日経金融新聞では、アナリストとCFO(但し、アナリストの経験者)が利質を分析の中でコメントしている。

¹³ 報告された利益が、企業の収益力を本当に示すものであるのかどうかというテーマは、アナリストのみならず、企業分析に携わる人間にとっては永遠のテーマである。例えば、利質を報告利益と実質利益との乖離として把握するならば、利益操作や粉飾と並んで、恐らく企業分析を行う場合には、利質は当然検討すべき基本的問題であると考えられる。当然検討すべき問題であるから、あえて我が国の実務では、利質だけを特に取り出して論じる余地が少なかつたともいえよう。また、我が国では、決算書に計上された「量」としての利益数値が建前として重視されてきた関係上、その背後にある「質」についてはあえて細かく問うてこなかったという事情も存在したともいえるのではなかろうか。これは、我が国における会計数値の不明瞭性や決算の不可思議あるいは粉飾や利益操作の横行という批判と関連することである。やはり、後述するように、利質概念は利益操作とは裏腹の関係にあるため、利質を単独で取り上げるのではなく、利益操作と関係させつつ、企業の報告利益を解明する一つの視点として理解することが望ましいとも考えられる。

国では、資金計算書の目的として支払能力評価が忘れられたことはないように、資金収支表の前身である資金繰表の目的は明確であり、むしろ、忘れられがちなのは、利益の分配可能性の評価、あるいは、利益の質の評価における資金計算書の役立ちであったと述べている。いみじくも利質の究明が学問的に長らく放置されてきた事情を説明するものである。そしてこのような事情は、我が国における「財務報告の忘れ物」と評されている¹⁴。

また濱本 [2002] は、利質と企業価値評価の問題を論じ、会計方針や見積りの適切さを評価したり、会計上の自由裁量が存在する部分を明らかにすることにより、会計数値がどの程度「歪んで」いるかを分析することが重要であると利質分析の重要性を強調している¹⁵。

従って、最近依然にも増して利質が注目を浴びている米国の事情や前述した伊藤 [2000] の見解も踏まえれば、我が国の財務報告の信頼性を考える上で¹⁶、利質という概念に対して目を向ける必要性が、我が国にも認められるのではないかと考えている。

利質の定義

前節では、利質概念の背景や意義等を概観したが、それではこの利質という概念は、いかなる内容を持つものなのであろうか。確かに、Siegel [1982] や O'glove [1987] が指摘するように、利質は米国の証券アナリストや公認会計士等の実務界において普及してきた概念であることから、一般に様々な定義がなされており、明確な定義が存在していないという指摘は多い。実務で熟成してきた概念であるが故に、様々な見解や定義が提唱されたとしても、実用性がありさえすれば構わないという事情が往々にしてあったのであろう¹⁷。

そこで、利質を論じた代表的な先行研究の中から、利質の定義あるいは視点を取り出して整理して検討してみたい。

1 Ayres の見解¹⁸

Ayres [1994] は、利質の定義は様々であるとした上で、利質は企業の全般的な利益パフォーマンスに関連するものであり、高品質の利益とは、長期間にわたり持続しうる利益を反映すると述べている。さらに、利質は株式リターンと関連する概念と考えることもできると主張している (p.27)。この考え方では、利益と株式リターンの関係が強いほど、利質がより高いということになる。つまり、Ayres [1994] によれば、利益の持続性 (permanence) と株式市場での評価というものが、利質に対する視点として重要であることになろう。

¹⁴ 佐藤 [1995]、87 頁参照。

¹⁵ 濱本 [2002]、102 頁参照。

¹⁶ 我が国の会計実務については、「不思議の国の会計」と英国エコノミスト誌に称されたように、不明瞭あるいは恣意的な会計処理の横行等の問題が指摘されていた。

¹⁷ Bricker et al. [1995]、Schipper et al. [2003] 参照。

¹⁸ Ayres [1994] については、第 2 章参照。

2 Scott の見解¹⁹

Scott [1997] は、損益計算書に内在する情報機能に着目し、まず現在の報告利益と将来の業績との関係を理解することができると思う。そして、利質は、「そのような情報機能の下、現在の報告利益により将来の利益を予測できる確実性の精度」であると定義している。従って、利質が高ければ高いほど、例えば投資家は企業の将来業績を見通すことができるため、利益反応係数 (Earnings Response Coefficients)²⁰の高さを期待することもできると主張している。また、損益計算書に内在する情報機能は外部から観察不能であるため、実務的に利質を測定することは明確ではないとも述べている。

その点、Lev et al. [1993] のファンダメンタルアプローチは、一つの試みであるとしている²¹。

3 Kirschenheiter et al. の見解

Kirschenheiter et al. [2002] は、利質を直接的に定義せず、利益は企業の創出する価値を測定するものとして理解しなければならないことを前提に、利質は、財務諸表利用者の意思決定有用性の視点から測定されるべきであると主張している (pp.3-4)。そして、投資意思決定への有用性と会計情報は、あくまで確立されたビジネスモデルから生み出されるものであるため、高い利質は、「財務諸表利用者がより良い意思決定を下せる報告利益を創出するような会計方針の選択の結果」(p.4) に過ぎないとも述べている²²。

因みに、Kirschenheiter et al. [2002] は、利質と利益平準化行動の関係も論じており、情報の非対称性の存在から、平準化された報告利益と高い利質は相関があるとしている²³。

4 Schipper の見解²⁴

利質の概念・定義は様々であることを踏まえた上で、Schipper は利質研究に関する要約として、「収益認識時点から現金回収までに要した所要期間と逆相関にあるもの」という利質の一つの定義を示している²⁵。これは、Sloan [1996] 等の実証研究でも支持されている。但し、Schipper は最近の論文において、利質を Kirschenheiter et al. [2002] と同様に、意思決定有用性の視点から、「ヒックス的な利益 (Hicksian Income) をどれだけ忠実に反映しているか」で理解すべきであると経済学的なアプローチを示している²⁶。

¹⁹ Scott [1997], pp.42-44,112-117 参照。

²⁰ Earnings Response Coefficients とは、予想外の報告利益の開示に対する株式リターンの程度を示すように、利益に対する株価反応の差異を示す尺度であり、ERC と略称される。

²¹ Lev et al. [1993] については、第 2 章参照。

²² このように考えれば、意思決定有用性・利質・Earnings Management の 3 者の関係に矛盾が生じる問題がある。

²³ Kirschenheiter et al. [2002], pp.5-8 参照。但し、平準化された利益の予測可能性は高いが、利益平準化と利質の関係の解釈に関しては、争いがある。例えば、Schipper et al. [2003] 参照。

²⁴ 2002 年 2 月 University of Southern California における財務諸表分析カンファレンスでの利質に関するパネルディスカッション (AAA 協賛) において、議論の共通概念として採用された統一的な定義である。Schipper は、現在 FASB に所属していることから、規制当局の見方もある程度反映している可能性がある。

²⁵ Kirschenheiter et al. [2002], pp.3-5 参照

²⁶ Schipper et al. [2003] は、社会的厚生における補償原理を適用した考え方である (p.98)。経済的議論は、例えば西村 [1995] 参照。

5 その他の見解

Needles et al. [1990] は、一般に利益を抑制的に計上する会計処理は、良い利質を生み出すものであるとし、会計処理の保守性を重視している。

Chasteen et al. [1992] によれば、利質は報告利益とキャッシュフローとの関係であり、両者の相関関係が高ければ高いほど、利質が高いという見方を示し、利質の要素として、キャッシュフロー概念を取り上げている。

Bricker et al. [1995] は、報告利益が、適切に財務数値の基礎となる事象や条件を反映しているならば、その利質は高いと考えられるように、経済的実態の反映度により利質を定義している²⁷。

Bernstein [1998] は、報告利益が恒常的に反復性を持ち、その予測可能性が高いと期待されれば、その報告利益の利質は高いと理解している。利質における反復性や予測可能性を重視する立場である。

Gibson [2001] は、アナリストのなかでは、保守的会計方針を採用している企業の場合、その企業の報告利益は高い利質であるという見方があると指摘している。

Bergevin [2002] は、利質は報告利益の開示により、企業価値が変化する程度を評価するための指標であるとする。後述する株式評価との関連が念頭に置かれた見解である。

Penman et al. [2002] は、利質は現在の利益の持つ将来の利益の指標性であるとし、現在（当期）利益を表面的に考察しただけでは、当該企業の将来収益力を検討することはできないという立場をとっている。

このように、限られた見解だけを取り上げても、利質概念が学界、実務界そして規制当局いずれにおいても極めて多様であることが分かる。これら以外にも、定義のみならず、利質に影響する特性に関しても、多くの見解が示されている²⁸。但し、ここで紹介した見解からは、少なくとも将来予見性、保守性、持続性等利質の定義に関する共通性のある程度まとめることができる。

ところで、伊藤 [1985] は、会計政策という視点から、利質について述べている。すなわち、会計政策と効率的市場理論との関係で、企業が技術的会計政策により報告利益を操作したとしても、市場はその企業の意図を見破り、株価には操作された利益が反映されないという透視仮説を指摘した上で、利益捻出型の会計政策は、むしろ企業の利質の低さを実質的にシグナルすることになり、市場からのペナルティを受けることになるという興味深いインプリケーションを導き出している。そして、このような市場の行動は、市場が利質を見分けることによってもたらされるのではないかという見解を提示している（23-24頁）²⁹。

²⁷ Bricker et al. [1995], pp.542-543 参照。なお Bricker らの見解は、第2章参照。

²⁸ Bricker et al. [1995]、鎌田 [1998] 参照。木村 [1999a] は、アナリストの見解に関し、実務における利質に対する判断の基準として経験的に把握されたものであることから、利質が決定づけられる背景や要因にはあまり関心が持たれていないとはいえないと指摘する（2頁）。

²⁹ 伊藤 [1985] は、市場が透視能力を持っている場合、実質的会計政策により、利質を向上させることが必要であると指摘する（29-30頁）。

我が国では、前述したような米国での定義が一般に引用され、独自の定義はなされていない。例えば濱本 [2002] も「利質という言葉は、人により異なる意味で用いられ、例えば、証券アナリストの中には、企業が用いる保守主義の程度(あるいは財務の健全性)として定義する人が多く、別の定義としては会計の「歪み」で定義するものもある」と述べている³⁰。いずれにせよ、利質という概念は多面性を持ち、現段階では利質の定義についてコンセンサスには達していないと考えてよからう。

一方、利質の定義と同様に、利質を利用した分析手法の見解も分かれている。例えば、Palepu et al. [2000] は、利質分析を会計分析という概念で把握し³¹、会計分析の目的は、会計が企業実態をどの程度把握しているのかを評価することにあると主張している。しかし、内容的には本稿で述べる利質分析とは実質的な差異はないように思われるため、本稿では利質概念を利用した分析手法は「利質分析」と呼ぶことにする³²。

6 Earnings Management との関係

利質概念は、米国では Earnings Management と関連させて論じられることも多い。さらに、利質も Earnings Management もともに、定義が様々になされている点も共通している。両者にはいかなる関係があるのだろうか。例えば、Teets [2002] は、Earnings Management は、利質の議論でよく言及される概念であり、利質と関連した問題であるとす。すなわち利質に影響を及ぼす決定には、基準設定サイドにおける決定、選択可能な会計処理の中から、特定の会計処理方法を選択する経営者の決定、選択した会計処理方法を適用するために行われる、経営者の判断と見積の決定という少なくとも3つの側面があるとし³³、Earnings Management は、3つの側面いずれにおいても利質に影響を及ぼす存在であるからと主張している。但し、Earnings Management は、明らかに別個の概念であるとも指摘している³⁴ (Schipper [1989] , Parfet [2000] でも議論されている点である)。

【図 1-1】利質と Earnings Management の関係

		利 質	
		高	低
Earnings Management	有		
	無		

(注) 記号は関係の程度示し、 : 強、 : 弱、 : 無を意味する。

³⁰ 濱本 [2002] , 102 頁参照。

³¹ Palepu et al. [2000] は、利質だけでなく、より広い概念について議論するので、会計分析という用語を使用している (邦訳 68 頁)。Wild et al. [2003] も同様の立場である (p.12)。

³² 濱本 [2002] は、最近の財務諸表分析や企業評価の文献では、会計が企業の経済実態をどの程度正確に映し出しているかを評価するプロセスとして、「会計分析」という分野が重視されるようになっており、会計分析には利質、あるいはより広く会計の質を評価することが含まれ、利質を評価するには、企業の事業活動、会計方針、開示情報の量と質、経営者の能力と評判、利益管理の機会と誘因といった諸要因を分析することが必要としている (102 頁)。

³³ Teets [2002] , pp.355-356 参照。Teets [2002] らの論文を収めた「Issues in Accounting Education」は、利質に関するケーススタディを集めたものであるが、Earnings Management のケースも含まれている。

³⁴ Teets [2002] , pp.355-356 参照。

図 1-1 は、利質と Earnings Management の対応関係を整理したものである。図のように、Earnings Management で制御された利益金額の利質は一般に低いと評価されることが多く、両者は裏腹の関係にある³⁵。しかし Earnings Management がなされていなくとも、利質が低いことはあり得る。逆に利質が低いからといって、Earnings Management が実行されているとは限らない。また Earnings Management が行われた場合、利質が高いとされることはないが（図では「 」と表示）、伊藤 [1985] も指摘するようなシグナリング効果が認められることから、Earnings Management の内容をさらに分析することには意義がある。従って、利質と Earnings Management については、どちらか一方を単純に分析すればよいわけではなく、利質を評価すると同時に、Earnings Management の有無や程度等も考察することが、企業の実態理解により資するものであると理解できよう。

このように考えれば、理論的には、確かに両者は区別して考えることができるものの、会計実務上は両者を強いて区別せず、むしろ一体的に理解する方が望ましいというべきではなかろうか。

ところで、Dye [1988]、Schipper [1989] 等が指摘するように、経営者とステークホルダーとの間の情報の非対称性の存在が、Earnings Management を生じさせる条件となっている。Lodo et al. [2001] は、ディスクロージャーと Earnings Management との間には、強い負の相関関係があることを実証している。このことから、SEC が推進しているように、ディスクロージャーにより企業情報が開示されればされるほど、Earnings Management の余地は少なくなる。ディスクロージャーの質・量の増加は、企業情報に関する非対称性を減少させることを意味するのである。一方、Imhoff et al. [1994] は、利質とディスクロージャーの関係に関して、会計上の見積と会計方針における保守性、さらに財務数値の詳細な基礎条件に関するディスクロージャーの量と利質は正の相関関係を持つと述べている。

このように、企業情報のディスクロージャーの推進は、Earnings Management の抑制と同時に、利質の向上にも資するものと理解することができる。このように利質と Earnings Management とは、ディスクロージャーという視点を介しても、裏腹の関係にあることが示唆されることから、両者の一体的理解の必要性が認められる。

利質の利用形態

本節では、利質概念が、具体的にいかなる形態で利用されているのかを紹介し、米国における利質概念の実態を明らかにしてみたい。利用形態としては、年次報告書（アニュアル・レポート）、ニュースリリース、アナリストレポート、監査委員会、大学での授業、ニュースメディアの 6 種類を取り上げた。

³⁵ Schipper et al. [2003], p.105 参照。Siegel [1991] は、Earnings Management の有無にかかわらず、利質が低くなることがあると主張している。

1 年次報告書(アニュアル・レポート)での利用例

Resource Mortgage Capital 社の 1996 年のアニュアル・レポート³⁶には、CEO から株主宛のメッセージ(Letter to Shareholders)が含まれている。そこにおいて、CEO は「利質」概念を独立した項目として、自社の業績分析を明確に行っている。すなわち、1995 年までの業績は、ローン債権をパススルー形態で証券化した、一時的利益の計上に大きく依存した決算であったが、このような利益計上は不安定なものであることをまず認めている。そして、1996 年からは、CMO 形態³⁷による証券化に変更した結果、一時的な利益の計上を抑制すると同時に、将来の利益の予想可能性や安定性が増加し、明らかに利質は向上したと結論付けている。

この事例では、利益の安定性や予測可能性という属性を明示した上で、利質概念を利用して利益内容の質的改善が果たされたことを株主に伝達しようとする意図が窺われる。

2 ニュースリリースでの利用例

ITT Industries 社の 2002 年のニュースリリース³⁸は、同社の 2001 年暦年での業績を速報する内容である。それによれば、2001 年の業績は、同時テロにもかかわらず、一時的な要因を除いても増益決算になり、特にフリーキャッシュフローが前年に比べ、29%増加したとしている。その上で、キャッシュフローで示された業績は、強固であり利質を裏付けるものであると強調している。

このニュースリリースは、前述したアニュアル・レポートとは異なり、キャッシュフローの強固さが、同社の利質の高さを示唆するものであるとの立場をとっている。また、同社は利質概念をニュースリリースのヘッドラインに設定し、この概念を全面に打ち出している点も特徴的となっている。

3 アナリストレポートでの利用例

利質概念は、アナリストの実務から派生した歴史的経緯もあり、米国のアナリストレポートにおいては、利質概念を目にすることが非常に多い。以下 3 点の異なる視点での利質を扱う事例を紹介する。

Prudential Securities 社のリサーチレポート³⁹によれば、Enron 事件以降における不正会計疑惑が全米で話題になっていた時期において、機関投資家が財務諸表の数値の正確性や質を信用しなければ、我々は一体利益数値をどのように解釈したらよいのかという疑問をまず提示し、利質や財務報告の質の重要性を確認している。そして、ストックオプションの費用化問題を取り上げ、費用化を率先して実行する企業もあれば、反対する

³⁶ <http://www.dynexcapital.com/letter1.html>より入手した。

³⁷ CMO は、Collateralized Mortgage Obligation の略であり、モーゲージ担保債券と訳される。パススルーの限界である単一償還期限問題をクリアできる利点を持っている。

³⁸ ITT Industries, 2002 年 1 月 24 日付 Press Release 参照。

³⁹ Prudential Securities のリサーチレポート(2002 年 7 月 22 日), pp.1-2 参照。

企業もあるが、政府が費用化を強制するならば、当然利益は減少することになる。また退職給付債務に係る費用見積において、割引率を再評価すれば、同じく利益数値は悪化するとした上で、これらの行動は逆に利質を向上させるものであると指摘している。

このように、投資家は冷静に利益数値の増減を分析した上で、利益の減少は必ずしも質の低下を意味するものではないことを理解すべきであると、利質概念を用い市場動向を冷静に分析している。

Green Investment Management 社のレポート⁴⁰は、同じく Enron や WorldCom に端を発する不正会計問題の発覚により、企業が財務諸表を修正するケースが続出し、米国の資本市場を冷え込ませてしまった状況の中、次のように市場分析を行っている。すなわち、不正会計問題は、Wall Street の期待に無理に応えようとした企業の動きであるものの、度重なる財務諸表の修正を目にすれば、投資家が利質に対して疑いを抱くようになるのは致し方ないことであるとする。しかし、投資のために企業評価をする以上、財務報告の利益数値を利用せざるを得ないことから、むしろ利質を検討することが現在は重要であることを強調している。

このレポートは、Prudential Securities 社のレポートと同時期に出されているが、市場分析よりもむしろ、利質分析の有用性を強調する、より啓蒙的な内容となっている。

投資銀行である Donnelly, Penman, French, Haggarty & Co. は、製造業の経営者を対象とした投資分析のレポート⁴¹を発行している。例えば、あるレポートは、利質を独立した分析項目にしており、利質分析の意義や手法、さらにキャッシュフロー分析との関連を総論的に解説した上で、各論として自動車部品会社 2 社の具体的な分析を行うというスタイルになっている典型的な企業分析レポートである。

分析手法として、利質分析が一般化されており、株式投資のための投資分析手法として実務に定着していることが伺える一例となっている。

4 監査委員会での利用例

Dial Corporation 社の監査方針(憲章)⁴²は、監査委員会の目的、独立性、構成員の資質、委員会の開催、責任を記載したものである。まず監査委員会の目的は、Dial 社の会計、監査そして財務報告に関する質と誠実性を監視することに責任を負うものであることを確認している。そして、監査委員会の責任条項において、財務報告や非財務報告を含む四半期報告や年次報告書に関し、経営者、外部監査人そして内部監査人と議論を行い、内容をレビューすることが明示されている。その議論の内容として、Dial 社の監査委員会は会計方針の適正性、経営者の判断と監査人の調整が要求される会計上の見積、引当処理等に関する

⁴⁰ Green Investment Management, Inc. の市場分析レポート (2002 年 7 月 15 日), pp.1-2 参照。

⁴¹ <http://www.dpfhco.com> 参照。

⁴² この監査委員会の資料は、Dial 社の Home Page より入手した。

るレビューを含め、利質に焦点を当てなければならないことが明確に掲げられている点が特徴的である。

この会社の方針は、利質による統制の実例であり、どの程度の類似事例が存在するのかが明らかではないが、注目すべき内容と考えられる。また経営者の判断等が要求される裁量的・主観的な領域に注目し、そこに利質の焦点を当ててを要求している点は、利質分析の着眼点としても興味深い。コーポレート・ガバナンスと利質の関係については、先行研究もあり、両者の相関を裏付ける実例といえる。

5 大学の授業での利用例

米国の大学（大学院）では、財務諸表分析科目が設置されていることが多い。そこで、Houston 大学の Accountancy & Taxation 学部における、Whisenant 教授の財務分析・企業評価論のシラバスを例に利質がどう扱われているのかを見てみる⁴³。それによれば、財務分析の一連の講義等が終了した後において、グループプロジェクトとして、具体的な企業を選択し、財務分析・企業評価を行うことが求められている。

例えば、学生の検討すべきの具体的な論点として、リストラ分析、M&A 評価に並び利質分析を行うことが指示されているのである。

また米国の学部あるいは大学院における代表的な財務報告のテキスト、例えば Bernstein et al. [2000]、Revsine et al [2002]、Wild et al. [2003]、White et al. [2003] では、どれも利質に関してかなりのページを割いて解説を加えている。

これらの事例からは、利質概念が実務のみならず、教育レベルでも日常的に使用される概念・手法として定着している状況が窺われる。

6 マスメディアでの利用例

Bloomberg は、2003 年 4 月 11 日付け⁴⁴で、GE の 2003 年第一四半期業績を報じている。その中で、ガスタービンの売上の落ち込みがあったものの、収益、利益ともに前年同期に比べほぼ同水準であった点について、確かに利益は平準化されているが、利質の観点からは、利益や会計処理を精査しなければならないと、GE 株式を保有する企業の財務アドバイザーの意見を引用し、警戒感を強めている。

また、*IVEY Business Journal*⁴⁵は、退職給付会計に関連して、米国・カナダの主要企業は株式市場の活況を受けて、ここ数年年金運用利回りが年金費用を上回っていたことから、業績がその分嵩上げされてきたと指摘し、景気の頭打ちが明らかになってきた状況を踏まえれば、退職給付関連の見積が余りにも楽観的であることは、それだけ表面的な利益が増

⁴³ <http://www.cba.uh.edu/~swhisenant/FSA2003FALL.htm> 参照。

⁴⁴ <http://quote.bloomberg.com/apps/news> 参照。

⁴⁵ *IVEY Business Journal* [2002] 参照。かつては、O'glove や Hawkins が指摘する「Quality of Earnings Report」のような利質を利用した Report が発行されていたが、現在は発行されていないようである。R.G.Associates, Inc. というところが、現在では「The Analyst's Accounting Observer」という Report を発行しており、しばしば利質概念を利用して、問題のある会計実務を批判するものとして有名である。

加することになり、利質上問題があるという批判を加えている。

ここでは2種類の記事を引用しただけであるが、アナリストレポート同様に、米国のマスコミも利質という用語をかなり利用している現実が見て取れる⁴⁶。

AICPA によるケーススタディ

1 AICPA の試み

本節では、AICPA が作成した利質分析に関するケース⁴⁷を検討する。

AICPA は、利質を題材とした理由として、「Earnings Quality が、最近の SEC の調査、学界での研究論文でのテーマとなることが多い。また様々な機会で議論となることも多い。利質は財務報告や規制当局にとっても重要なテーマであり、米国の資本市場の信頼性にも影響する事柄である。ところで、利質の概念は取引の経済的実態を理解すること、そしてそれを企業の帳簿や決算書に適切に反映させることを求めるものである。しかしながら、会計原則は単純に白黒をはっきり定めているものでなく、また取引の本質はかなり複雑であるため、その作業は常に容易ではない。CFO が、企業の意思決定の中核にいて、GAAP や規制当局の財務報告の規則に従い、適切な意思決定を支援することができることによって、はじめて達成できることなのである。当然ながら利益目標を達成するために、利益数値を操作することは許容できる実務ではない。AICPA は、意思決定に有用な情報を提供するために、高品質な財務報告と必要なディスクロージャーに資する、ガイダンスや研修を提供することができる。」とした上で、利質を理解するための教材を作成したのである(p.2)。

利質のケーススタディに関しては、AICPA 以外にも、AAA が発行している、*Issues in Accounting Education* においても、利質のケーススタディを掲載している。

その他にも、代表的な財務分析や財務報告に関するテキストも、小テストやミニケースという形態で、利質に関する多くの研究題材を収録している⁴⁸。

2 ケースの概要

AICPA [2001] の構成と主たるテーマを整理すれば、次頁の表 1-1 のとおりとなる。

ケースのテーマとなっている論点は、いずれも利質に影響を及ぼすものであるが、特に収益認識に力点が置かれている点は興味深い。前述したように、利質と Earnings Management とは裏腹の関係にあり、SEC の調査でも明らかのように⁴⁹、収益認識が最も不正の手法で多用されていることから、利質を考察する上でも、適切な収益認識問題を避けては通れないと判断した結果であろうと推測される。

⁴⁶ 因みに、Quality of Earnings という用語をインターネットで検索すれば、米国では数十万件のヒットがあるのに対して、我が国では数十件程度とヒット件数に格差がかなりある。

⁴⁷ AICPA [2001], Quality of Earnings Case Study Collection 参照。

⁴⁸ 例えば、Revsine et al. [2002] は、*Wall Street Journal* の記事を題材として、リストラ費用と内部留保を巡る利質問題を扱っている (p.279)。

【表 1-1】AICPA 利質分析に関するケースの概要

ケースの主たるテーマ	ケ ー ス
資本市場の期待と企業評価	Accounting for In-Process R & D at Simpco Inc.
契約上の会計情報	Do the Right Thing
規則違反の回避	Accounting For Loan Losses at County National Bank
会計上の見積手法	Accounting Issues AT National Technology Corp.
収益認識	The Case of Barter Transaction and Revenue Recognition Vision Technologies Inc.:Issues in Revenue Recognition Restatements at Vesania Networks The Aker Computer Company Accounting for a Windfall
事業結合	Is it Okay to Buy Earnings? Accounting for In-Process R & D at Simpco Inc. A Troubled Acquisition for Websave
運転資本管理	A Controller's Challenge Inventory Valuation Issues at AKL
リストラ費用	Accounting for In-Process R & D at Simpco Inc. Restructuring at Exozol?
その他	Policy and Judgment – The X System Group

(出所) AICPA [2001] ,p.13 を修正して作成。

3 ケースの実例

AICPA [2001] の中から、ここでは「The Aker Computer Company」を取り上げる。以下が、そのアウトラインである。

The Aker Computer Company
<p>(背景)</p> <p>Aker Computer Company (以下、Aker という) は、1990 年に大企業をスピンアウトした起業家であるマーク・エーカーにより創業された PC 製造販売会社である。折からの PC ブームに乗り、Aker の業績も急拡大し、1995 年には株式公開にこぎ着けた。</p> <p>最近の業績は、増収増益であったが、ROS は低下傾向にあった。そこで、Aker は格安航空券のインターネットショッピングを行う AirDiscount.com という事業部を新設するとともに、会計ソフトの販売会社である PAS Software を買収した。この結果、1998 年の決算は好調であった。しかし、PC ブームの頭打ちにより、Aker は来年度 2001 年 (決算は暦年) 赤字に陥る見込みであった。</p>

49 ノ宮 [2004] は、米国の不正事例を調査している。

The Aker Computer Company (続き)

CFO のランドール・フレンチは、2000 年度の Aker の決算について問題があり、話し合いをしたいと監査法人のパートナーから連絡を受けていた。また監査委員会の議長からも、決算に関する会計処理を巡り、会議を開催したいという申し出を受けていた。フレンチが憂慮している決算に関する問題とは、PC 販売処理の慣習、AirDiscount.com における収益認識そして PAS Software におけるソフト納入契約の扱いであった。

(PC 販売)

Aker では、従来から PC を出荷した時点で収益を計上していた。最近は、継続的な取引先も増え、そのような取引には売主・買主双方のサインがなされた受注書が利用された。1999 年の最終週、Aker は受注書を取得したが、買主のサインはまだされていなかった。しかし、Aker はその取引の売上 20 万ドルを、1999 年に計上してしまった。監査法人からのコメントは特になかった。2000 年 12 月も先週、同じ取引先から 9.2 万ドルの昨年と同じ受注書が届いた。昨年も今年も、PC は 12 月中に出荷している。フレンチはこの販売慣習に監査法人も文句は言わないであろうと考えていた。

また別の問題として、大口販売先への在庫売上があった。2000 年 12 月 5.6 万ドルの受注を受けたが、先方の都合で 2001 年 4 月まで納品ができない取引であった。Aker は自社倉庫でこの取引に係る PC を区別管理しておき、2000 年に売上を計上処理していた。

この取引に関しては、監査法人が問題であるとしてきたが、フレンチは過去も問題がなかったし、販売行為は完全に完了していると主張していた。

(航空券の格安販売)

インターネットでの航空券の格安販売を実施していた。仕組みは、Aker が注文を受けてから、自社のリスクで安い航空券を見つけ、客がそのチケットを承認してはじめて販売が完了するものであった。部門の業績は、1998 年以来順調に進展していたが、2000 年は赤字になる見込みであった。仕組み上、Aker は航空券を販売できる前に購入しなければならないため、販売できなければ、Aker に在庫として残るリスクの伴うものであった。監査法人は、この取引の会計処理について、収益と費用を両建てにするのではなく、相殺を行いネットで利益を計上する形に変えるように提案していた。しかし、フレンチはこの提案に激しく抗議を行った。この顛末はまだ現時点で明らかではなかったが、フレンチは監査法人も納得したものと理解していた。

The Aker Computer Company (続き)

(子会社 PAS)

フレンチは、子会社 PAS の経理部長マルティネスに電話し、2000 年に行った Crain 社とのソフト納入契約について、次回の監査委員会で説明するように求めた。この契約の 2000 年における収益は 30 万ドルに上った。フレンチはこの取引に全く問題がないと信じていたが、監査委員会開催の 2 日前になって、収益金額に問題があると知らされて動揺していた。この総額 50 万ドルのソフト納入契約は 2000 年早々になされ、2002 年前半に完了することになっていた。監査法人の質問に回答するため、マルティネスはエンジニア数人に確認したところ、ソフト納入作業の進捗やコスト見積等で食い違いのあることが判明した。この結果に基づいて、監査法人にマルティネスが返答したために、事態が紛糾してしまったのではないかと、マルティネスは恐れていた。

ここ数年、マルティネスはフレンチから業績の不振を詰問され、何とか利益を計上できる工夫をするように圧力を受けていたのであった。しかし、マルティネスは非倫理的な行動をとるつもりはないと感じていた。

(監査委員会)

Main National 銀行の頭取であるサンダーは、Aker の監査委員会の議長も兼務していた。創業者のマークは、サンダーに必要な勧告をするように要請していたが、マークは同時に自分の保有する Aker の株価にも非常に神経質になっていた。こここのところ株価が低下傾向にあったのである。マークは、2000 年の業績が目標よりも低下するという情報を既に入手していた。

今週の監査委員会では、Aker の収益や利益の計上に問題はないかについて、議論がなされる見込みであり、サンダーの心中はあまり穏やかではなかった。サンダーは会計や財務に精通しているとされていたが、今回の問題に関してはフレンチも監査法人も態度を硬化させていた。サンダーはどうすべきであろうか。

(出所) AICPA [2001], pp.128-131 より作成。

このケースは、Aker の 2000 年の財務諸表における収益認識を巡る会計上の問題を検討することに狙いがあると考えられる。表面的には、利質という概念は全く登場していない。むしろ、このケースは Earnings Management の是非を検討するためのケースといってもおかしくはない。

しかし、Earnings Management により操作された財務諸表における報告利益は、利質が低いと評価されるように、利質と Earnings Management は表裏一体の関係にあることが

ら、Earnings Management のケースを通じて、利質の意義を学ぶことができるような配慮があるように感じられる。Aker のケースに限らず、ケース全体を通して感じるのは、AICPA による今回の試みの意図は、利質や Earnings Management 等の各論が本来の目的ではなく、会員である公認会計士が、これらをひとつの題材とし、より質の高い監査実現を目指せる手助けをしようするところにあると推測できる⁵⁰。

いずれにしろ、利質は前節の利用事例でも明らかなように、利用可能な分野は非常に多く、利質に対する最近の関心度を考えれば、米国における「利質」の動向には今後も留意が必要であろう。

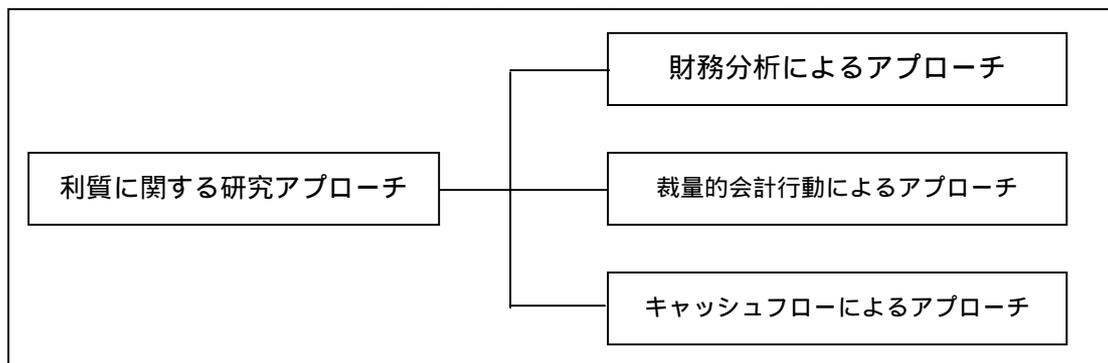
⁵⁰ 高橋 [2003] は、我が国における監査業務でのケーススタディの必要性を述べている。

第2章 利質に関する先行研究

概観

本章では、米国における利質に関する研究を中心として、下表のとおり研究アプローチ別を3種類に分類して整理を試みた。

【表 2-1】利質に関する研究アプローチの構成



各研究アプローチの概要は次のとおりである¹。

(1) 財務分析によるアプローチ

損益計算書・貸借対照表等の財務諸表を構成している項目を詳細に検討することを通じて、利質の特性を明らかにし、利質に及ぼす影響、利質分析の手法等を検討する立場である。主に証券アナリストによる企業分析の視点に立った研究アプローチともいえる。代表的な研究として、Hawkins and Campbell [1978]、O'globe [1987]、Siegel [1991]、Napolitano [1998]、青木 [2001]、Fraser and Ormiston [2001] 等がある。

また、手法的には財務分析アプローチと共通する基盤を持つことから、ファンダメンタル分析を利用した利質分析のアプローチもここに含めて紹介している。ファンダメンタル分析によるアプローチとは、財務諸表の項目及び企業活動に関連する項目を、利質に関する尺度（ファンダメンタルズ）として考え、ファンダメンタルズと株式リターンの関係について検討する立場である。代表的研究として、Ou and Penman [1989a]、Lev and Thiagarajan [1993]、木村 [1999b] 等が挙げられる。

さらに、財務分析によるアプローチで取り上げられた利質の特性を理論的に掘り下げた立場もあるため、そのような研究もここに含めた。具体的には、利益の持続性、Earnings Management、ディスクロージャー制度等との関連を中心に、理論的に利質の本質を考察

¹ 木村 [1999a] は、利質に関する一連の研究を概観し、キャッシュフロー計算書、ファンダメンタル分析（特に財務諸表分析アプローチ）、実証会計理論、利益反応係数に関する研究において、利質がどのように議論されているのかを明らかにしている。

したものである。代表的な研究として、Ayres [1994]、Bergevin [2002]、濱本 [2002] を紹介している。

(2) 裁量的的会計行動によるアプローチ

経営者の裁量的会計行動が利質に及ぼす影響について研究しようとするものが中心である。(1) で述べた財務分析によるアプローチは、どちらかといえば分析実務での実際の利用を念頭においた研究が多いことは対照的に、裁量的的会計行動によるアプローチは、実証研究的な側面が非常に強いという特色を持つ。

内容的には、情報の非対称性の下、経営者による情報提供的行動がいかに関に利質に反映されるかという考え方に基づく分析が一例である。発生処理額 (Accruals) を利用した実証的研究も多く発表され、利質に関する研究アプローチの中では有力とされている。

また、会計処理の保守性の視点から会計行動と利質の関係を分析する立場も含めて検討を加えた。代表的な研究としては、Schipper [1989]、Holthausen [1990]、須田 [1996]、中條 [1999]、Penman and Zhang [2002] 等が挙げられる。

さらに、利質に関して、株式リターンをベンチマークとして分析した研究が、米国では数多く蓄積されており、本稿では Warfield , Wild and Wild [1995]、Subramanyam [1996]、Revsine , Collins and Johnson [2002] を代表的な研究として紹介している。

加えて経営者の裁量的会計行動と会計政策の関係等の究明から派生したコーポレート・ガバナンスと利質の関係を考察するアプローチもあり、実証的な研究アプローチが主体であることから、ここに含めて紹介している。代表的研究としては、Holthausen and Verrecchia [1988]、Collins and Sakatka [1993]、Wild [1996] 等が挙げられる。

(3) キャッシュフローによるアプローチ

キャッシュフロー概念と利質には密接な関係があることから、キャッシュフロー計算書に関する研究において、利質の議論がなされるケースがみられる。特に我が国では、その傾向が強いようである。

そのため、キャッシュフロー計算書は基本的財務諸表を構成するものであり、本来ならばキャッシュフローによる利質分析は財務分析によるアプローチに含めて考えられるが、本稿では独立した研究アプローチとして分類することにした。代表的な研究としては、中尾 [1992]、佐藤 [1995, 1998]、鎌田 [1998] 等が挙げられる。

財務分析によるアプローチ

1 Siegel による利質論

まず最初に、古典的な研究に入りつつあるが、最も体系的に利質概念を整理したものと
して、Siegel [1991] を取り上げる。

ここで紹介されている手法は、利質分析の適用に関する実用的なものである。一言でい
えば利質概念により、財務分析や経営分析を再構成し、実務経験から帰納された企業評価
手法の体系化を図ろうとしている点が特徴となっている。さらに、企業の倒産分析や継続
企業の問題（ゴーイングコンサーン）についても言及されており、利質という概念の幅広
い適用可能性を示すものである。

中心となる、第1章「利質分析の方法（How to Analyze Earnings Quality）」を要約し
て、以下紹介する。

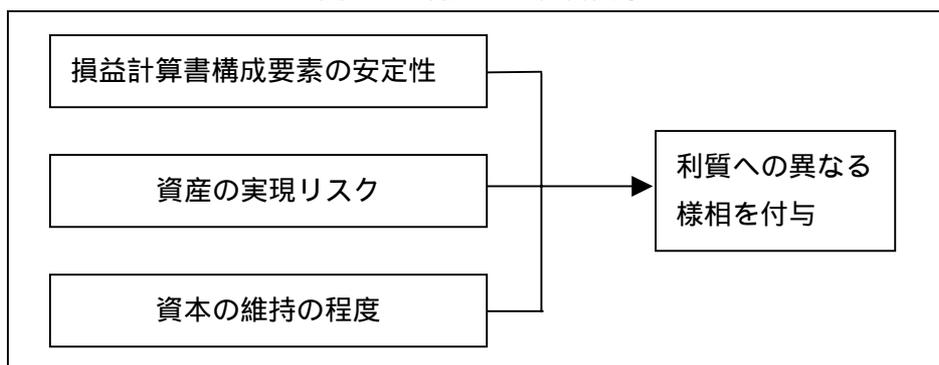
（1）利質分析の目的・留意点²

利質とは、相対的概念であり³、企業間比較を行う場合に利用されるものであると、Siegel
は述べている。利質を分析するアナリスト等により、利質の考え方が様々なため、企業の
絶対的な利質を表す数値は存在しないとされる。従って、ある企業の利質が他社より高い
か低いかという程度を決定し、特定の業界における企業の利質の相対的ランク付けをする
ことにより、利質評価を行うことが一例として考えられている。

利質分析の目的は、企業の真の収益力⁴を求めるためにあるとし、次の諸点を留意すべき
としている。

利質は、単なる会計利益の過大表示あるいは過小表示以上のものを含んでいる。例えば、
下図のような要素が利質に影響を及ぼす例である。

【図 2-1】利質への影響要素



資本の維持の程度についていえば、例えば、企業が適切に資産の維持を行ってこなかっ

² Siegel [1991], pp.1-3 参照。

³ 利質は、企業の収益力に影響を及ぼす会計上及び財務上の用語であるとしか定義ができないとする。

⁴ 真の収益力とは何かに争いはあり、Siegel も内容を明確にはしていない。

たことが、利質の低さに反映することになる。また Earnings Management の有無にかかわらず、利質が低くなることもあるとする⁵。

利質は、分析のための手段であり、目的ではない。利質は投資判断における PER、融資判断における融資の可否、そして債券格付けにも影響を及ぼす。但し、PER の変化や格付け等は、利質の結果であり、原因ではないことに注意しなければならない。

利質は、現在の報告利益の本質に基づくものであり、将来の変化とは無関係である。

利質が異なるため、たとえ同じ利益金額であっても、企業の業績評価には差が生じる。

利質を評価する場合のポイントは、同一業界の企業間で Earnings Profile (利益の特性の組み合わせ) を比較検討することである。利質分析の出発点は、あくまで会計上の利益の分析からであり、会計上の利益の特性に目を向けなければならない。その特性は、Earnings Profile の中に異なる割合や密度で存在していると考えられる。利質の好ましい特性についても、定義と同様にアナリストにより意見が分かれ、利質の程度を表す要素に関して意見が一致するような特別の数値はないとされる。

(2) 利質評価のためのアプローチ⁶

企業の利質を測定するための手法は多様である。そのため、独立した唯一絶対の利質の数値を算出することは不可能である。しかし、適切に調整を施せば、会計上の利益よりも企業の真実の利益⁷をかなりの程度反映した一連の数値(あるいは数値グループ)に迫ることは可能と考えられている。別の観点からみれば、利質とは「適格性」(アナリストが利益として適格であると判断すること)というアナリストの分析視点に依存した概念であると定義し直すこともできよう。利質評価の前提として、利質の特性を理解していなければならない。利質の特性として考慮すべき要素としては、表 2-2 のとおり 13 要素が指摘されている。

【表 2-2】利質の特性

(1)会計方針	(2)自由裁量費用
(3)会計上の見積の確実性の程度	
(4)内部統制の信頼性(あるいは経営者のモラル)	
(5)キャッシュフロー	(6)資産の実現リスク
(7)資本維持	(8)課税所得
(9)残余利益	(10)利益の安定性
(11)成長率	(12)オフバランス負債
(13)オフバランス資産	

⁵ Earnings Management の利質に対する影響については、前章で整理したが、論者により意見が分かれているようである。一般には、Earnings Management は裁量行動の 1 類型として理解できることから、利質に影響すると考えられている。

⁶ Siegel [1991] ,pp.4-10 参照。

⁷ 何をもちて真実というか、真実の利益については争いがある。

個々の要素に詳細な解説は加えないが、財務分析で一般的に考慮すべき要素とさほど大差はない。但し、自由裁量費用や内部統制を明示的に考慮に入れている点は、利質評価の特徴ではないかと考えられる。

利質評価に際しての着眼点は、次のようにまとめられる。

会計リスク⁸

会計リスクの高い企業は、利質も低いと考えられる。会計リスクの高い企業とは、表 2-3 に示したような特性を持つとされる。

【表 2-3】会計リスクの高い企業の例

- | | |
|----|------------------------|
| 1 | 利益の成長性の点から魅力的といわれる企業 |
| 2 | 大衆や政府の目から非常に目立つ企業 |
| 3 | 信用を得ることが困難である企業 |
| 4 | リスクを増大させている企業 |
| 5 | 事業の特性から高いリスクへ晒されやすい企業 |
| 6 | 自由度のある会計方針であるといわれる企業 |
| 7 | 頻繁に監査人が交代する企業 |
| 8 | 内部取引の量がかなりある企業 |
| 9 | 関係会社との取引量がかなりある企業 |
| 10 | 不誠実な活動に関与しているといわれている企業 |
| 11 | 頑固な経営者が君臨している企業 |
| 12 | 成否が不明な新規事業に参入しつつある企業 |

会計方針のチェック

経済的実態は、財務諸表の構成要素に影響を及ぼす。経済的実態を反映した現実的な会計方針を企業が採用したならば、いかなるインパクトが利益に及ぶのを見極める必要がある。その結果、会計上の報告利益をかなり低下させると判断されるのであれば、利質は低いということである。

会計方針の変更は正当化されるのか

変更が本来必要ないにもかかわらず、正当化されてしまえば、適切に取引の経済的実態を反映していないことになる。会計方針の適用の不適切性と会計方針の変更は、利益数値を無意味にし、かつ将来利益の予想を困難にさせる。

会計上のクッション (Accounting Cushion) の観察

会計上のクッションとは、例えば秘密積立金のようなものに代表される。最近の例でい

⁸ 会計リスクという用語が使用されているが、Siegelはその定義を行っていない。また、表 2-3 で指摘された「リスク」という用語が何を示すのかについても言及がなされていない。

えば、リストラに際して過大に計上されたリストラ引当金が挙げられる。会計上のクッションを設けている企業は、利益を過小表示し、利質を低下させると考えられる。単に保守的に利益を計上することが、利質の向上にはつながらない点に留意を要する。

利益平準化の作用

いかなる Earnings Management も、企業の実態ではなく、むしろ企業があるべきと望むような結果を反映した財務数値を導く。従って、企業の経済的実態の一部でもある業績の規則的（あるいはアットランダムな）変動に偽装を施し平準化させることは、利質を低下させる。V字型業績回復に伴う Big Bath、収益の不適切な認識も同様である。利質は、利益が現在よってたっているところの程度や将来の利益を前倒しにした程度を反映しているものと考えられる。利益平準化は、利質にはプラスにならない。

裁量的費用の分析

裁量的費用の削減は、利質の毀損を起こす可能性が高い。正当化することができない裁量的費用の変化に基づく利益の増減額を報告利益から控除することによって、利質へのインパクトを測定することができる。

自由裁量費用とは、一般に研究開発費、広告宣伝費、人材開発費、維持修繕費等のような経営者の裁量によって、ある程度発生を調節することができる費用のことである。これらの自由裁量費用の減少は、現在の利益の増加がある反面、将来の利益の減少を招く恐れがあるため、利質の低下につながる。

会計上の見積りの正確性

発生主義会計では、多くの見積りが損益計算に関与しているため、報告利益は高い不確実性を内包せざるを得ない。キャッシュフローを伴う取引と主観的な解釈の伴う取引を区別する必要がある。企業は多くの主観的な会計上の見積りを行うため、例えば過年度の見積りと実績を照合することにより、企業の会計上の見積りがどの程度信頼できるのかどうかを検証することができる。

内部統制の検証

内部統制が不備であり、会計上の誤謬の頻度が高い企業は、財務報告に信頼を置けない。信頼できる内部統制システムを採用する企業か否かを見極めなければならない。

キャッシュフローの分析

キャッシュフローを追跡できない会計方針は、裁量的と考えられる。現金の認識に近似して収益・費用を認識することができる場合には、会計上の硬度（Hardness）⁹は高い。

キャッシュフロー分析が求められる根拠は、一般に会計上の報告利益が操作されているからである。前述したように、会計方針の選択に経営者の主観が介入するのは現在の制度では避けられない。キャッシュフローの裏づけの大きい会計方針は、恣意性が少ないと評価できる。従って、キャッシュフローとの乖離の少ない収益・費用であれば、その利質は高いが、反対に乖離が大きい場合には利質が低いと判断される。

リスクに応じた資産の分類¹⁰

リスクに応じた資産の分類とは、換金リスクの程度に応じて資産を分類することを意味する。キャッシュフローとの裏返しの関係にあると考えられ、換金リスクの大きい資産ほど資産の質が低いと考える。それは当然ながら利質も低いことを意味する。

資本の維持の検証

資本の維持は、ゴーイングコンサーンを考える場合の重要な要素である。設備等の固定資産の維持が十分でない場合、利質は低いと考える。それは、現在の利益創出力を削ることによって、足下の利益を増やしているからである。例えば、維持修繕費対固定資産、維持修繕費対売上高、純利益対固定資産、売上高対固定資産といった比率の趨勢をつかんでおくべきである。さらに、固定資産の取得原価と取替原価を比較して、必要な更新ができるかどうか、企業のキャッシュフロー状況を踏まえて評価しておくべきである。

課税所得の見方

会計上の報告利益が課税所得をかなり超過しているならば、会計方針はかなり自由度が高いことを意味する。特に繰延税金資産に注意し、回収可能性を踏まえて、この乖離を評価する必要がある。

残余利益 (Residual Income) の見方

残余利益とは、純利益から資産の資本コストを控除した額であり、これは経済的な利益を表す¹¹。残余利益が報告利益よりかなり低い場合、利質が低いことを意味する¹²。残余利益と報告利益の比率のトレンドを吟味し、その乖離の程度を検証する必要がある。

利益の安定性を見方

利質は、利益の安定性と成長性に依存する。また将来の利益に影響する要因の予見可能性にも依存する。従って、損益計算書から、反復可能性の少ない異常項目や一時的項目を調整して利益を分析する必要がある。逆にいえば、これらの項目に基づく利益が多いことは、利質が低いことを意味する。

成長性の検証

成長性は、利益から配当を除外¹³した数値(内部留保)を自己資本で除した値の変化率で計算する。この比率が高いならば、内部金融能力が高く、資金調達問題に制約を受けず、成長を図ることができる可能性が高いという点で、利質も高いことになる。

オフバランス・シートの負債

オフバランス・シートの負債の財務比率に及ぼす影響を評価しなければならない。これ

⁹ 硬度の概念に関しては、井尻 [1976] 参照。

¹⁰ リスクに関しては、企業の属する業界により異なると考えられるため、この場合は分析対象企業と同一業界において、他の条件が全て等しいという仮定の下での議論である。

¹¹ 経済的利益 (Economic Profit) としては、残余利益以外に、経済的付加価値 (EVA) 等がある。

¹² 佐藤 [1994] は、報告利益から差し引くのは、自己資本利子だけでよいのではないかと疑問を提起している。借入金の利子を二度引きしているからである (141 頁)。但し、いかなる資本概念を利用するかによって、結果は異なるのであり、必ずしも常に自己資本利子だけを控除すればよいとはいえないであろう。

¹³ 米国では、役員賞与が費用とされているため、ここでは配当を控除するとされるが、我が国では配当と賞与を控除して調整することになる。

は、財務分析一般に通用するポイントでもある。

オフバランス・シートの資産

企業が簿外資産や含み資産を保有している場合、財務体力の強さを示すものとして、利質評価ではプラスになる。この点も、財務分析での視点と変わることがないといえよう。

(3) 利質の特性のまとめ¹⁴

利質の特性は、複雑であり、相互に関連し合っている。また分析目的に応じて、様々に解釈しうる概念でもある。さらに、利質の特性を厳密に測定することは、非常に困難、不正確、恐らく不可能である可能性が高い。しかし、分析の精度を高めるには、利質の特性の分類やいかなる企業が好ましい利質を持つのかを分析することは避けられないと Siegel は指摘する。

そこで、好ましい利質の特性の例示をまとめれば、表 2-4 のとおりとなる。

【表 2-4】好ましい利質の特性

1	会計方針が企業の経済的実態を反映している程度
2	現在又は将来の状況に対する見積りの確実性の程度 (過大見積になるか否かという見積の前提・仮定に付随するリスクの程度)
3	資産維持や現在及び将来の収益力維持・強化のための引当の十分性の程度
4	収益力の安定性の程度 (どの損益計算書項目が本質的に反復性を持つのかという程度)
5	会計上の利益の成長性、将来の利益水準に影響する要素の予見可能性

この5つの特性と利質の高低の関係は、表 2-5 のように整理することができる。

【表 2-5】利質の高低との関係(1)

利質の特性	利質が高い	利質が低い
会計方針の実態反映度	実態反映的	非現実的・架空的
見積の現実性	現実的	非現実的・目標的
引当の十分性	十分	不十分
収益力の安定性	安定的	不安定
成長性、予見可能性	高成長、可能性大	低成長、可能性小
総合判断	好ましい	好ましくない

¹⁴ Siegel [1991], pp.11-13 参照。また佐藤 [1994] は、本書について「多くのチェックリストは、多少のクドさがあるが、企業評価のマニュアルの見直しの参考になるかもしれない」と指摘している。一方、利質の古典である O'glove [1987] も、財務諸表を読む場合の注意項目としては、ディスクロージャーの仕方、非経常的取引による利益、費用の増減(裁量的費用の変動)、財務報告と税務目的報告との差異、売上債権と棚卸資産、負債(オフバランス)とキャッシュフロー分析、配当、会計方針の変更、Big Bath とリストラ会計を例示し、Siegel と同様な解説を行っている。

一方、好ましくないと考えられる利質の特性の例を、表 2-6 に整理した。

【表 2-6】好ましからざる利質の特性

1	経済的実態と乖離した会計方針の変更の程度
2	利益操作の程度
3	非現実的な費用の繰延計上の程度
4	費用の過小計上・過大計上の程度
5	収益認識のタイミングの程度
6	裁量的費用の削減の正当性欠如の程度
7	収益・費用の認識と関連した会計上の見積りの裁量性や不確実性の程度
8	資産の過大表示や負債の過小表示の程度
9	資産タイプ別の将来における実現可能性に付随するリスクの程度
10	営業レバレッジの程度
11	景気サイクルに対する感応度の程度
12	インフレ利益の会計上の報告利益への混入の程度

また、この 12 項目の好ましからざる利質の特性と利質の高低の関係を表 2-7 にまとめた。

【表 2-7】利質の高低との関係（ 2 ）

利質の特性	利質が高い	利質が低い
会計方針の変更の程度	変更小	変更大
利益操作の程度	低い	高い
繰延計上の程度	低い	高い
費用の過小・過大 計上の程度	計上金額小	計上金額大
タイミングの程度	正常	繰延・繰上の
正当性欠如の程度	正当性欠如小	正当性欠如大
裁量性や不確実性の程度	小	大
資産負債の表示の程度	低い	高い
リスクの程度	低い	高い
レバレッジの程度	低い	高い
景気感応度の程度	低い	高い
インフレ利益混入の程度	低い	高い
総合評価	好ましい	好ましくない

企業全体で考えれば、個々の好ましい特性と好ましからざる特性が、それぞれどの程度存在するかを判断し、企業の利質を総合的に評価する。なお利質の特性は、相対的な概念であり、ここで示した両極としての利質の高低以外にも、当然ながら中間的な位置付け、つまり利質の濃淡が存在することに留意すべきである。

2 Napolitano による利質論 証券アナリストの視点

Napolitano [1998] は、米国企業の報告利益を時系列的に分析した上で、利質は 1991 ~ 1996 年の間に劇的に改善したと主張する。

この改善の理由としては、インフレの低下、不稼働資産の償却等を含む継続的なりストラの実行、高成長かつ高収益性のある事業分野への経営資源シフト、FASB による企業会計における保守的処理の推進等が挙げられている。

しかし、1997 年以降利質は悪化の兆しを見せており、財務諸表利用者にとっては、会計的なトリックよりも事業の基本的な競争力から生じた利益を持続的に計上できる企業（利質の高い企業）を見出すことが重要になっていると、現状をまとめている¹⁵。

従って、以前にもまして多くのアナリストや投資家は、利質という概念に着目しているというのが、Napolitano [1998] の基本的な主張である¹⁶。因みに、Napolitano [1998] は、利質を「企業の営業利益に内在する保守性の程度を示すものである」と定義しているが¹⁷、このように企業の報告利益に反映された（会計的）保守主義の程度を示すものとする立場は、Gibson [2001]、White et al. [2003] 等最近の見解では支持が多いようである。

一方、利質と Earnings Management の関係については、実務家の視点から、Earnings Management を許容しているような米国の GAAP は、利質の問題と大いに関係していると述べている。Levitt [1998] が、Earnings Management の会計実務上の問題を指摘し、利質への影響を懸念していることと整合する見解である¹⁸。

Earnings Management を許容するような問題となる GAAP とは何か。Napolitano [1998] が、米国の GAAP に潜む潜在的な問題点として指摘しているのは、反復的なりストラ費用、買収に伴う会計処理、不良債権への貸倒引当、重要性の原則、収益認識のタイミング、償却方法や耐用年数の変更、繰延税金資産の利用、退職給付会計のメカニズムである¹⁹。

これらは、Earnings Management が一般に問題とされる会計領域であり、全て利質にネガティブな影響を与える可能性が高いと考えられている。

ところで、Napolitano [1998] によれば、利質を評価する上での重要な財務構成要素は、営業利益であると考えられる。なぜなら、中核的事業あるいは継続的事業から生じる持続性のある利益こそが、企業の収益力のキーであるからである。また営業利益は、純利益よりも変動性が低い傾向があるため、利質の評価には好ましいのである。従って、営業利益を中心に分析を構築することを勧めている。

¹⁵ Givoly et al. [2000] は、利益、キャッシュフロー、発生処理額を時系列的に分析した結果、米国では会計処理の保守性が 1980 年代の初期から増加していることを実証している。保守的会計処理は利質にマイナスに作用するとはいえないため、1997 年以降利質が悪化したという Napolitano による主張とは矛盾する結果となっている。Givoly et al. [2002] も参照。

¹⁶ Napolitano [1998] , p.1 参照。不正会計問題以前に、会計トリックによる利益の欺瞞性に警告を与え、分析の原点回帰を主張していた点は評価できることである。

¹⁷ Napolitano [1998] , p.3 参照。

¹⁸ 現在に至るまで SEC は、市場の期待への適合や長期的な利益トレンドの平準化を目的として、企業が Earnings Management を行うことを防止しようとしている。一方、Earnings Management 自体に経営者の内部情報が反映されていると理解するならば、Earnings Management を完全に否定することには問題があるとの立場もある。

¹⁹ Napolitano [1998] , p.2 参照。

また、利質は保守主義の程度を表象するものと考えていることから、実務上の便宜を考慮して、表 2-8 のような保守的会計チェックリストを提案している²⁰。

【表 2-8】保守的会計チェックリスト

1	物価上昇期において、在庫評価法として、LIFO を採用している。
2	売上債権や過去の貸倒損失に対して、十分な引当金を計上している。
3	固定資産の減価償却方法として、定率法を採用し、耐用年数も短期の使用可能年数としている。
4	比較的短期間に、企業結合により取得した営業権や無形固定資産を償却している。
5	新規事業のスタートアップ支出を費用処理している。
6	長期工事の収益認識に対して、完成基準を採用している。
7	退職給付や退職年金に係る見積長期債務の算出に対して、保守的な前提を採用している。
8	訴訟やその他の偶発損失に対して、適切な引当処理をしている。
9	オフバランスによる資金調達手法の利用頻度が低い。
10	保守的な収益認識基準を採用している。
11	非反復的な取引に伴う利益を最小化している。
12	明確かつ適切なディスクロージャーを行っている。

(出所) Napolitano [1998] ,p.6,Table2 より作成。

保守的会計チェックリストの各項目に対して、yes という回答が多いほど保守的会計処理を採用していることになり、Napolitano [1998] によれば、その企業の利質は高いという評価が下される。実務家らしく、保守主義で利質を割り切って評価している点で、実務上は使いやすい見解であろう。但し、利質は、主観的な問題であるため、同じリストを使用しても、例えば監査人、経営者、アナリスト、投資家でそれぞれ異なる評価になることがありうる²¹。この点はやや問題のあるところといえよう。

因みに、保守的会計チェックリストを適用して利質を具体的に評価するには、企業の業績に影響する経営者の裁量を最少限とするか、あるいは除去するように財務数値の調整も行わなければならないとして指摘している。

なお、証券アナリストの立場から利質問題を論じたものとして、Briker et al. [1995] も参考として紹介しておく。

Briker et al. [1995] は、米国企業 214 社に関する 479 のアナリストレポートを対象とした内容分析 (content analysis) を行い、「利質」や「利益の予測可能性」や「コア利益」等の用語が出現する頻度等を分析している。

²⁰ Napolitano [1998] ,p.6 参照。Meigs [1987] は、「アナリストは、企業を比較する場合、利質を問題とする。各々の企業は GAAP で許容された多くの会計処理の中から、ある会計手法を選択する自由がある。このため、企業が増益という強力な圧力をかけられたならば、会計処理手法はこの目的に沿うようなものになる可能性がある。従って、アナリストは、採用された会計処理手法が利益測定に保守的であるのか、あるいは利益計上を促進させるように作用するのかを考慮しなければならない。」(pp.795-796) とし、アナリストの評価における利質と保守性の関係を指摘する。

²¹ Napolitano [1998] ,p.5 参照。

アナリストが、利質をどのように解釈しているのかは明確ではないとするが、大別すれば二つの見方があると主張する²²。すなわちアナリストは、経済学的あるいは会計学的に区別して、利質という概念を理解しているというのである。

ピンポイントで行った利益予想数値と実際の利益数値の予測誤差の範囲が小さい場合、利質が高いと考える立場が、経済学的とされる。一方、利質と保守的な会計処理が関連していると考えられる立場が、会計学的とされる²³。

実際に、経営者がネガティブな利益変動 (earnings surprises) を回避するように利益を制御できる能力を持つ場合、アナリストはその企業の利質は高いとみなしている強い証拠があるとしている。つまり、実績が予想を下回りそうな場合、裁量的な内部留保、引当金そしてオフバランス資産を利用して、利益を調整できる企業の利質は高いと考えているというわけである。これは、アナリストが利質を経済学的にとらえていることを意味する。

これらの見方は、アナリストが、予想利益のダウンスайдリスクを嫌うことと整合的であり、会計政策の面からみても、アナリストは利益への裁量が高い会計方針を好むこととも矛盾していないと考えられている。これらは、実証されてはいないが、保守性を評価する会計学的見方とは反対の見方である点は、興味深いところである。

このような見方が生じる背景について、Bricker et al. [1995] は、利質の会計的意味に関して、アナリストが公認会計士と同じように、信頼性と中立性のような要素を評価していないことを示唆しているのではないかと述べている²⁴。

利質の解釈が異なるのは、「将来において財務数値が過大表示であると証明される可能性が少ないということから、保守的に決定された利益の質は高い。一方過剰な保守主義は、實際上長期的にみれば財務報告における誠実性 (integrity) を欠くことになる」というように、保守性に対する評価が分かれることに基づくものではなかろうか²⁵。後述する「裁量的会計行動によるアプローチ」でも取り上げるように、保守的な会計処理は高い利質と考える重要な要素であるとする見解は多く、Bricker et al. [1995] が指摘するアナリストの利質の理解とはかなり隔たりがあるように感じられる。

²² Bricker et al [1995], p.543 参照。

²³ 誤差の範囲の大小よりも、誤差の正負という符号を重視するということである。

²⁴ Bricker et al [1995], p.542 参照。公認会計士と異なり、収益性を評価する際、アナリストは特に企業の「コア利益 (core earnings)」を識別することに関心があることが影響していると述べている。コア利益に関しては、Corte et al. [2002] が、S&P が導入したコア利益の概念について詳しい。

²⁵ Bernstein et al. [1998] 参照。

3 Hawkins と Campbell による利質論

Hawkins et al. [1978] の所説も、O'glove や Siegel と並ぶ古典的な利質に関する文献である。まず、米国においては、機関投資家や研究者にとって、利質という概念が共通用語になっているとする。また、利質の定義や測定の仕方は統一されていないが、この概念は、株式評価等において様々な形態で利用されていると指摘している²⁶。

因みに、Hawkins et al. [1978] では、「利質は、経営者の保守主義に対するバイアスを測定する尺度」、「利益数値の変化における会計の果たす役割を評価する指標」、「利益のキャッシュフローとしての利用可能性の評価尺度」等というように利質を表現している。

例えば、投資目的で利質を利用することを考えてみる。利質が、投資家にとっていかなる意味を持つかは、企業のいかなる特性が投資目的に適合するか、またいかなる特性が企業を検討する場合に適切かという投資家の感覚を反映するものとされる。利質概念は非常に主観的なものであるという例示である。

ところで、株式評価を前提に、Hawkins et al. [1978] は、利質と PER との関係について、利質が高いならば、PER も高いという関係があると指摘する²⁷。

その要因としては、次のようなものを挙げている。

利質は、保守性と関連している。効率的市場理論によれば、市場は会計方針の差異を見抜き、表面上の利益数値にもかかわらず、企業を同等に評価する（透視仮説）。従って、PER は当然保守的な会計方針を採用した企業の方が高くなること。

利質の高低は、利益の変動性や不確実性に関連している。市場は不確実性を嫌うため、利質が高い企業は利益の変動性は低く、一方将来の利益の予測可能性は高いことから、そのような企業の PER も高くなること。

利質の特性は、現在の配当支払能力や分配可能なキャッシュフローに関連する。従って、高い利質は国内事業に起因する利益であり、分配可能性があることになる。配当に関心がある投資家には、高い利質の企業に投資を集中させる誘因が存在すること。

利質は経済的実態に対する近似性の程度で定義される。主観的な評価であるが、経済的実態は、利質が低いよりもましであるという点で評価されること。

利質を判断する場合、投資家の中には「理解容易性」を重視する者がある。つまり投資家としては、同じような利益金額と予想利益数値のある複数の企業に直面したならば、容易に分析ができる企業により価値を置く可能性があること。

²⁶ Hawkins et al. [1978] ,p.123 参照。

²⁷ Hawkins et al. [1978] ,pp.125-126 参照。利質と PER の関係を詳しく検討している点で、Hawkins et al. [1978] は後述する「資本市場・ガバナンスによる研究」と同じ視点に立っている。

Hawkins et al. [1978] は、(表 2-9) のような利質の判断基準²⁸を提示しており、内容的に米国らしい表現もあるが実務的には参考となるものであり、多くの文献で引用されている²⁹。

【表 2-9】利質の判断基準

利質の区分	判 断 基 準
高い質の利益	<ol style="list-style-type: none"> 1 LIFO や加速償却法のような保守的な会計原則によって決定された利益 2 現金で分配可能な利益 3 過去のトレンドから大きく変動しない利益 4 会社の将来の利益の流れのよい指標となる利益 5 会社の基幹的事業（本業）に関わる利益 6 会社の現在及び予測される状況についての慎重かつ現実的な見方を反映した利益 7 将来における巨額な減損発生のような突然のショックをもたらす可能性がない貸借対照表をベースに測定された利益 8 財務活動ではなく、本業から生じた利益 9 国内の事業から生まれた利益 10 理解しやすい利益
低い質の利益	<ol style="list-style-type: none"> 1 工事進行基準のような緩やかな会計原則によって決定された利益 2 現金で分配し得ない未実現利益を含む利益 3 変動性の高い利益 4 会社の将来の指標とならない利益 5 会社の基幹的活動以外から生じる非反復的な利益 6 将来についての楽観的見方に基づく非現実的利益 7 利益として実現可能性のある資産を過大表示した貸借対照表をベースとした利益 8 主に巧妙な財務取引で生じた利益 9 海外の事業から生まれた利益 10 会計学の博士号取得者しか理解できないような脚注の付いた利益

(出所) Hawkins et al. [1978] , p.124 より作成

この Hawkins et al. [1978] の利質の判断基準から、利質の特性として共通項目を整理すれば、次頁の表 2-10 のように要約することができよう。

²⁸ Hawkins et al. [1978] , p.124 参照。

²⁹ 例えば、中條 [1999] 伊藤 [2000] 参照。この Hawkins らの判断基準について、伊藤 [2000] は、「利益の質とはどのようにして判断されるのだろうか。残念ながら、現在のところ確立された利益の質の評価基準はない。また、それを一義的に定議することも難しいだろう。しかし、アメリカの証券アナリストや機関投資家の間で用いられている一応の目安といったものがある。」(234 頁) と指摘している。

【表 2-10】 Hawkins らの所説からみた利質の特性³⁰

1	選択適用している会計原則・基準の厳格さ・保守性
2	キャッシュフローによる裏打ちの有無
3	変動可能性の有無・程度 過去の利益トレンドからの乖離
4	将来の利益の予見可能性の程度
5	基幹事業・本業からの利益の創出性
6	利益判断に関する堅実性・現実性
7	利益が創出される地域セグメントの所在
8	利益（あるいは財務報告）の理解容易性

Earnings Management との関係については、利質を理解することが、経営者による利益の制御に惑わされないで、企業業績を評価する上で重要であると指摘する。Earnings Management により操作された利益は、同一金額であっても、操作されていない利益に比べて、その質的内容には差異があるということを財務諸表利用者は理解するべきであるということである。

Hawkins et al. [1978] は、利質の利用方法として、いくつかの例示を行っているので、参考までに表 2-11 に整理した。

【表 2-11】 利質概念の利用方法³¹

適用領域	内容
事業評価	経営者により選択された会計方針は、経営者の性格を反映するものである、という仮説に基づいて、保守性からの乖離の程度を把握するための手段として利用する企業がある。
企業ランキング	業界トップ企業から順次ランキングが下がるにつれて、利質も低下するといわれている。従って、アナリストの視点では業界分析に「利質」を追加する意義がある。
会計方針の理解	企業が採用した会計方針が利益の水準に与える影響を理解するには、利質を検証する必要があるとされる。
財務数値の調整	利益操作がなされている場合、財務数値を標準的な水準に調整するための目安として、利質を利用する。
危険情報	利質に異常があれば、財務面での危険信号とし、詳細な分析開始の端緒とする。
投資情報	米国では、利質を利用したいくつかのレポートが発行されている。例えば、「Quality of Earnings Report」や「Quality Measurement of Stocks」等である。これらでは、利質に基づき、企業分析や配当可能性等の分析を行い公表している。

(出所) Hawkins et al. [1978], pp.126-137 より作成。

³⁰ Merrill Lynch は Hawkins と共同して、投資家向けの利質評価サービスを開始すると発表した（2002年8月）。そこで利用される利質の評価項目は、ROC、キャッシュ実現性、生産資本設備再投資比率、実効税率、S&P 株式ランキング、S&P 社債格付けの6指標に基づくこととされ、本稿で紹介した手法とは異なる視点を提唱している。

³¹ この表で投資情報として引用したレポートは、既に発行がなされていないようである。

4 Fraser と Ormiston による利質論

Fraser et al. [2001] によれば、財務諸表の構成要素毎に利質を検討する利質分析アプローチは³²、財務分析において決定的に重要なものであるとする。

損益計算書は、経営者が報告利益に影響を及ぼす様々な機会を付与する多くの項目を含み、企業の経済的実態や将来の事業運営能力を示しているとは限らないため、裁量項目には留意が必要である。Fraser et al. [2001] は、具体的に経営者の裁量が及ぶ項目として、例えば表 2-12 のような項目を挙げている。

【表 2-12】損益計算書における裁量可能な項目

会計方針、会計上の見積・判断
会計方針の変更や会計上の見積の変更
裁量的な費用支出
非反復的・一時的な取引
非経常的な損益
キャッシュフローと整合的でない収益・費用の認識

(出所) Fraser et al. [2001] ,p.219 より作成。

どの項目も、既に紹介した Siegel 等が主張しており、特に目新しくはないが、逆にいえばそれだけ詳細に分析する必要がある利質分析上の項目であると考えらるべきであろう。

アナリストは、財務分析に際しては、利益を定量・定性両面から分析し、将来の損益見通しには、潜在的なゴーイングコンサーン能力を反映させなければならない。そのためには、定性的要素や経営者による報告利益の操作や調整も考慮した利質評価が不可欠になるとしている。

ところで、Fraser et al. [2001] は、次頁の表 2-13 のような米国会計基準に基づくチェックリストを提示している³³。このチェックリストは、利質に影響する財務報告の主要項目と損益計算書項目と結合させたものである。これらは、あくまで例示であり、完全なものではないが、利質分析のフレームワークとして利用可能なものである。

³² Fraser et al. [2001] は、「A Guide to Earnings Quality」において、利質分析手法を具体的に解説している (pp.219-233)。なお、利質分析の究極の目的は、企業の経済実態と将来の正常な潜在的収益力を最もよく反映した業績評価指標に到達することであるとしている。

³³ Fraser et al. [2001] ,p.220 参照。

【表 2-13】利質チェックリスト

損益計算書の構成要素	利質へ影響する項目
売上高（営業収益）	1 回収懸念債権勘定への引当金
	2 価格効果・数量効果
	3 実質・名目成長
売上原価（営業費用）	4 棚卸資産の評価方法
	5 LIFO（後入先出法）在庫評価益
	6 在庫評価損の認識
販売費及び管理費	7 裁量的費用（研究開発費、維持補修費、広告宣伝費）
	8 減価償却費（方法・見積） アモチゼーション
	9 退職給付会計（割引率の見積）
特別損益（営業外損益）	1 0 資産売却による損益
	1 1 金融収益
	1 2 持分法による投資収益
	1 3 資産の評価減に伴う損失の認識
	1 4 会計方針の変更
	1 5 異常損益項目
その他	1 6 発行済株式数の重要な変化
	1 7 買収と処分
	1 8 準備金

（出所）Fraser et al. [2001] ,p.220,ExhibitA.1 より作成。

以下、損益計算書項目に沿ってコメントを加える。

（１）売上高

回収懸念のある債権勘定への引当金

他の条件が全て等しいならば、売上高の変化率と売上債権勘定残高・貸倒引当金勘定残高との間には合理的な関係が存在しなければならない。もし、この各項目が不合理に異なる動きを見せる場合には、Earnings Management の疑いがある。損益計算書の利益が操作されて増加する場合には、その利質は低下する。

価格効果・数量効果

売上高が変動する場合、それが価格効果、数量効果、あるいは両者の複合効果によるものであるのかを決定することは重要である。利質が高いのは、複合効果によるケースである。

実質・名目成長

米国では物価変動会計のディスクロージャーは要求されないが、売上高の変動が名目だけでなく、実質ベースでも成長している場合、その利質は高いとされる。

(2) 売上原価

棚卸資産の評価方法

インフレ期には、LIFO を採用した場合、利質は低下する。しかし価格が安定している時期には、LIFO の方が FIFO や平均法よりも利質は高い。またキャッシュフローの面でも、LIFO で在庫を評価した方が課税所得が低くなり、キャッシュアウトが少なくなる。しかし、インフレ期には在庫の過小評価の問題がある。

LIFO (後入先出法) 在庫評価益

LIFO を採用した企業が、期首繰越在庫を削減した場合には、LIFO を採用していない企業よりも利益が増加する。このような利益は、利質が低い。将来予想を考えた場合、現状の利益から LIFO による在庫評価益を控除することが適切である。

在庫評価損の認識

保守主義を適用した場合、棚卸資産は時価で評価される。取得原価が時価を上回るならば、評価減を行う。そのような評価減を行った場合、評価損は利益の比較可能性や利質に影響を与える。従って、アナリストは評価減に注意しなければならない。

(3) 販売費及び管理費

裁量的費用 (研究開発費、維持補修費、広告宣伝費)

当期の報告利益の増加を目的として、裁量的費用を削減することは、長期的な収益獲得能力や利質に悪影響を及ぼす。アナリストは、裁量的費用の削減の傾向を吟味し、事業活動の量と設備投資の水準と比較すべきである。

減価償却費 (方法・見積り) アモチゼーション

多くの企業は財務会計上、減価償却に定額法を採用しているが、多くの場合定額法による利質は低い。なぜなら定額法は、資産の経済的実態を反映していないばかりか、償却期間に十分更新コストをカバーできないからである。またアナリストは、ハイテク企業買収に伴う営業権のアモチゼーションを割り引いたり無視していることが多い。これは、営業権としての「のれん」は、オフバランスとされる資産であるが、買収企業はこれに価値を見出しているから、分析上無視すべきではない。

退職給付会計 (見積りの変更)

SFAS No.87 によれば、割引率が変更された場合、退職給付費用や年金資産の運用益が変動する。このように退職給付会計の会計処理に関する SFAS No.87 は、依然として重要な質的問題を残している。特に利率の見積り変更は、重要である。なぜなら、退職給付費用や年金資産の運用と将来の退職給付の現在価値の関係に影響する会計上の見積りの問題だけ

らである。この利率(割引率)の選択はある程度経営者の裁量を許容されているのである。

(4) 特別損益(営業外損益)³⁴

資産売却による損益

資産売却による損益は、一時的損益であり、正常な事業運営に基づく損益ではない。従って、将来の正常な収益力を評価する際には、このような資産売却による損益は除外する。

金融収益

利質を評価する場合、アナリストは金融収益の重要性と変動性に注意しなければならない。米国では、金融収益も、特別損益と同様に正常な事業サイクルにより創出された利益ではないからである。将来の収益を見る場合には、金融収益のウェイトが大きく、全体の損益の変動要因であるならば、利質は低いことになる。

持分法による投資収益

関連会社や非連結子会社に対する投資に持分法を適用している場合、通常持分法による投資収益が現金配当よりも多くなる。利質を評価するには、キャッシュフロー計算書との整合性を勘案し、現金配当を上回る持分法による投資収益については、利益より控除して考えるべきである。

資産の評価減に伴う損失の認識

資産の評価減に伴う損失は、財務情報の比較可能性と品質に影響する。将来の収益力を評価する場合には、評価減の認識は重要であるが、資産の評価減に伴う損失を除外し、時系列比較ができるように調整するべきである。

会計方針の変更

会計方針の変更による影響は、将来の収益力の評価に際して除外して考える。

異常損益項目

米国基準では、異常損益項目が損益計算書に計上されることは非常に例外である。例えば、実質的ディフューゼンス³⁵を利用した社債償還差益を計上した場合である。将来の収益力を評価するには、実質的ディフューゼンスによる社債償還差益を除外して考える。

³⁴ 特別損益や営業外損益項目の扱いは、日米で大きく異なるため、この Fraser らの手法を我が国で利用する場合には、調整が必要である。

³⁵ 我が国では、デット・アサンプションがかつてオフバランス化と社債償還差益を計上するものとしてよく利用されたが、金融商品会計基準の整備により、現在は実質的ディフューゼンスの一種とされ、原債務のオフバランス化が困難になっている。

(5) その他

発行済株式数の重要な変化

発行済株式数の重要な変化があった場合には、EPS の時系列比較に影響する。この変化は、自社株消却等による結果である。

買収と処分

事業や資産の買収と処分は、報告利益の比較に重要な影響を及ぼす。特に、営業権の処理、リストラ費用の処理、仕掛かり中の研究開発費の処理が問題となる。Big Bath の問題もあり、一時的に損失を多額に計上し、次期以降に大幅な利益計上を図ることは利質を低めることである。

準備金

利益平準化のために、業績好調時に利益を不当に留保し、業績悪化時に準備金取崩しをすることがある。業績をミスリードするものであり、準備金濫用は利質を低下させる。

Fraser et al. [2001] は、以上を踏まえて、表 2-14 に例示したような報告利益を利質の観点から修正して、調整後の利益を算出している³⁶。このような調整は、当期だけではなく、前期についても行い、適切な比較が可能となるようにする必要があることは当然である。

【表 2-14】利質による公表利益の調整例（単位：ドル）

利質の調整	金額	調整内容
経常利益	7 9 7	
LIFO（後入先出法） 在庫評価益	1 4 3	LIFO のベース在庫減少による増益分の調整
資産売却損益	5 5	当期計上売却益の控除
持分法投資収益	3 2	配当超過分の持分法投資損益の控除
異常損益項目	3 9	当期計上分の控除
税金引当	4 8 4	
調整後純利益	4 4	公表数値は、3 6 5 過大計上
公表純利益	4 0 9	
その他の調整		
回収懸念債権勘定へ の引当金	2 7	売上債権勘定の減少以上の貸倒引当金の減少 を調整（減少分を追加計上）
裁量的費用	2 5	R&D、維持費の意図的減少分の調整
金融収益	3 2	
その他調整後純損益	2 4	公表数値は、3 8 5 過大計上

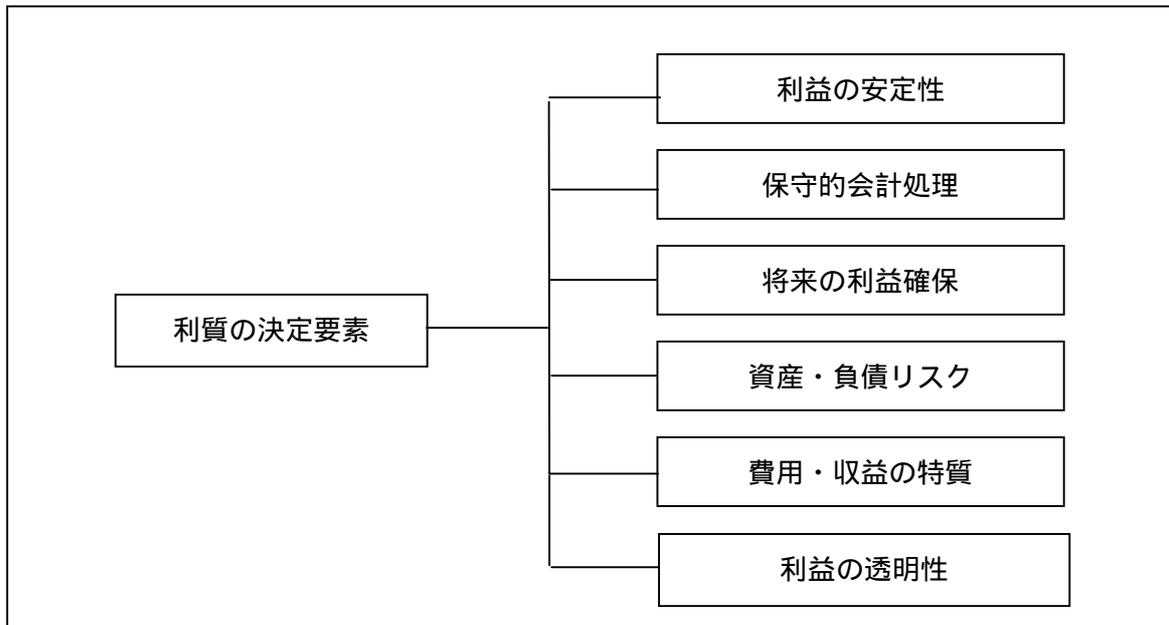
（出所）Fraser et al. [2001] , pp.232-233 より作成。

³⁶ 従来の財務分析の手法としても、実質損益の分析として、Fraser らが提唱する利益の調整と同じようなことが実行されてきたが、利質という統一された視点で全ての損益項目を調整している点で、Fraser らの手法の方が総合的・網羅的である。

5 青木による利質論³⁷

青木 [2001] は、財務諸表利用者にとり損益計算書の利益は金額が多ければよいというものではなく、いかなる背景に基づき利益が算出されたのか、そしてそこから将来をどのように見通すかが重要であると主張する³⁸。公表利益の特質を「利質」と定義し、利質については、以下の点（図 2-2）を総合的に勘案し、検討されるべきであるとしている。

【図 2-2】利質分析の視点



（ 1 ）利益の安定性

事業要因として、景気変動の影響が少ないこと、需要が安定していること、ライフサイクルが長いあるいは発展段階にあること、天候の影響が少ないこと、関連製品を開発しやすい相乗効果がある製品であること、多角化していること、販売先・販売地域・仕入先が分散していること等が挙げられている。財務要因として、損益分岐点が低いこと、負債構成が高すぎないこと、固定費水準が低いこと、利益に反復性があること、将来の利益が予測可能であること等が挙げられている。

（ 2 ）保守的会計処理

以下のような会計処理を行う場合には、利質を低めることになる。例えば、将来の利益の繰上計上処理（繰延資産の計上、無形固定資産の計上等）、過去の利益の吐き出し処理（引当金戻入れ、割賦繰延利益戻入れ等）、裁量的に費用を減少させる会計処理（定額法による

³⁷ 青木 [2001]、190-194 頁参照。

³⁸ 小島 [1987] は、利質とはアナリストが、利益の企業間比較をする時に利用する用語であり、利質分析は、企業の利益の持つ質の違いを理解することであるとする。企業の利益の絶対額や EPS を、そのままノミにする傾向があるが、アナリストは、会計的な測定を持つ意味と限界を知らなければならない。利益率や利益額が同一であっても、企業間には質的な優劣の差があるのである。従って、利益という数字（量）が内包する明暗を吟味し、利益の質を問題とする必要があると主張している（63-65 頁）。

減価償却、未積立の過去勤務年金債務、赤字受注に対する損失引当金の未計上、退職給付債務移行時差異の繰延、費用の遅延認識等）、資産の含み損や為替予約損失等の未処理、裁量的に収益を増加させる会計処理（工事進行基準の適用、収益の早期認識）等が挙げられている。

（３）将来の利益確保

研究開発、従業員教育（能力開発）、設備維持修理、広告宣伝、設備更新への積極的な支出等将来に対する投資、ブランド価値創出のための投資等により、利質が高められる。

（４）資産・負債リスク

政情不安定国への投融資や外貨保有が多額であること、特定取引先への集中的投資を行っていること、流行製品のための専用設備を保有していること、回収に懸念のある売掛金・貸付金が多額に存在すること、ヘッジのない投機的在庫を保有していること、オフバランス債務があること、無形固定資産が多いこと等により、利質が低下する。

（５）費用・収益の特質

以下の場合には、利質を低めることになる。例えば、税務上損金にならない費用が多いこと、利益が経済実態を表わさないこと、利益の予想と実績の乖離が大きいこと、キャッシュフローを伴わない利益が多いこと、社会的責任の観点から問題のある利益の計上、会計方針の頻繁な変更等が挙げられる。

（６）利益の透明性

報告利益が経済実態を表すものであれば、信頼性が高くなり、利質を高める。

以上の青木の所説に基づき、利質の決定要素と利質の高低の関係を整理すれば、表 2-15 のとおりである。因みに、青木 [1989] は、利質の決定要素の中で、利益の安定性と保守的会計処理が最も重要であるとしている（p.3）。

【表 2-15】利質の決定要素と利質の高低の関係

決定要素	利質が高い	利質が低い
利益の安定性	安定性が高い	安定性が低い
保守的会計処理	会計方針は保守的	会計方針はアグレッシブ
将来の利益確保	確保している	現在の利益を優先
資産・負債リスク	リスクは低い	リスクは高い
費用・収益の特質	望ましい状況	望ましくない状況
利益の透明性	透明性が高い	不透明な状況

6 Bergevin による利質論 利益の持続性を中心として一

(1) 利質の本質

Bergevin [2002] は、利質を「報告利益の開示が企業価値を変化させる程度を評価するもの」と定義する。企業価値と関連付けて明確に議論している点は、Siegel や Hawkins 等とは異なる捉え方である。

企業評価を行う場合、全ての条件が等しいのであれば、利益は多い方が少ないより好ましいであろう。しかし、全てが等しいことはあり得ないことである。従って、アナリストは、収益・費用の計算過程を完全に理解しなければならない。また、利益は表面上多ければよいというわけではなく、企業が報告利益の算出で利用した前提・見積り・選択・原則・基準を考慮に入れ、利質を考慮する必要性が生じてくるとする³⁹。

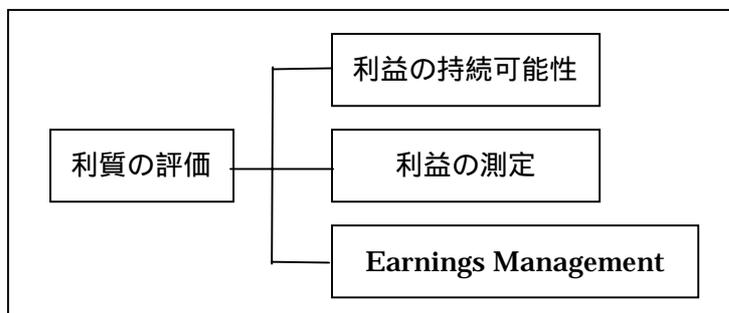
Bergevin [2002] の利質論におけるポイントは、「表面的数値とは対照的に、真実の経済的価値⁴⁰を表す利益数値は、反復可能性のない利益よりも、高い利質を持つ」という主張にある⁴¹。中核的事業ともいべき本業から生み出される利益は、特別損益に代表される臨時的・非反復的な一時的事象による利益よりも価値があると考えられる。なぜなら、中核的事業に伴う活動が将来反復して生じる確率は、臨時的な一時的事象よりも大きいと予測されるからである。

加えて、中核的事業から生み出される利益金額は、一般に本業以外の事業から生じる利益金額よりも分散が小さいと想定されている。従って、中核的事業から生み出される利益の特性である「反復性と安定性」という概念が、企業の価値増殖活動の本質（真実の経済的価値を表す利益）を構成するものと理解され、Bergevin の利質論のキーワードとなっている。なお、この指摘については、本業のウェイトを利質評価の判断基準として重視する、Siegel や Hawkins らの立場とも整合的である。

(2) 利質分析のアプローチ

Bergevin [2002] で提示されている利質分析では、図 2-3 のような 3 種類概念が重要な要素とされる⁴²。

【図 2-3】利質分析の要素



³⁹ 青木 [2001] 参照。

⁴⁰ 真実の経済的価値とは何かについては、真実の利益と同様に議論があるところである。

⁴¹ Bergevin [2002], pp.248-249 参照。

⁴² Bergevin [2002], p.249 参照。Schipper et al. [2003] は、利質の時系列的要素として、持続性や将来利益の予測可能性等を指摘している (pp.99-101)。

また利質分析では、比較分析が、利質を評価する場合に重要であるとも主張する⁴³。すなわち、アナリストは、競争企業をベンチマークとして選択し、時系列で報告利益の構成要素毎に類似点と相違点を明らかにし、利質を比較検討しなければならない。また利益の十分性 (Earnings Sufficiency) ⁴⁴を考慮すべきとする。費用をカバーし、許容可能な水準の利幅を確保できるような収益獲得能力を、利益の十分性と定義している。Bergevin によれば、この十分性は、利益の持続可能性の基本的な要素であり、これが確保されていなければ、複雑な利質分析に入る意味がなくなると主張する。

他の論者は、利質分析にこの「十分性」を必ずしも要件として求めてはなく、Bergevin 独自の視点である。従って、報告利益を十分に確保できる潜在的な能力のない企業に対しては、そもそも利質分析の余地がないということになる。

前述した3要素の内、特に利益の持続可能性 (Earnings Sustainability) について⁴⁵、Bergevin の考え方を要約する。

利益の持続可能性とは、反復的に利益を創出できる企業の能力を表す概念であると Bergevin は考えている。そして、持続可能性のある利益は、永続的で堅牢であると評価することができる。逆に、反復性のない利益は、持続可能性がなく、一時的に企業価値へ影響するか、あるいは全く影響を及ぼさないものである。この点に関しては、例えば Lev [1989] が、反復性のある利益数値は、株価に大きな影響を与えていることを実証している。

市場を驚かす要素 (Earnings Surprises) は、利益の持続可能性の点から、利質上マイナス評価となり、逆に持続可能性のある収益・費用は、Earnings Surprises を含むことが少ない。持続可能性のある利益であれば、将来の利益やキャッシュフローの水準を予測することが相対的に容易になる⁴⁶。

従って、たとえ Earnings Management により一時的利益を計上したとしても、非経常的項目による価値増加は、利質を低下させるに過ぎないと理解される。Bergevin は、報告利益が永続的利益と一時的利益の両者から構成されことを前提に、利質評価では、持続可能性のない一時的な利益数値の影響を割り引いて考えるべきことを示唆する⁴⁷。

ところで、利質評価で困難なことは、一時的あるいは非経常的項目以外に、その他の収益・費用の持続可能性を決定することである。なぜなら、それらはしばしば発生する項目であると同時に散発的でもあるからである。過去の実績を分析して、それらの項目の実態を判断し、持続可能性への影響を吟味せざるを得ないであろう。

⁴³ Bergevin [2002], p.253 参照。

⁴⁴ Bergevin [2002], p.255 参照。

⁴⁵ Bergevin [2002], pp.249-252 参照。利益の持続可能性は、Earnings Persistence とも表現されることがある。例えば、Dechow et al. [2002] は、発生処理額と利益の持続可能性の関係を論じている (pp.49-53)。

⁴⁶ Imhoff et al. [1992] は、報告利益とアナリストの利益予想が一致しにくい企業の場合、利益反応係数は低いことが観測されるとする。すなわち、市場にとっての Surprise 要素が多い企業の利質は低いことを示唆し、Surprise 要素は少ない方が好ましいことになる。

さらに、利益の持続可能性が事業の継続性に存在するか否かを分析することはより困難であると、Bergevin は述べている⁴⁷。利益の持続可能性において、リストラに関する会計処理をどのように斟酌すべきかという問題を提起している。

企業のリストラは、事業継続判断の一部を構成するものであり、特別な問題を発生させる。なぜなら、大規模なリストラは頻繁に起こらないが、報告利益をかなり減少させる費用や損失を生じさせるからである。アナリストは、一時的な費用でしかないため、リストラが利益に及ぼす影響を割り引いて考える傾向があるとされ、その点で、リストラは非経常的費用と同様である。

しかし、事業をリストラすることは、ある程度過去の戦略的な失敗を認めることである。かかる経営判断のミスは過去の財務諸表に影響するものであるが、修正されないまま残存するならば、過去の戦略的なミスのコストは、過去の業績の一部として報告されることなく、将来の財務諸表を誤表示することになる。そこで現在の損益計算書に計上されるリストラ費用は、従前の記録されていない事業費用に対する事後的な修正開示と見なせば⁴⁹、過去の財務数値に付替えることも可能であり、全く無視するわけにはいかない。

最近の V 字型業績回復の例のように、リストラを行う場合大幅な損失が計上されることが通例であるが、この費用・損失は、将来の負担を軽減させることを目的としているため、利益の持続可能性を高める作用を持つと考えられる。従って、現在の損益計算書に計上されたリストラ費用・損失は、計上されていること自体が重要であり、利質評価では必ずしもマイナスとはいえないというように、複雑な判断が求められるのである⁵⁰。

⁴⁷ Bergevin [2002] ,p.250 参照。

⁴⁸ 米国では、事業部門の売却が盛んなため、利益の持続可能性と事業の存続可能性とは連携して考える必要があるためである。

⁴⁹ Bergevin [2002] ,p.250-251 参照。

⁵⁰ 但し問題になるのは、複合的な要因に基づくリストラである。一要因のリストラであれば、利益の持続可能性に対する認識を通常減ずることはない。しかし、継続的に生じるリストラは、利益の持続可能性の分析を混乱させる。つまり利益の持続可能性に及ぼすリストラの影響を割り引かせるように、経営者が経常的費用を隠蔽しようとするかもしれない

7 Ayres による利質論 認知論の視点から一

(1) 認知された利質について

Ayres [1994] は、「Perceptions of Earnings Quality : What managers need to know」という論文の中で、次のような事例を提示している⁵¹。

(利質を考える事例)

Topnotch と Lowdown の二社があり、それぞれ新製品を開発したとする。二社ともに、その製品の販売により目覚ましい利益の増加を遂げ、しかも将来も増益基調は変わらないものと見込まれている。新製品は、既存の製造ラインと販売体制を利用することが可能であり、その製品はともに二社にとって同等の価値があるとする。さて、このような利益の増加は、二社にとって等しい価値がある経営事象と認知することができるであろうか？

Ayres は、利質の観点から、「もし、Lowdown 社の利益が利質の低いものと認知されたならば、答えは恐らく「No」であろう。なぜなら、利質を低下させると考えられるある種の企業の行動やパターン、さらに利益の変化に付随する企業価値のシグナルを考慮するからである。将来の利益に関する強いシグナルを提供したいと考えている企業は、利益が質の面で低質であるという否定的な印象を与えることを避けるべきである。資本市場における利質に関する認知は、会計上の利益数値と同等に重要である。」と指摘する。このように、Ayres の所説は、認知 (perception) という心理学的視点から、利質を論じている点に特色がある。

報告利益に影響する会計上の選択に迫られた経営者は、認知された利質に関連する数多くの要素を知っておく必要があるとし、利益がたとえ増加したとしても、利質の低下につながる要素による結果であると認知されたならば、経営者は報告利益の増加と利質の否定的な認知とのトレードオフを考慮しなければならないと指摘している。

重要なことは、利益の増減だけではなく、利害関係者がその数値の利質をどのように認知したか、受け止めたかという点である。つまり報告利益をできるだけよく見せようと努力することが、利害関係者のマイナスイメージを膨らませる結果になることも理解しなければならないということである⁵²。

例えば、事例における Topnotch 社が、減価償却方法として定率法を採用し、PER が 15 であるのに対して、Lowdown 社が定額法により、PER が 10 であるという差異があると仮定する。もし定額法採用は、償却負担を軽減し過大な利益を報告したいという企業の意欲のシ

いからである。従って、リストラが複合的なリストラか否かを、利質判断で考慮しなければならない。

⁵¹ Ayres [1994] , p.27 参照。

⁵² 例えば、Beaver et al. [1972] による、減価償却方法の差異が PER の差異に及ぼす影響の実証結果がある。それによれば、他の条件が等しければ、定額法採用企業の利益は高い傾向にあるものの、定率法採用企業よりも PER は低いというものである。

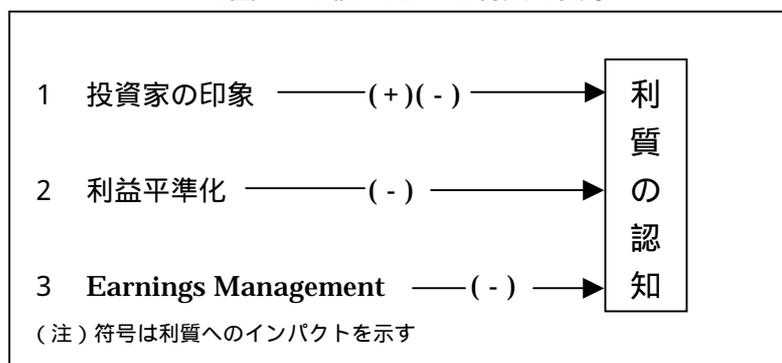
グナルであると市場が認めたならば、その利益は Topnotch 社に比べ、利質が低いと認知されることになる。逆に、市場は定率法を採用した Topnotch 社に対して、その強力な財務体力というシグナルを認知することになる。その結果、市場は Lowdown 社の将来の企業価値をディスカウントするかもしれない。このように利質の認知の仕方が、市場参加者の利益に対する評価に影響を及ぼすというのが、Ayres の考え方である⁵³。一般に、株式投資では、低 PER は買いともいわれるが、それとは矛盾する結論である。

(2) 利質の認知に影響する要素

Ayres は、利質の認知に影響する要素として、投資家の印象、利益平準化、そして Earnings Management を挙げる⁵⁴。経営者は、これらの要素のみならず、会計方針の選択と発生処理額 (accruals) の選択におけるトレードオフも併せて理解しなければならないとしている。

それぞれの要素が、利質に与える影響を図示すれば、図 2-4 のとおりである。

【図 2-4】認知された利質の要素



投資家の印象

「印象のマネジメント」(Impression Management)⁵⁵という問題がある。これは、認知されたものと実態が同等に事実らしいように印象付けることである。従って、投資家に「認知された利質」(実際の利質とは異なるとする) は、当該企業の将来の業績を決定する「実際の利質」と同様に重要なものであるということである。

同じような財務状況にある企業であっても、当然利質が異なることはあり得る。そのような場合、経営者と財務担当者 (CFO) は、会計方針の選択により、短期的な利益の問題を解決できるが、同時に長期的な問題を生じさせる可能性のある「印象」をも注意深く考慮に入れなければならないのである。従来 of 会計方針の選択に関する視点とは別に、会計方針の選択に際して、他社の利益に比べ、投資家等に利質が低いという印象を付けられない

⁵³ いわゆる透視仮説により、市場は経営者による会計方針の選択を透視し、会計方針の選択により影響されない利益数値に基づき企業価値が評価されるということを示唆するものである。

⁵⁴ Ayres [1994] , pp.28-29 参照。

⁵⁵ Impression Management は、同じ財務数値に異なる印象を与えることにより、その受け止め方を制御することを意味し、例えば財務報告におけるグラフや表の使い方等で論じられることがある。

ような配慮が別途必要になるという点は示唆に富む指摘と考えられる。

利益平準化⁵⁶

利益平準化は、利益金額や利益の成長性を安定的に報告しようとする意図で行われる。利益平準化を行う要因も様々であるが⁵⁷、一般に投資家は、平準化された利益を高く評価すること、また財務制限条項に違反するリスクを最小化すること等が挙げられる。

Earnings Management

Earnings Management は、利益操作とほぼ同義であると述べたように、意図的に報告利益に影響する操作を施すことである。通常は利益平準化も包含されて理解されている。

一般に平準化された、あるいは操作された利益数値は、投資家、債権者、その他財務諸表利用者に情報価値があるとは思われないため、利質は低いとされている(図 2-4 のマイナス表示)。但し、会計操作の仕方によっては、外部から操作が全く分からない場合もあるため、Earnings Management の有無を見極めることはかなり困難である。

以上の議論を踏まえて、Ayres は利質に影響する具体的要素を次のように整理している(表 2-16)⁵⁸。

【表 2-16】認知された利質の比較⁵⁹

	高い利質	低い利質
発生処理額	年度ごとに安定的かつ整合的	発生処理額考慮前の利益変動に伴いしばしば変動
会計方針(例)		
減価償却方法	定率法	定額法
棚卸資産評価方法	LIFO	FIFO
会計方針の変更	利益圧縮的 変更頻度は少ない	利益捻出的 変更頻度は高い
利益計上のパターン	キャッシュフローを反映	裁量的な計上
ディスクジャーの水準	高い	低い又は誤導的

(出所) Ayres [1994], p.29, Table1 より作成。

(3) 認知された利質と Earnings Management の関係

図 2-4 で示したように、Earnings Management と利益平準化はともにマイナス効果を利質の認知に及ぼすものと考えられている。

Earnings Management には、経営者の意図した方向に利益を操作するものであり、例えば発生処理額の操作も含まれる。認知された利質の観点からは、回収条件を緩和したことに

⁵⁶ Schipper et al. [2003] は、利益の変動性と利質の関係を述べている (p.101)。Land et al. [2002] も参照。

⁵⁷ 利益平準化の要因等は、一ノ宮 [2003] 参照。

⁵⁸ Ayres [1994], p.29 参照。

⁵⁹ 発生処理額 (accruals) は、「会計利益 - キャッシュフロー」の関係として算出される。会計発生高 (accounting accruals) ともいわれる。発生処理額は、売上債権の回収可能性等の見積りの変更により変化するものである。

よる売上増加を必ずしも、投資家が「Good News」とは受け止めない例を挙げることができる。なぜなら、そのような企業行動は、むしろ財務的困窮状況にある企業が、しばしば使用する手法であるため、ある程度財務的に苦しいのではないかという印象を逆に作り上げる恐れがあるからである。

強制的に適用される会計原則の採用のタイミングも、Earnings Managementに関連している。会計基準の適用は、全ての企業でなされるわけではないが、しばしば新会計基準の適用は従来からの基準と併せて、経営者に、望ましいような業績を描けるような機会を付与することがある。このため、ある基準を早期に適用することにより利益を増加させた場合、その企業があらゆる手段を使って利益捻出を図ったのではないかという印象を伝達する可能性がある。従って、会計基準の早期適用は、利質に対する投資家の認知を低下させる恐れがあるわけである。また会計方針を変更することにより、利益を操作することができるが、会計基準の早期適用と同様に、会計方針の変更は表 2-16 に示したように、利質に関するマイナスシグナルを送る可能性がある。

Ayres の指摘で重要な点は、経営者が企業の実態を反映させた会計方針を採用するならば、投資家は財務報告を適正に行っていると認め、企業の潜在的価値にこの認知を反映しなければならないと受け止めるであろうということである。利益が一時的な変動をした場合、徒に操作を施すことは市場の認知に逆効果を与えるものでしかない。操作された利益は、投資家の利質認知を低め、その結果、当該企業の市場価値（株価）を低下させ、資本市場において将来資金調達に問題を生じさせる恐れも出てくる。

企業が、「Good News」も「Bad News」も完全にディスクローズするならば、市場の当該企業の利質に対する認知は一層プラス方向に強まると考えられる。つまり、「Bad News」も信頼しうる形で開示する企業では、「Good News」はより信頼度を強めて受け止められることになるわけである。

Ayres の所説は、認知の重要性を通じて、市場での認知や印象を軽視してはいけないことを再確認させるものである。短期的に利益を増加させるような意思決定は、実際には長期的なコストが発生する可能性があるのである。つまり、目先の利益数値だけを操作することは、結果的に高いペナルティを払わせられるということになる。

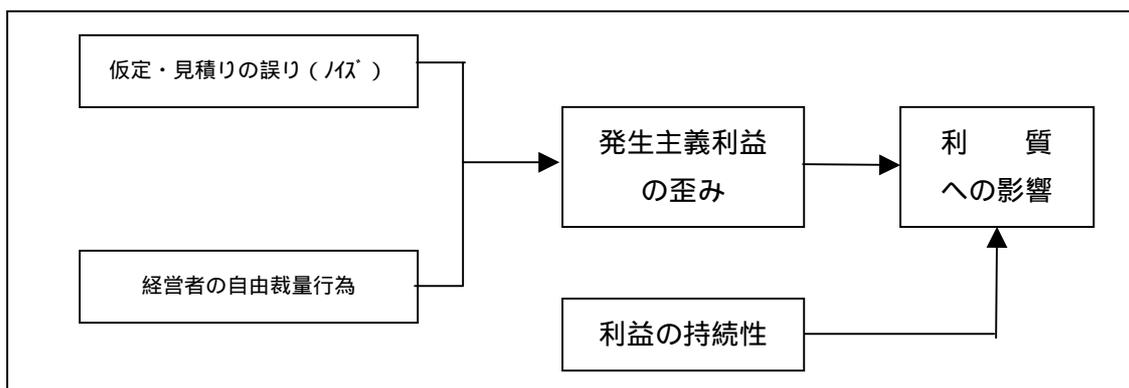
認知論という視点を、利益数値や利質に導入することは興味深いものがある。

8 濱本による利質論

(1) 会計上の歪みと利質

濱本 [2002] は、第 1 章の利質の定義で述べたように、利質概念を会計の歪み⁶⁰という視点から理解している。会計の歪みは、発生主義会計の本質的特徴から生み出され、利益の持続性と同様に、利質に影響を与えるとする (図 2-5)。

【図 2-5】利質への影響要因



会計方針の選択や適用に際しての経営者の裁量的会計行動の詳細は、後述するが、濱本 [2002] はその裁量的行動を強気(liberal)あるいは保守的(conservative)という表現で整理している。すなわち、アナリストは、保守的に計算された利益は、強気に計算された利益に比べて現在及び将来の業績予想を過大に表示する可能性が低いと理解していることから、その利質は相対的に高いという考えに結びつくのである⁶¹。

ところが、このように裁量的会計行動により、利質評価を高めたとしても、企業価値評価とは別であるという指摘を行っている。つまり、経営者の会計方針の裁量的選択・適用により、企業のファンダメンタル・バリューは本当に影響を受けるのかという疑問を呈しているのである。

この点に関して、濱本 [2002] は、「企業の存続期間全体を通じた利益は、会計方法が違って不変のままである。会計方法の変更が行われても、それがキャッシュフローに影響しなければ、利益が年度間で移し替えられるだけで、企業の存続期間を通じて認識される全体利益は変わらない」(103 頁) と、Sunder [1997] の主張する「利益保存の法則」(Law of Conservation of Income)を踏まえ、発生主義会計における利益計算の構造から、裁量的会計行動は単に期間利益の移し替えに過ぎないと述べる (次頁の図 2-6)。

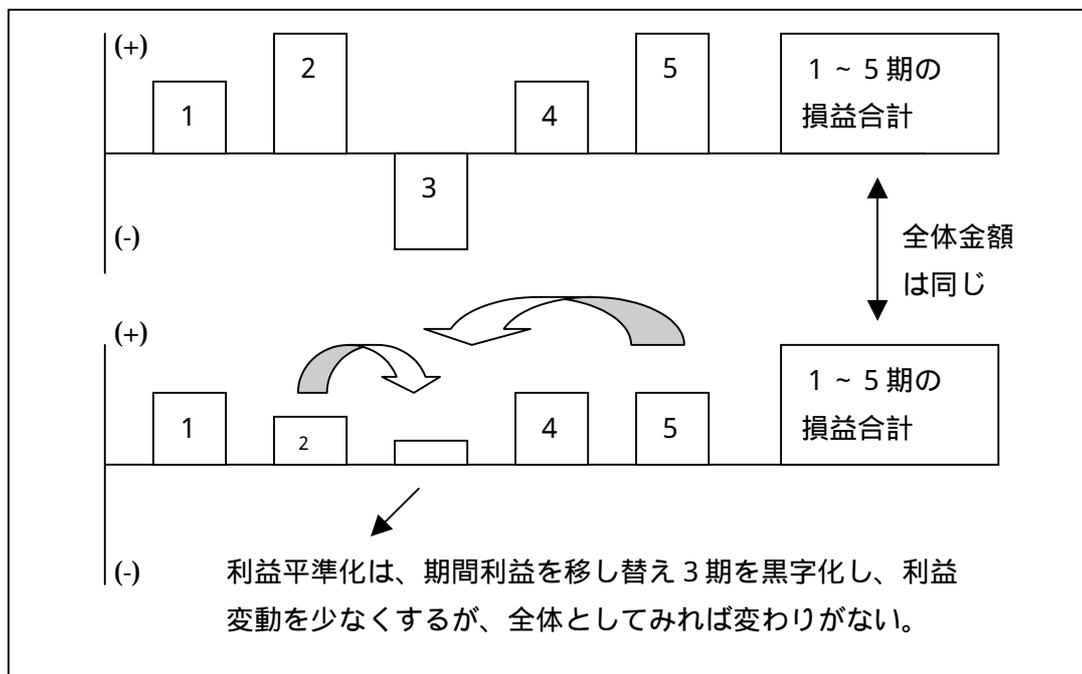
要は、利質評価で重視された経営者の裁量行動が、強気であろうが、保守的であろうが、長期的に見れば利益計算上差異はないということの意味し、アナリストによる利質評価に

⁶⁰会計の歪みとは、会計情報が企業のファンダメンタルズ(基礎的な経済実態)から乖離することである (濱本 [2002]、102 頁参照)。Palepu et al. [2000] は、会計ルールの厳密さによってもたらされたノイズとバイアス、ランダムな予測誤差、特定目的を達成するために経営者が行うシステムティックな報告上の選択の 3 点が、歪みをもたらすとしている (邦訳 52-55 頁)。

⁶¹ Briker et al. [1995] の調査とは矛盾している。

疑問を投げていることになる⁶²。

【図 2-6】利益保存の法則と利益平準化



一方濱本 [2002] は、利益保存の法則は、会計方法が違って全体利益は変わらないという当たり前のことを述べているだけで、多期間にわたる企業価値の評価が影響を受けることを示すものであるのかは分からないと指摘している⁶³。この疑問に対しては、最近において注目されている企業価値評価手法である、超過利益評価法を用いれば、会計方針の差異は自動的に調整され、経営者の裁量的会計行動により創作された超過利益は、経済上の付加価値の測定にはいかなる効果も及ぼさないことが判明すると述べている⁶⁴。結論的には、企業価値は、あくまでも企業のファンダメンタルズが産み出す超過利益によってのみ影響されるのであり、裁量的な会計方針が誘発した収益性には影響されないと主張している。

従って、利益を操作したとしても、企業価値評価では中立であり、利益操作は無駄な努力に終わるということを意味する⁶⁵。

さらに、利益操作と永続的な会計政策は区別されなければならないとし、一時的に利益

⁶² 濱本 [2002] は、保守的な会計や強気の会計政策をとったからといって、直ちに利質の低下が引き起こされるわけではないと指摘する (105 頁)

⁶³ 濱本 [2002] 103 頁参照。なお、濱本は、Ohlson [1995] のいわゆる「超過利益評価モデル」に基づいて、企業価値は企業の採用する会計方針如何にかかわらず影響を受けるものではないことを示している。すなわち、「会計上の効果」と「評価上の効果」をはっきり区別することが重要であるとする。例えば保守的な会計方法によって資産簿価を多く減額すれば、将来の減価償却費はそれだけ減少するから、将来の利益は増加する。高くなった利益が低くなった簿価で割られれば、将来の株主資本利益率(ROE)は上昇する。また、高くなった利益から低くなった簿価×資本コストを差し引くから、超過利益も高くなる。このように、超過利益と ROE は会計処理の選択によって「創作」(create)することが可能な関係にあるが、企業価値評価には影響しない、つまり、「評価上の効果」はゼロということであるとしている (103-104 頁)

⁶⁴ 会計方法の違いは、企業価値評価に影響しないということを、Penman [2001] は「企業価値保存の原理」と称している (p.562 参照)。

⁶⁵ 利益操作の問題については、濱本 [2002] 104-105 頁参照。

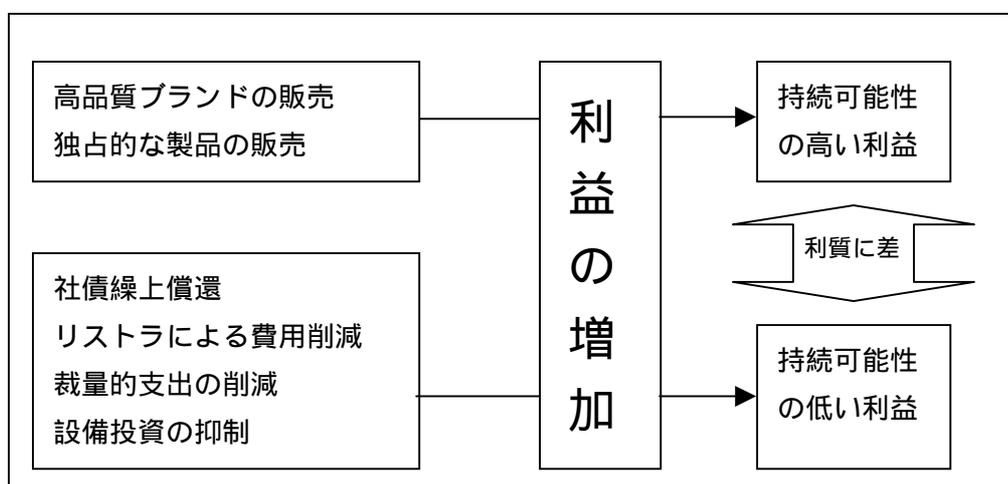
を制御する利益操作は企業価値評価に無関係、すなわち利質とも無関係であるが、永続的な会計政策は価値評価に影響するが故に、利質に影響を及ぼすことになる」と主張している⁶⁶。ここから、保守的な会計方針の採用も、その効果が永続的か否かを見極めなければ、利質評価を見誤ることを意味するといえよう。他の論者は、一般に保守性を利質の重要な要素としていることが多いが、保守性だけを単純に評価すべきでないことを示唆するものであり、興味深い見解と考える。

(2) 利益の持続性⁶⁷

前述したように、濱本 [2002] は利質に影響を及ぼす要素として、「利益の持続性」も挙げている。すなわち、投資情報の有用性から、利質は将来の利益を予測する上で当期の利益がどの程度有用であるかを意味するものとして用いられ、基本的に利益は持続可能であるとき利質が高いと考えられるとする。一時的な利益を計上し、当期利益を増加させても、短期的な利益を変化させるに過ぎず、利質を低下させる結果に終わることになる。

濱本 [2002] は、例えばブランドの力があり顧客の需要を強く引きつけるような高品質の製品から生み出される利益は持続可能であるのに対し、社債の償還から生じた利益、裁量的支出の削減等により創出された利益は持続不可能な利益⁶⁸と例示している(図 2-7)。同じように利益の増加を図ったとしても、利益の持続可能性には差異があり、そのため利質に差異が発生するわけである。

【図 2-7】利益持続可能性と利質の関係



⁶⁶ 濱本 [2002] によれば、永続的な会計政策とは、一時的に利益を増減させるだけでなく、每期継続的な会計操作を行うことを意味しているようである(104頁)。例えば Big Bath は、一時的に利益を減らしたり増やしたりする会計操作を示すものに過ぎず、永続的な会計政策とは区別しなければならないことになる。

⁶⁷ 濱本 [2002]、105-106頁参照。

⁶⁸ この例示は、Revsine et al. [2002]、p.224 を引用したものである。

9 ファンダメンタル分析による利質分析

木村 [1999a] は、「Ou and Penman [1989a] 以降、財務諸表分析の知見や財務アナリストの分析手法を導入して、財務諸表が株価に反映されていないファンダメンタルズ（基礎的要因）を反映しているのかどうかを分析する研究アプローチが次第に注目されるようになってきた⁶⁹。こういったアプローチは、ファンダメンタル分析における財務諸表アプローチといわれるものである⁷⁰」と述べ、利質分析におけるファンダメンタル分析の適用の可能性を示唆している⁷¹。本節では、ファンダメンタル分析に関する研究の内、企業分析実務に応用可能な手法として、Lev and Thiagarajan [1993] を詳細に検討することにする。

また、Lev et al. [1993] を日本企業で実証した、木村 [1999 b] も併せて紹介することにする。

(1) Lev and Thiagarajan による研究

Lev et al. [1993] のアプローチは、Ou and Penman [1989a] とは異なり、既存の文献研究とアナリストが経験的に利用してきた知見をベースとして、利益、リスク等のキードライバーを注意深く検証したものである。その分析のためには、財務変数（ファンダメンタルズ）を特定化しなければならないとしている。そして、ファンダメンタル・シグナル⁷²という概念が、そのファンダメンタルズを具体的に具現化させた変数形態（Configuration）である⁷³。

Lev et al. [1993] は、利質と財務諸表の価値関連性（Value-Relevance）の視点から⁷⁴、全部で 12 項目から構成されるファンダメンタルズを特定した上で、株式リターンとの関係を検証している。従って、見方を変えれば、Lev et al. [1993] は、アナリストを中心とした実務家の利質に関する知見の有用性の検証と考えることもできよう。

取り上げられたファンダメンタルズは、次頁の表 2-17 のとおりに要約することができる。

⁶⁹ 財務諸表分析との関連については、Ou et al. [1989a] pp.297-299 参照。ファンダメンタル分析の研究全般については、例えば Bauman [1996] 参照。

⁷⁰ 井上 [1996]、253-254 頁参照。また Ou et al. [1989a] は、財務諸表は、基本的に株価に反映されていない情報を含むものであり、ファンダメンタル分析は、そのような財務諸表から価値関連性のある情報を抽出し、ミスプライシングされた株式を識別することができるように、企業の適正な株価を算出することができる手法であるとしている（p.328）。

⁷¹ Ou et al. [1989a] の導入した手法は、統計的な分析手法を適用したものであり、具体的には財務分析で得られた結果に基づき、Pr という要約財務指標を算出する点に特徴がある。具体的には、当座比率をはじめとして 68 種類の財務変数に基づいて、Logit モデルにより、Pr を算出している。Ou らの実証分析によれば、Pr の大きさによって、企業の一年後の利益増加可能性を検証したところ、Pr が将来利益の予測に有用であることが検出され、財務諸表分析が投資ポジションの決定に有用であると主張している。このようにして、Ou et al. [1989a] はファンダメンタル分析に依拠したアクティブな投資戦略の有効性を実証したのであるが、その後追跡調査がいくつか行われ、Ou et al. [1989a] の導き出した結論とは異なる結果が見出された。このため、Ou et al. [1989a] の解釈には論争が続いているといわれている（Palepu et al. [2000] 邦訳 353 頁）。

⁷² 報告利益の持続性（persistence）と成長性を評価するために、投資家により利用される指標としている（p.191）。但し、Lev et al. [1993] と AbarbaneII et al. [1997] 以外ではこの用語は利用されていないようである。木村 [1999a] 2 頁参照。因みに、Lev et al. [1993] は、報告利益の持続性（persistence）が利質とされることがあると指摘している（p.191）。

⁷³ Lev et al. [1993]、p.192 参照。

⁷⁴ 具体的には、Wall Street Journal や Value Line 等のデータベースを検索し、利質についての記事やデータを収集す

【表 2-17】利質の尺度 ファンダメンタル・シグナル

1	在庫の変化額	2	売掛金の変化額	3	資本的支出の変化額
4	研究開発費の変化額	5	売上総利益の変化額	6	販売費及び一般管理費の変化額
7	貸倒引当金の変化額	8	実効税率	9	受注残高
10	従業員数	11	在庫評価における後入先出法（LIFO）を選択することによる影響		
12	監査意見			（出所）Lev et al. [1993] より作成。	

各ファンダメンタル・シグナルと利質との関係にコメントを加えれば、次のようになる。
在庫の変化額（在庫増加は、売上不振を意味することから、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

売掛金の変化額（在庫と同様、売掛金増加は販売不振を意味することから、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

資本的支出の変化額（これが減少することは、経営者が長期的視点で経営をしていないと考えられることから、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

研究開発費の変化額（資本的支出と同様に、これが減少することによって、経営者が長期的視点にたっていないと考えられることから、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

売上総利益の変化額（その減少は、一般に販売不振を示すため、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

販売費及び一般管理費の変化額（これらが増加することは、営業・管理費用のコントロールが不十分と考えられ、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

貸倒引当金の変化額（この引当金の減少は、他の条件が一定であれば、将来の引当金の増加をもたらす可能性があり、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

実効税率（実効税率の低下は、あくまで一時的なものとされ、将来的に実効税率が増加する可能性が高いと考えられることから、利質の低下のネガティブなシグナルとされる）。

受注残高（受注残高は将来の販売の先行指標となることから、その増加は利質の向上を示すポジティブなシグナルとされる）。

従業員数（従業員の減少は、リストラが進展していることを示すものとして、利質の向上のポジティブなシグナルと解釈される）。

在庫評価における後入先出法（LIFO）を選択することによる影響（LIFO を選択適用することにより算定される売上原価は、先入先出法（FIFO）による場合よりも時価に近似していると考えられることから、LIFO の採用は利質の向上のポジティブなシグナルとされる）。

監査意見（不適正意見の場合は、当然ながら利質の低下のネガティブなシグナルに解される）。

る一方、利質についての証券会社のニューズレターも利用している(p. 191)。

以上の12項目のファンダメンタル・シグナルは、経済情勢如何によって、結果の解釈が異なる可能性があることには留意すべきである⁷⁵。

参考までに、Lev et al. [1993] が提唱した12項目のファンダメンタル・シグナルと利質の変化、当期利益の変化、キャッシュフローの変化との相互関係を、表2-18に要約した。

【表2-18】ファンダメンタル・シグナルの変化と利質・当期利益・キャッシュフローの関係】

ファンダメンタル・シグナル	シグナルの変化の方向性	利質の変化	当期利益の変化	キャッシュフローの変化
在庫の変化額	増加		+	
	減少	+		+
売掛金の変化額	増加		+	
	減少	+		+
資本的支出の変化額	増加	+		
	減少		+	+
研究開発費の変化額	増加	+		
	減少		+	+
売上総利益の変化額	増加	+	+	+
	減少			
販売費及び一般管理費の変化額	増加			
	減少	+	+	+
貸倒引当金の変化額	増加	+		
	減少		+	+
実効税率	増加	+		
	減少		+	+
受注残高	増加	+	+	
	減少			+
従業員数	増加			
	減少	+	+	+
在庫評価における後入先出法(LIFO)選択による影響	採用	+		
	不採用		+	+
監査意見	適正意見	+		
	それ以外(不適正等)			

この表をみる場合には、次の点に注意する必要がある。

利質の変化、当期利益の変化、キャッシュフローの変化は、他の条件が全て等しいことを前提にしている。

売掛金の変化額は、正常な増収決算に伴い増加方向に変化する。この場合には、利質の変化としては+とすべきである。但し、売掛金の増加が、回収の停滞や不良債権の増加、

⁷⁵ 木村[1999a]は、ファンダメンタルズがマクロ経済状態の違いにより異なり、企業及び企業活動に対する評価に関連する基準や視点は、経済状態に応じて各期毎に異なるはずであるとする。つまり、利質は、企業の置かれた経済状態に大きく左右されるのであると主張している。

さらに無理な売上計上等によるものである場合には、利質はマイナスに変化する。

在庫評価における後入先出法（LIFO）選択による影響については、物価が上昇傾向にある場合の変化を前提にしている。下落傾向であれば、反対の変化となる。

以上のファンダメンタル・シグナルに基づき、Lev et al. [1993] は、次式で示される利益・株式リターンモデルの検証を実行している。

$$R_i = a + b_0 PTE_i + \sum_{j=1}^{12} b_j s_{ij} + v_i$$

（ R_i ：企業 i の市場モデルによって算定した期待外株式リターン

PTE_i ：企業 i の税引前利益の変化額

s_i ：ファンダメンタルズとして取り上げられた 12 個の変数、 v_i は誤差項である）

検証結果を示せば、貸倒引当金と研究開発費に関するシグナルについては、株式リターンと統計的に有意な相関を検出できず、また LIFO の影響については予想と反対の方向かつ有意な相関が認められたものの、その他の変数については、概ね予想方向で株式リターンとの有意な関係が見出された⁷⁶。そして、一般的な株式リターン・利益の回帰式よりも、これらのファンダメンタルズ・シグナルを加えた場合の方が、追加的説明力を有するとして、アナリストが用いる利質に関連する尺度、つまりファンダメンタルズが、株式リターンと関係を持ち、株価形式においても利質が重視されていると主張した⁷⁷。

さらに、Lev et al. [1993] では、12 項目の単体のファンダメンタル・シグナルだけではなく、これらのファンダメンタル・シグナルから、ファンダメンタル・シグナルの合成指標（Fundamental Score）を算出して分析を加えている⁷⁸。この合成指標は、各シグナルの持つメッセージを結合したものであり、その合成指標のスコアが高い場合には、低い企業よりも利益反応係数（Earnings Response Coefficients）も高いと指摘されている。但し、利質との関係は逆相関の関係にあり、合成指標のスコアが低いほど、その企業の利質が高いことを示すとしている⁷⁹。

このように、Lev et al. [1993] のファンダメンタル分析は、実証的にも有用性が確認されたが、そこで用いられた指標は、あくまでも統計的・経験的に算定されたものであって、厳密な理論的裏付けを有しているものではないとの批判がなされている⁸⁰。確かに、これらのファンダメンタル・シグナルは、経験的なものであるものの、他の財務分析アプローチで主張されている利質に関する評価尺度と矛盾するものではなく、実務的な適用可能性もあり、実務家の視点からは実用性が認められる。

⁷⁶ Lev et al. [1993], pp4-5 参照。

⁷⁷ Lev et al. [1993] は、さらにファンダメンタルズと株式リターンの相関が、マクロ経済の状態の違いにより変化するかどうかについても検討を加えている（pp.205-209）。その結果、例えば、在庫増加は不況期においては投資家によってネガティブに評価されるが、好況期においては逆であることが見出された。このように、ファンダメンタルズは、経済状況によって、その評価が異なるものであり、実務的な企業評価との整合性が示唆されているところは興味深い。

⁷⁸ Lev et al. [1993], pp210-212 参照。

⁷⁹ 合成指標の算出は、Lev et al. [1993] p.210 参照。在庫増加のように、ポジティブなシグナルであり、Fundamental Score は 1 が付与されることになっている。但し、Bad News を示唆することから、利質面ではマイナス評価である。

⁸⁰ 木村 [1999a] 参照。

(2) 木村による研究

木村 [1999b] は、Lev et al. [1993] に依拠し、日本企業のデータを用いて利質の尺度であるファンダメンタル・シグナルと株式リターンとの関係について検証したものである。

ファンダメンタル・シグナルに関しては、Lev et al. [1993] で提唱された 12 項目の中から、日本企業に適用可能と判断された 6 項目（在庫、受取債権、売上総利益、貸倒引当金、研究開発支出、従業員数）に加えて、独自に保証債務とリストラ関連費用を追加して、計 8 項目のファンダメンタル・シグナルを導入している点が特徴的である。

また、Abarbanell et al. [1997] は、Lev et al. [1993] で取り上げたファンダメンタル・シグナルのうち、受注残高、貸倒引当金、研究開発支出を除く 9 種類のシグナルにより、将来利益（1 年後及び 5 年後の利益変化）とアナリストの利益予測の関係を分析して、Lev et al. [1993] の研究をさらに進展させている⁸¹。そこで、木村 [1999b] も、前述したファンダメンタル・シグナルと将来利益の関係について、日本企業のデータを用いて分析を加えている。具体的には、木村の採用したファンダメンタル・シグナルを、株式リターンの利益に関する回帰式、将来利益の当期利益に対する回帰式に導入し、1989 年から 1993 年を対象として統計的に検証を行っている。

結論としては、ファンダメンタル・シグナルを導入したことにより、株式リターン及び将来利益ともに、モデルの説明力は増加し、研究開発支出と保証債務を除く各ファンダメンタル・シグナルは、株式リターン及び将来利益に対する統計的に有意な説明変数になっていることが示されている⁸²。また Lev et al [1993] がファンダメンタル・シグナルとマクロ経済の関係を検証しているように、日本企業のデータを用いても、マクロ経済環境がファンダメンタル・シグナルに対する評価に及ぼす影響がやはり確認された。

以上の結果に基づいて、木村 [1999b] は次のようなポイントを指摘している。

ファンダメンタル分析は、米国のアナリストが実務で利用している手法であるが、我が国でも株式リターンや将来利益を説明する上で有用である。

ファンダメンタル・シグナルに関しては、より洗練された特定化を検討する余地がある。

我が国独自のファンダメンタル・シグナルを見出す努力が必要である。

業種別のファンダメンタル・シグナル分析や業種をモデルに組み込んだ分析の必要が認められる⁸³。

⁸¹ Abarbanell et al. [1997] は、Penman [1992] で提示された考え方と整合性を持っている。また、Lev et al. [1993] が例示したファンダメンタル・シグナル全てがアナリストにより利用されているわけではないと述べる。加えて、アナリストが利益に関する将来予想を改訂することは、株式リターンと同様に、ファンダメンタル・シグナルと強い相関関係を持っていることが示されている（p.22）。

⁸² Lev et al. [1993] では、貸倒引当金と従業員数が統計的に有意な説明変数にはならなかったが、木村 [1999b] では有意性が確認されている（157 頁）。

⁸³ 木村 [1999b]、159 頁参照。浅野・榎本 [1998a,b] も参照。

裁量的会計行動によるアプローチ

本節の裁量的会計行動によるアプローチは、裁量的会計行動と利質の関係を、実証的に考察する立場である。従来裁量的会計行動⁸⁴に関しては、経営者の裁量的会計行動が、GAAPの範囲内で行われたとしても、利質を高めるものではないと考えられてきた。

一方、Schipper [1989] は、経営者は他の利害関係者よりも多くの企業に関する情報を有しているため、裁量的会計行動は、経営者が情報を開示するために有用であると考え、裁量的会計行動によって利質が高められる可能性があるとかれまでとは異なる視点を指摘した⁸⁵。つまり、経営者は、裁量的会計行動を通じて、自らが有している企業に関する情報を利益に反映させ、それによって利質が高められると考え、裁量的会計行動が利質に及ぼす影響について検討する必要性を主張したのである⁸⁶。そこで、その主張を裏付けるような実証的研究がなされるようになった。研究手法としては、エージェンシー理論に基づく研究や発生処理額 (accruals) を用いた研究が、米国では多数発表されている⁸⁷。

また、経営者の裁量的会計行動の一類型であるが、Penman et al. [2002]、Brief [2002] をはじめとして会計上の保守主義の視点から、株式リターンや発生処理額そして利質を相互に関連させて検討する立場も多く、保守性と利質に関する実証研究もここで紹介する。

1 Holthausen の研究

Holthausen [1990] の特色は、会計ベースの契約に基づいて、機会主義的行動、効率的行動、情報提供的行動という3つの視点から、経営者による会計行動を体系的に考察しようとした点である⁸⁸。

機会主義的行動とは、企業から経営者へのキャッシュフローの移転が引き起こされる会計行動である。会計上の利益数値に連動した、業績連動型の経営者報酬契約が締結されている場合に、経営者が自己の報酬を増加させるために利益数値を制御するような行動が代表的な例に該当する。効率的行動とは、企業価値を高めることを目的とする会計行動である。具体的には、社債の財務制限条項に財務数値が抵触することを回避するため、経営者

⁸⁴ 裁量的会計行動 (Discretionary Accounting Behaviour) に関しては、様々な定義がなされているが、本稿では経営者が自己の目的を達成するため、会計方針の選択等を駆使し、会計上の利益数値を制御することであると考えた。従って、いわゆる Earnings Management も、裁量的会計行動に含まれることになる。

⁸⁵ Schipper [1989], p.93 参照。また Palepu et al. [2000] は、経営者が情報提供的な会計行動をとることが期待されているとする。一方 Schipper et al. [2003] は、裁量的会計行動の視点よりもむしろ、投資意思決定の有用性という視点から利質問題を取り上げている。そこでは、利質を構成する要素として、利質の時系列的側面 (持続性、将来予想能力、変動制)、FASB の概念フレームワークにおける質的特質、収益、キャッシュフローそして発生処理額の関係、会計政策の実行における問題 (財務報告作成における判断、見積等の程度) という4要素を指摘し、利質の高低との関係を詳細に検討している。

⁸⁶ 情報提供機能を除外すれば、濱本 [2002] の所説とは対立する見解である。

⁸⁷ 裁量的会計行動は、契約理論やコーポレート・ガバナンスとも密接な関係があり、機会主義的な裁量行動を通じて利質との関連も議論される。また前述したファンダメンタル分析も、研究開発等の裁量的な支出が利質と関連していることを前提にしている。発生処理額に関しては、例えば Sloan [1996]、浅野 [1997]、浅野・榎本 [1998a,b]、須田・首藤 [2001] 参照。

⁸⁸ Holthausen [1990], pp.207-209 参照。

が一定の利益数値の制御を行うことが考えられる。情報提供的行動は、経営者が企業の経済実態を利益に反映させるために行う会計行動である。

そして、情報の非対称性、つまり経営者が他の利害関係者よりも情報優位の立場にあることから、情報提供的行動により、経営者が有している情報が利益に反映するのであれば、利質が高められると考えている。

この Holthausen の考え方を実証したものとして、例えば須田 [1996] が挙げられる。須田の研究は、貸倒引当金の計上基準を通じて、日本企業の情報提供的行動の有無を実証したものである。すなわち、貸倒引当金の設定に関して、機会主義的行動・効率的行動を前提とした「利益操作仮説」と、情報提供的行動を前提とした「実態開示仮説」を提示し、どちらが妥当するのかを検証している⁸⁹。実証の結果、利益操作仮説は支持されなかったものの、実態開示仮説が支持されることとなった。このため、多くの日本企業においては、貸倒引当金の設定に際して情報提供的行動がとられていると結論付けている⁹⁰。これは、前述した Schipper [1989] が主張した裁量的会計行動を通じて、経営者が有している企業の実態に関する情報を開示し利益に反映させるという問題提起を実証したことになる⁹¹。

2 中條の研究

中條 [1999] は、日本企業の IR 活動を対象に、IR という活動が、企業の報告利益の質に及ぼす影響を検討し、この観点から IR の方向性を探ったものである⁹²。

Hawkins et al. [1978] や Siegel [1991] に基づいて、利質の高低を判断する指針として、会計計算の保守性、利益の変動性と不確実性、現金の可処分性、経済的実態の反映という整理を行っている⁹³。特に、会計計算の保守性は、多くの論者によって指摘されている利質の特性であるところから、会計計算の保守性という視点に限定して、利質について分析を加えている点が特徴的である。

具体的には、発生主義会計とキャッシュフローの変換プロセスに着目し、裁量的発生処理額は経営者がキャッシュフローを会計利益に変換する過程で意図的に操作を施した部分であることから⁹⁴、裁量的会計行動の表象としての裁量的発生処理額を、会計計算の保守性を測る指標とした⁹⁵。一方、IR に積極的な企業は、堅調な業績を記録している場合が多い

⁸⁹ 一ノ宮 [2003] 161-162 頁参照。情報提供的行動に関しては、須田・野口 [1995] 参照。

⁹⁰ 須田 [1996] は、企業と利害関係者の契約や関係のあり方が、経営者の裁量的会計行動を通じて、利質に影響を及ぼす可能性があることを示唆している。

⁹¹ 財務分析によるアプローチにおいて、裁量的支出と利質の関係が指摘されている。経営者の裁量的会計行動に関する実証結果は、この考え方を支持するものであるが、利質を高めるものであるのかどうかは明らかではない。

⁹² IR 先進国の米国では、IR に関連する様々な実証研究が蓄積されている。我が国でも、例えば須田・乙政・松本・首藤・太田 [2002] はデリス加-ジャーと資本コストとの関係等を実証している。

⁹³ 中條 [1999] 19 頁参照。

⁹⁴ 裁量的発生処理額は、最近では異常発生高 (abnormal accruals) ともいわれる。例えば、Xie [2001] 参照。

⁹⁵ 木村 [1999b] は、発生処理額がキャッシュフローと高い相関を有していれば、利質が高まるとしている。浅野・榎本 [1998a,b] も参照。また Dechow et al. [2002] は、運転資本による発生処理額と利益両者の品質に関する新しい測定方法を提唱している。その中で、発生処理額の正確な見積が必要であり、発生処理額と利質の関係は測定ミスの程度により影響されること、発生処理額の質の測定方法は利益の耐久性 (persistence) と正の相関関係であり、耐久性は利質の測定方法でもあること、利益の変動性と発生処理額の変動性とは、発生処理額・利質の測定のための代理変数とし

はずであり、絶えずキャッシュフローを生み出すことが堅調な業績を支える根幹であり、会計政策を通じた利益操作を行う誘因は少ない。この意味において、わが国で IR を積極的に展開している企業の利益計算は保守的であり、従ってその利質は高いと想定したのである。以上の前提に基づいて、IR 優良企業グループと制御グループの裁量的発生処理額の平均値の差の検定を行っている。

結論として、IR 優良企業は負の裁量的発生処理額を示し、利益計算の保守性は確認されたが、制御グループとの比較においては、IR 優良グループの方が利益計算の保守性の程度は低く、かつ利益に対する操作の程度も大きいことが分かった。これにより、IR 優良企業の方が制御グループよりも利質が高いという証拠は検出されず、仮説を支持する結果を得ることはできなかった。

しかし、この結果について、中條 [1999] は、たとえ IR 活動を通じて量的に充実した情報発信を行ったとしても、市場は利質の高低を見透かし、企業価値を割り引いて評価してしまう可能性があるとして指摘し、市場がかかる評価尺度を用いていると仮定すれば、利質を向上させることは企業に大きなベネフィットをもたらすことになるだろうと述べている。

また、第 1 章でも述べたように、利質には確立された概念が存在するわけではなく、利質の特性も多様である。利益計算の保守性という点は、比較的多くの論者に指摘されている特性であり、中條 [1999] の実証結果に従えば、利益計算の保守性だけが全てではないことを示唆しているといえよう⁹⁶。

3 Penman and Zhang の研究

Penman et al. [2002] は、企業が保守的会計を採用した場合における、利質に対する影響を実証しようとするものである。この場合の保守的会計とは、純資産簿価を相対的に低く保つような会計処理方法や見積を選択することであると定義している⁹⁷。例えば、在庫評価について、財務分析アプローチが利質評価で取り上げているように、LIFOの方がFIFOよりも保守的であり、また研究開発費の処理も当然ながら資本化よりも一時費用処理が保守的と判断される。

さらに、Penman et al. [2002] は、利質に影響するものは、保守的会計という会計政策の選択だけではなく、設備投資の抑制や投資のタイミングの調整等の実体的企業行動もまた利質に影響することを踏まえ、利質分析では両者の相互作用にも着目しなければならないと指摘する。

一方利質は、将来の利益の指標でなければならないため、保守的会計を採用していることが、直ちに利質評価でプラスというわけではないとも述べている。なぜなら、保守的会

て有用であること、発生処理額が大きい場合には利質の低さと耐久性の悪さを示唆すること等の重要な指摘を行っている。

⁹⁶ 中條 [1999] は、個々の企業がそれぞれに異なる「利質観」をもっていることは十分に考えられることであるとし、各社各様にそれぞれの利質観にたった利益の測定を行っていることも十分に考えられる。どのような利質観をもつかは各社のフィロソフィーの問題であり、自由に設定すればよいだろうと指摘している（24頁）。

⁹⁷ Penman et al. [2002] ,p.238 参照。

計の下、当期において投資を抑制し、将来の利益を犠牲に当期利益の増加図った場合、当期利益は将来利益の指標にはならず、利質は低いと考えられるからである。

そこで、Penman et al. [2002] は、保守的会計と投資行動の変化の相互作用が利益変化に与える影響とともに、株価が当期利益を持続可能性がないと判断しているのか否かも検証したのである。この研究の特色は、財務分析や利質分析に有用な指標を考案して実証分析を加えている点であろう⁹⁸。

すなわち、利質を表象する二つのインデックスを財務諸表から抽出したのである。第一のインデックス (Conservatism Index:C-Score) は、企業が保守的会計を適用している程度を表すものであり、次式で示される。

$$C_{it} = ER_{it} \div NOA_{it} \quad (i:企業、t:決算期)$$

ER は、保守的会計で生み出される期待内部留保であるが、実証では在庫投資・研究開発投資・広告宣伝投資に限定して投資行動の推計を行っている。NOA は、純営業資産である。

この C-Score は、会計処理の保守性と投資行動の財務的影響を示すものと考えられる。

第二のインデックス (Earnings Quality Index:Q-Score) は、保守的会計と上記の投資活動の変化の相互作用から生み出される利質の程度を表すものであり、次式で示される。

$$Q_{it} a = (ER_{it} \div NOA_{it}) - (ER_{it-1} \div NOA_{it-1}) = C_{it} - C_{it-1}$$

$$Q_{it} b = ER_{it} \div NOA_{it} - \text{業界平均}(ER_{it} \div NOA_{it}) = C_{it} - \text{業界平均} C_{it}$$

$$Q_{it} = (0.5 \times Q_{it} a) + (0.5 \times Q_{it} b) \\ = C_{it} - (0.5 C_{it-1} + 0.5 \text{平均} C_{it})$$

但し、 $Q_{it} a$ は、 C_{it} の変化、つまり保守的会計の変化と投資行動の変化を前期と比較するものであり、 $Q_{it} b$ は当該企業と業界平均との保守的会計・投資行動を比較するものである。

以上の定義に基づけば、前期や業界平均との乖離が少ないほど、当期利益が将来利益の指標になることになり、Q-Score は低くても高くても、どちらの場合も利質は低いとされ、「0」に近接するほど利質が高いことが示されることになる。

実証研究は、米国の上場企業を対象に、二つのインデックスと株価・株式リターンを回帰させている。その結果、保守的会計の下での裁量的投資行動の変化から生み出される利益の利質は低いということ、インデックスは株式リターンを予測できるものであることが判明した。Penman et al. [2002] は、「C-Score と Q-Score という二つのインデックスが利質を判別するためのツールになる」と主張している⁹⁹。

⁹⁸ Penman et al. [2002] は、「利質分析は将来利益と株式価値に関する、財務諸表に含まれた情報を解明するため財務分析の手法である」とし (p.239)、ファンダメンタル分析にも貢献できる研究であると主張している。

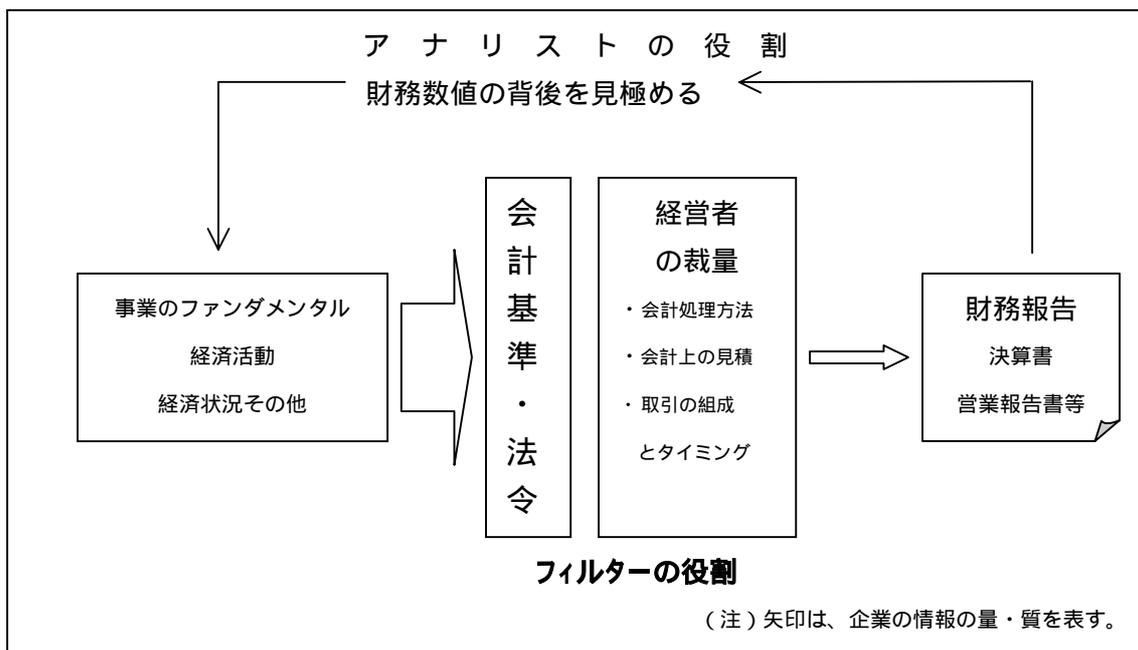
⁹⁹ Penman et al. [2002] ,pp.244-262 参照。Brief [2002] は、Penman et al. [2002] の議論をさらに発展させて、保守的会計と保守的でない会計システムにおける Q-Score の差異の生じる要因等を検証している。

4 資本市場及びコーポレート・ガバナンスの視点からの研究

(1) Revsine, Collins and Johnson らの研究

Revsine et al. [2002] によれば¹⁰⁰、アナリストは、企業の経済活動や状況、さらに企業の業績見通しを正確に見極めるために、財務数値の背後に隠れた実態を追究する手段として、財務報告を利用すると述べる（図 2-8）。

【図 2-8】財務報告におけるアナリストの役割



財務諸表は、常に企業の活動や状況に関する完全かつ信頼すべき姿を提供するわけではない。なぜなら、企業の情報は会計基準・法令と経営者の裁量行動というフィルターを通るからである。そのため、図 2-8 で示したように、矢印の大きさを示された情報の量・質がフィルターを通過することにより、小さく細くなる。従って、これらのフィルターは、情報の質とアナリストの企業を見る眼を害する可能性がある。利質の低下も同じように考えることができるのである。

Revsine et al. [2002] は、「利質は、報告利益が真実の利益からどの程度乖離しているかを測定するための概念である」とした上で、低い利質は、利益数値が、例えば償却不足や減損の繰延等による水増しされたペーパープロフィットでしかなく、利質の低下は、企業の報告利益は表面上よりも脆弱でありかつ持続的ではないことを意味する。

従って、不況の到来の有無にかかわらず、将来の利益確保に障害になる可能性があることを示すものであると指摘する。そして、「低い利質は低株価に落ち着くことになる」と述

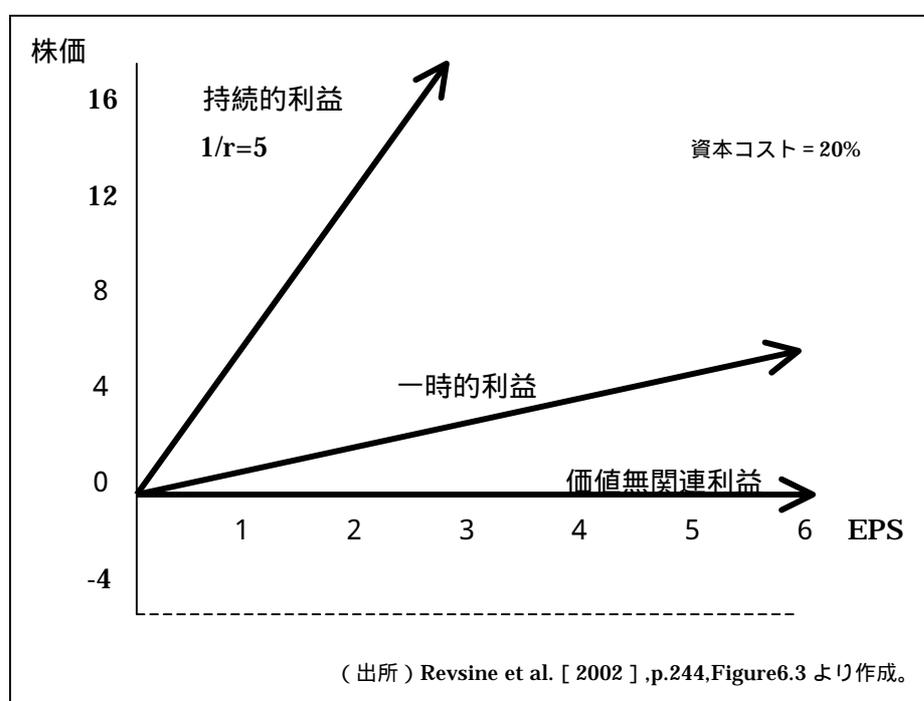
¹⁰⁰ Revsine et al. [2002], p.174 参照。

べている¹⁰¹。

ところで、株価との関係において、利質はどのように重要な役割を果たすのであろうか。この疑問に対して、Revsine et al. [2002] は、報告利益についての利質の相違を調整した場合、利質調整後の利益数値が株価の相違をより説明できると主張している¹⁰²。

つまり、利質の相違が、株価を決定する際において、投資家が報告利益に乗じる PER (図の矢印) の相違と結びついていることを示唆しているのである。たとえ報告利益が同じ金額であったとしても、その計算過程や中身を詳細に吟味するならば、報告利益の構成要素の違い (= 利質の違い) により、PER が異なることになり、結果的に株価の違いが生じることになるわけである。図 2-9 は、株価と利質等の関係を示したものである¹⁰³。

【図 2-9】株価・EPS・PER の関連図



資本市場は、報告利益に単純に反応するようなものではなく、利益の構成要素 (Permanent: 持続的要素、Transitory: 一時的要素、Value-irrelevance: 価値無関連要素) の違いを見極めることができるような、かなり洗練されたものであることが指摘されている¹⁰⁴。

因みに利益の持続性と株価・利質の関係を分析するために、例えばこれら利益の 3 要素

¹⁰¹ Revsine et al. [2002], pp.244-245 参照。

¹⁰² Revsine et al. [2002], p.245 参照。

¹⁰³ 濱本 [2002] は、利益の 3 要素と企業価値評価との関係に関して、3 要素の PER への影響を詳細に検討している (106 頁)。

¹⁰⁴ 濱本 [2002]、105-106 頁参照。

を損益計算に照らして整理すれば、表 2-19 のような対応関係があると考えられる。

【表 2-19】 損益計算区分と利益の要素

損益計算	利益の要素	備 考
経常損益	永続的利益	企業の経営業績のうち反復的で持続可能な要素と通常考えられており、それゆえ永続的利益のカテゴリーに属す。理論的には、永続的利益に対する PER は $1/r$ に近接する。
特別損益	一時的利益	非反復的な性質をもつ。一時的な利益要素と考えられるため、永続的利益に属する項目よりも低い利益倍率で評価される。一時的利益に対する PER は 1.0 に理論的に接近するはずである。
会計方針の変更	価値無関連利益	株主にとっては何ら将来のキャッシュ・フロー効果を生じさせないので、企業価値無関連の「ノイズ」と考えられる。現在の株価とは無関係であるため、PER は理論的に 0 になるはずである。

利質は多様な意味を持ち、いかにして測定するのかについてもコンセンサスはない概念であるが、利益の 3 要素で明らかにしたように、Revsine et al. [2002] も利質における「持続性」の要素を重視している¹⁰⁵。表 2-19 の対応関係からは、報告利益に異なる要素が含まれているため、たとえ EPS が同額であったとしても、図 2-9 のように持続性の差異が株価・PER に明瞭に反映されることになる¹⁰⁶。

このようにして、アナリストは、利質の差異（ここでは、特に持続性に焦点を当てている）を認識し、株価を評価する際には、その差異を考慮に入れると考えられる¹⁰⁷。

従って、アナリストが利質を評価するには、一時的あるいは価値無関連とは対照的な持続可能性のある利益の構成要素を見極め、前述した経営者の裁量行動等のフィルターに惑わされることなく、損益計算書、貸借対照表、キャッシュフロー計算書、脚注等から得た情報を利用することが求められる。

¹⁰⁵ 濱本 [2002] 参照。

¹⁰⁶ PER の企業間格差が生じる要因として、例えば、White et al. [2003] 参照。

¹⁰⁷ Revsine et al. [2002] は、利益の堅牢性も、利質に関連しているとし、高い利質は、より堅牢性があり、持続可能性があると指摘している（p.246）。

(2) 株式リターンと利質の研究

株価と利質との理論的關係については、前項に加え、Warfield et al. [1995]、Subramanyam [1996]、Chan et al. [2001]、Behn et al. [2001] 等株式リターンをベンチマークとした実証的な研究が多い。

例えば、Subramanyam [1996] は、前述した Holthausen [1990] で指摘された経営者の情報提供的会計行動について検討を加えた研究である。すなわち、経営者による情報提供的会計行動が行われているならば、財務報告における裁量的発生処理額¹⁰⁸が株式市場で評価されているはずであるという仮説を設定し、裁量的発生処理額と同時的な株価変動（株式リターン）の關係を検証した。検証に使用した手法は、Jones モデルによって裁量的発生処理額を推定した上で¹⁰⁹、株式リターンを被説明変数、純利益・被裁量利益（純利益から裁量的発生処理額を控除して算定したもの）・営業キャッシュフロー（CF0）を説明変数として回帰分析を行ったものである。検証結果は、裁量的発生処理額が非裁量的発生処理額を超える追加的な情報内容を有していることを明らかにした。同様の結果は3つの説明変数を含めた重回帰分析においても観察された。

裁量的発生処理額は、利質の構成要素として重要な役割を果たしていることは、他の論者の所説で明らかであるが、Subramanyam [1996] の実証結果は、裁量的発生処理額を介した利質と株価との關係を解明しているものと評価できよう。

Warfield et al. [1995] も同様に、裁量的発生処理額と株式リターンの実証研究を行っている。但し、Subramanyam [1996] とは異なり、経営者による株式所有割合の概念を導入して、経営者による裁量的会計行動を検討している点に特色がある。

すなわち、Warfield et al. [1995] は、エイジェンシー理論に基づいて¹¹⁰、経営者の所有割合が、会計行動に及ぼす影響を踏まえて、経営者の所有割合が低くなるほど、株式リターンの説明変数としての利益数値の情報提供機能が低下することを見出している。さらに、経営者の所有割合が低下するほど裁量的発生処理額の絶対値が大きくなるという逆相関の關係も検出している。Warfield et al. [1995] の研究からは、株式所有割合という利質評価ではあまり考慮されていない要素も、経営者による裁量的会計行動を考察する以上、無視し得ないことを示唆している。

さらに、株価と利質との關係では、利益反応係数による研究も行われている¹¹¹。すなわち、利益反応係数に関する研究では、報告利益に対する株価反応に注目し、その反応が大きいほど利質が高いと想定している。株式リターンが、期待外利益（ある期における報告利益

¹⁰⁸ Subramanyam [1996] は、裁量的発生処理額を経営者の裁量的会計行動の代理変数として用いている。

¹⁰⁹ Jones モデルは、裁量的発生処理額の推定で利用される手法である。Jones [1991] 参照。但し、そのモデルでは、裁量的発生処理額に非裁量部分が含まれる可能性があることが指摘されており、その他の手法も最近ではいくつか提唱されている。Bernard et al. [1996]、浅野・榎本 [1998b] 等を参照。

¹¹⁰ Warfield et al. [1995] では、所有割合が低いならば、株主と経営者というプリンシパル・エージェント關係において、利害対立が高まり、業績連動型報酬制度等が導入されることを想定している。経営者は、自分に有利になるように、利益数値を制御する誘因が高いことが指摘されている。

¹¹¹ i 企業の株価を P_i 、利益を E_i で表せば、利益反応係数は次の回帰式の係数である。 $P_i = \alpha + \beta E_i$ 株価が利益の変化に反応すれば、係数 β は正の符号をもつと考えられる。

とその予想の差)を前提に、利益に含まれるノイズと負の関係にあるとするものである。Holthausen et al. [1988]では、このノイズを利質の尺度として分析しており、ノイズを減少させることにより利質が向上すると考えている¹¹²。それ以外にも、会計制度、企業あるいは経営者を巡る環境要因に着目し、その差異により利質がどのように変化するかを分析する立場もある¹¹³。

(3) コーポレート・ガバナンスからの研究

資本市場と密接な関係を有するコーポレート・ガバナンスの視点から利質を論じる立場がある。Wild [1996]は、Holthausen et al. [1988]の情報の質に関するモデルに依拠し、監査委員会(audit committee)の設置が、利質に及ぼす影響を検討している。

米国では、財務報告作成等を監視する監査委員会が設置されていることが通例である¹¹⁴。Wild [1996]の所説は、監査委員会の設置により利益に含まれるノイズが減少すると仮定した上で、監査委員会が有効に機能した場合、利質が高まると考えるものである¹¹⁵。加えて、低い利質が公表された場合、財務報告利用者は当該企業に対する自分の予想を改訂しないものの、逆に高い利質が公表された場合には、財務報告利用者は予想の改訂行くと仮定した。以上に基づいて、Wild [1996]は監査委員会の設置前後における利益に対する株価の反応に着目し、監査委員会設置後の方が、設置前よりも、利益に対する株価の反応の変動性が増加するという仮説を検証している

実証の結果、監査委員会設置前後の報告利益に対する株価の反応が比較されたところ、監査委員会の設置後では、株価の反応が強まることが観察され、仮説を支持する証拠が得られた。また、マッチドペア方式で、監査委員会の未設置企業を制御企業として追加検証も行っている。監査委員会が設置されなかった企業においては、設置された企業よりも、株価に対しては弱い反応しか観察されなかった。以上から、監査委員会が設置されることにより、利質が高められるというWildの仮説が確認され、コーポレート・ガバナンスの仕組みも利質に影響を及ぼす可能性が示されたことになる¹¹⁶。

また、Teoh et al. [1993]、Frankel et al. [2002]、Myers et al. [2003]等をはじめ、監査人との関係で利質を論じた研究も多く存在している。例えば Frankel et al. [2002]

¹¹² Holthausen et al. [1988]は、財務報告が企業価値評価に多大な影響を与えており、市場のサプライズは認知した財務報告の信頼性に依存しているとも主張している。

¹¹³ 例えば、Teoh [1993]は、監査の信頼性と財務報告の質の関係を検証し、利益反応係数がBig 8の監査とそれ以外の監査では異なることを示している。

¹¹⁴ 監査委員会の主な役割は、外部監査と内部監査、財務報告プロセス全般、内部統制を含めた会計・監査プロセスの信頼性のモニター、不正に対する防止・発見等を含めた企業の法律及び倫理基準のコンプライアンスのモニターである。我が国でも、商法改正により、委員会等設置会社が認められたことから、監査委員会を設置する企業が見られる。

¹¹⁵ McDaniel et al. [2002]は、監査委員会の構成員の会計・財務に関する資質が財務報告の品質(つまり利質)と強い相関関係を示していると指摘する。従って、単に監査委員会が設置されればよいというわけではない点に留意すべきであろう。

¹¹⁶ 前述した須田 [1996]は、日本的なガバナンスの仕組みであるメインバンク制と企業の情報提供的行動の関係を検証したものである。木村 [1999a]は、情報提供的行動がとられているかどうかは、主に企業のガバナンス構造に依存するものであると指摘する。ここにおいて、情報提供的行動、ガバナンス、そして利質が相互に関連し、複雑に影響し合うことが理解できる。

は、監査報酬と Earnings Management の関係を検証したものである。Enron 事件等を通じて、監査人にとってはコンサル報酬等の非監査報酬が圧力となり、同一クライアントの監査に手心を加えていたことが明らかになった。つまり Earnings Management を許容せざるを得ない状況に追い込まれてしまい、結果的に利質・財務報告の質の低下を招いてしまったのである。Frankel et al. [2002] によれば、非監査報酬と裁量的会計行動の程度には正の相関関係が認められたとしている。一方監査報酬と Earnings Management を示唆する指標との間にはネガティブな関係が示された。従って、監査人の独立性の欠如が、利質の低さをも示すことを意味しよう¹¹⁷。利質を評価する視点として、監査人と企業の関係や開示された非監査報酬等をも考慮しなければならないことを示唆している。

また、ガバナンスそのものではないが、資本市場の基盤を形成している会計制度自体も、利質に影響していることを示す研究がある¹¹⁸。例えば、Collins et al. [1993] は、外貨換算に関する米国会計基準について、従来の SFAS No.8 に代わり、SFAS No.52 が新たに制定されたことに基づいて、利質が変化したか否かの実証分析を行っている。

Collins et al. [1993] は、SFAS No.52 では「機能通貨」という概念を導入することにより、従来批判されてきた「換算のパラドックス」問題を解決したことから、利益に含まれるノイズが減少し、利質は高まるものと想定したのである。そして、多国籍企業を分析サンプルとした SFAS No.8 に基づいて算定された利益と、SFAS No.52 に基づいて算定された利益について利益反応係数を比較することにした。実証の結果、SFAS No.52 に基づいて利益を算定した企業の利益反応係数は、SFAS No.8 に基づいて利益を算定した企業の利益反応係数よりも高いことが認められ、利質に関する仮説が支持されている。

以上から、会計・監査基準の新設や改訂という制度要因も、利質に大きな影響を及ぼすことが実証的に示されていることが分かった。従って、Wild や Collins らの研究を踏まえれば、企業の会計行動だけではなく、利質評価における制度要因にも注目する必要が認められるといえよう¹¹⁹。

¹¹⁷ Kinney, Jr. et al. [2002] はクライアントと監査人との関係モデルに基づき、利質を論じている。

¹¹⁸ Palepu et al. [2000] は、会計基準がノイズとバイアスを生み出すことを示唆している。また、Holthausen の主張する情報提供的会計行動は利質を高めるものであるが、木村 [1999a] は、会計基準のあり方が、情報提供的行動を阻害する要因になっていることを指摘する。すなわち、我が国における税法基準に準拠した会計実務を前提に、税法基準を許容する会計基準に準拠することは、必ずしも利質を高めることにつながるわけではないと主張している。

¹¹⁹ 最近における SEC の財務報告改革では、Enron 事件以降財務報告の信頼性回復の一步として、利質概念がたびたび提唱されているが、Collins らが明らかにしたように、制度が利質に影響するという基準設定主体への影響の存在が理解

キャッシュフローによるアプローチ

キャッシュフロー概念は、最近における企業価値評価手法の中心的存在であり、発生主義的利益よりも企業価値評価には優れていると主張されていることが多い。

ところで、キャッシュフロー計算書が注目されたのは、1987年FASBがSFAS No.95を公表し、従来からの財政状態変動表から、キャッシュフロー計算書を基本財務諸表の一つと位置付けたことに始まる。その後キャッシュフロー概念は、国際会計基準IAS No.7や英国財務会計基準FRS No.1等においても取り入れられ、我が国でも2000年以降、連結キャッシュフロー計算書が基本財務諸表とされている。制度的にもキャッシュフロー計算書が正式化されたことから、ますますキャッシュフローへの関心が高まっているというのが現状である¹²⁰。木村[1999a]は、このように利質が会計ルールをめぐる議論において着目されはじめた一つの契機は、キャッシュフロー計算書に関する研究にあるということもできようと指摘している¹²¹。

本節で紹介するキャッシュフローによるアプローチは、利質をキャッシュフロー概念と関連させて論じる立場である¹²²。

1 鎌田の見解

鎌田[1998]は、FASBの討議資料¹²³を手掛かりとして、キャッシュフロー計算書の目的を考察し、そこには利質に関する情報を提供することが含まれていると主張している。

すなわち、米国の1978年の財務会計概念報告書第1号(SFAC No.1)「営利企業の財務報告の目的」は、三つの主要な会計の目的の中で、「財務報告は、現在及び将来の投資者および債権者及びその他の者に対して合理的な投資、信用供与及び同様な意思決定を行う場合

できる事象と思われる。

¹²⁰SFAS No.95によれば、キャッシュフロー計算書の目的は、将来のプラスのキャッシュフローを生み出す能力、債務返済・配当支払能力、純利益と関連する現金収支の差異、現金による投資と現金による財務取引及びそれらが企業の財政状態に及ぼす影響についての評価を行うことである(鎌田[1995]、220頁)。しかし、佐藤[1995]は、純利益と関連する現金収支の差異という目的がSFAS No.95に特有のもものと指摘し、利質分析と関連しているとする(佐藤[1995]、83-84頁)。因みに、キャッシュフロー計算書の目的として、資金管理に止まらず、利質の把握は英国のFRS No.1でも認められるものである。

¹²¹我が国では、1987年4月から施行されている「企業内容等の開示に関する省令」(開示省令)により、証取法適用会社が公表する財務情報の具体的な内容が定められていた。この開示省令に基づいて資金収支表が財務諸表外の情報として開示されるようになっていた。企業会計審議会は、国際的動向を考慮して開示省令を見直し、1998年3月に「連結キャッシュ・フロー計算書等の作成基準の設定に関する意見書」を公表した。これは、キャッシュフロー計算書を財務諸表外の参考情報としてではなく、主要な財務諸表を構成する財務表の一つとして導入しようとする、まさに画期的な試みとされ、わが国の財務報告制度の改革のために大きな役割を果たすものと期待された。一方、キャッシュフロー計算書からのアプローチは理解できるものの、資金収支表や資金繰り表が公表されていた我が国では、なぜ利質が問題とされなかったのであろうか。キャッシュフロー計算書の制度化だけでは、利質への意識の高まりを十分説明できないのではないかという疑問がある。

¹²²Schipper et al.[2003]は、キャッシュフローへの利益の近接性が利質の高さを意味するとの見解が多いと指摘しながら、一方でFASBの概念フレームワークではこの見解を支持していないため、基準設定主体はキャッシュフローへの利益の近接性が利質の高さの特性であるという視点を採用しようにもないと述べる(p.108)。

¹²³FASB[1980]「FASB Discussion Memorandum: An Analysis of Issues Related to Reporting Funds Flows, Liquidity, and Flexibility, pp.ii」参照。佐藤[1995]、82-86頁はヒースの所説を引用しながら、詳細にキャッシュフロー計算書の役割や目的を論じている。

に、有用な情報を提供すべきである。」と財務報告の一般的な目的を述べている。さらに、前述した 1980 年の FASB の討議資料では、キャッシュフロー情報が従来の財務諸表に対して補足的役割を果たす理由として、次の六つを挙げている（5 頁）。

実際のキャッシュフローをフィードバックすること

利益とキャッシュフローとの関係を識別することに役立つこと

利益の質に関する情報を提供すること¹²⁴

財務報告書における情報の比較可能性を改善すること

弾力性および流動性を評価することに役立つこと

将来のキャッシュフローの予測に役立つこと

第一の点は、キャッシュフローの予測と実際のキャッシュフローを評価することが必要であることを指摘したものである。第二は、会計上の利益とキャッシュフローは同じではなく、それらの異同を理解しなければならないことを指摘している¹²⁵。第三の点もまた、会計上の利益に関連するキャッシュフローの問題を指摘したものであるが、ここで利質概念が明示されている。第四の点は、すべての企業が同じ方法で認識測定し報告する財務情報が重要であることを指摘したものである。第五の点は、キャッシュフロー情報は財務弾力性と流動性を評価するために役立つことを指摘したものである¹²⁶。

以上を踏まえて、鎌田 [1998] は、「利益は、今日、多くの人びとによって会社の業績のもっとも重要な尺度であるとして受入れられている。実際、上場会社の株価収益率は、広く公表され利用されている。しかしながら、利益の計算は複雑で、また利益の測定には相応に広い範囲で主観的判断が介入することを避けることはできない。これに対して、キャッシュフローの計算は、主観的判断に影響されることが少ないし、キャッシュフローは利益ほど複雑な尺度ではないから、比較可能な業績尺度として利用できる。我が国では、この 10 年余、資金収支表が企業の外部報告目的のために開示されてきた。今回公表されたキャッシュフロー計算書はキャッシュフロー情報を利用しやすくするために、資金収支表よりも多くの改善が試みられている。」¹²⁷とキャッシュフロー計算書の役割を総括している。

利質に関しては、「会計利益とキャッシュフローとの相関関係が高ければ高いほど、利益の質は高い」といわれる、米国におけるアナリストの見解を示した上で、利質に関し利益とキャッシュフローとの相関を重視する考え方を提示している¹²⁸。

そして、利質の具体的な評価方法として、EPS と CFO/S（キャッシュフローマージン）

¹²⁴ その後公表された、SFAS No.95 参照。

¹²⁵ 営業活動に伴うキャッシュフローの測定については会計方法の選択の余地はほとんどないため、キャッシュフロー計算書は、利益操作批判に応えるための一つ的手段として有用とされている。

¹²⁶ 弾力性とは、企業の支払能力を意味し、流動性とは資産を現金に転換するための能力である。流動性に関する情報は、貸借対照表により提供されるが、流動資産で、短期間に実際に現金に転換されるのは限られ、また将来のキャッシュフローに影響を与えない項目も含まれるため、流動性に関する適切な指標を提供していない。一方、キャッシュフローは現金と関係ない発生項目および繰延項目を含まないため、流動性に対する適切な情報を提供するとされる。

¹²⁷ 鎌田 [1998] 10 頁参照。

¹²⁸ Dechow et al. [2002]、McNichols [2002] 参照。

との指標比較を提案している¹²⁹。

2 中尾の見解

中尾 [1992] は、キャッシュフロー計算書の目的の 1 つである発生ベースによる利益と現金ベースでの利益との差が生じる理由を明確にすることにより、利質を評価することができる¹³⁰。すなわち、従来からの発生ベースによる利益には、当然ながら主観的な判断を必要とする要素が含まれている。例えば、収益費用の計上基準、期間配分、資産・負債等の評価である。一方、現金ベースによる計上（つまりキャッシュフローに裏付けられた利益）は、より信頼性が高く、客観的判断に基づいていると考えることができる。表 2-20 は、中尾の見解に依拠して、発生ベースの利益（PR）とキャッシュフロー（CF）の差と利質の関係について整理したものである。

【表 2-20】発生ベース利益（PR）とキャッシュフロー（CF）の差と利質の関係

PR と CF との大小関係	内 容	利 質
PR > CF	キャッシュフローの裏付けがない発生利益を計上している。 利益操作により、表面的な利益金額を操作している可能性が高い。粉飾決算が実施されている場合には、この格差が大きくなる傾向がある。	低 い
PR < CF	発生利益は、キャッシュフローにより裏付けられており、信頼性の高い利益である。 利益も、利益操作により操作された可能性は低い。PR と CF の差の主な要因は、減価償却費によると想定される。	高 い
PR = CF	PR < CF のケースと同様に、キャッシュフローにより裏付けられている点、信頼性が高い利益金額を計上している。但し、本来ならば PR < CF となるべきところ、等しい点で、利益算出過程における何らかの操作の介在が予想される。	中 位

利益とキャッシュフローの差やその程度を手掛かりとして、格差が発生した要因を探ることにより、利益の算出過程の問題点等を把握することが可能である。その意味において、利質を分析することは、キャッシュフロー分析で主張されるように、利益操作や粉飾決算の有無を判断する際の有力な手法となるものと考えられる。

¹²⁹ CFO/S は、CFO/S の動向を明らかにし、一株当たり利益と比較することにより、利質を示すことができる（9 頁）。その他、一株当たりフリー・キャッシュフロー（FCF/S）を示すこと等も提唱している。

¹³⁰ 中尾 [1992] 71-72 頁参照。中尾の見解によれば、PR と CF の差は発生処理額に相当し、キャッシュフローによるアプローチというよりも、発生処理額で利質を分析すべきということと同義ではなからうか。

さらに、中尾〔1992〕は、利質を係数的に分析するには、「売上の質」と「利益の質」とに分けることを提唱している¹³¹。参考までに、その概略は次のとおりである。

(1) 売上の質

これにより算出された数値は、従来の損益計算書に表示されている、例えば総売上高、売上原価、あるいは営業経費とキャッシュ・フローとの関連性の評価につながると考えられる。算式は、以下のとおりである。

$$\text{売上の質} = \frac{\text{売上から生じた現金}}{\text{売上高}}$$

但し、外部分析者の立場では、この算出に必要な数値は、通常開示されるキャッシュフロー計算書では把握することができないという問題がある。

(2) 利益の質

利益の質は、営業活動により生じた現金と経常利益との比率により評価できるとする。算式は、以下のとおりである。

$$\text{利益の質} = \frac{\text{営業活動から生じた現金合計}}{\text{経常利益}}$$

経常利益には、通常割賦販売による売上高や減価償却費用等実際の現金の収入・支出を伴わないものが含まれている。従って、その比率を、ある期間にわたり比較・分析することにより、異常取引が表面化され、利質を把握することができる。

売上の質を算出するには、情報入手の面で制約があるため、実際にはこの利質を算出することにより、利質分析を進めることになる。

但し、分子の「営業活動から生じた現金合計」は、連結財務諸表であれば連結キャッシュフロー計算書の「営業活動によるキャッシュフロー」を代用することになる¹³²。

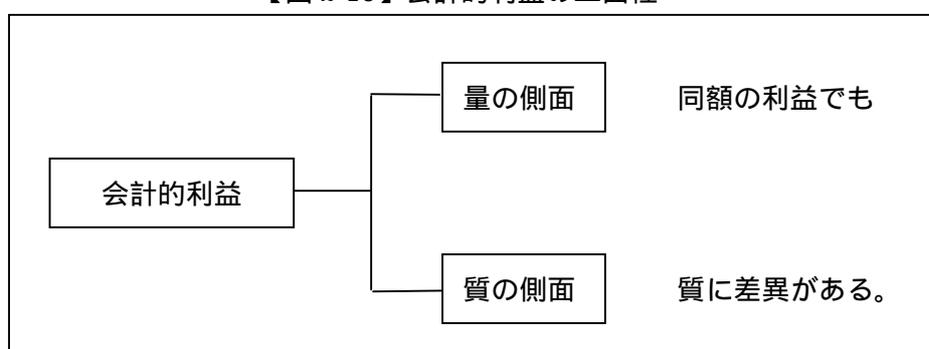
¹³¹ 中尾〔1992〕、72頁参照。

¹³² 個別財務諸表の場合には、資金移動表の「営業収支」を利用して代用することとなるが、従来の資金収支表が公表されなくなったため、自ら資金移動表を作成する必要がある。

3 佐藤の見解

佐藤 [1995] は、「現金は王様、利益は風(Cash is King, Profit is Wind.)」¹³³という表現を引用し、利質を考える場合には、この発生利益とキャッシュフローの関係をどう捉えるかという問題を避けるわけにはいかないと考えている。そして、「利益とキャッシュフローの関係を探るということは、利益の具体的把握ということと、利益には質の側面があること、つまり利質があるという考えにつながっている」と指摘する(82頁)。図2-10に示したように、利益の二面性を意識する必要があるというわけである。また利質分析の目的は、会計的利益がどの程度具体的に、資金あるいはキャッシュフローにより裏付けられているのかを分析することであるとしている。

【図2-10】会計的利益の二面性



従って、以上を踏まえれば会計的利益の質の評価(利質分析)は、二つの側面から次のように整理することができる。

キャッシュフロー情報と会計利益を関連付けて分析する。

中尾 [1992] や佐藤 [1995] のように、発生主義での会計的利益が、どの程度キャッシュフローにより裏付けられているのかを、定量的な財務指標で評価するものである。

会計利益に基づくプロフォーマ情報により分析する。

利質に関する様々な定性情報や費用の構成要素に基づいて、公表損益情報を再構成して、EBITDAのようなプロフォーマ情報を作成して、利質を評価するものである。これは、利質分析が、従来(伝統的)の財務分析を補完する関係にあると考えることによるものである。

ところで、SFAS No.95は、キャッシュフロー計算書の利用目的として、現金創出力を評価すること、支払能力を評価すること、利質を評価することを挙げる。米国では、現金創出力が重視されており、この概念はキャッシュフロー計算書の営業活動からのキャッシュフローと結びついていると考えられる。このように「営業活動からのキャッシュフロー」が重視されるのは、発生主義利益の金額を現金主義に引き戻した金額だからである。

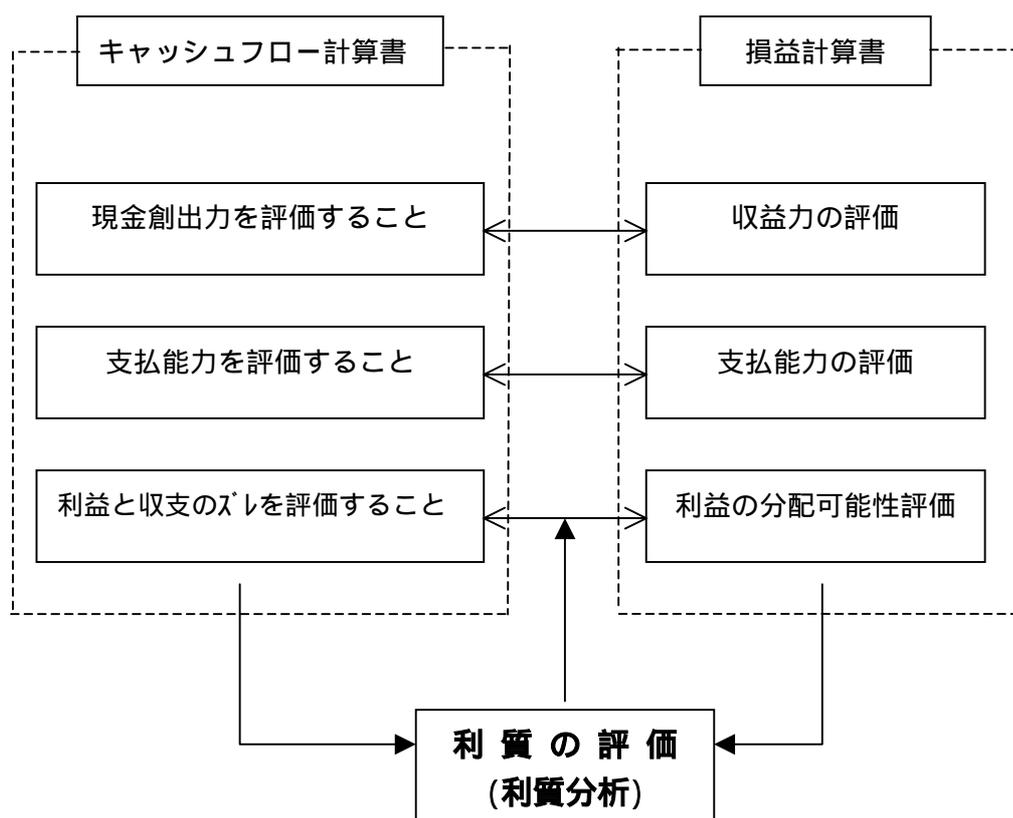
¹³³ 「利益が風」という表現は、珍しいものであるとし、利益は貸方項目であり、存在しても見えない空気の動きのようなものという発想であろうから、つかみどころがないということが。あるいは操作されているという意味も含まれているに違いないと解釈している(82頁)。

以上を踏まえて、佐藤 [1998] は、合法的な利益操作により油断ならない数値に作り込まれる「利益の資金的な裏付けの程度」が、利質を意味するものであると主張している¹³⁴。従って、キャッシュフロー計算書には、利質を評価するという積極的な意味を見出すことができるというわけである。

そして、佐藤 [1995] は、利質分析に関して、売掛金や商品の評価、減価償却が適切かどうかなどが、企業の資金循環力を知るうえで重要な論点となるとした上で、このような評定が利質分析と呼ばれるとし¹³⁵、キャッシュフロー計算書の目的から検討を開始し、利質分析の歴史的な位置づけを検討している。特に、利益の具体的把握を行う方法が、利質分析の目的であり、利益の分配可能性の評価につながるものと把握している点が特徴的である。

佐藤の考え方によれば、損益計算書とキャッシュフロー計算書と利質分析の関係は、図 2-11 のように整理することができよう。

【図 2-11】 損益計算書とキャッシュフロー計算書と利質分析の関係



¹³⁴ 佐藤 [1998] 42 頁参照。

¹³⁵ 佐藤 [1995] 82 頁参照。

従来の損益計算書とキャッシュフロー計算書との関係からは、キャッシュフローによる収益力や支払能力評価に焦点が当てられ、第三番目の利益の分配可能性評価は重視されてはいなかった。利益の具体性とは、「キャッシュフローによる裏付け＝利質」と理解すれば、この利益の分配可能性評価は、すなわち利質分析ということになる。

また、発生主義により計算された損益計算書上の利益は、

売上（原価＋利益） 売掛金 受取手形 現金・預金

という正常な資金回収サイクルに従えば、時間の経過に従い資金として回収されてくることになる。このサイクルから明らかなように、売上計上から、資金として回収されるまで、通常タイムラグがある。このため利益と資金には、必然的にズレが生じる¹³⁶。このズレができるだけ短いほど、その利質は高いと評価できる。間接法によるキャッシュフロー計算書は、利益を様々な調整することにより、キャッシュフローとして再構成する計算構造を持っており、このような利益と資金のズレの評価につながるものである。従って、利益と資金のズレの評価も、利質の評価と考えられる。ここにおいて、利質分析を介して、損益計算書とキャッシュフロー計算書が、結合されることになると理解できる¹³⁷。

¹³⁶ Kirschenheiter [2002] ,pp.3-5 参照。

¹³⁷ 発生処理額の算出過程を考えれば、発生処理額でも同様な役割が期待できよう。

先行研究のまとめと検討

1 先行研究の要約

本節では、今まで紹介した先行研究の重要なポイントをまず表 2-21 に要約し整理しておく。

【表 2-21】先行研究の要約

研究アプローチ	重要なポイント
<p>財務分析による アプローチ</p>	<p>アナリストの分析実務から帰納された手法を体系化したものであり、手法としては会計方針の詳細な検討や利質に影響する特性（持続性や保守性等）の分析が中心となる。</p> <p>利質分析には様々な判断要素があるが、決定的な指標はなく、一応の目安のようなものがある程度である。利質分析の主体としては、チェックリスト的に整理されたものが比較的多い。</p> <p>企業価値評価と関連させれば、利益の持続可能性が利質の重要な要素である。企業にとっては、市場が利質をどのように認知したかに留意しなければならない。利益操作は、認知された利質という点からは、決してプラスにはならない。一方利益操作の有無にかかわらず、利質が低くなることも指摘されている。保守性を評価する見解が多いものの、単純に保守性が高ければ利質も高いと評価することはできない。</p> <p>特定の財務諸表の項目及び企業活動に関連する特定の項目（ファンダメンタルズ）を基にして、ファンダメンタルズと株式リターンの関係について検討する立場がある。利質分析を具体的に実務に適用する上で参考となる手法である。ファンダメンタル分析は、我が国の企業を対象としても、手法的に有用性が認められる。利質の尺度であるファンダメンタルズが、マクロ経済の状態の違いによって異なることがある。</p>
<p>裁量的会計行動 によるアプローチ</p>	<p>経営者の裁量的会計行動が利質に影響を及ぼすか否かを実証的に検討する。発生処理額やエージェンシー理論等に基づき、多様な研究が蓄積され、近年有力な見解となっている。特に、実証研究では裁量的発生処理額（異常発生高）を用いたものが多数あり、財務分析によるアプローチにも影響している。</p> <p>経営者が情報提供的行動をとるならば、経営者の有している情報が利益に反映され、利質が高められる。このような情報提供的行動は、我が国企業でも観察されている。</p>

先行研究の要約（続き）

研究アプローチ	重要なポイント
<p>裁量的会計行動によるアプローチ （続き）</p>	<p>IRという視点から、企業情報の開示と利質は密接な関係がある可能性が示唆されている。 保守的会計処理と利質、株式リターン等を関連させた実証研究も多く、保守性が利質に果たす役割が検証されている。保守性の評価だけでなく、さらに実体的な企業行動と関連させて分析すべきとする見解もある 利質の違いは、株価の決定局面において、PERの違いとむすびついている。報告利益の構成要素の差異（持続的利益・一時的利益・価値無関連利益）については、市場はその差異を認識し、利質に反映している。報告利益の構成要素は、利益の持続性にも関係している。 経営者の株式所有割合が、裁量的企業行動に影響し、間接的に利質に影響を及ぼすことも確認されている。 利益反応係数（ERC）に注目し、その反応が大きいほど利質が高いとされる。 企業のガバナンス構造のあり方も、利質に影響を及ぼす可能性が高い。特に、監査委員会の役割、外部監査人との関係に基づき、実証研究がなされている。さらに、会計基準という制度要因が、利質に与える影響も検証されている。</p>
<p>キャッシュフローによるアプローチ</p>	<p>キャッシュフロー計算書の導入が、我が国では利質に注目を寄せる契機になったことが指摘されている。 米国では、営業キャッシュフローと利益の相関が強いほど利質が高いとされている。このため、利質の定義に、利益のキャッシュフローの裏付けを結びつける見解もある。発生主義利益に比べ、経営者の裁量が作用しないという点で、裁量的会計行動によるアプローチとも関連する。 さらに、発生処理額をキーとすれば、裁量的会計行動によるアプローチとの差異が少なくなるとも考えられる。 利益の分配可能性評価が、利質分析であるとされている。</p>

2 先行研究の検討

(1) 財務分析によるアプローチ

全般的に、財務分析による利質研究アプローチは実用性を重視していることから、例えば各種のチェックリストの整備や網羅的に利質の特性を検討しているという面が認められる。しかし、利質の特性として取り上げている要素が余りにも広範囲であるため、実証的に利質を検証することが事実上困難であるという問題がある。また利質概念自体の定義が明確ではない見解も存在している。加えて、いくつかの利質の特性（国内事業の重視等）は米国企業には適用可能であるものの、そのまま我が国企業に適用することは望ましくないものも含まれている。

個別的に検討すれば、例えば Siegel の見解は、利質と利質分析を詳細に検討しているものである。外部分析の立場からは情報入手に制約があり、利質分析を適用することの実現性にやや疑問を感じられる部分もあるが、利質分析に関するチェックリスト作成等では、参考となる点が多いと思われる。本アプローチで提唱されているようなチェックリストを利用した利質の特性の列挙と検証、さらにその総合的な判断を行うという作業は、利質分析を実際に行うためには不可避なものであろう。当然このような作業には、主観的な評価という問題がつきまとう。しかし利質概念が一義的に定めにくい以上、このチェックリストを利用した検証プロセスの有用性は否定できないと考えられる。但し、利質分析と既存の財務分析や経営分析との違い、利質分析の位置付け等が曖昧であるという問題をクリアしなければならない必要性が残っている。

また、本アプローチとして取り上げた中では、ファンダメンタル分析が伝統的な財務分析的な手法に依拠しつつも、可能な限り株式リターン等を利用したモデルの現実的妥当性を実証しようと試みており注目に値する。前述したように、本アプローチの問題点である実証の困難性を回避している点でも、ファンダメンタル分析は評価できる立場である。Lev et al. [1993] で示された変数にはまだ工夫の余地があるものの、現場で利質分析をモデル化する場合には、参考として斟酌すべきモデルであると考えられる。

(2) 裁量的会計行動によるアプローチ

本アプローチには、どちらかといえば定性的な記述が多い面のある財務分析によるアプローチとは対照的に、できるだけ定量的に利質を実証しようとしている点で説得的な内容のものが多く、近年有力な研究アプローチであることは前述したとおりである。

一方、有力なアプローチであるものの、以下のような問題を指摘することができる。すなわち、本稿で紹介したいいくつかの研究も含め、本アプローチには利質の定義が明確にされていないものが認められること、利質という多様な意味を持つ概念のうちの部分的な特性、例えば保守性等だけに焦点を当てて実証研究を行ったに過ぎなく、必ずしも利質の全体像が捉えられてはいないこと、理論的貢献は認めるものの、現場において利質分析として実用化するためには、実証結果だけでは充分とはいえないこと等いくつかの問題点が挙げられ、今後解決されなければならないと考える。

個別的には、ファンダメンタル分析との親和性がある、Penman et al. [2002] が提唱する C-Score と Q-Score による利質インデックスは注目に値するものといえよう。利質分析のモデル化を検討する場合には参考になる考え方として評価でき、我が国企業への適用可能性の検証も望まれるところである。

また、本アプローチにおいて、キーワードとして頻繁に利用される発生処理額(accruals) という概念は、単に利質の特性を検証するためのものではなく、そのまま利質分析のツールにも利用可能である点を強調しておきたい。財務分析によるアプローチにおいても、Ayres をはじめとして、発生処理額自体を利質の特性に考慮する見解が多い。加えて、キャッシュフローによるアプローチも、見方を変えれば、実は発生処理額を検証している面もあり、発生処理額を中心に、財務分析、裁量的会計行動そしてキャッシュフローという3つのアプローチを統合することも可能と思われる。その意味で、発生処理額という概念は利質分析において、極めて重要な役割を果たしているものと理解しなければならない。但し、その測定方法には Jones モデルをはじめ、いくつかのモデルが提唱されている状況であり、確定的な測定方法が確立されたわけではないという問題がある¹³⁸。

(3) キャッシュフローによるアプローチ

本アプローチは、報告利益の「現金」(現金等価物を含む) への実現可能性の高低によって利質を論じている立場と理解できる。この場合の現金への実現可能性とは、発生主義における利益が現金へ転換される確実性あるいはスピードと言い換えることができよう。先行研究をみた限りでは、現金への実現可能性を利質の定義に置く見解も認められるが、あくまでも利質の1つの特性とみなしている立場が多いように思われる。しかし、現金による利益の裏打ちを重視する立場が、会計実務の現場では重視されていることは事実であり、無視することはできない見解といえよう。加えて、報告利益とキャッシュフローの近似性を利質の定義とすれば、実証的に利質を検証することが可能であり、分析結果に客観性を付与することもでき、より説得的な議論を行うことができる点も評価し得る。

しかし、キャッシュフローと報告利益の乖離等により利質分析をすれば足りるとしてしまえば、そもそも利質分析を独立して論じる意義は少ないのではなからうか。既存の財務分析や経営分析と区別して利質分析を考察する意義は、利質分析により既存の分析手法では得られない示唆を得ることに求められるにもかかわらず、キャッシュフロー計算書と損益計算書だけで目的が達成できれば、利質分析の価値が失われよう。

さらに、裁量的会計行動によるアプローチでも指摘した問題点であるが、報告利益とキャッシュフローの近似性は、利質概念に内在する数多い特性の1部分でしかない。キャッシュフロー概念との関係を余りにも強調し過ぎることは、逆に利質の持つ意義を曖昧にってしまう恐れもあると考える。

(4) 全般的な問題

以上に加え、全アプローチに共通する問題であるが、資本市場の面から企業価値評価を考えるならば、株価や株式リターン等をベンチマークとした研究アプローチの成果には首肯できるものが多い。しかし、本稿が考えているように、信用力評価も含む広義の企業評価の視点から利質分析を考察した場合には、理論・実証両面の研究不足が指摘できよう。

確かに、利質自体が株式評価に役立てるために考案されてきた概念であることは否定できないが、Hawkins や Schwartz らが主張するように¹³⁹、利質概念は企業価値評価に利用されることだけに止まるものではなく、より広がりを持つ概念として利用されることが望ましいといえよう。今後は、利質分析を応用した企業評価ランキングや社債格付け等における実証研究が行われ、利質の利用可能性の広がりを検証していく努力が求められていると考えられる。

3 本稿の立場

ここでは、先行研究を踏まえて、本稿における利質の概念を考えてみたい。あえて定義するならば、利質とは「主に利益の持続可能性と会計処理の保守性に基づいて、将来の利益の予見可能性を評価するための視点」であるということになる。当該企業の将来の利益獲得能力を、現在の利益がどの程度反映しているのかを評価するための視点であると言い換えることができる。先行研究の中では、Penman の立場に比較的近いといえよう¹⁴⁰。

また定義にあえて「視点」としたのは、利質の意義の多様性を勘案すれば、単一の指標に集約することが困難であることに加え、指標よりもむしろ利益の獲得プロセスを重視すべきではないかと考えたことによる。

ところで利質をこのように定義したのは、本稿の主題である企業評価という観点に照らして、利質を次のように考察した結果である。すなわち、企業価値評価の視点からは、株式価値は当期の利益をベースとした将来の予想キャッシュフローの割引現在価値として決定される¹⁴¹。また企業の元利返済能力、あるいは信用リスクを評価する視点からも、当期の利益に基づいて将来の利益が返済財源になり得るか否かが判断される。いずれにしろ、できるだけ正確に将来利益を予想することがポイントとなり、それは企業の将来利益の獲得能力を適切に評価することを意味する。この場合現在の利益には、できるだけ将来利益の予見可能性が高い特性が備わっていることが望ましいことになる。その特性こそが、利質に求められてきた重要な点と考えられる。将来利益の予見可能性が高ければ、その利質は高いものと評価することができることになる。従って、将来利益の予見可能性こそが、

¹³⁸ 発生処理額の測定方法については、例えば須田 [2000] 参照。

¹³⁹ Hawkins et al. [1978], pp.126-137、Schwartz et al. [1996], p.39 参照。

¹⁴⁰ Penman et al. [2002] 参照。なお、Bernstein et al. [1998] も本稿と同じような見方を採用している。

¹⁴¹ ここでは、いわゆる DCF 法（割引現在価値法）により記述したが、それ以外にも配当割引モデルやオールソン・モデル等により株式価値を決定する考え方がある。但し、どの見解を取り上げても、将来利益（あるいはキャッシュフロー）の予測は不可欠である。

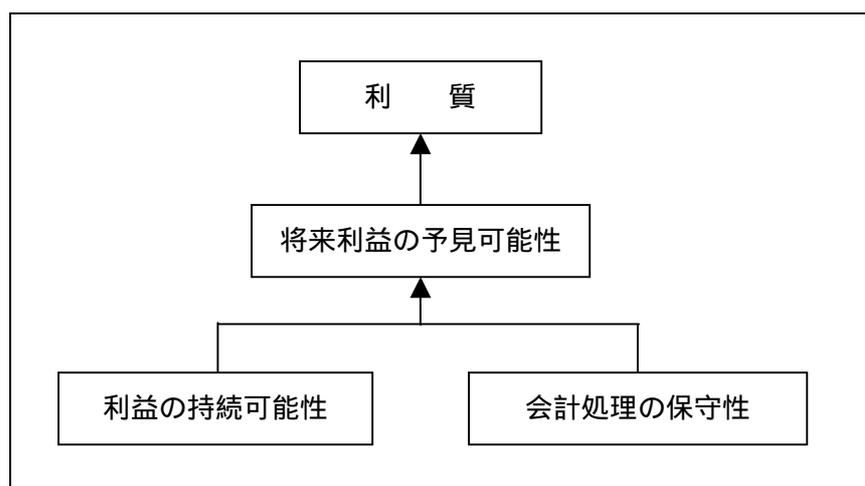
利質の定義の中核になるべきと考えたわけである¹⁴²。

さらに、利益の持続可能性と会計処理の保守性を利質の重要な特性として重視するのは以下の理由によるものである。利益の大幅な変動が少なく、現在の利益水準を維持することが可能か否かが、利益の持続可能性の問題である。利益の持続可能性が高いということは、現在の利益に基づいて、将来の利益をできるだけ正確に予想できる可能性も高いと考えることができることを意味するため、利益の予見可能性において斟酌すべき特性といえるわけである。また、会計処理の保守性は、利益獲得におけるクッションとしての役割を果たしている。つまり、利益の持続可能性が認められたとしても、あくまで予想である以上、将来利益の変動リスクは不可避であるが、会計処理の保守性はかかる変動リスクを吸収し、将来の利益獲得能力を強固にするものと考えられるのである。このように考えれば、利益の持続可能性を担保するものとして、会計処理の保守性という特性も、利質を考慮する場合無視することはできないことになる¹⁴³。

このように、利益の持続可能性と会計処理の保守性を利質の重要な特性と考えることは、会計情報に意志決定支援機能と契約支援機能が備わっていることとも整合的であることに加え¹⁴⁴、この2つの特性に関しては、少なくとも実証的に検証することが可能であることから、利質分析の妥当性を定量的に把握でき、主観的な評価という批判をある程度回避することもできるメリットも認められるのである。

以上から、先行研究の検討で明らかのように、利質の特性には議論があるものの、利質の特性は全てが同程度の重みがあるのではなく、繰り返しになるが利益の持続可能性と会計処理の保守性を中心としたピラミッド型の階層構造を形成していると理解した方が望ましいのではなかろうか（図 2-12）。

【図 2-12】利質と利質特性の階層構造



¹⁴² 利益情報の有用性は、多くの実証研究で支持されているところである。例えば、桜井 [1991] 参照。

¹⁴³ 但し、保守的会計は将来における不測の事態に対応する機能を持つものであるが、保守的な会計が健全な会計と同義ではなく、過度な保守主義は利益操作や粉飾決算と関連していることに注意しなければならないことは当然である。従って、後述するように利質分析を実際に行う際には、利益操作に対する配慮を欠かすことができないのである。

¹⁴⁴ 会計情報の意思決定支援機能や契約支援機能については、例えば須田 [2000] 参照。

但し、この2つの特性だけを考慮すれば充分というわけではないことに注意する必要がある。なぜなら、利益の持続可能性と会計処理の保守性だけでは、利質の全てを把握することができないからである。例えば、競争環境等を反映した適切な事業戦略に基づき、持続的な競争優位を確立して、利益を確保することができるような状況を構築することが、利益の持続可能性の前提と考えられる。従って、利質については、単に財務的な側面からの考察だけに止まらず、戦略の評価という視点も必要となるわけである。一方、企業行動の結果を財務諸表に反映させる際に経営者が選択適用した会計処理方法には、経営者の裁量が作用するため、会計処理の保守性の有無や程度だけでなく、利益操作の分析を含めた広範囲な裁量的会計行動の分析も不可欠であると考えられるからである。

このようなことを踏まえ、前述した利質の定義では、利益の持続可能性と会計処理の保守性の2つを主な特性と述べたわけである。¹⁴⁵

¹⁴⁵ Bernstein et al.[1998]も、保守性と利益の持続性を中心に、利質論を構築している点で本稿に類似する(pp.622-641)。但し、保守性については、主として貸借対照表における保守性という観点から論じているに過ぎず、本稿のように「会計処理の保守性」という特性を広範に利質概念に取り込んではいない。また、保守的会計処理は、利益操作の手法として財務報告の透明性や信頼性を損ねる可能性があるため、利質特性として問題があるという批判がある。本稿のように、現在の利益に備わる将来利益の予見可能性を重視し、企業評価における利質の役立ち考察する立場からは、保守的会計処理は利益変動の抑制を通じて、将来利益の予見可能性を高める作用を持つ以上、必ずしも否定的に捉えるべきではないと考えている。後述するように、具体的に利質分析を適用する場合には、利益操作の分析も利質評価には必要であるという立場を採用しており、利益操作問題を無視しているものではない。

第3章 利質分析の適用

本章では、まず先行研究を参考にしつつ利質概念や利質分析の手法を整理し、その上で具体的な企業評価に利質分析を適用することにより、利質分析の妥当性や有用性を探ることとする。なお、利質分析には、一般的な財務分析のように、使用される指標、概念さらに分析手法が定まっているわけではないため、本章での試みはあくまでも一つの試論の域を出てはいない。

利質概念と利質分析のまとめ

米国を中心とした先行研究を検討した限りでは、利質を厳密に定義することは困難であるが、前章の「先行研究のまとめと検討」で述べたように、本稿では「利質とは、利益の持続可能性と会計処理の保守性を主な特性とした、企業の将来利益獲得能力を評価するための視点」であると考えている。このような定義は、本稿の主題である企業価値評価や信用力評価を含む広義の企業評価という観点に立った場合、現在の利益とその将来見通しに関する予見可能性乃至確実性を判断するための視点が求められていると考えていることによるものである。

確かに利質を測定するための唯一の特性は存在していない。同様に、利質を評価するための判断基準や手法も確立したものはない。利質を評価するために考慮すべき要素として例示されている特性は、あまりにも多種多様である反面、従来の財務分析や経営分析で利用されてきた概念・指標と重複したものもある。また、利質に関する多くの研究は分析対象企業の業種特性に触れてはいないが、実際は企業の属する業種により、利質の特性や利質評価に利用できる指標は様々であることに加え、個々の特性の重要性も異なっている可能性もあるはずである。例えば、製造業とサービス業とでは事業内容に差がある以上、その利質の評価の仕方に差があってもよいであろう。

しかし、財務諸表利用者が、利質の評価をするに際して、必ず考慮すべき、いわば汎用適な特性や指標が最低限存在すると考えられる。例えば、表 3-1 は、利質分析を行う場合考慮すべき指標の一例である¹⁾。

【表 3-1】利質分析のための指標例

会計方針の期間的整合性の程度	利益決定における見積や主観性の程度
リスク資産の有無と程度	注記、会計方針等のディスクロージャーの透明性
非反復的、非経常的取引の程度・複雑性	プロフォーマ情報の利用の有無と程度
関連当事者取引に関する情報開示の程度	利益と営業キャッシュフローとの比率
偶発事象や不確実事象の有無と開示の程度	コーポレート・ガバナンスの整備状況と有効性

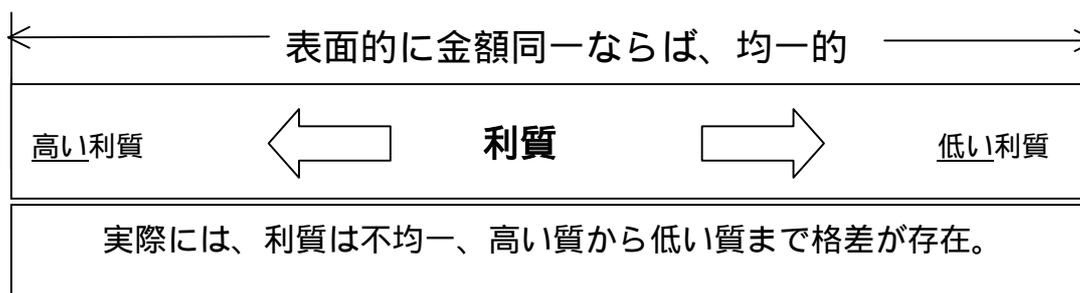
この表は、どの企業にも汎用的に使用可能なものであるが、表に示した指標一つだけに依存することは判断を誤る恐れがある。従って、できるだけ全ての指標を網羅的に検討し、総合的に判断することが望ましいといえよう²。

利質分析上で重要な点は、低い利質が必ずしも財務状況や業績の悪さ、あるいは会計方針の適用・判断・見積の不適正性を意味するものではないことである。逆に、高い利質の企業の業績が他社よりも優れていることを示すものでないことも当然であろう。利質の判断基準は、業績の良否の判断基準とは異なるものであり、例えば低い利質と判断されるようなケースは、会計処理における裁量性が大きいこと、あるいは複雑性・不確実性を伴う取引に依存する程度が高いこと等を反映した結果によることかもしれず、会計基準の範囲内であれば問題となることではない。

ところで、債券格付けは、本来社債の元利償還能力を評価するためのものであるにもかかわらず、あたかも企業の序列の評価のように誤解されている面がないわけではない。同じように、利質評価も誤解されないため、信用力評価や投資のための企業価値評価とは、判断基準あるいは視点に差があることを理解しておくべきである³。

また、利質を「良いか悪い」あるいは「高いか低い」で判断することは、あまりにも単純過ぎる議論である。しかし本質的に曖昧な概念であり、判断が主観的であるという問題があるのも事実である⁴。そもそも利質は、質的概念であることから明らかなように相対的概念であり、利質の高い低いという両極端の評価の中間的評価が実際は数多く存在すると考えられる。そうであれば、利質はもともと一種のスペクトラム（連続体構造）のように把握すべきものであり⁵、非常に幅のある概念として理解しておくべきものである。図 3-1 は、そのイメージを描いたものである。

【図 3-1】利質のスペクトラムイメージ



¹ あくまで例示であり、これが唯一絶対というものではない。

² ここで例示したようなチェックリスト的なものは、利質分析を実際に行う場合には有益なものである。しかし、データの入手可能性や検証の複雑性等を勘案すれば、例えば表 3-1 のようなチェックリストで示された全ての項目を反映させた利質概念を想定することは実証分析上問題が生じる恐れがある。そのため、利質に関する実証分析では、実務上より詳細な検討ができるような実用的アプローチとは別の視点で利質を検証せざるを得ないであろう。

³ 利質分析は、それらの評価に寄与するものと考えべきである。

⁴ また従来の企業評価も全く客観的かといえそうではなく、判断に伴う以上多かれ少なかれ主観的判断の存在は否定できない。

⁵ The Panel on Audit Effectiveness [2000] は、利益金額自体にスペクトラムの存在を指摘している（邦訳 111-118 頁）。

図に示したように、利益金額の多寡と利質は無関係であり、同一の利益金額であっても、利質による違いが存在する。例えば、当期の利益金額が大きくても、利質が低い利益金額であるならば、利益の持続可能性は低く、一方利質が高ければ、当期の利益金額は表面上少なくとも利益の持続可能性が高いという違いが生じ、結果的に当該企業の将来利益獲得能力には実際大きな差があるということを理解しなければならない。

反対に、利益金額が表面的に異なっていようと、実はその利質には差異がないということもありうるのである。

財務諸比率の算出を主体とした財務分析では、表面上の利益金額に基づいた分析アプローチが採用されている。しかしそれでは、金額という「量的差異」を重視するに過ぎず、前述したような利益の持つ「質的差異」を評価に反映することができないという問題があった。利質は、白黒で割り切ることができる問題ではないものの、利益の不均一性をできるだけ企業評価に反映させるための一つの工夫と考えることができる。

図 3-1 に示した利質のスペクトラムは、非常に単純化したものであるが、実際には広範な要素から利益が組成されていることを反映する複雑なものである。図 3-1 のイメージをより具体的に示したものが、図 3-2 である。

これは、損益計算書構成項目の一部を取り上げて、各項目がどのように利質のスペクトラム上で位置付けられるのかを示したものである。但し、図 3-2 は、利質の特性の内、いくつかを示したに過ぎない。実務的に利質分析を行う場合には、このようなチェック項目を記した利質スペクトラム図のようなものを用意しておくことも有益であろう。

【図 3-2】利益の構成要素と利質のスペクトラム

利質のスペクトラム			
高い ←		→ 低い	
現金性	←	→	非現金性
保守的	←	→	裁量的
反復性	←	→	非反復性
項目の特質	具体例	項目の特質	具体例
現金性利益	現金取引	非現金性利益	交換取引
金額の固定・確定取引依存性	確定した製品販売	金額の見積りや市場依存性	デリバティブ取引
会計方針の恒常的適用	在庫評価における LIFO の恒常的適用	利益を増大させる裁量的会計方針変更	在庫評価の FIFO への変更
見積手法等の恒常的適用	退職給付債務算定における前提の恒常的適用	利益を増大させる裁量的見積り変更	退職給付債務算定における割引率等の変更
反復的取引	レンタル収入	非經常適取引	訴訟の和解金
取得原価で記録された資産・負債	確定金利収入	公正価値で記録された資産・負債	Mark-to-market 取引
独立第三者との取引	第三者への販売	関連当事者との取引あるいは仕組み取引	SPE（オフバランス）への販売

(出所) Deloitte & Touche [2002], p.4 を修正して作成。

利質分析の基本的枠組み

1 二段階評価プロセスの考え方

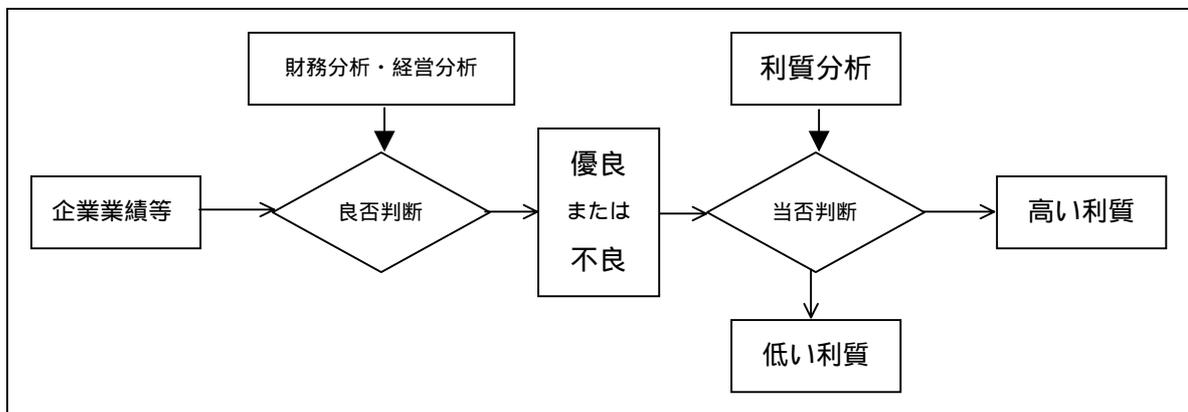
従来における企業の業績評価は、財務数値や財務比率に基づき、企業の業績の良否を判断することに重点が置かれていた。従って、同業他社の水準を上回る業績を挙げたり、継続的に高い水準の業績を維持した企業は優良な企業として評価されてきた。

もちろん、例えば業績の良否判断に際して、表面的な財務数値だけに依存した評価ではミスリードしてしまう恐れもあることから、それを補完する意味で、実質損益の分析や会計方針の分析による、企業の実態解明が実践されていた。

一方、報告利益金額が、同一である企業を比較する場合、もし実質損益や会計方針等の分析だけでは解明できない利質の決定要素に大きな格差が仮にあるとすれば、金額に現れない差を利質分析により評価することができる⁶。このように考えれば、単に報告利益金額の多寡だけを問題とする企業評価では、不十分ということになる。利益金額自体の良否の分析に止まらず、その利益の持っている「質」というものを対象とした当否の分析を行う「利質分析」の重要性・必要性を改めて問うべきである⁷。

以上を踏まえ、財務分析・経営分析を中心とした企業評価プロセスに、利質分析を加えた二段階評価を提案したい。そのプロセスの概念図を、図 3-3 に示した⁸。

【図 3-3】企業評価における二段階評価プロセス概念図



⁶ 青木 [1989] は、「収益性の分析において実質利益の把握の必要性はよく強調されるが、利益の質が議論されることは、我が国ではこれまで殆どなかった。」とする (1 頁)。

⁷ 佐藤 [1994] は、「利質という概念は従来の財務会計にある種の反省を促しているのではないかということである。伝統的な会計の考え方に従えば、利益を確定することは、会計手続きの最重要課題である。しかしながら、現実には、報告利益は、様々な分析の出発点に過ぎない。報告利益の背後にあるプラスあるいはマイナスの要因について配慮をめぐらさなければならないからである。このような利益の構成要素の評定が利質分析あるいは利質評価である。その意味で、利益は計算してしまえば済むものではない。利益に質がある以上、財務会計は損益計算を極端に重視する論調を改める必要がある。報告利益は様々な限定付きの利益である。」と述べ、利質分析の必要性を強調している (141 頁)。

⁸ ここで示したアプローチは、既に株式ポートフォリオの選択でも実際に利用されているといわれる。また Schwartz et al. [1996] は、投資判断や融資判断における利質分析の重要性を強調している (p.39)。

企業評価の第一歩としては、まず財務分析や経営分析により、その業績の良否が判断される。さらに、利質分析を適用し、業績の良否にかかわらず、その第一次的な業績評価に対して、利益の持続可能性や会計処理の保守性をはじめとした利質独自の観点から検討を加え、企業業績の「当否」の判断を行う。当否判断の結果は、利質の高低として評価されることになる。良否判断がいわば現在の収益力評価に相当し、当否判断は将来の利益獲得能力の評価という位置付けである⁹。

従って、現在の業績がたとえ表面的に優良と評価されたとしても、例えば将来の業績を犠牲にして当期利益の計上を図っていた場合、あるいは利益操作によるキャッシュフローと乖離した過大な当期利益の計上をしていた場合には、利質の判断基準からは「不当」、つまり利質が低いとされ、当該企業の将来における利益獲得能力には疑義が下されることになる。

ところで、利質分析と財務分析・経営分析との関係はどのように考えるべきであろうか。前述した二段階評価プロセスは、従来からの財務分析や経営分析の有用性を否定するものではなく、利質分析を補完的なものとして位置付け、企業評価をより高度化しようとする試みである。従って、財務分析・経営分析と利質分析とは、いわば車の両輪の如く企業評価で機能することが期待されるといってよからう。そして利質分析は、企業評価で利用される会計情報に関して、より深い理解を求めるものであると考えるべきである。

2 利質分析の構成

次に利質分析の進め方をもう少し具体的に述べることにしたい¹⁰。

先行研究で指摘された多くの利質の特性や財務分析によるアプローチで指摘された留意点等を参考に、利質分析の基本的枠組みとして、4つのステップから構成される一つのアプローチを提案すれば、次のように整理することができる。

【表 3-2】利質分析の基本的枠組み

- | |
|---------------------------|
| 1 事業上の質の検討：事業と利益の持続可能性の理解 |
| 2 会計上の質の検討：会計処理の保守性の理解 |
| 3 利質の特性の理解 |
| 4 利益操作の理解 |

⁹ 青木 [1989] は、収益性分析において、収益性が数値的に高い又は低いとされていたが、質の問題が絡めば良い悪いという表現が必要となると主張している (1頁)。

¹⁰ Penman [2001] は、会計分析は会計の質の評価 (そこに利質分析が含まれる) と位置付け、事業活動・会計方針・開示された情報の量と質・経営者の能力と評判・Earnings Management の機会と誘因等の分析を行うことを提唱している (pp.596-598) また Wild [2003] も、Penman 同様に、利質分析を会計分析とし、利質の定義はどうであれ利質概念は会計分析に重要であるとする。その上で、会計分析として、会計方針の評価・会計上の柔軟性の程度の評価・財務報告戦略の評価・財務的危険信号の評価 (ここに利質の評価を含める) から構成されると主張している (p.97)。実例に則しながら、本稿と同様な視点から利質分析を詳細に論じているものとしては、Bernstein et al. [1998,2000] が挙げられる。

(1) 事業上の質の検討：事業と利益の持続可能性の理解

利益の持続可能性には、当該企業の事業自体の特性（事業リスク、多角化、新規参入の脅威、競争構造、環境リスク、国際競争等）が影響するから、利質分析の第一歩は、企業の事業がいかなる影響を利益の持続可能性に及ぼすのかというダイナミックな関係を検討することである¹¹。

利質には、定義で示したように持続可能性が要求され、目先の利益を低下させたとしても、持続的に利益を計上し続けるためには、投資を実行することが必要不可欠であるから¹²、当面の利益計上を優先させる事業活動や競争戦略は、利質上プラスに評価することはできない。具体例としては、必要な設備投資の繰延・中止、研究開発活動の抑制、人材開発投資の削減等である。事業ポートフォリオの選択のみならず、企業経営では、様々な事業上の意思決定がなされ、その結果が財務諸表に反映される。競争戦略を踏まえた上で、個々の経営上の意思決定が利質に及ぼした影響を吟味し、結果としての財務数値にどのように反映されたのかを評価し、利質の解釈につなげることが必要である。会計処理という技術的な問題とは別に、長期的な視点に基づき、足下の短期的利益よりもむしろ、長期的な利益獲得能力を問題視することが、利質分析のポイントと考えられる。

また、当該企業の事業に鑑みて、何が適切な会計かということを問う必要もある¹³。例えば、正常な不良資産の発生率はどの程度か、そして企業の貸倒引当金は十分か、償却資産の標準的な利用可能期間と更新投資のタイミングはどの程度か等を理解することも重要である。

(2) 会計上の質の検討：会計処理の保守性の理解

会計方針は、標準的な会計方針からの乖離の程度を探求することにより、当該企業の会計処理の保守性を評価するための判断基準となるものである¹⁴。例えば、乖離の程度により、保守的、アグレッシブ、中立的といった会計処理のスタンスが明らかになる。乖離の程度が著しい場合には、技術的会計政策を利用した利益操作となる可能性もある¹⁵。

企業が採用した会計方針が保守的なのかあるいはアグレッシブなのかを検討した場合、より保守的な会計方針を選択した方が、先行研究の成果によれば少なくとも利質が高いと評価される。利質の特性である利益の持続可能性に鑑みれば、保守的な会計処理である方が、財務のクッションも厚く、利益を持続させる可能性が高いからである。また同一企業であっても、時系列的に同じ会計方針を採用し続けるとは限らなく、会計方針の変更は不可避である。そこで、会計方針の変更の有無、頻度そしてその変更理由、そして技術的会計政策を利用した利益操作の可能性の有無等の精査を行う必要がある。

¹¹ Bernstein et al.[1998]も、利質分析の中で、利質に及ぼす外部環境要因の分析の重要性を指摘している(pp.628-629)。

¹² 利質と設備投資との関係は、例えば Penman et al. [2002] 参照。

¹³ 具体的には、例えば企業が属する業界毎にベンチマークとなる会計慣行等を調査し、その比較分析をすることが考えられる。

¹⁴ 事業上の質の検討で指摘したように、企業の属する事業（業界）における標準的会計処理の方針を検証することと重複するようであるが、ここでは会計技術的な側面により焦点を当てて分析することが主眼である。

¹⁵ 会計政策の種類については、例えばノ宮 [2003] 参照。

さらに、採用した会計方針如何により、会計上の報告利益とキャッシュフローの乖離、つまり発生処理額に影響が生じてくることから、発生処理額（あるいは裁量的発生処理額）を会計処理の保守性評価の指針として利用することも考えられる。例えば、保守的な会計方針を採用した場合、会計上の報告利益は抑制気味に計上される傾向があるため、利益捻出を意図したアグレッシブな会計方針を採用した企業に比べて、利益とキャッシュフローの乖離の程度は著しくはなく、また裁量的発生処理額¹⁶もマイナスになるということが分かる。

以上の関係を簡潔に整理すれば、表 3-3 のようになる。

【表 3-3】利質の程度と会計方針・キャッシュフロー・発生処理額の理解

報告利益	会計方針	キャッシュフローとの乖離	裁量的発生処理額（符号）	利質の程度
利益捻出的	アグレッシブな会計方針	利益側に偏り	+	低い
平均的水準	標準的な会計方針	乖離は平均的	+ - 0 に近い	中位
利益抑制的	保守的な会計方針	キャッシュフロー側に偏り	-	高い

（注）標準的や平均的とは、業界の平均水準あるいは自社の過去の平均という意味である。

事業上の質の検討と同様、会計上の質の検討においても、短期的な目先の報告利益の多寡を問題とするのではなく、会計方針が利益の持続可能性に及ぼす影響も踏まえた、長期的な視点に立った分析が求められることは当然である。

（3）利質の特性の理解

利質の特性に関しては、繰り返しになるが統一されたものがない以上、実務的には最大公約数的に多くの特性を考察せざるを得ない。従って、本稿における利質の定義で中心的な特性として「利益の持続可能性」と「会計処理の保守性」を取り上げているが、それ以外にも利質に影響を及ぼす特性として詳細に検討すべき特性をチェックリストに整理しておくことは有益である。

次頁以降の整理は、検討すべき利質特性のあくまでも一つの例示であるが、利質分析の実用性を高めるためには、チェックリスト作成に創意工夫が求められるところと考える¹⁷。

【表 3-4】高い利質と評価できる特性の例

¹⁶ 裁量的発生処理額（discretionary accruals）とは、発生処理額のうち、経営者の裁量により操作された部分をいう。最近では、異常発生高（abnormal accruals）ともいわれる。例えば、Xie [2001] 参照。

¹⁷ 例えば、チェックリストについては、中村 [1998]、201-202 頁参照。米国における利質の利用状況にも言及している。

業界平均から乖離しない裁量的な収益や費用の認識
 キャッシュフローと整合性のある収益・費用の認識
 リスク資産・負債による利益変動性が小さい
 簿外負債や不明朗な科目等がないこと
 業界における平均的慣行と著しい乖離がないこと
 利益は、主要な継続事業から創出されること
 利益が極端に複雑な取引から創出されていないこと

【表 3-5】低い利質と評価できる特性の例

自由裁量の余地が多い、恣意的な取引の利用
 業界の平均的な水準以下の裁量的費用支出
 非反復的な取引による利益の増加
 営業取引以外の取引による利益への依存
 キャッシュフローと整合性のない収益や費用の認識
 報告利益と整合性のないプロフォーマ情報の利用
 リスク資産・負債による利益変動性が大きい
 複雑な取引による利益の創出

ところで、ここで取り上げたいいくつかの利質の特性は主観的であることが多い点は、前章の財務分析アプローチの問題として指摘したとおりである。チェックリストによる評価に客観性をできるだけ持たせるためには、ここで示した各特性を反映するような指標を工夫して比較検討することが望まれるところである¹⁸。

(4) 利益操作の理解¹⁹

利益操作が行われている場合には、利益の持続可能性や会計処理の保守性という点において問題が生じ、利質は低いと考えられている。利益操作の有無の分析は、前述した「会計上の質の検討」で行うものであり、重複するのではないかという批判があろう。しかし、利益操作の手法には技術的な方法と実質的な方法を利用するものがあり、「会計上の質の検討」は主として会計技術的な側面に焦点を当てた分析であり、利益操作と利質の関係を詳細に吟味するためには、取引や経済事象自体を制御する実質的な方法を適用した利益操作を分析しなければならない。そのため、「会計上の質の検討」に加えて、別途利益操作の

¹⁸ 第2章で紹介したファンダメンタル分析は、本章で提案した利質分析のアプローチにおける利質の特性判断に利用可能なため、モデルで採用した指標が参考になると考える。

¹⁹利益操作全般については、一ノ宮 2003 参照。また、Earnings Management と利質分析については、例えば Bernstein et al. [1998]、Penman [2001] 参照。

検討を行うことが必要となるわけである。

しかし利益操作とは何かについて、そもそも明確な定義があるわけではないため、経営者が会計数値を操作しようとする誘因が認められる、以下のような状況をできるだけ詳細に検討することにより、利益操作の可能性を手法を含めて精査することが実務的な対応である。

企業による資金調達過程（借入交渉、時価発行増資等）

経営者の交代や監査人の交代

税務会計と財務会計における会計処理の差異

財務制限条項に違反する可能性

利益連動型報酬制度

コーポレート・ガバナンス体制の弱体化（同族支配、監査委員会の未設置等）

財務比率規制に違反する可能性（銀行の自己資本比率等）

関連当事者との取引

組合交渉、議決権争奪戦等の特殊事象

M&Aの可能性（ディールの両サイドとも）

経営者やアナリストの予想通りの利益数値の達成

会計方針や見積の変更

突発的・予測不可能な事象の発生

株価の急落、格付けの格下げ

なお、ここで取り上げた利益操作の恐れがある状況も、決して網羅的ではないため、当該企業の実情に応じて検討点を取捨選択すべきは改めて指摘するまでもないであろう。

利質分析の試み(自動車業界をケースとして)

分析対象としては、我が国の自動車業界に属する 10 社を取り上げることにした²⁰。分析は、まず伝統的な財務分析に加え、格付けや MVA²¹等の指標も追加し、自動車業界各社の多面的な評価を行う。その後、利質分析を行うことにより、財務分析等による企業評価と比べ、新たな示唆を利質分析から得られるのか否かを検証してみる。なお、データとしては、有価証券報告書を中心とした公表資料によっている。

1 従来手法による企業評価

利質分析に先立ち、自動車業界各社について、従来からの様々な手法を適用した評価結果を要約して示すことにする。表 3-6 は、1999 年 3 月期と 2003 年 3 月期における基本的な財務分析数値を整理したものである。なお財務データは、日本政策投資銀行の財務データバンクの連結決算より入手した。

【表 3-6】財務分析比較

	日産		スズキ		三菱		富士重		ダイハツ	
	1999	2003	1999	2003	1999	2003	1999	2003	1999	2003
当期利益率	-0.4	7.3	1.7	1.5	0.2	1.0	2.5	2.4	0.3	1.5
ROA	1.7	10.4	5.7	6.0	2.5	3.6	10.3	5.3	3.0	3.2
ROE	-2.9	29.6	6.5	4.9	1.9	13.6	21.3	8.4	2.3	8.0
CFO/S	-0.4	11.8	1.4	5.5	0.2	5.9	5.0	72.5	0.1	1.2
時価総額	1,017	4,078	655	775	305	465	404	401	232	162

	トヨタ		本田		マツダ		いすゞ		日野	
	1999	2003	1999	2003	1999	2003	1999	2003	1999	2003
当期利益率	2.8	5.9	4.9	5.4	1.9	1.0	0.4	-10.7	-8.5	0.6
ROA	6.2	7.4	12.0	10.4	4.9	3.5	0.8	1.5	-9.8	2.7
ROE	5.9	12.9	20.1	16.5	12.6	13.3	4.5	-329.8	-30.3	2.8
CFO/S	7.6	10.4	7.4	7.7	1.6	0.9	6.3	-7.5	-8.5	0.2
時価総額	11,582	11,579	4,092	4,789	515	388	360	50	160	226

(注) 単位：時価総額(十億円) 以外は%。

時価総額は個別企業ベースの平均株価時価総額である。

CFO/S は、キャッシュフローマージンである。

この表からは、日産の業績改善が非常に顕著なことが明らかである。ゴーン社長就任後、リバイバルプランを 1 年前倒しで達成し、株式市場もその成果を評価していることは、時価総額に現れている。また本田の業績は好調であり、比率だけではトヨタを上回るものも散見される。しかし、トヨタは、どの指標を見ても健全であり、比率的には日産や本田に

²⁰ 具体的には、日産自動車、スズキ、三菱自動車工業、富士重工業、ダイハツ工業、トヨタ自動車、本田技研工業、マツダ、いすゞ自動車、日野自動車である。

²¹ MVA は、市場付加価値 (Market Value Added) であり、将来の期待 EVA の現在価値に等しい概念である。Stern Stewart 社が提唱している EVA (経済付加価値) と同様に、経済的利益を示す指標である。

劣るものもあるが、規模や安定性等を考慮に入れれば、両社との格差は非常に大きいといえよう。事実、日産や本田の時価総額は、トヨタの2分の1以下の評価でしかない。軽自動車に特化した集中戦略やGMとの提携等により、スズキは非常に堅実な業績を示している。三菱は一連の不祥事から業績が低迷していたものの、ターンアラウンド戦略の実行により、業績は持ち直してきている。同じように、日野もトラック専門メーカーであるが、リストラが奏功し業績は一応改善している。他方マツダと富士重は、業績的にはやや伸び悩み傾向が窺われ、株式市場の評価も芳しくはない。ダイハツも両社とさほど差はない状況である。さらに、いすゞはかなり業況が悪化し、回復の目途はまだ立っていないといえず、先行きの業績は厳しいものがある。

次に、財務分析以外の指標による評価結果を、表3-7に要約した。

【表3-7】様々な視点からの企業評価

	日産		スズキ		三菱		富士重		ダイハツ	
ディスクロ 優良企業	7位	6位	8位	10位	1位	3位	4位	7位	9位	9位
MVA	178位	11位	214位	96位	92位	988位	205位	940位	251位	431位
PRISM	4位		93位				37位		287位	
格付け	BBB	A-	A+	A+	BBB-	BB	A-	A-	A-	A
株価上昇率	58.2%		27.8%		16.39%		44.12%		11.14%	

	トヨタ		本田		マツダ		いすゞ		日野	
ディスクロ 優良企業	3位	4位	2位	1位	5位	5位	6位	8位	11位	11位
MVA	4位	3位	395位	15位	256位	125位	60位	947位	203位	98位
PRISM	9位		1位		20位		882位		537位	
格付け	AAA	AAA	AA+	AA	BBB	BBB-	BBB-	B	A-	A-
株価上昇率	43.92%		41.46%		47.78%		137.08%		7.4%	

(注)

ディスクロージャー優良企業ランキング：日本証券アナリスト協会による、左欄は11年、右欄は14年のランキングである。

MVAランキング：東洋経済調べ(2003年11月8日号)、左欄は1994年度、右欄は2002年度のランキングである。

PRISMランキング：日本経済新聞社調べ(2003年2月24日)

格付け：R&Iの長期価格付けを採用、左欄は1999年3月末、右欄は2003年9月末を示す。

株価上昇率：2003年4月28日と9月12日の終値を比較した。

ここでも目立つのは、やはり日産の改善であろう。しかし、トヨタ・本田の後塵を拝している感があり、財務的な改善の結果とは微妙な差が感じられる。これに対し、本田は総じて評価が高いといえ、やはり先進的なイメージや研究開発効率等がかなり奏功している面があるのであろう。トヨタは格付けでAAAを付与され、財務の堅実性は高く、どの指標

でも無難な結果を示しており、非常に安定的な評価がなされているといえよう。以上の3社に比べ、スズキやマツダは財務分析の評価ほどではないが、そこそこの評価を受けてはいるものの、個々の指標にはやや問題も認められる。富士重とダイハツも、リスクは限定的であるが、さほど評価が芳しいとはいえない。日野は回復途上であり、これから見直しがなされる可能性もある。これらに比べ、三菱といすゞに対する評価は総じて悪化傾向にある。

以上の企業評価を総括すれば、トヨタ・本田・日産の3社に対する評価が突出しており、いすゞを除く他社はドングリの背比べ状態にあり、いすゞには厳しい評価となっていると考えられる。前述した二段階評価プロセスの「良否判断」として、強いて順位付けをするならば、表3-8のようになるであろう。

【表 3-8】自動車各社の企業評価ランキング

1	トヨタ	6	ダイハツ
2	本田	7	富士重
3	日産	8	日野
4	スズキ	9	三菱
5	マツダ	10	いすゞ

2 利質分析による企業評価

(1) 本稿で採用する利質の定義に従って、利質に基づく自動車各社のランキング評価を試みる。具体的な評価の仕方は以下のとおりである。

利質評価項目は、利益の持続可能性に関する4項目(安定性、リスク、成長性、反復性)と会計処理の保守性に関する3項目(利益操作、裁量的支出、堅牢性)の計7項目で構成した。これらの各項目毎に、自動車各社の順位付け(1位~10位)を行い、順位に応じて1位は10点、2位は9点というように点数に換算した²²。

そして、利質に与える影響の重要性を勘案し、

「利益の持続可能性のスコア合計×0.6+会計処理の保守性のスコア合計×0.4」…(1)

(1)式で示したウェイトを加味した総合点により、自動車各社の利質を評価することにした。

利質評価項目の定義を整理したものが、表3-9である。採用した項目の定義式については、様々な考え方があるものの、前述したように、できるだけ利質に関する評価を定量的に把握できるような指標を採用した²³。

²² 利質によるランキング評価については、例えば Hawkins et al. [1978] 参照。また、本稿で採用した利質評価項目は、概ね Bernstein et al. [1998] が主張する利質分析項目で網羅されている。

²³ 会計方針の変更は、会計処理の保守性の評価では重要であるが、どの自動車会社も最近数年間会計方針の変更を実施しているため、この評価項目の定義には採用せず、別途考慮することにした。

【表 3-9】評価項目の定義²⁴

利質の特性	評価項目	定義
利益 の 持続可能性	安定性	1998 年度～2002 年度の 5 年間ににおける連結当期純利益の標準偏差
	リスク	2002 年度の連結資産項目の内、時価変動やリスクの高いと考えられる項目として、「有価証券・投資有価証券・繰延税金資産」を選び、その合計金額の総資産に占める比率
	成長性	2000 年度～2002 年度における連結売上高の平均成長率
	反復性	1998 年度～2002 年度の 5 年間ににおける特別損益が、連結調整前当期純利益に占める比率の平均
会計処理 の 保守性	利益操作	2002 年度における「裁量的処理額 ÷ 前期末総資産」で算出（連結ベース） 裁量的処理額は、DeAngelo [1986] によって以下のように算出 発生処理額 = 当期純利益 - 営業キャッシュフロー 裁量的処理額 = 当期発生処理額 - 前期発生処理額
	裁量的支出	（設備投資+研究開発投資）の変化率 - 売上高の変化率で算出（連結ベース） 変化率は、2001 年度からの変化率とした
	堅牢性	2000 年度～2002 年度における連結キャッシュフローマージン（営業キャッシュフロー ÷ 売上高）

²⁴ 発生処理額の算出方法については、DeAngelo [1986] 以外にも、Healy [1985] や Jones [1991] 等がある。我が国の企業は、有価証券や固定資産の売却等を通じた裁量的会計行動が頻繁に見られることから、かかる会計行動を反映する測定モデルが望ましいと考えられる。DeAngelo [1986] は投資有価証券の評価損・売却損益や固定資産の売却損益も含めて測定するものであり、最も包括的に発生処理額を測定することができることから、DeAngelo モデルを本稿では採用した。但し、このモデルでは、経営者による裁量的な会計操作部分と非裁量的な部分の区別にやや問題があることが指摘されている。

また、評価項目と利質評価の関係については、参考までに表 3-10 のように整理した。

【表 3-10】評価項目と利質評価

	プラス評価	マイナス評価
利益の持続可能性		
安定性	高い(標準偏差が小)	低い(標準偏差が大)
リスク	低い(比率が小)	高い(比率が大)
成長性	高い(比率が大)	低い(比率が小)
反復性	高い(比率が小)	低い(比率が大)
会計処理の保守性		
利益操作	低い(符号：-)	高い(符号：+)
裁量的支出	高い(比率が大)	低い(比率が小)
堅牢性	高い(比率が大)	低い(比率が小)

自動車各社の利質に基づくランキングを整理したものが、表 3-11 である。

【表 3-11】自動車各社の利質による企業評価ランキング

企業名	利質順位	総合点	利益の持続可能性					会計処理の保守性			
			安定性	リスク	成長性	反復性	換算点	利益操作	裁量支出	堅牢性	換算点
トヨタ	6	21.0	2	1	8	10	12.6	8	4	9	8.4
日産	7	20.4	1	7	7	3	10.8	10	8	6	9.6
本田	5	21.6	5	8	9	4	15.6	2	5	8	6.0
スズキ	2	23.2	10	2	7	7	15.6	5	7	7	7.6
日野	1	28.2	7	10	10	8	21.0	7	10	1	7.2
いすゞ	8	17.2	6	9	2	5	13.2	6	1	3	4.0
ダイハツ	4	22.0	8	5	4	9	15.6	3	9	4	6.4
三菱	10	10.8	3	6	1	2	7.2	1	3	5	3.6
マツダ	9	12.0	4	4	5	1	8.4	5	2	2	3.6
富士重	3	22.6	9	3	3	6	12.6	9	6	10	10.0

利質ランキングでトップになった日野は、トラック専門メーカーという点もあり、本業集中による事業の安定性等で評価されたことに加え、最近におけるリストラによるリスク資産の見直し、運転資本管理の徹底等が奏功した結果によるものである。

トヨタに関しては、利益の持続可能性に関する利質評価項目のスコアは必ずしも高くはないが、その堅実な財務を反映した会計処理の保守性スコアは高い結果となっている。しかし、規模を考慮に入れず全て比率に換算しているため、トヨタに不利になっている点は否めないであろう。本田は、利質評価ランキング 5 位と中位の評価であるが、内容的にはリスク管理、成長性等の利益の持続可能性項目では優れたスコアを出している反面、会計処理の保守性のスコアが低いというトヨタとは反対の関係が認められた。この結果だけでは最終判断を下すことはできないものの、利質の特性は両社の経営の差を比較的端的に捉えているといえよう。

一方日産は、従来の手法では 3 位にランキングされているが、利質による企業評価を行ったところ 7 位と結果は全く異なっている。日産の特色は、利益の持続可能性と会計処理

の保守性のスコアが近似していることである。これは、リバイバルプランにより大胆なりストラを実行し、過去の膿を出した結果が会計処理の保守性上かなり評価されている反面、依然として利益の安定性や利益の反復性の欠如という点が利質上でマイナス評価されていることによるものである。今回の分析の対象期間に経営再建期間が含まれるため、一時点だけで日産の評価を下すべきではなく、利質のトレンドも検討しなければならないことは当然である。V字型業績回復に関しては、議論がいろいろあるところであるが、少なくとも日産の利質は、現在の財務数値に基づく将来の利益予見性に安心できない要素が含まれていることを示唆しており、日産の業績改善の問題点を端的に示していると考えられるであろう。

ところで前項で述べた従来の手法による企業評価ランキングとは、かなり異なる結果となっていることから、図 3-4 に両者の結果をプロットした。両者の乖離がより明らかになる。

【図 3-4】自動車会社 10 社の企業評価ランキング対比

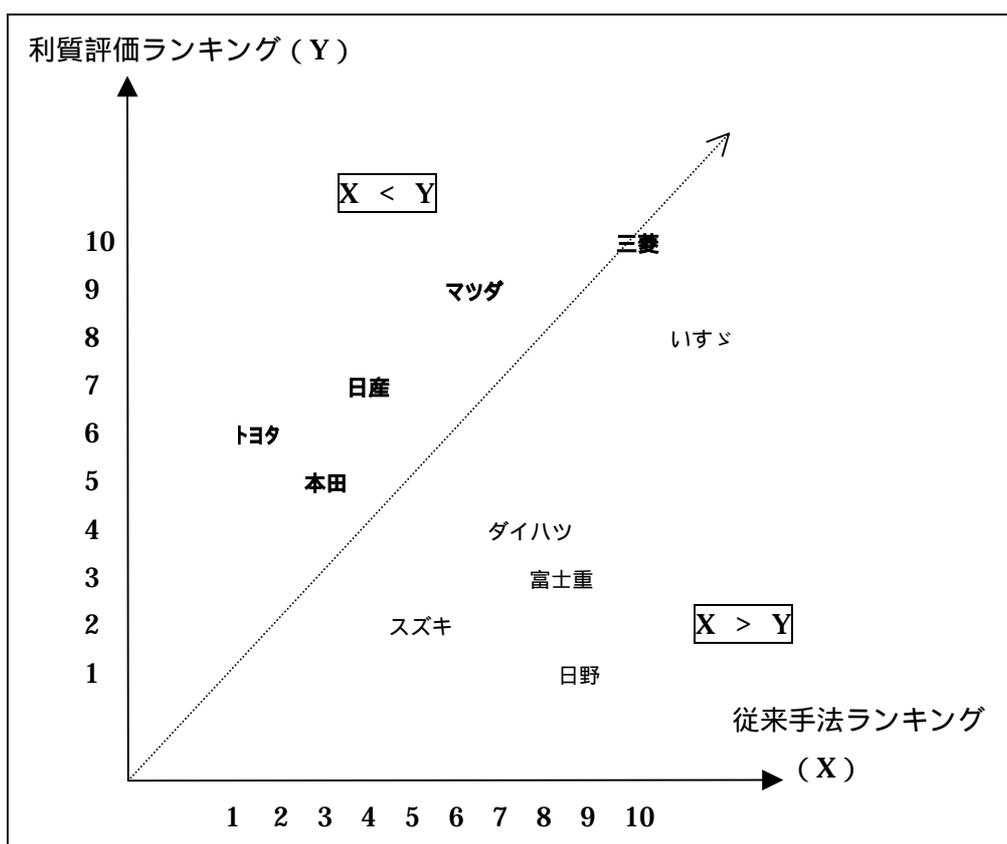


図 3-4 から判明することは、

第一に、従来の手法では上位にランキングされた、トヨタ、本田、日産そしてマツダの 4 社が、利質に基づく企業評価ランキングでは順位が下がっていること

第二に、逆に従来の手法では低い評価を受けたスズキ、ダイハツ、富士重そして日野の 4

社が、利質企業評価では順位が上位にランキングされていること

第三に、三菱は、ほぼ評価が同じであったこと

第四に、ランキング評価の乖離度²⁵を比較すると、従来の企業評価上位グループ 3 社は 7.1 であるのに対し、下位グループ 3 社は 7.3 と、やや下位グループの方が乖離幅は大きかったこと

第五に、個別企業では、日野の乖離度が最大であったこと
という点である。

(2) 会計処理の保守性に関する評価は、(1) で取り上げた指標だけでは不十分なため、利質分析の基本的枠組みで示したように、会計方針の比較検討を行い、各社の利質の内容をさらに精査してみる。

【表 3-12】会計方針の比較

	トヨタ	日産	本田	スズキ	日野	いすゞ	ダイハツ	三菱	マツダ	富士重
棚卸資産評価	原価法	低価法	低価法 FIFO	低価法	原価法	原価法	低価法	原価法 FIFO	原価法	原価法
減価償却方法	定率	定額	定率	定率	定率	定額	定率	法定	定率	定率
引当金の多様性(%)	7.2	10.8	13.6	10.7	9.4	6.9	10.8	5.6	13.3	11.2
子会社評価	部分時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価	全面時価
連結調整償却	5年	20年	減損会計	5年	5年	20年	一括	3年	5年	5年
退職給付引当割引率(%)	2.5	2.5	2.0	2.5	2.5	2.3	2.0	2.5	3.0	2.5 ~ 3.5
会計方針の変更頻度	3	4	1	3	3	3	3	4	5	4
繰延税金資産(純額)の資本に占める比率(%)	6.0	5.8	10.9	19.0	3.8	103.3	15.2	43.4	90.5	16.0
厚生年金基金代行損益計上			×		×			×	×	×
土地再評価法の適用	×	×	×	×			×	×		
米国基準の適用	×	×		×	×	×	×	×	×	×

(注) 各社有価証券報告書より作成。

「引当金の多様性」は、連結貸借対照表上の引当金を負債合計で除して算出した。

「会計方針の変更頻度」は、最近5年間における会計方針の変更のあった年度の数である。

「繰延税金資産(純額)の資本に占める割合」は、繰延税金資産(純額)を資本合計で除して算出した。

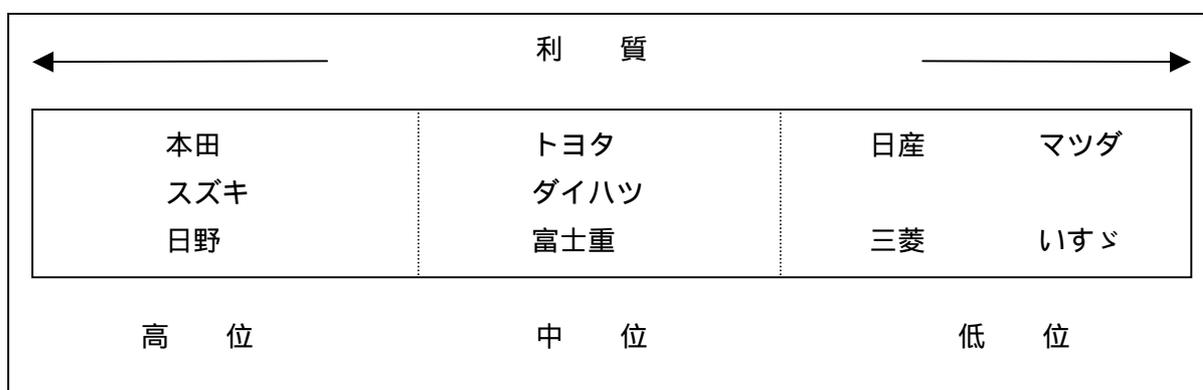
²⁵ 乖離度は、従来手法のランキングと利質のランキングの差の二乗の平方根で測定した。

表 3-12 からは、前述した会計処理の保守性のスコアとは異なる姿が浮かび上がってくる。各社横並びで、会計方針を概観する限りでは、トヨタが平均的な水準ではないかと考えられる。財務分析・利質評価ともに厳しい評価となっている、いすゞはかなり苦しい決算を行っていることが分かる。表面的な数字よりも実際の決算内容は、さらに悪化している可能性もある。日野は、2002 年 3 月期よりようやく黒字化したところであり、会計方針は平均的な水準に近い位置にあるが、土地再評価法の適用等過去の苦しい決算に直面していた結果が反映されている。

一方、スズキは、手堅い決算を行っているように見受けられ、表面的な数値以上に利益を圧縮しているのではないかと推測される。日産は、会計処理の保守性のスコアは高いものの、会計方針をみる限り余裕のある決算の仕振りとはいえないことが判明する。決算数値は確かに改善したが、実態はまだ完全に回復しているとはいえず、スコアはやや過大評価気味かもしれない。本田は、米国会計基準を適用しており、保守性のスコアはやや低い結果であるが、見た目以上に財務体質は強固である。このように会計処理の保守性に関しては、単にスコアだけをみるのではなく、会計方針の定性的な評価や利益操作の検証がやはり不可欠と考えられる。

利質評価ランキングと会計方針の評価を総合的に勘案し、利質スペクトラム上に各社の相対的なポジショニングを行った結果が、図 3-5 である。

【図 3-5】自動車各社の利質スペクトラム上の位置



これが、二段階評価における「当否判断」に相当するものである。中位の利質と低位の利質とポジショニングされた各社は、総合的に判断した場合も、概ね利質評価ランキングと整合的である。全体として、評価としての違和感は少ないのではなかろうか。但し、トヨタと本田について若干コメントを加えることにする。

トヨタは、利益の持続可能性が相対的に低いスコアであり、規模を評価に入れるならば、やや過小評価の傾向は否めない。因みに、新聞報道によれば、トヨタも米国会計基準を今後適用するとされ、今まで以上に決算の厳格性が増し、会計処理の保守性のスコアがさらに向上するものと期待できる。

利質評価ランキングでは、本田はダイハツや富士重よりも低いと判断されたが、会計方針の実態を勘案すれば、会計処理の保守性は両社に優ると判断され、むしろ利質は高いという結論が妥当ではないかと考えた。

最後に、自動車会社に関する二段階評価のまとめを行う（図 3-6）。

【図 3-6】利質評価の総括表

	高位	中位	低位
良否判断	トヨタ 本田 日産	スズキ マツダ ダイハツ 富士重	日野 三菱 いすゞ
当否判断	本田 スズキ 日野	トヨタ ダイハツ 富士重	日産 マツダ 三菱 いすゞ

（注） は、良否・当否判断共に同一区分に位置付けされた企業を示す。

ポジショニングの変移（良否 当否）は、上方シフト 2 社、下方シフト 3 社であったが、10 社中 5 社は、良否判断と当否判断のポジショニングが合致する結果となっている。そして総合的な企業評価上、現在のところ本田が業界最上位という結論になった。

今回の試みは、自動車業界という一つの業界を取り上げたに過ぎないが、利質分析を適用することにより、財務分析とは異なるインプリケーションが得られた。特に、日産について、経営上の問題を比較的確にとらえていること、利益の持続可能性と会計処理の保守性という利質の特性により、トヨタと本田両社の利質の内容の差が浮き彫りになったことが指摘できるのではなかろうか。

主に有価証券報告書に基づいて利質分析を行ったが、業界データをさらに加味すれば、さらに異なる結果を得ることもできよう。また、本稿で利用した利質評価項目とその代理変数（表 3-9）については、完成したものではなく、今後変数選択を含めたモデルの改良の余地がある。しかし、ここで試みた利質分析の妥当性や有用性が減じられることはないと考ええる。

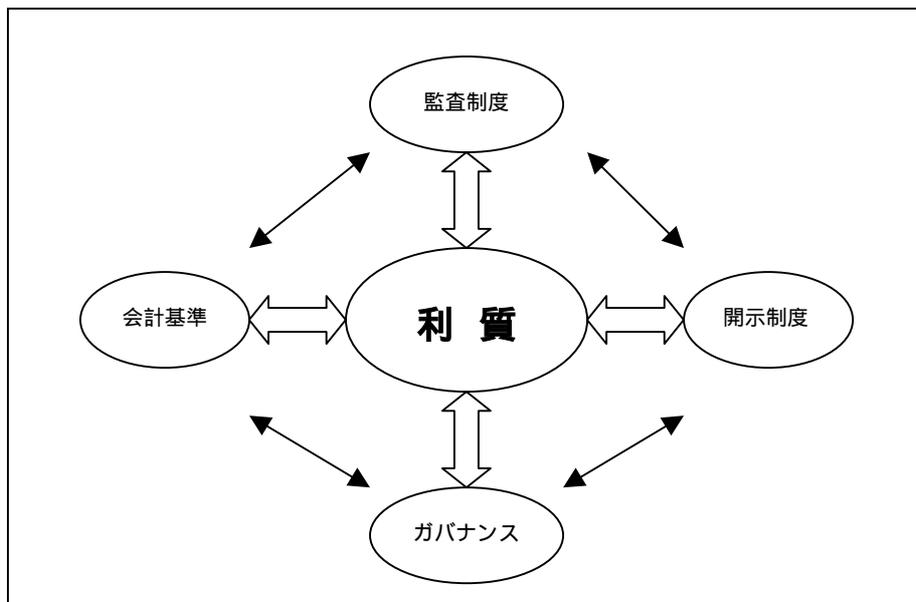
第4章 総括と今後の課題

本稿では、米国における企業評価の手法として常識ともいえる「利質」を取り上げて、その概念、米国での利用実態、利質概念の理論そして利質分析の手法を網羅的に検討した。豊富な蓄積のある米国の利質に関する先行研究からは、定義の問題を含め、まだ利質を巡っては論争が残っている状況であることが分かった。一方、実務から派生した概念ながら、米国の学界は積極的に利質の理論・実証両面からの研究を進め、さらに教育現場での実践も活発であることも、先行研究や利質の利用実態で明らかにしたとおりである。実務界での利質の一般化は言うまでもないところである。

翻って我が国では、最近いくつかの利質研究を目にするようになったが、依然として米国に比べ圧倒的にその数が少ないことには変わりはない。我が国では、利質概念自体なじみが薄く、実務での利用も今一步というところである。本稿では、自動車業界という限られた題材によるケーススタディを行ったところ、既存の分析手法とは異なる示唆が得られた。さらなる個別企業や業界を対象としたケーススタディを蓄積する必要があるものの、我が国においても、利質分析の利用可能性や有用性が認められる余地があるといえるのではなかろうか。利質は横断的テーマでもあり、利質を巡り活発な議論が学界でもわき起こることが期待される場所である。

ところで、利質という概念は、会計分野に限定されたものではなく、最近の米国の状況に鑑みれば、「財務報告の質」という形で理解することの方が望ましいかもしれない¹。

【図 4-1】利質を巡る制度の関係



¹ 事実最近の論文では、「Quality of Earnings」という表現に加えて、「Quality of Financial Reporting」という表現をよく目にする。また現在 IASB（国際会計基準審議会）で検討されている「業績報告プロジェクト」において、包括利益の区分表示を行う理由の一つとして、利益の質に関する情報を提供することを挙げている。

図 4-1 は、利質を中心とした、制度の関連を整理したものである。先行研究の検討でも明らかとなったが、利質概念は、会計・監査・開示制度・ガバナンスという領域と相互依存関係にあり、利質の向上を通じて、財務報告制度の信頼性を向上させることができる可能性を秘めていると思われる²。不正会計問題で傷ついた米国の会計・監査制度やディスクロージャー制度の改革の動向を勘案すれば、現在利質が再びホットなテーマになっていることは決して偶然というわけではなからう³。

本稿においては、できるだけ利質概念や利質分析を網羅的に検討したものの、研究し足りない分野があり、今後取り組むべき課題も多い。研究過程で明らかとなったいくつかの課題を、以下述べてみたい。

第一に、米国で利用されている利質概念が我が国であまり利用されていない状況については、第 1 章で簡単に述べたが、あくまでも推測の域を出ていないという問題がある。木村 [1999a] が指摘するように、米国で行われているような、証券や格付けアナリスト、公認会計士等の企業評価実務に従事している関係者に、アンケート調査やヒヤリングを通じて、我が国における利質概念について意識調査を行い実態の解明をする必要があると考えられる。

第二に、本稿は、利益の持続可能性と会計処理の保守性に基づいた、利益の予見可能性を中心とする利質の階層構造があるのではないかという主張をした。これは、先行研究の多くが、個々の利質特性を詳しく論じることはあっても、それらの相互関係を目を向けてはいない点を問題にしたものである。まだ仮説の域を出るものではないが、今後実証研究により仮説の妥当性を検証すべきと考える。

第三に、本稿で提案した利質分析の基本的枠組みについては、その利用可能性や妥当性の検証、モデルの改良、利質特性を反映した指標の開発等まだまだ改良しなければならない問題を数多く抱えている。今回は、自動車業界だけを対象としたが、さらに多くの事例に適用して検証を重ねることが今後の課題である。またさらなる枠組みの調整を行っていかなければならないが、例えば、先行研究で取り上げたファンダメンタル分析と Penman et al. [2002] の利質インデックス等は非常に参考となるものであり、利質分析の基本的枠組みの中に組み込む意義は高いと考える。

第四に、米国の状況に比べ、依然として利質に関する実証分析が我が国では不足しているという問題がある。また、株式リターン等による利質の実証研究は数多いものの、格付けをはじめとした信用力評価における利質の有用性・妥当性の実証も求められているといえよう。この分野における実証研究は少なく、検討の価値がある研究テーマと考える。

第五に、本文で述べたように、業種別の利質特性の有無を明らかにしていく必要があると考える。この点は、米国でもあまり研究が進んでいないテーマではなからうか。

² 高い利質というためには、少なくとも利益操作による決算数値の制御が存在しないことを求められている。従って、利質の向上を図ることは、利益操作の排除を通じた、財務報告の透明性の向上に寄与すると考えられる。

³ Enron をはじめとした不正会計問題が明らかになってから、利質概念が頻繁に雑誌等のメディアに登場している。

最後に、利質概念は、確かに米国では一般的な概念であるかもしれないが、我が国を含め他の国々では、利質がいかに利用されているのかという比較研究も興味のあるところである。我が国の実情調査に加え、米国以外の実情も調査する意義があると考えられる。逆に、他国の調査を通じて、米国の利質分析の位置付けや意義が明らかになるであろう。

我が国の製造業の製品品質は、「メイド・イン・ジャパン」として世界に冠たるものがある。しかし、製造業の高品質が有名である反面、我が国企業の財務報告の品質はどうだろうか。1999年から我が国企業が発行する英文の財務諸表には、いわゆるレジェンドが付けられた⁴。これは、財務諸表への信頼性が低下しているとのシグナルであり、我が国企業の財務報告の品質が国際的に低いと理解されていることを意味している。

しかし、会計ビッグバンも、減損会計や企業結合会計に関する会計基準が整備されたことにより、ほぼ終わりに近づいており、また監査基準の改正、相次ぐ商法の改正、さらに四半期決算報告の開始、MD&A やリスク情報の充実等国際的にみても遜色のない環境になっている。今後重要であるのは、各企業がいかにして会計実践の中で財務諸表の信頼性を向上させていくような努力をしていくのかという点である。利質概念に着目することは、財務報告の透明性向上を通じて、我が国における財務報告の信頼性回復の一助になるのではないかと考えている。会計環境の変化を受けた我が国企業の利質が、今後どのようなのかを考察することも興味深い点である。

⁴ レジェンドとは、我が国企業の英文財務報告書に対し、「国際的に通用する基準に従ったものとは異なる」という意味の注意書きが付与された問題である。なお、レジェンド問題は既に解決されている。

参 考 文 献

- Abarbanell, J.S. and Bushee, B.J. [1997] , "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.35, No.1, pp.1-24.
- AICPA [2001] , *Quality of Earnings Case Study Collection*, AICPA.
- Amir, E., and B. Lev, "Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, No.1-3(August 1996), pp.3-30.
- Arya, A., Glover, J.C. and Sunder, S. [2003] , "Are Unmanged Earnings Always Better For Shareholders?," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.111-116.
- Ayres, F.L. [1994] , "Perceptions of Earnings Quality: What Managers Need To Know," *Management Accounting*, Vol.75, No.9, pp.27-29.
- Ball, R. and Shivakumar, L. [2002] , "Earnings Quality in U.K. Private Firms," Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Barton, J. and Simko, P.J. [2002] , "The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint," *The Accounting Review*, Vol.77 (Supplement) , pp.1-27.
- Bauman, M.P. [1996] , "A Review of Fundamental Analysis Research in Accounting," *Journal of Accounting Literature*, Vol.15, pp.1-33.
- Beaver, W. and Dukes, R. [1972] , "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations and the Behavior of Security Prices," *The Accounting Review*, April, pp.320-332.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jiambalvo, J.J. and Subramanyam, K.R. [1998] , "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," Working Paper, University of Washington Business School.
- Behn, B.K., Nagy, A.L. and Riley, R. [2001] , "The Association Between Stock/ Compensation Mix and Earnings Usefulness," Working Paper, The University of Tennessee.
- Bergevin, P.M. [2002] , *Financial Statement Analysis An Integrated Approach*, Prentice Hall.
- Bernard, V. L., and D. J. Skinner [1996] , "What Motivates Managers' Choice of Discretionary Accruals?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22, No.1-3, pp.313-325.
- Bernstein, L.A. and Wild, J.J. [1998] , *Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation* (6thed.) , Irwin/McGraw-Hill.
- [2000] , *Analysis of Financial Statement*, (5thed.) , McGraw-Hill.
- Bies, S.S., Effective Accounting and Disclosure for Financial Transactions and Financial Institutions-Remarks by Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, at the National Conference on Banks and Savings Institutions, American Institute of Certified Public Accountants, Washington, DC, 7 November, 2002 .
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A. and Sloan, R.G., "Earnings Quality and Financial Reporting Credibility: An Empirical Investigation," Working Paper, School of Business Administration, University of Michigan.

- Bricker,R.,G.Prebits, T. Robinson, and S.Young,[1995],"Financial Analyst Assessment of Company Earnings Quality,"*Journal of Accounting,Auditing and Finance*, Vol.10,No.3,pp.541-554.
- Brief,R.P. [2002] ,"Conservative Accounting and Earnings Quality,"Working Paper, Leonard N. Stern School of Business,New York University.
- Brown,P. [1994] ,Capital Markets-Based Research in Accounting:An Introduction, Coopers& Lybrand. (山地秀俊・音川和久訳 『資本市場に基づく会計学入門』 頤草書房、1999年)
- Brown,L.D. and Sivakumar,K.[2001],"Comparing the Quality of Three Earnings Measures," **Working Paper,Georgia State University.**
- Chan,K.,Chan,L.K.C.,Jegadeesh,N. and Lakonishok,J.[2001],"Earnings Quality and Stock Returns,"NBER Working Paper Series No.8308,National Bureau of Economic Research.
- Chasteen,L.G.,Flaheity,R.E. and O'Connor,M.C. [1992] *Intermediate Accounting*, (4thed.) McGraw-Hill.
- Cho,S.Y.,Hagerman,R.L.,Nabar,S. and Patterson,E.R. [2003] ,"Measuring Stockholder Materiality," *Accounting Horizons*,**Vol.17 (Supplement) ,pp.63-76.**
- Collins, D. W., and W. K. Sakatka, [1993] , "Noisy Accounting Earnings Signals and Earnings Response Coefficients: The Case of Foreign Currency Accounting, "*Contemporary Accounting Research*, Vol.10,No.1,pp.119-159.
- Cortes,F. and Marsh,I.W. [2002] ,"Is there still magic in Corporate earnings?,"*Financial Stability Review* (December) .
- DeAngelo, L. [1986] ," Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders,"*The Accounting Review*, Vol.61. pp. 400-420.
- Dechow,P. M. [1994] ,"Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance:The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, pp.3-42.
- Dechow,P.M. and Dichev,L.D. [2002] ,"The Quality of Accruals and Earning:The Role of Accruals Estimation Errors,"*The Accounting Review*,Vol.77 (Supplement) ,pp.35-59.
- Degeorge,F.,Patel,J. and Zechauer,R. [1999] ,"Earnings Management to Exceed Thresholds," *Journal of Business* ,Vol.72,No.1,pp.1-33.
- Deloitte & Touche [2002] ,"Quality of Earnings,"*Integrity & Quality*.
- Donnelly,Penman,French,Haggarty&Co [2001] ,Strike Zone.
- Dye,R.A.(1988),"Earnings Management in an Overlapping Generations Model," *Journal of Accounting Research*(Autumn),pp.195-235.
- Fairfield,P.M. and Whisenant,J.S.[2000] ,"Using Fundamental Analysis to Assess Earnings Quality: Evidence from the Center for Financial Research and Analysis,"Working Paper,The McDonough School of Business,Georgetown University.
- Farmer,L.E. [2002] ,"Quality of Earnings,"Middle Tennessee State University,Lecture Note.

- FASB, [1980], FASB Discussion Memorandum : An Analysis of Issues Related to Reporting Funds Flows , Liquidity, and Flexibility, pp.ii .
- Francis, J., LaFond, R.Z., Olsson, P. and Schipper, K. [2002], "The Market Pricing of Earnings Quality," Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University.
- [2003], "Costs of Capital and Earnings Attributes," Working Paper, Fuqua School of Business, Duke University.
- Frankel, R.M., Johnson, M.F. and Nelson, K.K. [2002], "The Relation between Auditors' Fees for Nonaudit Services and Earnings Quality," *The Accounting Review*, Vol.77(Supplement), pp.71-105.
- Fraser, L.M. and Ormiston, A. [2001], *Understanding Financial Statements* (6th ed.) Prentice-Hall, Inc.
- Gibson, C.H. [2001] *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*, South-Western College Publishing.
- Givoly, D. and Hayn, C. [2000], "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp.287-320.
- [2002], "Rising Conservatism: Implications for Financial Analysis," *Financial Analysts Journal*, Jan/Feb, pp.56-74.
- Greenspan, A., Corporate Governance-Remarks by Chairman of The Federal Reserve Board, at the Stern School of Business, New York University, New York, March 26, 2002.
- Green Investment Management, Inc. [2002], Market Commentary, Vol.11, No. 3 , (2002 年 7 月 15 日) .
- Hagerman, R.L., Nabar, S. and Patterson, E.R. [2003], "Measuring Stockholder Materiality," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.63-76.
- Harris, T.S., Huh, E.H. and Fairfield, P.M. [2000], "Global Valuation and Accounting," Morgan Stanley Dean Witter, Strategy Report.
- Hawkins, D.F. and Campbell, W.J. [1978], *Equity Valuation: Models, Analysis and Implication*, Financial Executives Research Foundation.
- Healy P. M. [1985], "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, pp. 85-107.
- Hirst, D.E. and Hopkins, P.E. [2000], *Earnings : Measurement, Disclosure, and the Impact on Equity Valuation*, Blackwell.
- Hodge, F.D. [2003], "Investors' Perceptions of Earnings Quality, Auditor Independence, And the Usefulness of Audited Financial Information," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.37-48.
- Hoitash, R., Krishnan, M. and Sankaraguruswamy, S. [2002], "Earnings Quality and Price Quality," Working Paper, Rutgers University.
- Holthausen, R.W. [1990], "Accounting Method Choice: Opportunistic Behavior, Efficient

- Contracting, and Information Perspectives," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.12, No.1-3, pp.207-218.
- Holthausen R. W., and R. E. Verrecchia [1988] , "The Effect of Sequential Information Releases on the Variance of Price Change in an Intertemporal Multi-asset Market," *Journal of Accounting Research*, Vol.26, No.1, pp.82-106.
- Houge, T. and Loughran, T. [2000] , "Cash is King: Cognitive Errors by Investors," Working Paper, University of Iowa.
- Imhoff, Jr. E. A. [2003] , "Accounting Quality, Auditing and Corporate Governance," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.117-128.
- Imhoff, Jr. E. A. and Lobo, G. J. [1992] , "The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients," *The Accounting Review*, Vol.67, No.2, pp.427-439.
- Imhoff, Jr. E. A. and Thomas, J. [1994] , "Accounting Quality," *In Asset Valuation* (Butler, S. A. ed.) , The Center for Economic and Management Research, The University of Oklahoma, pp.25-53.
- ITT Industries [2002] , Press Release (2002 年 1 月 24 日) .
- IVEY Business Journal, "Pension Accounting Coming to light in a bear market," May • June, 2002, Reprint#9B02TC08.
- Jonas, G. J. and Blanchet, J. [2000] , "Assessing Quality of Financial Reporting," *Accounting Horizons*, Vol.14, No.3, pp.353-363.
- Jones, J. [1991] , "Earnings Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193 -228.
- Kinney, Jr., W. R. and Libby, R. [2002] , "Discussion of The Relation between Auditors' Fees for Nonaudit Services and Earnings Quality," *The Accounting Review*, Vol.77 (Supplement) , pp.107-114.
- Kirschenheiter, M. and Melumad, N. [2002] , "Earnings' Quality and Smoothing," Working Paper, Graduate School of Business, Columbia University.
- Kormendi, R., and R. Lipe [1987] , "Earnings Innovations, Earnings Persistence and Stock Returns," *Journal of Business*, Vol.60, No.3, pp.323-345.
- Krishnan, G. V. [2003] , "Does Big 6 Auditor industry Expertise Constrain Earnings Management?," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.1-16.
- Land, J. and Lang, M. H. [2002] , "Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings," *The Accounting Review*, Vol.77 (Supplement) , pp.115-133.
- Lang, M., Raedy, J. S. and Yetman, M. H. [2002] , "How Representative are Firms that are Cross Listed In the United States? An Analysis of Accounting Quality," Working Paper, University of North Carolina.
- Lee, T. A. [1984] , *Cash Flow Accounting*, Van Nostrand. (鎌田信夫・武田安弘・大雄令純訳 『現金収支会計 売却時価会計との統合』創成社、1989年)

- Lev,B. [1989] “On the Usefulness of Earnings and Earnings Research:Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research,”*Journal of Accounting Research*,pp.153-192.
- Lev,B. and Nissim,D. [2002],”Taxable Income as an Indicator of Earnings Quality,”Working Paper, Stern School of Business,New York University.
- Lev,B.and S.R.Thiagarajan [1993] , “Fundamental Information Analysis” *Journal of Accounting Research*, Vol.31,No.2,pp.190-215.
- Levitt,A. [1998] ,The “Numbers Game”-Remarks of Securities & Exchange Commission Chairman,at NYU Center for Law and Business,New York,N.Y.,Sep.28,1998.
- [2002] ,*Take on the street*,Pantheon Books. (小川敏子訳 『ウォール街の大罪』 日本経済新聞社、2003 年)。
- Lodo,G.J. and Zhou,J. [2001] ,”Disclosure Quality and Earnings Management,”Working Paper,School of Management,Syracuse University .
- Lougee,B.A. and Marquardt,C.A. [2002] ,”Earnings Quality and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of ‘Pro Forma’ Earnings,”Working Paper,Graduate School of Management, University of California , Irvine.
- McDaniel,L.,Martin,R.D. and Maines,L.A. [2002] ,”Evaluating Financial Reporting Quality:The Effects of Financial Expertise Versus Financial Literacy,” *The Accounting Review*,Vol.77 (Supplement) ,pp.139-167.
- McNichols,M.F. [2002] ,”Discussion of The Quality of Accruals and Earning:The Role of Accruals Estimation Errors, “ *The Accounting Review*,Vol.77 (Supplement) ,pp.61-69.
- Meigs et al. [1987] ,*Accounting : The Basis for Business Decisions*,McGraw-Hill,Inc.
- Moody’s Investors Service [1991] ,*Global Credit Analysis*,McGraw-Hill. (日本興業銀行 国際金融調査部訳 『グローバル格付分析』 金融財政事情研究会、1994 年)
- Myers,J.N.,Myers,L.A. and Omer,T.C. [2003] ,”Exploring the Term of the Auditor-Client Relationship and the Quality of Earnings,”*The Accounting Review*,.Vol.78,No.3, pp.779-799.
- Napolitano,G. [1998] ,”Earnings Management Revisited,”Goldman Sachs Investment Research (November) .
- Needles,B.,Anderson,H. and Caldwell,J. [1990] *Principles of Accounting*,Houghton Mifflin.
- Nelson,M.W.,Elliott,J.A. and Tarpley,R.L. [2002] ,”Evidence from Auditors about Managers’ and Auditors’ Earnings-Management Decisions,” *The Accounting Review*,Vol.77 (Supplement) , pp.175-202.
- [2003] ,”How Are Earnings Managed ? Examples from Auditors,” *Accounting Horizons*,Vol.17 (Supplement) ,pp.17-36.
- Nissim,D. [2003] ,”Discussion-Reactions to Dividend Changes Conditional on Earnings Quality,” *Journal of Accounting,Auditing & Finance*,Vol.18,No.1,pp.153-161.
- O’glove,T.L. [1987] ,*Quality of Earnings*,The Free Press.

- Ohlson, J.A. [1995] , "Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, pp.661-687.
- Ou, J.A., and S.H. Penman [1989a] , "Financial Statement Analysis and The Prediction of Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, No.4, pp.295-329.
- [1989b] , "Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices," *Journal of Accounting Research*, Vol.27, Supplement, pp.111-144.
- Palepu, K.G., Bernard, V.L. and Healy, P.M. [2000], *Introduction to Business Analysis and Valuation*, (2th ed.), South-Western. (齊藤静樹監訳 筒井知彦・川本淳・八重倉孝・亀坂安紀子訳 『企業分析入門第2版』 東京大学出版会, 2001年)
- Parfet, W. [2000] , "Accounting Subjectivity and Earnings Management: A Preparer Perspective," *Accounting Horizons*, Vol.14, No.4.
- Penman, S.H. [1992] , "Return to Fundamentals," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, pp.465-482.
- [2001] , *Financial Statements Analysis and Security Valuation* , McGraw-Hill.
- [2003] , "The Quality of Financial Statements: Perspectives from the Recent Stock Market Bubble," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.77-96.
- Penman, S.H. and Zhang, X.J. [2002] , "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns," *The Accounting Review*, Vol.77, No.2, pp.237-264.
- Pratt, J. [2000] , *Financial Accounting in an Economic Context*, 4th ed., South-Western.
- Previts, G.J., Bricker, R.J., Robinson, T.R. and Young, S.J. [1994] , "A Content Analysis of Sell-Side Financial Analyst Company Reports," *Accounting Horizons*, Vol.8, No.2, pp.55-70.
- Prudential Securities Inc. [2002] , Investment Strategy Weekly (2002年7月22日) .
- Resource Mortgage Capital [1997] , 1996年 annual Report.
- Revsine, L., Collins, D.W. and Johnson, W.B. [2002] , *Financial Reporting & Analysis*, 2th ed. Prentice Hall.
- Richardson, S.A [2003] , "Earnings Quality and Short Sellers," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.497-62.
- Richardson, S.A, Sloan, R.G., Soliman, M.T. and Tuna, A.I. [2001] , "Information in Accruals About the Quality of Earnings," Working Paper, University of Pennsylvania.
- Schipper, K. [1989] , "Earnings Management," *Accounting Horizons*, Vol. 3, pp. 91 - 102.
- Schipper, K. and Vincent, L. [2003] , "Earnings Quality," *Accounting Horizons*, Vol.17 (Supplement) , pp.97-110.
- Schwartz, K.B. and Soo, B.S. [1996] , "Accounting Actions... Assessing the Quality of Earnings," *The Journal of Lending & Credit Risk Management*, "April, pp.39-46.
- Scott, W.R. [1997] , *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall International, Inc.

- Siegel J.G. [1982] , "The Quality of Earnings' Concept-A Survey," *Financial Analyst Journal*, Vol.38,No.2,pp.60-68.
- [1991] *How to Analyze Businesses, Financial Statements and the Quality of Earnings*, Prentice Hall.
- Sloan,R.G. [1996] , "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?," *The Accounting Review*, Vol.71,No.3,pp.289-315.
- Smieliauskas,W. and Lam,K.C.K. [2003] , "The Quality of Financial Reporting and Its Relationship to Audit Quality via an Expanded Risk Model," Working Paper, University of Toronto.
- Stickney,C.P. and Brown,P.R. [1999] , *Financial Reporting and Statement Analysis*, 4th ed., The Dryden Press.
- Subramanyam,K. [1996] , "The Pricing of Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22,pp.249-282.
- Sunder, S. [1997] , *Theory of Accounting and Control*, South-Western.(山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原晃訳 『会計とコントロールの理論』 頤草書房,1998 年)。
- Teets,W.R. [2002] , "Quality of Earnings:An Introduction to the Issues in Accounting Education Special Issue," *Issues in Accounting Education*, Vol.17,No.4,pp.355-360.
- Teoh,S.H. and Wong,T.J. [1993] , "Perceived Auditors Quality and the Earnings Response Coefficient," *The Accounting Review*, Vol.68,No.2,pp.346-366.
- The Panel on Audit Effectiveness [2000] , *The Panel on Audit Effectiveness Report and Recommendation*, AICPA, Inc. (山浦久司・児嶋隆・小澤康裕共訳 『公認会計士監査』 白桃書房,2001 年)。
- Warfield,T.D.,J.J.Wild,and K.L.Wild [1995] , "Managerial Ownership, Accounting Choices,and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20,No.1,pp.61-91.
- Watts,R.L.,and J.L.Zimmerman [1990] , "Positive Accounting Theory:A Ten Year Perspective," *The Accounting Review*, Vol.65,No.1,pp.131-156.
- White,G.I.,Sondhi,A.C. and Fried,D. [2003] , *The Analysis and Use of Financial Statements*, (2th ed.) , John,Wiley & Sons.
- Wild,J.J. [1996] , "The Audit Committee and Earnings Quality," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.11,No.2,pp.247-276.
- Wild,J.J., Subramanyam,K.R. and Halsey,R.F.[2003] , *Financial Statement Analysis*, McGraw-Hill.
- Xie,H.[2001] , " The Mispricing of Abnormal Accruals, " *The Accounting Review*, Vol.76,No.3, pp.357-373.
- 青木茂男 [1989] 「 「利益の質」 について 」 『東京国際大学論叢』 第 39 号、 1-8 頁。
- [2001] 『要説 経営分析』 森山書店。
- 浅野信博 [1997] 「 企業業績尺度としてのキャッシュフローと利益の有用性比較 」 『大阪大学経済学』 第 46 卷 4 号、 81-101 頁。

- 浅野信博 [2001] 「会計利益の質的差異と資本市場」山地秀俊編著『マクロ会計政策の評価』神戸大学経済経営研究所、43-80 頁。
- 浅野信博・榎本正博 [1998a] 「会計発生高モデルの構築に向けて - Jones モデルの有効性に関する検証及び問題提議 - 」『大阪大学経済学』第 47 巻 2.3.4 号、118-131 頁。
- [1998b] 「会計発生高およびその構成要素の特性を探る」『産業経理』第 5 巻 1 号、116-128 頁。
- 井尻雄士 [1976] 『会計測定の理論』東洋経済新報社。
- 伊藤邦雄 [1985] 「会計政策と財務戦略 ミッシング・リンクの探求」『ビジネス・レビュー』第 33 巻第 1 号、14-32 頁。
- [2000] 『ゼミナール現代会計入門第 4 版』日本経済新聞社。
- 一ノ宮士郎 [2003] 「利益操作の研究 不当な財務報告に関する考察」『経済経営研究』Vol. 23-4、日本政策投資銀行設備投資研究所。
- [2004] 「米国の調査報告に見る不正の実態」『JICPA ジャーナル』第 582 号、72-78 頁。
- 井上達男 [1996] 『アメリカ外貨換算会計論』同文館。
- 加納悟・浅子和美 [1992] 『入門経済のための統計学』日本評論社。
- 鎌田信夫 [1995] 『資金会計の理論と制度の研究』白桃書房。
- [1998] 「キャッシュ・フローと利益」『企業会計』第 50 巻 8 号、4-11 頁。
- [2001] 『キャッシュ・フロー会計の原理』税務経理協会。
- 木村史彦 [1999a] 「利益の質とその影響要因」『大阪大学経済学』第 48 巻 3・4 号、356-372 頁。
- [1999b] 「日本企業におけるファンダメンタル・シグナルの分析 Lev and Thiagarajan に依拠して」『大阪大学経済学』第 49 巻 1 号、143-160 頁。
- 小島義輝 [1987] 『アニュアル・レポートの読み方』日本経済新聞社、63-65 頁。
- 斉藤静樹編著 [2002] 『会計基準の基礎概念』中央経済社。
- 桜井久勝 [1991] 『会計利益情報の有用性』千倉書房。
- 佐藤倫正 [1994] 「書評 Siegel, J.G. How to Analyze Businesses, Financial Statements and the Quality of Earnings, Prentice Hall.」『年報経営分析研究』第 10 号、138-141 頁。
- [1995] 「利質分析と資金計算書」『企業会計』第 47 巻 12 号、82-87 頁。
- [1998] 「キャッシュフロー計算書とはなにか」『企業会計』第 50 巻 10 号、38-44 頁。
- 佐野三郎 [1994] 「長期的観点をもつ米国の企業分析」『経理情報 No.713, 13 頁』中央経済社。
- 須田一幸 [1996] 「日本企業の貸倒引当金会計 利益操作仮説と実態開示仮説」シヤム・サンダー・山地秀俊編著、『企業会計の経済学的分析』中央経済社、55-80 頁。
- [1998] 「ファンダメンタル分析と証券市場の効率性」『會計』第 153 巻第 5 号・

- 第 6 号、49-59 頁・94-104 頁。
- 須田一幸 [2001] 「キャッシュフロー情報と利益情報の有用性」『会計』第 160 巻第 1 号・第 2 号、39-50 頁・12-24 頁。
- [2000] 『財務会計の機能 理論と実証』白桃書房。
- 須田一幸・首藤昭信 [2001] 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」『産業経理』第 61 巻 2 号、46-56 頁。
- 須田一幸・野口晃弘 [1995] 「会計手続き選択の決定要因 社債プレミアムの会計」『JICPA ジャーナル』No.477,23-29 頁。
- 須田一幸・乙政正太・松本祥尚・首藤章信・太田浩司 [2002] 「ディスクロージャーの戦略と効果(一)～(七)」『会計』第 162 巻第 1～6 号, 第 163 巻第 1 号。
- 高橋瞳 [2003] 「視点 次なる課題に向けて」『JICPA ジャーナル』No.581、4-5 頁。
- 中條祐介 [1999] 「IR と利益の質」『Business Insight』Spring、16-25 頁。
- 中尾三平 [1992] 「海外投資のための外国企業の評価」『企業会計』第 44 巻 11 号、66-72 頁。
- 中村裕昭 [1998] 『アメリカ企業の読み方』日本経済新聞社、201-202 頁。
- 成田滋・筱更治 [2001] 『Excel によるデータ解析』エコノミスト社。
- 西村和雄 [1995] 『ミクロ経済学入門第 2 版』岩波書店。
- 日本管理会計学会 [2000] 『管理会計学大辞典』中央経済社。
- 濱田弘作 [1999] 『現代会計学の思潮』多賀出版。
- 濱本道正 [2002] 「利益の質と企業価値評価」『JICPA ジャーナル』No.568、102-107 頁。
- 牧田正裕 [2002] 『会計制度とキャッシュ・フロー アメリカにおけるキャッシュ・フロー計算書の制度化プロセス』文理閣。

経済経営研究目録

(昭和55年7月より平成16年3月まで)

巻・号(掲載年月)

経済一般理論・実証

今後のエネルギー価格と成長径路の選択	VOL. 1 - 1 (55. 7)
- 期待されるエネルギーから資本への代替 -	
貯蓄のライフ・サイクル仮説とその検証	VOL. 2 - 3 (57. 1)
為替レートのミスアラインメントと日米製造業の国際競争力	VOL. 9 - 1 (63. 7)
レーガノミックスの乗数分析	VOL. 10 - 1 (1. 5)
日米独製造業の国際競争力比較	VOL. 12 - 1 (3. 6)
- 実質実効為替レートを利用した要因分析 -	
現金収支分析の新技法	VOL. 16 - 3 (7. 11)
日米経済と国際競争	VOL. 20 - 4 (12. 3)
経済の情報化とITの経済効果	VOL. 22 - 1 (13. 11)

設備投資

設備投資研究'80	VOL. 2 - 2 (56. 7)
- 投資行動分析の新しい視角 -	
時系列モデルの更新投資への適用	VOL. 3 - 2 (57. 7)
税制と設備投資	VOL. 3 - 3 (57. 7)
- 調整費用、合理的期待形成を含む投資関数による推定 -	
設備投資研究'81	VOL. 3 - 4 (57. 7)
- 研究開発投資の経済的效果 -	
投資促進施策の諸類型とその効果分析	VOL. 4 - 1 (58. 7)
設備投資研究'82	VOL. 4 - 2 (58. 7)
- 調整過程における新たな企業行動 -	
設備投資研究'84	VOL. 5 - 1 (59. 7)
- 変貌する研究開発投資と設備投資 -	
設備投資研究'85	VOL. 6 - 4 (60. 9)
- 主要国の設備投資とわが国におけるR&D投資の構造的的特色 -	
設備投資の決定要因	VOL. 6 - 5 (61. 3)
- 各理論の実証比較とVARモデルの適用 -	

設備の償却率について	VOL . 9 - 3 (63 . 9)
- わが国建設機械の計測例 -	
我が国の設備機器リース	VOL . 9 - 5 (1 . 3)
- その特性と成長要因 -	
土地評価とトーピンの q/Multiple q の計測	VOL . 10 - 3 (1 . 10)
設備投資と資金調達	VOL . 11 - 4 (3 . 2)
- 連立方程式モデルによる推計 -	
大都市圏私鉄の設備投資について	VOL . 12 - 3 (3 . 8)
鉄道運賃・収支と設備投資	VOL . 13 - 2 (4 . 7)
大都市私鉄の投資と公的助成	VOL . 14 - 1 (5 . 4)
- 地方鉄道補助法とその評価 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 15 - 1 (6 . 12)
- 1945 ~ 1965 年 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 16 - 2 (7 . 11)
- 1966 ~ 1984 年 -	
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	VOL . 16 - 6 (8 . 1)
- 1985 ~ 1995 年 -	
金融・財政	
資本市場に於ける企業の資金調達	VOL . 1 - 2 (55 . 10)
- 発行制度と資金コスト -	
債券格付に関する研究	VOL . 2 - 1 (56 . 7)
金融市場の理論的考察	VOL . 5 - 2 (59 . 7)
アメリカの公的金融	VOL . 6 - 1 (60 . 7)
- フェデラル・ファイナンス・ハックと住宅金融 -	
西ドイツの金融自由化と銀行収益および金融制度の安定	VOL . 6 - 2 (60 . 7)
西ドイツの公的金融	
- その規模と特徴 -	
アメリカの金融自由化と預金保険制度	VOL . 6 - 3 (60 . 6)
アメリカの金融システムの特徴と規制緩和	VOL . 7 - 1 (61 . 10)
クラウドディング・アウトについての研究	VOL . 8 - 1 (62 . 11)
- 国債発行の国内貯蓄および金融仲介への影響 -	

公的部門の金融活動	VOL . 9 - 4 (63 . 10)
- 米国での動きとわが国との対比 -	
金融構造の変化について	VOL . 10 - 2 (1 . 8)
貯蓄・投資と金利機能	VOL . 11 - 1 (2 . 6)
資産価格変動とマクロ経済構造	VOL . 11 - 2 (2 . 7)
Asset Bubble のミクロ的基礎	VOL . 11 - 3 (2 . 12)
メインバンクの実証分析	VOL . 12 - 4 (4 . 3)
アメリカの金融制度改革における銀行隔離論	VOL . 13 - 1 (4 . 6)
国際機関投資家の新潮流	VOL . 16 - 4 (7 . 9)
なぜ日本は深刻な金融危機を迎えたのか	VOL . 19 - 1 (10 . 9)
- ガバナンス構造の展望 -	
アメリカ連邦政府の行政改革	VOL . 20 - 1 (11 . 6)
- GPRA を中心にして -	
ドル・ペッグ下における金融危機と通貨危機	VOL . 20 - 3 (11 . 8)
メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか	VOL . 21 - 1 (12 . 8)
- 製造業に関する実証研究 -	
非対称情報下の投資と資金調達	VOL . 23 - 3 (15 . 2)
- 負債満期の選択 -	
- 投資非効率と企業の規模 -	
日本企業のガバナンス構造	VOL . 24 - 1 (16 . 1)
- 所有構造、メインバンク、市場競争 -	
資源・環境	
エネルギー問題に関する理論および実証のサーベイ	VOL . 1 - 3 (56 . 2)
会計・企業・財務	
ビジネス・リスクと資本構成	VOL . 3 - 1 (57 . 4)
企業における情報行動の分析	VOL . 7 - 2 (62 . 3)
- 職場における情報行動に関する調査報告 -	
日本主要企業の資本構成	VOL . 12 - 2 (3 . 7)
企業のリストラクチャリングについて	VOL . 16 - 1 (7 . 5)
日米医療 NPO (非営利組織) の経済分析	VOL . 17 - 2 (9 . 3)
連結決算 20 年のデータで見る日本企業の資本収益性低下	VOL . 18 - 2 (10 . 3)

バブル崩壊後の企業財務の推移と課題	VOL . 18 - 3 (10 . 3)
利益操作の研究	VOL. 23 - 4 (15 . 2)
- 不当な財務報告に関する考察 -	
日本の製造業	
- 長期データに基づく収益力の再検証 -	VOL. 23 - 5 (15 . 3)
商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営	VOL. 23 - 6 (15 . 3)
社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として	
企業の再生と挫折	VOL. 24 - 2 (16 . 3)
- UAL におけるターンアラウンド戦略の評価 -	
利益の質による企業評価	VOL. 24 - 3 (16 . 3)
- 利質分析の理論と基本的枠組み -	
産業構造・労働	
産業調整問題に関する理論および実証	VOL . 3 - 5 (57 . 8)
日本の労働市場と失業	VOL . 9 - 2 (63 . 8)
- ミスマッチと女子労働供給の実証分析 -	
戦間期日本における農工間賃金格差	VOL . 19 - 3 (10 . 12)
偏向的技術進歩と日本製造業の雇用・賃金	VOL . 20 - 2 (11 . 6)
- コンピュータ投資にみる技術進歩の影響 -	
グロ - バル化と労働市場	VOL . 21 - 2 (12 . 11)
- 日本の製造業のケ - ス -	
貿易と雇用	VOL . 23 - 1 (14 . 11)
- グローバル化の産業と地域への影響 -	
我が国製造業の打開策を探る	VOL . 23 - 2 (14 . 11)
- プロダクション・ニューパラダイム研究会報告書 -	
我が国の半導体産業とイノベーション	VOL . 23 - 7 (15 . 3)
- イノベーション経営研究会報告書	
地域政策	
首都圏を中心としたハイテクゾーンの現状と将来	VOL . 6 - 6 (61 . 3)
新しい町づくりの試みサステイナブル・コミュニティ	VOL . 16 - 5 (7 . 10)
- 真のベター・クオリティ・オブ・ライフを求めて -	

アジアにおける地域の国際ネットワーク化試論	VOL . 17 - 1 (9 . 3)
- ネットワークの理論的考察とその応用としてのアジア重層ネットワーク構想 -	
地域間所得移転と経済成長	VOL . 18 - 1 (10 . 3)
地域・目的別社会資本ストックの経済効果	VOL . 19 - 2 (10 . 11)
- 公共投資の最適配分に関する実証的分析 -	