



特別損失の計上頻度と将来業績の関連性

北川, 教央
小谷, 学

(Citation)

国民経済雑誌, 206(6):29-47

(Issue Date)

2012-12

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81008447>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008447>



特別損失の計上頻度と将来業績の関連性

北 川 教 央
小 谷 学

国民経済雑誌 第 206 卷 第 6 号 抜刷

平成 24 年 12 月

特別損失の計上頻度と将来業績の関連性

北 川 教 央
小 谷 学

本稿の目的は、特別損失の計上頻度と将来業績との関連性について分析することである。本稿では、1) 特別損失の計上頻度と将来の経常利益変化との関係、2) 特別損失の計上頻度と当期の株価形成との関係、および3) 特別損失の計上頻度と将来の株価形成との関係という3つの視点から分析を行った。その結果、以下の発見事項を得た。第1に、過去に特別損失を高頻度で計上した企業は、1度も計上していない企業と比較して将来3期間に経常利益変化が正となる傾向にある。第2に、過去における特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとの間に有意な関連性は確認できない。そして第3に、過去に特別損失を高頻度で計上した企業は、決算の3ヵ月後から24ヶ月間および36ヶ月間の株式リターンが有意に正となる。以上から、特別損失の計上頻度は将来の経常利益変化および株式リターンを予測するうえで有用である可能性が確認された。

キーワード 特別損失の計上頻度、経常利益、株価形成、市場の効率性

1 問 題 意 識

本稿の目的は、特別損失の計上頻度と将来業績との関連性について分析を行うことである。特別損失は、有価証券や有形固定資産などの売却損、災害による損失などから構成される毎期反復的に生じることがない費用項目である¹⁾。したがって、特別損失として区分表示される費用は臨時的な性質を有するものであり、その意味では将来業績の予測に際しての特別損失の役割は限定的であると解される。

しかし、近年の特別損失は経常的な性格を帯びてきていることが指摘されており、「経常的非経常項目」(recurring non-recurring item)とでもいうべき様相を呈している(Elliott and Hanna, 1996; Cready et al., 2010)。米国では1980年代から特別損失を計上する企業の割合が増加傾向にあることが報告されている(Collins et al., 1997; Cready et al., 2010; Donelson et al., 2011; Johnson et al., 2011 など)。日本においても、2000年前後から特別損失の計上額が増加していること(音川・高田, 2005; 木村・浅野, 2005; 音川, 2008; 新美, 2010 など)や、1999年以降に特別損失を計上する企業の割合は8割を超えていること(大日方, 2008a など)

が報告されている。とくに日本企業における特別損失の持続性は米国企業のそれよりも高く (Herrmann et al., 2000), 特別損失がより一般的に計上されることが知られている。このため, 日本において特別損失は実際に将来業績予測に資するか否か, 資するとすればどのような役立ちが期待されるかについて明らかにすることは重要な意味を持つ。

特別損失に関する情報のなかでも本稿がとくに注目するのは, 特別損失の計上頻度である。特別損失の計上頻度には企業間で明確な差が存在している (Elliott and Hanna, 1996; Fairfield et al., 1996; Black et al., 2000; Cready et al., 2010; Johnson et al., 2011 など)。まず本稿では, こうした特別損失の計上頻度の違いが, 将来の経常利益変化にどのような差異をもたらすのかについて分析を行う。また本稿では, 特別損失の計上頻度が有する将来利益に関する含意を市場参加者がどのように評価しているのかについて分析する。具体的には, 特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとの関係を分析し, 特別損失の計上頻度の含意を市場参加者が当期の株価形成に織り込んでいるかを検証する。さらに, 特別損失の計上頻度と将来の株式リターンとの関係を分析することで, 特別損失の計上頻度に関する当期の株価形成が効率的に行われているかを明らかにする。

本稿の構成は以下のとおりである。続く第2節では, 特別損失の計上頻度に関する先行研究を概観し, 特別損失の計上頻度と将来業績との関係について仮説を設定する。第3節ではリサーチ・デザインについて説明する。第4節ではサンプルの選択基準と基本統計量について述べる。第5節では分析結果を示す。第6節では, 経営者による利益調整を考慮に入れた追加分析を行う。最後に第7節において, 発見事項の要約と結論について述べる。

2 先行研究と仮説設定

2.1 特別損失の計上頻度と将来利益変化との関係

特別損失を計上する企業の割合や計上額の時系列的な増加傾向が観察される一方, 特別損失の計上頻度には企業間で明確な差が存在することが指摘されている。たとえば, Johnson et al. (2011) は米国企業における特別損失の計上実態について分析し, 過去5年間に高頻度 (低頻度) で負の特別損益 (negative special items) を計上した企業は, 将来3年にも高頻度 (低頻度) で負の特別損益を計上することを示している (Dechow et al., 1994; Elliott and Hanna, 1996; Fairfield et al., 1996; Black et al., 2000; Cready et al., 2010 も参照)。

このような計上頻度の企業間差異は何を意味するのであろうか。ここで特別損失の内訳項目を改めて確認すると, その多くは臨時偶発的に生じるものではなく, 経営者がある程度計上時期や金額を決定できる項目であることがわかる (新美, 2010²⁾)。このことを考えると, 特別損失の計上頻度は経営者の行動を代理している可能性があり, 将来利益との間にも合理的な関係を予想できるかもしれない³⁾。このような問題意識のもと, 本稿では特別損失の計上

頻度と将来利益変化との関係を分析する。

特別損失の計上頻度と将来利益変化との関係については、相反する2つの予想を導くことができる。1つは、特別損失の計上頻度の高さが経営者による事業の効率化に向けた改善努力を代理しており、結果として将来の経常増益と結びつくという予想である。いま1つは、特別損失の計上頻度の高さが経営者による非効率な投資の継続を代理しており、将来の経常減益と結びつくという予想である。

2.1.1 将来利益変化と正の関係を予想する見解

特別損失の計上頻度と将来利益変化との間に正の関係を予想する見解は、経営者による事業・組織再編と関連づけて論じられる。市場の競争環境が激化するに伴い、企業は不断に事業改善を行わなければ持続的な高収益性を達成することが困難となっている。このような現状を重視する企業は、継続的に事業・組織の改革を行うことで、将来期間における業績の維持・向上をはかるであろう (Atiase et al., 2004)。実際、Donelson et al. (2011) は、合併・買収、雇用削減、事業廃止などの活動が特別損失の計上要因となっていること、およびこれらの活動の背景には競争環境の激化があることを示している。以上に基⁴⁾づけば、特別損失の反復的な計上は、積極的な事業・組織再編の結果と解釈することができる。

この解釈が妥当であるならば、特別損失を反復的に計上する企業は工場閉鎖や余剰人員の削減、業績不振の子会社や事業部門の処分、事業構造改革などを通じてコストの削減を達成することが期待される (Atiase et al., 2004; Clement et al., 2007; Cready et al., 2012 など)。加えて、事業・組織再編に積極的な企業は、経営資源を収益性の高い子会社や事業部に集中投下させたり、新規のジョイント・ベンチャーの組成や企業買収に取り組んだりすることで、収益自体を改善させることも見込まれる (Kose et al., 1992; Kang and Shivdasani, 1997 など)。したがって、事業改革が一定の成果を収める限りにおいて、特別損失の計上頻度と将来利益変化とは正の関係を有することが予想される。

2.1.2 将来利益変化と負の関係を予想する見解

特別損失の計上頻度と将来利益変化との間に負の関係を予想する見解は、経営者の保守性の議論から導くことができる。⁵⁾ Watts (2003) によれば、保守主義の機能の1つとして、正味現在価値 (net present value: NPV) が負となる投資を早期に清算することが挙げられる。この主張に基づけば、保守的な経営者は不採算事業や回復の見込みがない含み損を抱えた有価証券を早期に処分し、資産の評価損や売却損、リストラ関連費用をより早期に認識すると考えられる。これに対し、保守的でない経営者は、不採算事業や非効率な資産の処分を早期に実施せず、非効率な投資を継続することで、複数期間にわたって評価損や処分損を計上す

ることになると予想されるのである。たとえば、Frankel and Roychowdhury (2008) は Basu (1997) の逆回帰 (reverse regression) モデルに基づいた分析により、特別損失の計上頻度が低い企業ほど損失をより適時に認識していること、すなわち保守的な会計処理が行われていることを報告する。同様の指摘は Wang and Trimble (2011) においてもなされている。

以上の議論が妥当するならば、高頻度で特別損失を計上する企業は、非効率な投資を継続することによって、将来利益の低迷に結びつくであろう。したがって、特別損失の計上頻度と将来利益変化とは負の関係を有することが予想される。

このように、特別損失の計上頻度と将来の利益変化との間には、正と負の両方の予想が成り立つ。本稿では、いずれの仮説がより支配的であるかについては実証の問題と考え、経常利益を対象として以下の帰無仮説を設定する。

仮説 1：過去における特別損失の計上頻度と将来の経常利益変化とは関連性を有さない。

2.2 特別損失の計上頻度と当期の株価形成との関係

第2の問題意識は、特別損失の計上頻度が将来利益に対して含意を有する場合に、市場参加者がそれを当期の株価形成に織り込んでいるか否かというものである。結果は混在しているが、特別損失の計上額の価値関連性については多くの先行研究の蓄積がある。たとえば、Bradshaw and Sloan (2002) は、特別損失を除くことで当期純利益の情報内容が高まるため、特別損失はノイズであると指摘する (Bhattacharya et al., 2003; Brown and Shivakumar, 2003; Doyle et al., 2003; Lougee and Marquardt, 2004 も同様)。その一方、特別損失には情報内容が存在することを指摘する先行研究もある (Burgstahler et al., 2002; Dechow and Ge, 2006; Landsman et al., 2007; Cready et al., 2010, 2012; 木村, 2007; 新美, 2010 など)。しかし、特別損失の計上頻度と当期の株価形成との関係については、Elliott and Hanna (1996) や Cready et al. (2010) など一部の研究を除き、検証を行ったものは存在しない。⁶⁾

そこで、本稿では特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとの関係について分析を行う。仮説1の検証の結果、もしも特別損失の計上頻度と将来の経常利益変化との間に正(負)の関係が存在するのであれば、市場の効率性を仮定する限り、特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとは正(負)の関連性を有すると考えられる。かかる議論に基づき、以下の帰無仮説を設定する。

仮説 2：過去における特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとは関連性を有さない。

2.3 特別損失の計上頻度と将来の株価形成との関係

第3の問題意識は、特別損失の計上頻度に関する含意を市場参加者が当期の株価形成に効率的に織り込んでいるのかというものである。分析結果は首尾一貫しないものの、特別損失の計上額と将来の株式リターンとの関係を検証した先行研究も数多い。たとえば、Doyle et al. (2003) は、特別損失と将来の株式リターンとの間には有意な関係は存在せず、市場は特別損失を効率的に株価形成に織り込んでいると指摘する (Gu and Chen, 2004; 大日方, 2008b など同様)。一方、Burgstahler et al. (2002) は、特別損失の情報を活用した投資戦略により超過リターンを獲得できる可能性があることを報告する (Dechow and Ge, 2006; Landsman et al., 2007; Hsu and Kross, 2011; 須田・高田, 2010 など同様)。しかし、先行研究では特別損失の計上頻度と将来の株式リターンとの関係については検証されていない。

本稿では上記の研究と同様の視点から、特別損失の計上頻度を対象とした分析を行う。もしも市場が特別損失の計上頻度の含意を効率的に織り込んでおらず、当該企業を過大評価 (過小評価) しているならば、特別損失の計上頻度と将来の株式リターンとの間には有意な負 (正) の関係が観察されるであろう。他方、市場が含意を十分に当期の株価形成へ反映できているのであれば、計上頻度と将来の株式リターンとの間には関係は生じないと予想される。この点を明らかにするため、以下の帰無仮説を設定する。

仮説3：過去における特別損失の計上頻度と将来の株式リターンとは関連性を有さない。

3 リサーチ・デザイン

3.1 仮説1の分析デザイン

仮説1の検証には以下の(1)式を用いる。(1)式は、将来期間における経常利益の変化額 ($\Delta OINC$) を被説明変数、過去における特別損失の計上頻度およびコントロール変数を説明変数とするモデルである。⁷⁾ 添え字の i は企業、 t は決算年を表す。

$$\begin{aligned} \Delta OINC_{i, t+k} = & \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_j FREQj_{i, t} + \beta_4 SE_{i, t} + \beta_5 PM_{i, t} + \beta_6 \Delta PM_{i, t} \\ & + \beta_7 ATO_{i, t} + \beta_8 \Delta ATO_{i, t} + ABcontrols + YearDummies \\ & + IndustryDummies + \varepsilon_{i, t} \end{aligned} \quad (1)$$

経常利益の変化額は将来3期間にわたり算定する。具体的には $[\Delta OINC_{t+k} = (t+k \text{ 期の経常利益} - t \text{ 期の経常利益}) \div (t-1 \text{ 期末の総資産})]$ 。ただし $k=1, 2, 3$ と表される。

説明変数で注目すべきは、特別損失の計上頻度 $FREQj$ である。 $FREQj$ は、過去5年間に総資産の1%以上の特別損失を j 回 (ただし、 $j=1, 2, 3$) 計上していれば1、そうでなければ0を示すダミー変数として定義する。⁸⁾⁹⁾¹⁰⁾ 仮説1の検証では、 $FREQj$ にかかる係数の

符号と絶対値に着目する。もしも、過去5年間に特別損失を高頻度で計上した企業の将来利益変化が、1度も計上していない企業と比較して正（負）となるのであれば、少なくとも $FREQ\ 3$ にかかる係数が有意に正（負）となるはずである。また、特別損失の計上頻度が高いほど将来の経常利益変化が大きくなるならば、係数の絶対値は $[FREQ\ 1 < FREQ\ 2 < FREQ\ 3]$ となるであろう。

なお、(1)式のその他の変数はコントロール変数である。 SE は特別損失の水準を前期末の総資産で基準化した値である。いくつかの先行研究は、特別損失の計上額が将来利益と関係を有することを指摘する (Fairfield et al., 1996, 2009; Francis et al., 1996; Burgstahler et al., 2002; Cready et al., 2010; Jones and Smith, 2011 など)。そこで、特別損失の計上額を所与としてもなお、計上頻度が将来の経常利益変化と関連するかを明らかにするため、 SE をコントロール変数に含める¹¹⁾。また、デュポン分析に用いる利益の分解要素が将来利益の予測に有用であることを示した複数の先行研究 (Fairfield and Yohn, 2001; Soliman, 2008; Patatoukas, 2012 など) に依拠し、売上高経常利益率 ($PM = \text{経常利益} \div \text{売上高}$) と総資産回転率 ($ATO = \text{売上高} \div \text{前期末総資産}$)¹²⁾、およびそれらの対前年度変化 (ΔPM , ΔATO) を含める。

また、 $ABcontrols$ はファンダメンタル分析に関する先行研究 (Lev and Thiagarajan, 1993; Abarbanell and Bushee, 1997, 1998) で提示された、将来業績に先行して変化することが期待される6つのファンダメンタル・シグナル (fundamental signal)¹³⁾ である。具体的には、(a) 棚卸資産 ($INV = \text{売上高変化率} - \text{棚卸資産変化率}$)¹⁴⁾、(b) 売上債権 ($AR = \text{売上高変化率} - \text{売上債権変化率}$)、(c) 売上総利益 ($GM = \text{売上総利益変化率} - \text{売上高変化率}$)、(d) 販売費および一般管理費 ($SGA = \text{売上高変化率} - \text{販売費および一般管理費変化率}$)、(e) 会計発生高変化額 ($TAC = \text{当期会計発生高} - \text{前期会計発生高}$)¹⁵⁾、(f) 従業員1人当たり売上高 ($LF = [\text{前期従業員1人当たり売上高} - \text{当期従業員1人当たり売上高}] \div \text{前期従業員1人当たり売上高}$)¹⁶⁾ の6つがそれである。これら変数の期待符号はいずれも負となる (Lev and Thiagarajan, 1993; Abarbanell and Bushee, 1997, 1998)。

3.2 仮説2および3の分析デザイン

仮説2に関連して、過去の特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとの関係を明らかにするため、リターン・モデルを基礎とする以下の(2)式を推定する。

$$BHAR12m_{i,t} = \gamma_0 + \sum_{j=1}^3 \gamma_j FREQj_{i,t} + \gamma_4 SE_{i,t} + \gamma_5 \Delta OINC_{i,t} + \gamma_6 OINC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

ここで、被説明変数の $BHAR12m$ は、決算日から3ヶ月後に終了する12ヶ月間における規模調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンである¹⁶⁾。説明変数の $\Delta OINC$ は経常利益の対前年度変化、 $OINC$ は経常利益であり、いずれも前期末の総資産で基準化される。(1)式の

分析と同様、特別損失の計上額を所与としたうえで、計上頻度が追加的な株式リターンの説明力を有するか否かを検証するため、コントロール変数に SE を含める。

注目すべきは、特別損失の計上頻度 $FREQ\ j\ (j=1, 2, 3)$ にかかる係数である。もしも特別損失の計上頻度と将来の利益変化との間に正（負）の関係があり、市場がこれを効率的に株価に反映しているのであれば、少なくとも $FREQ\ 3$ にかかる係数は有意な正（負）の値となることが予想される。また、特別損失の計上頻度が高いほど将来の経常利益変化が大きくなるならば、係数の絶対値は $[FREQ\ 1 < FREQ\ 2 < FREQ\ 3]$ となるであろう。

さらに、仮説3に関連して当期の株価形成が合理的に行われたか否かを評価するために、特別損失の計上頻度と将来の株式リターンとの関係を以下の(3)式により分析する。

$$BHAR_{km,i,t+1} = \gamma_0 + \sum_{j=1}^3 \gamma_j FREQ_{j,i,t} + \gamma_4 SE_{i,t} + \gamma_5 BETA_{i,t} + \gamma_6 BM_{i,t} + \gamma_7 \ln MVE_{i,t} \\ + \gamma_8 EP_{i,t} + \gamma_9 BHAR12m_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

ここで、 $BHAR_{km}$ は決算の3ヶ月後から k ヶ月間 ($k=12, 24, 36$) の規模調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンを表す。また $BETA$ から $BHAR12m$ までの各変数は、Fama and French (1992) によるリスク・ファクターであり、それぞれ市場ベータ、純資産簿価時価比率 (book to market ratio)、株式時価総額の自然対数、利益株価比率 (earnings to price ratio)、そして決算日から3ヶ月後に終了する12ヶ月間の規模調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンを表している。

注目すべきは、 $FREQ\ j\ (j=1, 2, 3)$ にかかる係数である。もしも将来の利益変化に関する特別損失の計上頻度の含意が当期の株価形成へ効率的に反映されているのであれば、当該係数はゼロとは有意に異ならないと予想される。一方、市場が上述の含意を当期の価格形成へ十分に反映しておらず、特別損失を高頻度で計上する企業を過小評価（過大評価）しているならば、係数は有意な正（負）の値をとると予想される。

4 サンプルと基本統計量

本稿では、以下の3つの要件を満たすサンプルを対象として分析を行う。すなわち、(1) 1984年から2010年における金融業を除く上場企業^{19) 20)}、(2) 変数の計算を行う年度において決算期の変更がない、(3) 分析に利用可能な連結財務諸表データが入手可能であるという3つがそれである。ただし、仮説2および3の検証に用いるサンプルには、追加的に(4) 3月決算企業である、(5) 分析に利用可能な株価データが入手可能であるという2つの要件を課す。²¹⁾ 連結財務諸表データは、日経メディアマーケティング「日経 NEEDS 財務データ DVD 版」、株価データは同「日本日次株式リターンデータ」より入手する。その結果、要件(1)から(3)を満たすサンプルは、延べ26,523企業・年となった。また、要件(1)から(5)を満たすサンプ

表1 サンプルの基本統計量

Panel A: 全サンプル								
	Mean	Median	Max	Min	SD	Skewness	Kurtosis	N
<i>FREQ1</i>	0.220	0.000	1.000	0.000	0.414	1.351	2.825	26,523
<i>FREQ2</i>	0.195	0.000	1.000	0.000	0.396	1.537	3.364	26,523
<i>FREQ3</i>	0.361	0.000	1.000	0.000	0.480	0.578	1.334	26,523
<i>SE</i>	0.016	0.007	0.146	0.000	0.028	4.510	30.745	26,523
<i>OINC</i>	0.042	0.036	0.200	-0.078	0.050	0.657	7.505	26,523
<i>PM</i>	0.013	0.015	0.151	-0.238	0.062	-4.103	39.751	26,523
<i>ATO</i>	1.085	0.960	3.036	0.233	0.542	1.605	6.800	26,523
<i>BHAR12m_t</i>	0.011	-0.018	1.088	-0.624	0.308	1.733	13.287	22,990
Panel B: 過去5年間に総資産の1%以上の特別損失を1回も計上していないサンプル								
	Mean	Median	Max	Min	SD	Skewness	Kurtosis	N
<i>SE</i>	0.009	0.003	0.089	0.000	0.018	5.406	44.672	5,925
<i>OINC</i>	0.045	0.038	0.189	-0.058	0.045	0.883	6.914	5,925
<i>PM</i>	0.020	0.017	0.154	-0.124	0.047	-2.608	35.246	5,925
<i>ATO</i>	1.053	0.932	2.869	0.226	0.531	1.724	7.987	5,925
<i>BHAR12m_t</i>	0.004	-0.021	0.931	-0.550	0.268	1.737	12.177	5,361
Panel C: 過去5年間に総資産の1%以上の特別損失を3回以上計上したサンプル								
	Mean	Median	Max	Min	SD	Skewness	Kurtosis	N
<i>SE</i>	0.023	0.013	0.199	0.000	0.034	3.975	23.434	9,581
<i>OINC</i>	0.041	0.035	0.213	-0.099	0.054	0.421	8.201	9,581
<i>PM</i>	0.007	0.015	0.150	-0.278	0.073	-4.250	35.480	9,581
<i>ATO</i>	1.116	0.980	3.109	0.236	0.558	1.571	6.350	9,581
<i>BHAR12m_t</i>	0.013	-0.019	1.181	-0.676	0.338	1.629	11.697	8,156

注) 紙面の制約上, *ABcontrols* および Fama and French (1992) のリスク・ファクターに関する基本統計量は記載を省略する。

ルは22,990企業・年であった。

表1は、サンプルの基本統計量を示している。Panel A から、全体サンプルの36.1%は過去5年間に3回以上の高頻度で総資産の1%以上の特別損失を計上していることがわかる。また、総資産で基準化した特別損失は平均値が0.016、中央値が0.007である。米国の特別損益について調査した Johnson et al. (2011) によれば、1980年から2009年までの期間において、過去5年間に特別損失を3回以上計上した企業は15.87%である。また、総資産で基準化した特別損失の平均値は0.07、中央値は0.02であった。したがって、日本企業は米国企業よりも少額の特別損失を高頻度で計上していることがわかる。さらに、Panel B と Panel C との比較から、中央値でみる限りは、特別損失の計上頻度が高い企業と低い企業との間に顕著な当期業績の差は存在しないことがうかがえる。

表2は、過去5年間で総資産の1%以上の特別損失を計上した頻度 ($FREQ_j$, $j=0, 1, 2, 3$) と、将来5年間で総資産の1%以上の特別損失を計上する頻度 (F_FREQ_j , $j=0, 1, 2,$

3) の関係を示している。表 2 から、過去 5 年間で特別損失を 1 度も計上しなかった企業（以下、FREQ0 企業）のうち、将来 5 年間で特別損失を 1 度も計上しない企業の割合は 27.6 % である。これに対し、過去 5 年間で特別損失を 3 回以上計上した企業（以下、FREQ3 企業）が、将来 5 年間で特別損失を 1 度も計上しない割合は 9.2% に過ぎない。一方、FREQ0 企業が、将来 5 年間で特別損失を 3 回以上計上する割合は 27.7% であるのに対し、FREQ3 企業が 3 回以上計上する割合は 54.2% にのぼる。ここから、過去において特別損失を高頻度で計上した（しない）企業は、将来期間においても高頻度で計上する（しない）傾向にあることがわかる。比率の差の検定の結果、この傾向は統計的にも支持された。ここから、特別損失の計上頻度に企業間差異が存在するという先行研究と首尾一貫した傾向が確認できる。

表 2 特別損失の過去の計上頻度と将来の計上頻度の関係

	(1)FREQ0	(2)FREQ1	(3)FREQ2	(4)FREQ3	(4)－(1)	z-stat
F_FREQ0	27.64%	17.23%	13.67%	9.15%	-18.49***	9.59
F_FREQ1	25.22%	23.73%	20.44%	16.45%	-8.77***	5.54
F_FREQ2	19.44%	21.71%	20.95%	20.17%	0.73	0.47
F_FREQ3	27.70%	37.33%	44.95%	54.23%	26.53***	18.53
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		

注) z-stat は比率の差の検定の結果を表し、*** は 1 % 水準で有意であることを意味する（両側検定）。

5 分 析 結 果

5.1 仮説 1 の分析結果

表 3 は、当期を基点とする 1 期先から 3 期先までの経常利益変化 ($\Delta OINC$) の平均値および中央値を示している。平均値・中央値のいずれをみても、1 期先から 3 期先までの $\Delta OINC$ は過去における特別損失の計上頻度が高いほど大きいことが確認できる。また、FREQ0 企業と FREQ3 企業の $\Delta OINC$ の差は、平均値・中央値ともに統計的に有意である。

表 4 は、当期を基点とする 1 期先から 3 期先までの $\Delta OINC$ を被説明変数とした多変量分

表 3 特別損失の計上頻度別にみた将来期間の経常利益変化

		(1)FREQ0	(2)FREQ1	(3)FREQ2	(4)FREQ3	(4)－(1)	t-stat/z-stat
$t+1$	Mean	-0.0056	-0.0051	-0.0037	-0.0021	0.0035***	8.222
	Median	-0.0024	-0.0017	-0.0003	0.0005	0.0029***	12.393
$t+2$	Mean	-0.0098	-0.0081	-0.0067	-0.0042	0.0056***	9.529
	Median	-0.0051	-0.0035	-0.0020	-0.0004	0.0047***	13.085
$t+3$	Mean	-0.0089	-0.0089	-0.0071	-0.0061	0.0028***	7.700
	Median	-0.0044	-0.0044	-0.0024	-0.0022	0.0022***	10.313

注) t-stat は平均値の差の検定、z-stat は Wilcoxon 順位和検定の結果を表す。*** は 1 % 水準で有意であることを示す（両側検定）。

表4 特別損失の計上頻度と将来期間の経常利益変化

被説明変数＝ 説明変数	$\Delta OINC_{t+1}$		$\Delta OINC_{t+2}$		$\Delta OINC_{t+3}$	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Constant</i>	0.005	1.56	-0.013***	-3.23	-0.010**	-2.38
<i>FREQ1</i>	0.000	0.22	0.001	1.08	0.000	0.46
<i>FREQ2</i>	0.001***	2.70	0.002***	2.67	0.002*	1.70
<i>FREQ3</i>	0.001***	2.86	0.003***	3.82	0.003**	2.13
<i>SE</i>	-0.079***	-3.55	-0.108***	-4.37	-0.094***	-3.65
<i>PM</i>	-0.143***	-8.44	-0.228***	-9.84	-0.292***	-9.38
ΔPM	0.038***	3.61	0.077***	3.27	0.112***	3.74
<i>ATO</i>	-0.002***	-2.68	-0.003***	-3.13	-0.004***	-3.62
ΔATO	0.013**	2.07	0.023***	4.36	0.030***	4.59
<i>INV</i>	0.002	1.29	0.001	0.78	0.001	0.86
<i>AR</i>	-0.013***	-3.08	-0.003	-1.16	-0.004*	-1.94
<i>GM</i>	-0.010***	-2.80	-0.027***	-4.12	-0.025***	-3.49
<i>SGA</i>	-0.012***	-3.30	-0.030***	-4.06	-0.033***	-4.12
<i>TAC</i>	-0.054***	-7.09	-0.068***	-9.46	-0.057***	-7.52
<i>LF</i>	-0.004	-1.29	-0.019***	-4.39	-0.016***	-4.64
<i>Year dummies</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry dummies</i>	Included		Included		Included	
Adjusted R^2	0.194		0.254		0.260	
<i>N</i>	26,523		24,373		22,092	

注) 表中の t-value は Petersen (2009) の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差により算定される。
*** は 1% 水準, ** は 5% 水準, * は 10% 水準で有意であることを示す (両側検定)。

析の結果である。*FREQ2* と *FREQ3* にかかる係数は有意に正となった。また、係数の絶対値は [*FREQ1* < *FREQ2* ≤ *FREQ3*] となる傾向にある。すなわち、他の要因をコントロールしてもなお、特別損失を高頻度で計上した企業、すなわち *FREQ2* 企業と *FREQ3* 企業は、*FREQ0* 企業よりも将来期間の経常利益変化が正となることがわかる。²³⁾²⁴⁾なお、コントロール変数の符号もおおむね先行研究と首尾一貫した結果が得られている。

以上から、仮説 1 は棄却され、過去における特別損失の計上頻度と将来期間の経常利益変化との間に正の関係を予想する見解が支持された。

5.2 仮説 2 および 3 の分析結果

仮説 2 を検証するための (2) 式の推定結果は、表 5 の最左列に示される。特別損失の水準 (*SE*) は当期の株式リターンと有意な負の関係を有する一方、本稿が注目する特別損失の計上頻度 (*FREQ1* から *FREQ3*) と当期の株式リターンとの間には有意な関係は観察されない。このことは、市場参加者が特別損失の有する含意を当期の株価形成に十分織り込んでいないことを示唆するのかもしれない。以上から、仮説 2 は棄却されない。

一方、仮説 3 の検証結果は以下のとおりであった。図 1 は決算の 3 ヶ月後から 36 ヶ月間の

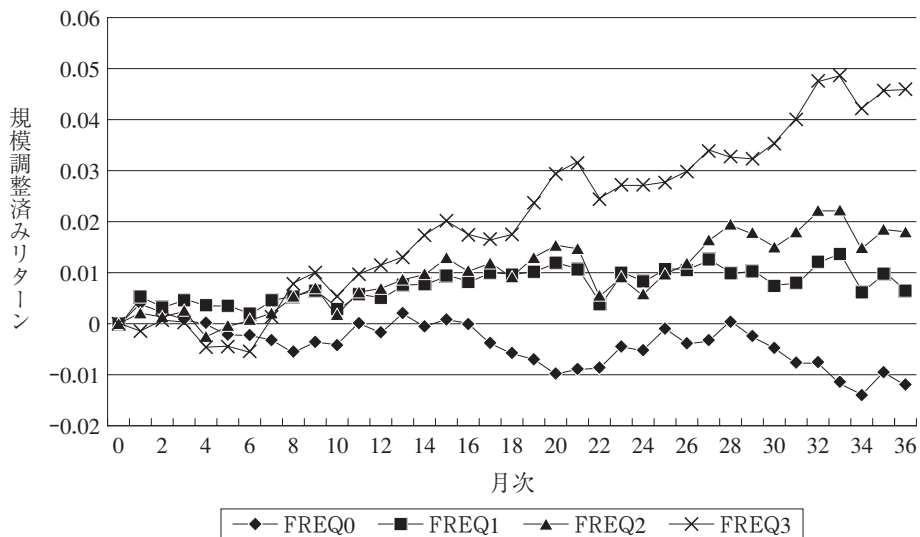
表 5 特別損失の計上頻度と株式リターン

被説明変数＝ 説明変数	$BHAR12m_t$		$BHAR12m_{t+1}$		$BHAR24m_{t+1}$		$BHAR36m_{t+1}$	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Constant</i>	-0.015	-0.78	-0.237**	-2.12	-0.290*	-1.91	-0.921***	-3.27
<i>FREQ1</i>	0.006	0.77	0.008	1.22	0.020	1.46	0.015	1.02
<i>FREQ2</i>	0.014	1.27	0.012	0.94	0.021	1.07	0.027	1.16
<i>FREQ3</i>	0.005	0.25	0.017	0.90	0.044*	1.65	0.057*	1.92
<i>SE</i>	-0.344**	-2.09	-0.157	-0.90	-0.437*	-1.79	-0.013	-0.03
$\Delta OINC$	0.721**	3.37						
<i>OINC</i>	1.827***	7.26						
<i>BETA</i>			0.004	0.37	0.009	0.66	0.018	0.69
<i>BM</i>			0.019**	1.99	0.008*	1.71	0.101***	4.87
<i>ln MVE</i>			0.009**	2.06	0.011*	1.93	0.033***	3.14
<i>EP</i>			0.011	0.32	-0.015	-1.42	0.111	1.32
$BHAR12m_t$			-0.063**	-2.36	-0.100**	-3.38	-0.104***	-3.43
Adjusted R^2	0.072		0.007		0.009		0.021	
<i>N</i>	22,990		22,958		21,153		19,414	

注) 表中の t-value は Petersen (2009) の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差により算定される。

*** は 1% 水準, ** は 5% 水準, * は 10% 水準で有意であることを示す (両側検定)。

図 1 特別損失の計上頻度別にみた将来の株式リターンの推移



規模調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンの推移である。決算の3ヶ月後から12ヶ月間、24ヶ月間、および36ヶ月間の株式リターンの平均値は、特別損失の計上頻度が低い企業と比較して、計上頻度が高い企業の方が高い傾向にある。これは、株式市場が特別損失の計上頻度に関する含意を十分に当期の株価形成に反映しておらず、計上頻度が高い企業を過小評価していることを示唆するものかもしれない。表には示していないが、12ヶ月間、24ヶ月

間、および36ヵ月間の株式リターンの平均値は、FREQ0 企業よりも FREQ3 企業の方が有意に大きいことが確認できる (t 値はそれぞれ、2.75, 4.69, および6.33)。

(3)式を用いた多変量分析の結果は、表5の右3列に示される。Fama and French (1992) が提示したリスク・ファクターをコントロールすると、FREQ3 と決算の3ヶ月後から12ヵ月間の株式リターン ($BHAR_{12m_{t+1}}$) との間には有意な関係が観察されなくなる。しかし、24ヶ月間の株式リターン ($BHAR_{24m_{t+1}}$)、および36ヵ月間の株式リターン ($BHAR_{36m_{t+1}}$) との間には、10%水準で有意な正の関係が観察される²⁵⁾。これは単変量分析ともおおむね首尾一貫した結果であり、FREQ3 企業の将来期間における経常利益変化が正となることを、市場参加者が次期以降に織り込むことを示唆している。以上から、仮説3は棄却される。

6 利益調整の可能性を考慮した追加分析

本稿では、特別損失の計上頻度と将来業績との関係が、企業の積極的な事業改革によって生じていると解釈している。しかし、両者の関係は特別損失を利用した経営者の利益調整によって生じている可能性もある。

経営者は経常的な費用項目を特別損失へ移し替えること (expense transfer) を通じ、当期ないし将来期間の経常利益を捻出しているかもしれない (Fairfield et al., 2009; Cready et al., 2012 など)。たとえば、固定資産の評価減や売却を行えば、帳簿価額が減少することで将来期間の減価償却費は小さくなる。このため、経営者はこのような取引を反復的に実施することで、将来期間の経常増益を達成することが可能である。また、経営者はほんらい経常利益計算に含めるべき費用項目を、同じ期間の特別損失に裁量的に分類 (classification shifting) して開示することで、その期の経常利益を捻出することもできる (McVay, 2006; Fan et al., 2010; Reidl and Srinivasan, 2010; Haw et al., 2011 など)²⁶⁾²⁷⁾。本稿で得られた分析結果は、このような経営者の利益調整行動によって生じた見かけ上の経常増益を捉えているに過ぎないかもしれない。

そこで、このような可能性を検証するため、本稿では(1)式の被説明変数を将来の経常利益変化から売上高変化に代えた回帰式を推定した。もしも、特別損失を高頻度で計上した企業の将来期間における正の経常利益変化がもっぱら利益調整によってもたらされたものならば、特別損失の計上頻度と将来の売上高変化の間には有意な関係は生じないことが予想される。なぜならば、上述のような利益調整は単なる費用の期間配分の問題にすぎないため、事業改革の場合のように企業の実態そのものが改善するわけではないからである。

分析結果は、表6に示される。FREQ2 および FREQ3 は3期先までの $\Delta SALES$ と有意な正の関係を有している。また、係数の大きさは $[FREQ\ 1 < FREQ\ 2 < FREQ\ 3]$ となる傾向にある。この結果は、特別損失の反復計上が、利益調整による経常的な費用項目の特別損

表6 特別損失の計上頻度と将来期間の売上高変化

被説明変数=	$\Delta SALES_{t+1}$		$\Delta SALES_{t+2}$		$\Delta SALES_{t+3}$	
説明変数	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Constant</i>	-0.084***	-3.19	-0.147***	-5.38	-0.114***	-3.33
<i>FREQ1</i>	0.002	0.58	0.003	1.14	0.002	0.55
<i>FREQ2</i>	0.008***	2.76	0.012***	3.29	0.017***	3.07
<i>FREQ3</i>	0.010***	3.05	0.016***	3.47	0.023***	3.45
<i>SE</i>	-0.114	-1.46	0.032	0.31	0.175	1.44
<i>PM</i>	-0.302***	-5.66	-0.463***	-7.39	-0.659***	-10.02
ΔPM	0.115***	3.51	0.213***	3.31	0.345***	5.95
<i>ATO</i>	-0.021**	-1.96	-0.052***	-5.55	-0.076***	-6.85
ΔATO	0.401***	5.44	0.521***	17.36	0.565***	15.87
<i>INV</i>	-0.016**	-2.13	-0.025***	-3.61	-0.023***	-2.64
<i>AR</i>	-0.047***	-4.47	-0.026**	-2.54	-0.016	-1.22
<i>GM</i>	-0.009	-1.05	-0.050***	-4.02	-0.055**	-2.49
<i>SGA</i>	-0.141***	-6.41	-0.194***	-6.15	-0.224***	-5.79
<i>TAC</i>	-0.185***	-5.42	-0.264***	-10.56	-0.232***	-10.43
<i>LF</i>	-0.217***	-10.50	-0.250***	-11.17	-0.241***	-6.76
<i>Year dummies</i>	Included		Included		Included	
<i>Industry dummies</i>	Included		Included		Included	
Adjusted R^2	0.199		0.242		0.254	
<i>N</i>	26,523		24,373		22,092	

注) 表中の t-value は Petersen (2009) の方法で企業・年に基づきクラスター補正した標準誤差により算定される。
 *** は 1% 水準, ** は 5% 水準, * は 10% 水準で有意であることを示す (両側検定)。

失計上を通じた見かけ上の増益だけでは説明できないこと、つまり企業の実態改善 (real improvement)²⁸⁾と結びついていることを示唆する証拠であるといえよう。

7 要約と今後の課題

本稿では、一時的性格ゆえに将来業績への含意は乏しいとされる特別損失に焦点を当て、計上頻度という観点から将来業績予測における役立ちを検証した。

その結果、本稿では以下の3つの発見事項を得た。第1に、過去5年間に特別損失を高頻度で計上した企業は、1度も計上していない企業と比較して、将来3期間に経常利益変化が正となる傾向にあることが確認された。さらに追加分析では、このような企業が将来3期間に増収を達成する傾向にあることも判明した。第2に、過去5年間に特別損失の計上頻度と当期の株式リターンとの間に有意な関連性は確認できない。第3に、過去5年間に3回以上の高頻度で特別損失を計上した企業は、1度も計上していない企業と比較すると、決算の3ヵ月後から24ヶ月間および36ヶ月間の株式リターンが弱いながら有意な正となった。第2および第3の結果からは、特別損失の計上頻度の含意が当期の株価形成には十分反映されておらず、将来期間において反映されていることが示唆される。以上から、特別損失

の計上頻度は、将来期間における経常利益変化および株式リターンを予測するに際して有効である可能性が確認された。

ただし、本稿には以下のような課題も存在する。まず第1に、特別損失を高頻度で計上した企業のより詳細な特性分析が必要である。基本統計量からも確認できるとおり、特別損失を高頻度で計上した企業における業績変数の標準偏差は、そうでない企業の標準偏差と比較して大きい傾向にある。このことは、企業が高頻度で特別損失を計上する背景には多様な要因が存在することを示唆しているのかもしれない。今後は、特別損失を高頻度で計上した企業のなかで、さらに精緻な特性分析を行う必要があるだろう。

第2に、本稿では特別損失に含まれる各構成要素の頻度と将来業績の関係については分析していない。特別損失のなかには為替差損のように事業改革とは関係の薄い項目や、事業構造改革損失などのように事業改革とより直接的な関係を有する項目が存在する。将来的には特別損失の構成要素ごとに将来業績との関係を検証する必要がある。

第3に、特別損失の計上頻度と将来リターンとの有意な関係は、投資家のミスプライシングではなく、単にリスクを反映しているに過ぎない可能性がある。今後は両者の関係がいずれに起因して生じているのかを明らかにする必要がある。

注

本稿の執筆にあたっては、神戸大学で開催された研究会において櫻井久勝先生、音川和久先生、村宮克彦先生、小野慎一郎先生をはじめとする諸先生方から有益なご意見を頂いた。また、第71回日本会計研究学会全国大会（於：一橋大学）では、司会の太田浩司先生をはじめ、一ノ宮士郎先生、岡部孝好先生、田澤宗裕先生、田宮治雄先生より貴重なコメントを頂戴した。すべてのコメントを反映できてはいないが、ここに記して厚く御礼申し上げる。もちろん本稿に含まれる誤謬はすべて筆者の責に帰するものである。なお、本稿は科学研究費補助金（基盤研究B・課題番号：23330146）の助成を受けた研究成果の一部である。

- 1) 従来、特別損益で区分表示される特別損失項目は、企業会計原則および同注解において「前期損益修正損」と「固定資産売却損、災害による損失」等の臨時損失から構成されると定義されていた（企業会計原則六、および企業会計原則注解12）。しかし、企業会計基準第24号「会計上の変更及び誤謬の訂正に関する会計基準」が公表されたことにより、現在では前期損益修正は特別損益項目から除外されている。ただし、本稿の分析対象は企業会計基準第24号の適用前の期間であるので注意されたい。
- 2) 代表的な項目としては資産の処分損や評価損などが挙げられる。日本では特別損失のうち50%以上をこれらの項目が占めている。たとえば、本稿の分析サンプル（抽出要件は後述）によると、特別損失の総額に占める割合は、有価証券以外の資産処分損・評価損が41.47%（1984-2010年の平均）、減損損失が15.22%（2004-2010年の平均）、有価証券売却損が2.80%（1996-2010年の平均）、有価証券評価損が14.92%（1999-2010年の平均）である。なお、内訳および金額は日経メディアマーケティング『日経 NEEDS 財務データ DVD 版』に基づく。

- 3) なお、特別損失の水準と将来利益の関係については、Fairfield et al. (1996, 2009), Francis et al. (1996), Burgstahler et al. (2002), Cready et al. (2010), Jones and Smith (2011)などを参照。
- 4) 青木 (2008) や新美 (2010) は日本における特別損失の計上実態について言及している。そこでは、2004年前後から特別損失に含まれる項目のなかに構造改善損失など、将来の業績回復に関する前向きな意思を読み取れるものが増えてきたことが指摘されている。
- 5) Elliott and Hanna (1996) は、経営上の困難性の観点から同様の予想を導いている。彼らは、過去の資産評価減の計上頻度が高いほど、当期の利益率は低く倒産確率が高いことを示した。そして、複数回にわたり資産の評価減を行う企業は、1度の事業再編だけではその目的を達成できない経営上の困難性を抱えた企業であると解釈している。
- 6) Elliott and Hanna (1996) や Cready et al. (2010) では、特別損益の計上頻度が特別損益を控除した利益や特別損益の資本化係数に及ぼす影響を分析している。本稿の関心事である特別損失の計上頻度そのものと株価形成との関係については問題としていない。
- 7) 同様のモデルは、将来業績予測に関する複数の先行研究でも採用されている (Soliman, 2008; Patatoukas, 2012; 内川・音川, 2012; 小野・村宮, 2012など)。
- 8) 過去3年間ににおける特別損失の計上頻度に基づいて $FREQ\ j\ (j=1, 2, 3)$ を定義した追加分析も行ったが、結果に顕著な差は生じなかった。
- 9) 小規模のものを含めると、日本企業は大半の企業で経常的に特別損失が計上されており、計上頻度の分析を適切に行えない可能性がある。そこで、本稿では経済的に影響が大きいと思われる総資産1%以上の特別損失の反復的な計上を分析対象とすることとした。
- 10) 過去5年間で総資産の1%以上の特別損失を4回以上計上した企業については、サンプルが少ないために $FREQ3$ に含めている。以下で定義される計上頻度に関する変数もすべて同様に処理している。
- 11) 特別損失の計上頻度が高い企業は、相対的に特別損失の計上額の規模が大きい傾向にある。両者の相関はさほど高くはないが、本稿では特別損失の計上頻度が特別損失額の単なる代理変数である可能性を考慮し、特別損失の規模をコントロール変数として含めている。
- 12) Soliman (2008) では、将来の営業利益変化を説明する変数として、売上高営業利益率および正味営業資産回転率を用いている。しかし、本稿の主たる関心は将来の経常利益変化であることから、売上高経常利益率および総資産回転率をコントロール変数として用いている。
- 13) Lev and Thiagarajan, (1993) および Abarbanell and Bushee (1997) では、棚卸資産における払出単価の決定方法に関するダミー変数 (LIFOを採用していれば1, そうでなければ0のダミー変数) を、利益の品質を表す変数として利用している。本稿では、これに代えて会計発生高 (TAC) を用いる。また、Lev and Thiagarajan, (1993) および Abarbanell and Bushee (1997) では、設備投資に関する変数 (CAPX), 監査意見に関する変数 (AQ), および実効税率 (ETR) を変数に含めているが、本稿では分析期間を通じてデータが入手できないため、変数から除外している。同様の変数選択は小野・村宮 (2012) でも採用されている。
- 14) Abarbanell and Bushee (1997) では、変化率を以下のように定義する。たとえば売上高を例に挙げると、(売上高変化率 = [当期売上高 - 当期売上高の期待値] ÷ 当期売上高の期待値) と算定される。ここで、当期売上高の期待値は、前期以前の2期間の単純平均、すなわち (当期売上高の期待値 = [前期売上高 + 前々期売上高] ÷ 2) として算定する (Abarbanell and Bushee, 1997, p. 4)。

本稿では、*INV* から *LF* までの各変数における変化率をこの方法で計算している。

- 15) 会計発生高は $[(\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金預金}) - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{資金調達項目}) - (\Delta \text{貸倒引当金} + \Delta \text{退職給付(与)引当金} + \Delta \text{役員退職慰労引当金} + \Delta \text{その他の長期引当金} + \Delta \text{減価償却費})]$ と測定している。 Δ は対前年度変化額であることを表す。また、 Δ 資金調達項目については $[\Delta \text{短期借入金} + \Delta \text{コマーシャル・ペーパー} + \Delta \text{1年内返済の長期借入金} + \Delta \text{1年内返済の社債および転換社債}]$ と計算する (須田・首藤, 2004, 219頁)。
- 16) 規模調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンの期待リターンには、金融業を含まない企業規模に基づく10ベンチマーク・ポートフォリオの加重平均リターンを用いる。
- 17) *BETA* は期末から24ヶ月間の各企業の月次リターンと市場リターンとを用いて推定する。市場リターンには、全上場企業 (ただし金融機関は除く) の加重平均月次リターンを用いる。なお、過去60ヶ月にわたる株式リターンを用いて計算した場合にも結論に重大な影響は及ぼさない。
- 18) *ln MVE*, *BM*, および *EP* については、決算期末から3ヶ月後の株価に基づく株式時価総額によって計算する。
- 19) 特別損失の計上頻度を計算するためには、過去5年間の連結財務諸表が必要となる。そのため、1984年の分析が可能になるためには1980年以降の連結財務諸表データが入手可能であることが求められる。
- 20) 金融業 (銀行, 証券, 保険, その他金融業) については、日経業種中分類によって特定する。
- 21) 要件(4)および(5)を課したサンプルを用いて仮説1の検証を行った場合にも結論は変わらない。
- 22) 基本統計量は異常値処理後の値である。本稿では、連続変数の各年度における分布の1パーセンタイル以下 (99パーセンタイル以上) は異常値とみなし、1パーセンタイル (99パーセンタイル) の値に置換する処理を行っている。
- 23) *FREQ 2* および *3* と将来経常利益変化との正の関係は、*FREQ 2* および *3* に含まれる業績不振企業の上場廃止によってもたらされた見かけ上の関係であるかもしれない。そこで、分析対象期間中に上場廃止となった企業をサンプルから除外した追加分析も実施したが、分析結果に著しい変化は生じなかった。
- 24) Fairfield and Yohn (2001) や Soliman (2008) は、Abarbanell and Bushee (1997) で提示されたファンダメンタル・シグナルは、*ATO* および *PM* によって捕捉可能であると主張する。そこで、Abarbanell and Bushee (1997) のコントロール変数を除外して追加分析を行ったが、分析結果に顕著な変化は生じなかった。
- 25) Petersen (2009) による標準誤差を用いず、固定効果モデルまたは Fama and MacBeth (1973) による手法で回帰分析を行った結果、*FREQ 3* は12ヶ月間、24ヶ月間、および36ヶ月間の株式リターンと1%水準から5%水準で有意に関係していることが確認された。
- 26) たとえば、有価証券の評価損益や売却損、固定資産売却損、為替差損などの項目は、営業外費用と特別損失のいずれに分類することもできる。
- 27) 日本では木村 (2010) が同様の分析を行っており、経営者は利益平準化を達成するために、営業外損益項目から特別損益項目への分類変更を利用していることを示唆する証拠を得ている。
- 28) 経常利益変化の分析と同様、分析対象期間中に上場廃止となった企業をサンプルから除外した追加分析も実施したが、分析結果に著しい変化は生じなかった。

引用・参考文献

- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1997. "Fundamental Analysis, Future Earnings, and Stock Prices." *Journal of Accounting Research*, 35(1): 1-24.
- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1998. "Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy." *The Accounting Review*, 73(1): 19-45.
- Atiase, R. K., D. E. Platt, and S. Y. Tse. 2004. "Operational Restructuring Charges and Post-Restructuring Performance." *Contemporary Accounting Research*, 21(3): 493-522.
- Basu, S. 1997. "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings." *Journal of Accounting and Economics*, 24(1): 3-37.
- Bhattacharya, N., E. L. Black, T. E. Christensen, and C. R. Larson. 2003. "Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings." *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3): 285-319.
- Black, E. L., T. A. Carnes, and V. J. Richardson. 2000. "The Value Relevance of Multiple Occurrences of Nonrecurring Items." *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4): 391-411.
- Bradshaw, M. T., and R. G. Sloan. 2002. "GAAP versus the Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings." *Journal of Accounting Research*, 40(1): 41-66.
- Brown, L. D., and K. Shivakumar. 2003. "Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures." *Review of Accounting Studies*, 8(8): 561-572.
- Burgstahler, D., J. Jambalvo, and T. Shevlin. 2002. "Do Stock Prices Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings?" *Journal of Accounting Research*, 40(3): 585-612.
- Clement, M., L. Koonce, and T. Lopez. 2007. "The Roles of Task-specific Forecasting Experience and Innate Ability in Understanding Analyst Forecasting Performance." *Journal of Accounting and Economics*, 44(3): 378-398.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss. 1997. "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years." *Journal of Accounting and Economics*, 24(1): 39-67.
- Cready, W., T. J. Lopez, and C. A. Sisneros. 2010. "The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Items." *The Accounting Review*, 85(5): 1577-1615.
- Cready, W., T. J. Lopez, and C. A. Sisneros. 2012. "Negative Special Items and Future Earnings: Expense Transfer or Real Improvements?" *The Accounting Review*, 87(4): 1165-1195.
- Dechow, P. M., and W. Ge. 2006. "The Persistence of Earnings and Cash Flows and the Role of Special Items: Implications for the Accrual Anomaly." *Review of Accounting Studies*, 11(2-3): 253-296.
- Dechow, P. M., M. R. Huson, and R. G. Sloan. 1994. "The Effect of Restructuring Charges on Executives' Cash Compensations." *The Accounting Review*, 69(1): 138-156.
- Donelson, D. C., R. Jennings, and J. McInnis. 2011. "Changes over Time in the Revenue-Expense Relation: Accounting or Economics?" *The Accounting Review*, 86(3): 945-974.
- Doyle, J. T., R. J. Lundholm, and M. T. Soliman. 2003. "The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings." *Review of Accounting Studies*, 8(2-3): 145-174.
- Elliott, J. A., and J. D. Hanna. 1996. "Repeated Accounting Write-offs and the Information Content of Earnings." *Journal of Accounting Research*, 34(supplement): 135-155.

- Fairfield, P. M., K. A. Kitching, and V. W. Tang. 2009. "Are Special Items Informative about Future Profit Margins?" *Review of Accounting Studies*, 14 (2-3): 204-236.
- Fairfield, P. M., R. J. Sweeney, and T. L. Yohn. 1996. "Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings." *The Accounting Review*, 71(3): 337-355.
- Fairfield, P. M., and T. L. Yohn. 2001. "Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability." *Review of Accounting Studies*, 6 (4): 371-385.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *The Journal of Finance*, 47(2): 427-465.
- Fama, E. F., and J. D. MacBeth. 1973. "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests." *Journal of Political Economy*, 81(3): 607-636.
- Fan, Y., A. Barua, W. M. Cready, and W. B. Thomas. 2010. "Managing Earnings Using Classification Shifting: Evidence from Quarterly Special Items." *The Accounting Review*, 85(4): 1303-1323.
- Francis, J., J. D. Hanna, and L. Vincent. 1996. "Causes and Effects of Discretionary Asset Write-offs." *Journal of Accounting Research*, 34(supplement): 117-134.
- Frankel, R. M., and S. Roychowdhury. 2008. "Are All Special Items Equally Special? The Predictive Role of Conservatism." Working Paper. Washington University and Boston College.
- Gu, Z., and T. Chen. 2004. "Analysts' Treatment of Nonrecurring Items in Street Earnings." *Journal of Accounting and Economics*, 38(1-3): 129-170.
- Haw, I. M., S. S. M. Ho, and A. Y. Li. 2011. "Corporate Governance and Earnings Management by Classification Shifting." *Contemporary Accounting Research*, 28(2): 517-553.
- Herrmann, D., T. Inoue, and W. B. Thomas. 2000. "The Persistence and Forecast Accuracy of Earnings Components in the USA and Japan." *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11(1): 48-70.
- Hsu, C., and W. Kross. 2011. "The Market Pricing of Special Items that are Included in versus Excluded from Street Earnings." *Contemporary Accounting Research*, 28(3): 990-1017.
- Johnson, P. M., T. J. Lopez, and J. M. Sanchez. 2011. "Special Items: A Descriptive Analysis." *Accounting Horizons*, 25 (3): 511-536.
- Jones, D. A., and K. J. Smith. 2011. "Comparing the Value Relevance, Predictive Value, and Persistence of Other Comprehensive Income and Special Items." *The Accounting Review*, 86(6): 2047-2073.
- Kang, K., and A. Shivdasani. 1997. "Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan." *Journal of Financial Economics*, 46(1): 29-65.
- Kose J., L. H. P. Lang, and J. Netter. 1992. "The Voluntary Restructuring of Large Firms in Response to Performance Decline." *The Journal of Finance*, 47(3): 891-917.
- Landsman, W. R., B. L. Miller, and S. Yeh. 2007. "Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation." *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(3-4): 650-675.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan, 1993. "Fundamental Information Analysis." *Journal of Accounting Research*, 31(2): 190-215.
- Lougee, B., and C. A. Marquardt. 2004. "Earnings Informatives and Strategic Disclosure: An Empirical

- Examination of 'Pro Forma' Earnings." *The Accounting Review*, 79(3): 769-795.
- McVay, S. E. 2006. "Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items." *The Accounting Review*, 81(3): 501-531.
- Patatoukas, P. N. 2012. "Customer-Base Concentration: Implications for Firm Performance and Capital Markets." *The Accounting Review*, 87(2): 363-392.
- Petersen, M. A. 2009. "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Set: Comparing Approaches." *Review of Financial Studies*, 22(1): 435-480.
- Reidl, E. J., and S. Srinivasan. 2010. "Signaling Firm Performance Through Financial Statement Presentation: An Analysis Using Special Items." *Contemporary Accounting Research*, 27(1): 289-332.
- Soliman, M. T. 2008. "The Use of DuPont Analysis by Market Participants." *The Accounting Review*, 83(3): 823-853.
- Wang, R. Z., and M. K. Trimble. 2011. "The Asymmetric Market Valuation of Nonrecurring Items and Accounting Conservatism." Working Paper. Eastern Illinois University and University of Mannheim.
- Watts, R. L. 2003. "Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications." *Accounting Horizons*, 17(3): 207-221.
- 青木茂男. 2008. 『要説経営分析 (三訂版)』森山書店.
- 内川正夫・音川和久. 2012. 「設備投資と将来業績の実証的関連性」『会計』(近刊).
- 音川和久. 2008. 「損益計算要素の持続性」須田一幸 (編著)『会計制度の設計』白桃書房.
- 音川和久・高田知実. 2005. 「ストック・オプションの権利付与と会計上の損失に関する予備的証拠」『国民経済雑誌』, 192(5): 37-54.
- 小野慎一郎・村宮克彦. 2012. 「受注残高情報と将来業績」神戸大学経済経営研究所ディスカッションペーパーシリーズ (DP2012-J04).
- 大日方隆. 2008a. 「法人企業統計個票データによる利益属性と会計行動」三輪芳朗・大日方隆・大森裕浩『消滅企業の消滅に至るプロセスの検証およびその結果を利用することによる補正手段の研究』財務省財務総合政策研究所.
- 大日方隆. 2008b. 「利益情報の有用性と市場の効率性」東京大学金融教育研究センターワーキングペーパー (CARF-J-052).
- 木村晃久. 2007. 「特別損失計上後の利益にたいする投資家の評価」『企業会計』, 59(12): 1802-1806.
- 木村晃久. 2010. 「損益項目のシフトを利用した利益マネジメント」『埼玉学園大学紀要 (経営学部篇)』, 10: 109-119.
- 木村史彦・浅野信博. 2005. 「財務データの特性と統計分析上の留意点」『オイコノミカ』, 42(1): 133-152.
- 須田一幸・首藤昭信. 2004. 「経営者の利益予想と裁量的会計行動」須田一幸 (編著)『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店.
- 須田一幸・高田知実. 2010. 「会計発生高と企業価値評価」桜井久勝 (編著)『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証』中央経済社.
- 新美一正. 2010. 「特別損益情報の有用性を考える—投資家による情報価値評価の実証分析」『Business & Economic Review』, 20(5): 75-99.