

# Non-GAAP 利益の開示と市場の評価\*

若 林 公 美

## 要 旨

本稿は、GAAP 利益と同じく、Non-GAAP 利益が投資家の意思決定有用性に資する業績とみなされるかどうかを検討すべく、GAAP 利益と Non-GAAP 利益による将来キャッシュ・フローの予測可能性および情報内容を検証している。分析結果は、GAAP 利益のみならず、Non-GAAP 利益についても将来キャッシュ・フローに関する予測能力があることを示している。一方、イベントスタディの結果は、GAAP 利益と異なり、Non-GAAP 利益の情報内容を支持する結果を得られなかった。このことから、決算発表時点において、Non-GAAP 利益は、GAAP 利益と同じように有用な情報とはみなされていない可能性がある。

キーワード：Non-GAAP 利益 (Non-GAAP Earnings)、プロフォーマ利益 (Pro Forma Earnings)、予測可能性 (Predictability)、情報内容 (Information Contents)、イベントスタディ (Event Study)

## I 本稿の目的と構成

近年、経営者が自らの判断で自発的に算定した利益情報を開示する動きが広がっている。これらの利益は、通常、事業利益やコア営業利益など、独自に定めた名称によって、財務諸表本体以外の場所で開示される傾向にある。純利益など一般に認められた会計原則 (Generally Accepted Accounting Prin-

---

\* 本稿は、JSPS 科研費 (22K01829) の助成を受けた研究成果の一部である。

ciples: GAAP)に基づく監査済みの利益、すなわち GAAP 利益に対して、これらの利益は、Non-GAAP 利益や Non-GAAP 指標とも呼ばれている<sup>1)</sup>。

財務会計の機能に着目すると、経営者が自発的に算定・開示する Non-GAAP 利益は、GAAP 利益と同様に、その有用性が支持されるのであろうか<sup>2)</sup>。あるいは、Non-GAAP 利益は必ずしも算定プロセスが明示されておらず、監査を受けていないことから、GAAP 利益に比べて信頼性が低いため、その有用性は否定されるのであろうか。

本稿では、GAAP 利益と同じく、Non-GAAP 利益が投資家の意思決定有用性に資する業績とみなされるかどうかを検討すべく、GAAP 利益と Non-GAAP 利益による将来キャッシュ・フローの予測可能性および情報内容について検討する。分析に先立ち、IFRS 任意適用企業（金融・証券・保険・その他金融を除く）225社について、2020年12月1日から2021年11月30日までに終了した事業年度の決算短信における Non-GAAP 利益の開示状況を調査した<sup>3)</sup>。この結果に基づき、本稿では、決算短信において Non-GAAP 利益を開示している企業98社のうち、第IV節で述べる要件を満たす企業を分析対象とする。

本稿の特徴は、IFRS 任意適用企業において、実際に開示された Non-GAAP 利益を分析に用いる点にある。特に、IFRS 任意適用企業に着目するのは、日本基準において段階利益として営業利益と経常利益の開示が義務付けられているのに対して、IFRS では段階利益の開示が義務付けられていないだけでなく、経常利益についてはむしろ段階利益としての開示が禁じられている

- 1) Non-GAAP 利益は、プロフォーマ利益、主要業績指標（Key Performance Indicator: KPI）、代替的業績指標（Alternative Performance Measure: APM）、経営者業績指標（Management Performance Measure: MPM）などとも呼ばれる。本稿では、これらを総称して Non-GAAP 利益と呼ぶ。なお、ストリート利益（Street Earnings）という場合は、アナリストが算定して開示する利益を指すことが多い。
- 2) Non-GAAP 利益の契約支援機能、特に役員報酬への利用実態を調査した研究として中條（2023）がある。また、IFRS 任意適用企業の Non-GAAP 利益開示要因に焦点を当てた研究として加藤（2022）がある。
- 3) IFRS 任意適用企業における Non-GAAP 利益の開示状況との特徴については、若林（2022a）で考察している。

ことによる<sup>4)</sup>。すなわち、IFRS 任意適用企業が日本基準を適用するライバル企業との業績の比較可能性を高めるために、Non-GAAP 利益を積極的に開示するインセンティブが働くと考えられる<sup>5)</sup>。例えば、カゴメは、自発的に開示する事業利益が日本基準における営業利益に近いと明記している。

その一方で、本稿には限界もある。それは、分析に用いる Non-GAAP 利益のデータが単年度かつ covid-19 のため将来予想が困難である時期のものであることから、分析結果の一般化可能性が低いという点である。そのため、本稿の分析結果はパイロットテストとして位置づけなければならない。

本稿の構成は次のとおりである。第Ⅱ節では先行研究をレビューし、第Ⅲ節ではモデルを設定する。第Ⅳ節では記述統計量と相関係数を示し、第Ⅴ節では分析結果を報告する。第Ⅵ節では本稿の要約と課題を述べる。

## Ⅱ 先行研究のレビュー

米国では、1990年代に赤字傾向の IT 企業が黒字の Non-GAAP 利益を開示しはじめたことをきっかけに、Non-GAAP 利益の算定・開示が広がったといわれる<sup>6)</sup>。たとえば、Audit Analytics の調査結果によると、S&P 500社における Non-GAAP 利益開示企業の割合が、1996年に59%であったのに対して、2017年には97%に達しているとのことである (Usvyatsky and Coleman 2018)<sup>7)</sup>。

また、同調査では、2015年から2017年の3年間に、S&P 500社のうち260社、271社、277社と、3年連続で過半数の企業が Non-GAAP 利益の予想情報を開示したことを報告している。このように、米国では経時的に Non-

4) IFRS では、今のところ営業利益の開示を義務付けているわけではないので、IFRS 任意適用企業の開示する営業利益も各企業の判断による開示であるといえる。

5) Shibasaki and Toyokura (2020) による日経225構成銘柄をサンプルとした分析も、日本基準から IFRS へ変更した企業において、Non-GAAP 利益の開示が進んでいることを明らかにしている。

6) 詳しくは、中條 (2002) や古庄 (2005) などを参照されたい。

7) なお、この調査では、キャッシュ・フローや EPS なども調査対象に含めていることから、Non-GAAP 指標 (Non-GAAP Metrics) と表記されている。

GAAP 利益の開示が増加してきており、今や S&P 500 社のほとんどが Non-GAAP 利益を算定・開示している。さらに、半数を超える企業において、その予想情報の開示が行われていることも特筆すべき点である。

このように、米国では、Non-GAAP 利益への注目が高まると同時に、当該利益の算定から除外される損益項目への関心も高まってきた。同じく、Audit Analytics の調査結果をみると、税金、買収・売却、リストラ、減損、減価償却・償却、訴訟、債務償還、繰延報酬に関連する項目が GAAP 利益から控除される代表的な項目として取り上げられている<sup>8)</sup>。これらの除外項目は一般に、一時的あるいは本業と直接関係のない項目であると説明されることが多い<sup>9)</sup>。

かりに経営者の主張するとおり、Non-GAAP 利益の開示目的が本業に関連する経常的な業績を示すことにあるのであれば、GAAP 利益よりも Non-GAAP 利益のほうが、投資家にとって将来キャッシュ・フローの予想や企業価値評価に役立つ利益情報といえるかもしれない。その一方で、経営者が恣意的に算定した Non-GAAP 利益は監査を受けておらず、その信頼性が懸念されるとすれば、GAAP 利益よりも Non-GAAP 利益の有用性は低いかもしれない。

このような課題について、米国を中心に、これまでに実証研究が蓄積されてきた<sup>10)</sup>。ただし、Non-GAAP 利益は、その定義のみならず、開示方法も企業間でバラツキがみられることから、Compustat のデータベースには収録されていない。このことから、米国では I/B/E/S の 1 株当たり利益 (EPS)、つまりアナリストの提供するストリート利益を Non-GAAP 利益の代理変数とするか、S&P 500 社などにサンプルを限定したうえで、実際に経営者の開

8) 若林 (2022a) は、わが国の IFRS 任意適用企業を対象に分析を行った結果、Non-GAAP 利益を開示しない企業よりも開示する企業のほうが、総資産に占めるのれん、無形資産、有形固定資産の各比率が高いことを確認している。

9) Non-GAAP 利益の除外項目や海外の規制当局の対応については、山田 (2019) が詳しい。

10) 若林 (2022b) は、投資家に対する情報提供目的と誤導目的から先行研究をレビューしている。より包括的なレビューについては、Black et al. (2018) を参照されたい。

示した Non-GAAP 利益を手作業で集めるかのいずれかの方法で実証分析を行うことが多い<sup>11)</sup>。

Non-GAAP 利益の初期の研究として位置付けられる Bradshaw and Sloan (2002)、Brown and Sivakumar (2003) では、ストリート利益を用いて分析が行われている。Bradshaw and Sloan (2002) では、GAAP 利益とストリート利益の有用性を比較した結果、1990年代からストリート利益が GAAP 利益と乖離しはじめ、特に第 4 四半期においてその差が大きいことを明らかにしている。さらに、経時的に、ストリート利益に対する利益反応係数と決定係数が、GAAP 利益のそれらに比べて大きくなってきたことを報告している。

また、Brown and Sivakumar (2003) は、ストリート利益を営業利益や GAAP 利益と比較し、同じ値であるか否かによって、全体サンプルを 3 分割し、四半期ベースでのストリート利益の予測可能性を検討している。その結果、彼らは、他の利益よりもストリート利益のほうが将来業績の予測能力が高いことを明らかにしている。また、決算発表日周辺の株価反応に着目したイベントスタディにおいても、ストリート利益に対する反応がより強いことを報告している。さらに、価値関連性の分析においても、概して、他の利益に比べて、ストリート利益の価値関連性が高いことを示している。

一方、Bhattacharya et al. (2003) は、Bradshaw and Sloan (2002) や Brown and Sivakumar (2003) と異なり、I/B/E/S に収録されているストリート利益ではなく、実際に経営者の開示した Non-GAAP 利益を用いた分析を行っている点で、Non-GAAP 利益の先駆的な研究として位置づけることができる。彼らは、LexisNexis においてプロフォーマ (pro forma、pro-form、proforma) をキーワードとして検索し、ヒットしてきたなかから、1998年から2000年までの延べ1,149の企業四半期データを分析に用いている。その結果、GAAP

11) Bentley et al. (2018) は、ストリート利益と Non-GAAP 利益の情報が73.3%のケースで重複しているものの、まったく同じではないことを報告している。そのため、彼らは、ストリート利益を Non-GAAP 利益の代理変数として用いると、低品質な Non-GAAP 利益を省略することになり、Non-GAAP 利益の質の過大評価につながることを指摘している。

利益やストリート利益に比べて、Non-GAAP 利益の値のほうが統計的に有意に大きいことを明らかにしている。

また、彼らは、Non-GAAP 利益の発表日周辺の 3 日間の規模調整済累積異常リターンを各利益サプライズで回帰したときの利益反応係数と決定係数を調査した。そして、3つの利益サプライズの決定係数を相対的に比較したところ、ストリート利益、Non-GAAP 利益、GAAP 利益の順番で異常リターンの説明力が高いことを明らかにしている。また、GAAP 利益を所与としても、Non-GAAP 利益やストリート利益に増分情報内容があることも例証している。さらに、利益サプライズの持続性を調査したところ、異常リターンの分析と同様に、ストリート利益、Non-GAAP 利益、GAAP 利益の順番で持続性が高いことも報告している。

Lougee and Marquardt (2004) は、GAAP 利益の利益反応係数や決定係数が低い場合において、Non-GAAP 利益の有用性が高く、将来業績の予測能力も高いことを明らかにしている。Leung and Veenman (2018) も、GAAP 利益がマイナスの企業は、悪い業績を隠すのではなく、キャッシュ・フローの裏付けがある Non-GAAP 利益を開示しており、それによって市場も誤導されないことを報告している。Johnson and Shwartz (2005) は、Non-GAAP 利益を開示する企業と開示しない企業を比較して、両者の間に営業利益の持続性に有意な差を検出していない。また、彼らは、複数の分析結果から、Non-GAAP 利益を開示する企業の株価がそうでない企業に比べて過度に高く評価されるわけではないと結論付けている。

このように、初期の先行研究の結果は、GAAP 利益に比べて、Non-GAAP 利益の有用性を例証しており、その後の研究も、Non-GAAP 利益の信頼性が相対的に高くなる条件を特定したうえで、Non-GAAP 利益の有用性を例証しているケースが多い<sup>12)</sup>。

12) ただし、すべての研究が Non-GAAP 利益の投資意思決定有用性を支持するわけではない。Doyle, Lundholm and Soliman (2003)、Bhattacharya et al. (2007)、Doyle, Jennings and Soliman (2013)、Black et al. (2017) は、経営者が投資家を誤導する目的で Non-GAAP 利益を開示すると主張する。たとえば、将来業績の予測に役立つ項目が意

### III モデルの設定

まず、GAAP 利益と Non-GAAP 利益が将来キャッシュ・フローの予測可能性を有するかどうかを調査するため、次の(1)式から(3)式を推定する。

$$OCF_{i+1} = \alpha_{01} + \alpha_1 NONGAAP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$OCF_{i+1} = \alpha_{02} + \alpha_2 OP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$OCF_{i+1} = \alpha_{03} + \alpha_3 NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

従属変数の  $OCF_{i+1}$  は、1期先の営業キャッシュ・フロー、独立変数の  $NONGAAP_{it}$  は Non-GAAP 利益、 $OP_{it}$  は営業利益、 $NI_{it}$  は親会社株主に帰属する当期純利益である。すべての変数は、企業規模の影響を捨象するため、期首総資産で割り算されている。かりに(1)式から(3)式を推定した結果、 $\alpha_1$ 、 $\alpha_2$ 、 $\alpha_3$  が、統計的に有意なプラスであるならば、当期純利益や営業利益と同様、Non-GAAP 利益についても将来キャッシュ・フローの予測能力があるといえる。

次に、GAAP 利益と同様に、Non-GAAP 利益が情報内容を有するかどうかを調査すべく、以下の(4)式から(6)式を推定する。

$$CAR_{it} (ICAR_{it}) = \beta_{01} + \beta_1 FE\_NONGAAP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$CAR_{it} (ICAR_{it}) = \beta_{02} + \beta_2 FE\_OP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$CAR_{it} (ICAR_{it}) = \beta_{03} + \beta_3 FE\_NI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

従属変数の  $CAR_{it}$  ( $ICAR_{it}$ ) は、決算発表日周辺の3日間について個別企業のリターンから市場インデックスである TOPIX に基づくリターン（ある

---

図的に取り除かれている可能性がある点、アナリスト予想を達成するのが難しい状況で Non-GAAP 利益を開示する点などが指摘されている。なお、田口（2023）は、信頼性や検証可能性の観点から、Non-GAAP 利益に関する研究をレビューしている。

いは業種別株価指数のリターン) を控除することによって算定される累積異常リターンである。独立変数の利益サプライズを表す  $FE\_NONGAAP_{it}$ 、 $FE\_OP_{it}$ 、 $FE\_NI_{it}$  はそれぞれ、Non-GAAP 利益、営業利益、親会社株主に帰属する当期純利益の実績値から期初の経営者予想値を控除して、期首株式時価総額で割り算した値である。なお、 $FE\_NONGAAP_{it}$  の算定に際しては、期初の Non-GAAP 利益の経営者予想値の代理変数として、営業利益の経営者予想値を用いている。

本稿では、先行研究に従い、 $CAR_{it}$  ( $ICAR_{it}$ ) を利益サプライズ ( $FE\_NONGAAP_{it}$ 、 $FE\_OP_{it}$ 、 $FE\_NI_{it}$ ) で回帰したときの係数 ( $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_3$ ) が統計的に有意かどうかと決定係数の大きさにより、それぞれの利益が情報内容を有するかどうかを比較検討する。

なお、(1)式から(6)式のすべてに、コントロール変数として、対数変換した総資産 ( $L\_ASSET_{it}$ )、負債比率 ( $LEVERAGE_{it}$ ) と時価簿価比率 ( $BM_{it}$ ) を加えている<sup>13)</sup>。

#### IV サンプルと記述統計量

本稿の分析に用いる財務諸表データは基本的に、日本経済新聞社の「NEEDS Financial QUEST」から入手している。ただし、Non-GAAP 利益については、アイ・エヌ情報サービスの「eol」を用いて入手した決算短信から手作業で集めている。株式リターンなどの証券市場関連データは、金融データソリューションズの「日本上場株式日次リターンデータ」から入手している。

サンプルは、①IFRS を任意適用している、②2020年12月1日から2021年11月30日までに終了した事業年度である、③決算短信で Non-GAAP 利益を開示している、④決算月数が12カ月である、⑤金融・証券・保険・その他金融ではない、⑥分析に必要なデータが入手可能であるという6つの要件を課し

13) なお、コントロール変数を加えなかった場合も、後述する分析結果に違いはなかった。



ている。その結果、将来キャッシュ・フローを従属変数とする予測可能性の分析に用いたサンプルは83、累積異常リターンを従属変数とする情報内容の分析に用いたサンプルは66の企業から構成される<sup>14)</sup>。

第1表と第2表において、それぞれ1期先の営業キャッシュ・フローを従属変数とする場合の記述統計量と相関行列を示す<sup>15)</sup>。

第1表 記述統計量

変数	観測数	平均値	中央値	標準偏差	第1四分位	第3四分位
$OCF_{it+1}$	83	0.086	0.079	0.056	0.049	0.113
$NONGAAP_{it}$	83	0.071	0.056	0.074	0.032	0.107
$OP_{it}$	83	0.045	0.041	0.077	0.009	0.079
$NI_{it}$	83	0.030	0.030	0.058	-0.004	0.057
$L\_ASSET_{it}$	83	13.165	13.623	1.994	12.252	14.561
$LEVERAGE_{it}$	83	0.546	0.534	0.178	0.437	0.682
$BM_{it}$	83	0.735	0.576	0.554	0.317	0.954

第1表に示すとおり、Non-GAAP 利益は、GAAP 利益と比べて、平均値、中央値ともに大きな値となっており、基本的に GAAP 利益から費用を控除することによって、Non-GAAP 利益が算定されていることを示している。

次に、第2表は変数間の相関行列（ピアソンとスピアマンの相関係数）を示したものである。

第2表 相関行列

	Spearman						
Pearson	$OCF_{it+1}$	$NONGAAP_{it}$	$OP_{it}$	$NI_{it}$	$L\_ASSET_{it}$	$LEVERAGE_{it}$	$BM_{it}$
$OCF_{it+1}$	1	0.608	0.420	0.476	-0.255	-0.266	-0.618
$NONGAAP_{it}$	0.691	1	0.794	0.744	-0.205	-0.376	-0.619
$OP_{it}$	0.481	0.847	1	0.915	-0.118	-0.316	-0.473
$NI_{it}$	0.462	0.758	0.941	1	-0.157	-0.375	-0.536
$L\_ASSET_{it}$	-0.304	-0.297	-0.157	-0.131	1	0.048	0.318
$LEVERAGE_{it}$	-0.266	-0.349	-0.347	-0.385	0.071	1	0.168
$BM_{it}$	-0.524	-0.504	-0.358	-0.368	0.258	0.162	1

14) 1社で複数の Non-GAAP 利益を開示しているケースについては、最も営業利益に近い利益を分析対象としている。

15) 各変数は、分布の上下1%を置換処理 (winsorize) している。 $CAR_{it}$  または  $ICAR_{it}$  を従属変数とする場合の記述統計量と相関行列は、Appendix を参照されたい。

GAAP 利益と同様、Non-GAAP 利益と将来キャッシュ・フローとの間にプラスの相関関係が確認された。また、2 を超える VIF はなかったため、多重共線性の懸念は低いと判断した。

## V 分析結果

(1)式から(3)式を推定した結果を示したのが、以下の第3表である。

第3表 予測可能性に関する分析結果

従属変数 独立変数	$OCF_{i+1}$					
	$NONGAAP_{it}$		$OP_{it}$		$NI_{it}$	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>Intercept</i>	0.111	3.009	0.178	4.756	0.183	4.867
$NONGAAP_{it}$	0.410	5.569				
$OP_{it}$			0.212	2.966		
$NI_{it}$					0.260	2.663
$L\_ASSET_{it}$	-0.002	-1.006	-0.004	-1.739	-0.005	-1.833
$LEVERAGE_{it}$	-0.011	-0.421	-0.030	-1.013	-0.029	-0.949
$BM_{it}$	-0.023	-2.455	-0.037	-3.776	-0.037	-3.754
$Adj.R^2$	0.501		0.373		0.361	
観測数	83		83		83	

分析結果から、Non-GAAP 利益、営業利益、親会社株主に帰属する当期純益の係数が、それぞれ0.410、0.212、0.260とプラスであり、1%水準で統計的に有意なプラスの値を示している。また、決定係数も0.501、0.373、0.361であった。これらの結果は、これまで繰り返し先行研究で報告されてきたGAAP 利益のみならず、Non-GAAP 利益についても、将来キャッシュ・フローに関する予測能力があることを例証するものである。

次に、情報内容に関する(4)式から(6)式の推定結果を示すのが、次の第4表である。

第4表 情報内容に関する分析結果

従属変数 独立変数	CAR <sub>it</sub>					
	FE_NONGAAP <sub>it</sub>		FE_OP <sub>it</sub>		FE_NI <sub>it</sub>	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>Intercept</i>	-0.058	-1.106	-0.080	-1.617	-0.061	-1.215
<i>FE_NONGAAP<sub>it</sub></i>	-0.118	-0.981				
<i>FE_OP<sub>it</sub></i>			0.660	3.043		
<i>FE_NI<sub>it</sub></i>					0.441	2.542
<i>L_ASSET<sub>it</sub></i>	0.000	-0.113	0.002	0.700	0.001	0.319
<i>LEVERAGE<sub>it</sub></i>	0.034	0.818	0.011	0.300	0.006	0.166
<i>BM<sub>it</sub></i>	0.052	4.171	0.039	3.332	0.041	3.393
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>		0.181		0.278		0.248
観測数		66		66		66

第4表のとおり、営業利益、親会社株主に帰属する当期純利益については、それぞれ1%水準で統計的に有意なプラスの値を示しており、利益サプライズが株価形成に織り込まれていることがわかる。一方、Non-GAAP 利益に関しては、利益反応係数はマイナスであり、統計的に有意ではなかった。この結果から、本稿のサンプルについては、決算発表時点において、投資家は Non-GAAP 利益を有用な情報として認識していなかった可能性がある。

次に、累積異常リターンの算定にあたって、期待リターンを TOPIX ではなく、業種別株価指数によって算定した場合 (*ICAR<sub>it</sub>*) の推定結果を示したのが、次の第5表である。

第5表 情報内容に関する分析結果

従属変数 独立変数	ICAR <sub>it</sub>					
	FE_NONGAAP <sub>it</sub>		FE_OP <sub>it</sub>		FE_NI <sub>it</sub>	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>Intercept</i>	-0.061	-1.160	-0.082	-1.650	-0.063	-1.250
<i>FE_NONGAAP<sub>it</sub></i>	-0.087	-0.720				
<i>FE_OP<sub>it</sub></i>			0.639	2.960		
<i>FE_NI<sub>it</sub></i>					0.381	2.190
<i>L_ASSET<sub>it</sub></i>	0.001	0.380	0.004	1.160	0.003	0.750
<i>LEVERAGE<sub>it</sub></i>	0.018	0.420	-0.001	-0.030	-0.005	-0.120
<i>BM<sub>it</sub></i>	0.037	2.960	0.025	2.140	0.027	2.270
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>		0.082		0.191		0.142
観測数		66		66		66

結果は変わらず、Non-GAAP 利益のサプライズに対して、株式市場の有意な反応は観察されなかった。これらの結果から、少なくとも、本稿のサンプルのもとでは、Non-GAAP 利益は将来キャッシュ・フローに対する予測可能性が確認されるものの、その情報は投資家にとって有用な情報とみなされていない、あるいはタイムリーに意思決定に反映されていない可能性を示唆している<sup>16)</sup>。

## VI 要約と今後の課題

本稿では、IFRS 任意適用企業のうち、2020年12月から2021年11月までに終了した事業年度の決算短信において Non-GAAP 利益を開示している企業を対象に、GAAP 利益と Non-GAAP 利益の予測可能性を調査した。その結果、GAAP 利益のみならず、Non-GAAP 利益についても将来キャッシュ・フローに関する予測能力があることを確認した。

次に、投資家が Non-GAAP 利益の予測可能性を織り込んで意思決定を行っているかどうかを調査するため、イベントスタディを行った。その結果、GAAP 利益と異なり、Non-GAAP 利益については決算発表日周辺の累積異常リターンとの間に統計的に有意な関係を観察できなかった。このことは、投資家が Non-GAAP 利益を GAAP 利益と同じように有用な情報とみなしていない可能性を示している。

ただし、本稿の結果を解釈するにあたっては、注意が必要である。まず、本稿の分析対象は、IFRS 任意適用企業のうち、Non-GAAP 利益を開示している企業のみを対象にしている。また、2021年11月までの1年間のみのデータを分析に用いている。2021年は covid-19 の影響から、将来予想が困難で、その開示も限定的であったことが分析結果に影響しているかもしれない。さらに、Non-GAAP 利益の経営者予想を開示していない企業もあるので、Non-

---

16) Non-GAAP 利益のサプライズを算定するときに、Non-GAAP 利益の期初予想の代理変数として、営業利益の期初予想を用いたことが分析結果に影響を及ぼしているかもしれない。

GAAP 利益サプライズの算定にあたり、営業利益の期初予想を用いている。本稿の分析結果を解釈する際には、これらの点に注意する必要がある。

今後は、期間を拡大して、Non-GAAP 利益の開示データを追加収集し、本稿と同様の分析結果が得られるかどうかについて、引き続き調査を行わなければならない。

(筆者は関西学院大学商学部教授)

#### 引用文献

- Bentley, J., T. Christensen, H. Gee, and B. Whipple (2018), "Disentangling Managers' and Analysts' Non-GAAP Reporting," *Journal of Accounting Research*, Vol. 56, No. 4 (September), pp. 1039-1081.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and C. Larson (2003), "Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, Nos. 1-3 (December), pp. 285-319.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler (2007), "Who Trades on Pro Forma Earnings Information?," *The Accounting Review*, Vol. 82, No. 3 (May), pp. 581-619.
- Black, E., T. Christensen, J. Taylor, and R. Schmardebeck (2017), "The Relation between Earnings Management and Non-GAAP Reporting," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 34, No. 2 (Summer), pp. 750-782.
- Black, D., T. Christensen, J. Ciesielski, and B. Whipple (2018), "Non-GAAP Reporting: Evidence from Academia and Current Practice," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 45, Nos. 3-4 (December), pp. 259-294.
- Bradshaw, M. T., and R. G. Sloan (2002), "GAAP versus the Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1 (March), pp. 41-66.
- Brown, L., and K. Sivakumar (2003), "Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures," *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, No. 4 (December), pp. 561-572.
- Doyle, J., J. Jennings, and M. Soliman (2013), "Do Managers Define Non-GAAP Earnings to Meet or Beat Analyst Forecasts?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, No. 1 (July), pp. 40-56.
- Doyle, J., R. Lundholm, and M. Soliman (2003), "The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings," *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, No. 2 (June), pp. 145-174.
- Johnson, W. B., and W. Schwartz Jr. (2005), "Are Investors Misled by "Pro Forma" Earnings?," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 22, No. 4 (Winter), pp. 915-963.
- Leung, E., and D. Veenman (2018), "Non-GAAP Earnings Disclosure in Loss Firms," *Journal*

- of Accounting Research*, Vol. 56, No. 4 (September), pp. 1083-1137.
- Lougee, B., and C. Marquardt (2004), "Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of "Pro Forma" Earnings," *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 3 (July), pp. 769-795.
- Shibasaki, Y., and C. Toyokura (2020), "The Disclosure of Non-GAAP Performance Measures and the Adoption of IFRS: Evidence from Japanese Firms' Experience," *Monetary and Economic Studies*, Vol. 38 (November), pp. 19-54.
- Usvyatsky, O., and D. Coleman (2018), *Long-Term Trends in Non-GAAP Disclosures: A Three-Year Overview*, Audit Analytics: Sutton, MA.
- 加藤達也 (2022) 「日本企業による Non-GAAP 指標の開示に関する特性分析：IFRS 任意適用企業を対象とした検証」『金融研究』第41巻第3号, 57-86頁。
- 田口聡志 (2023) 「Non-GAAP 利益開示のコスト・ベネフィットと有用性を越えて：信頼性から企業会計の本質を問い直す」『同志社商学』第74巻第6号, 869-900頁。
- 中條祐介 (2002) 「プロフォーマ利益の開示とその課題」『會計』第162巻第3号, 26-37頁。
- 中條祐介 (2023) 「Non-GAAP 指標開示の論点と財務会計の機能の拡張」『會計』第203巻第1号, 39-52頁。
- 古庄修 (2005) 「米国における非 GAAP 利益の開示規制」『経済系：関東学院大学経済学会研究論集』第223集, 64-76頁。
- 山田純平 (2019) 「海外における Non-GAAP 指標をめぐる動向」『企業会計』第71巻第9号, 74-80頁。
- 若林公美 (2022a) 「IFRS 適用企業における Non-GAAP 利益の開示実態と開示企業の特徴」『會計』第202巻第1号, 54-66頁。
- 若林公美 (2022b) 「財務報告の比較可能性に関する実証研究の考察」『国際会計研究学会年報』2021年度第1・2合併号, 27-41頁。

## Appendix

第 A1 表 記述統計量

変数	観測数	平均値	中央値	標準偏差	第1四分位	第3四分位
$CAR_{it}$	66	-0.009	-0.017	0.058	-0.041	0.023
$ICAR_{it}$	66	-0.008	-0.018	0.054	-0.043	0.022
$FE\_NONGAAP_{it}$	66	0.046	0.023	0.062	0.006	0.082
$FE\_OP_{it}$	66	0.005	0.003	0.030	0.000	0.014
$FE\_NI_{it}$	66	0.006	0.003	0.037	0.000	0.012
$L\_ASSET_{it}$	66	13.253	13.548	1.854	12.323	14.550
$LEVERAGE_{it}$	66	0.573	0.568	0.170	0.466	0.704
$BM_{it}$	66	0.767	0.656	0.542	0.345	0.970

第 A2 表 相関行列

	Spearman								
Pearson		$CAR_{it}$	$ICAR_{it}$	$\frac{FE\_NON}{GAAP_{it}}$	$FE\_OP_{it}$	$FE\_NI_{it}$	$L\_ASSET_{it}$	$LEVERAGE_{it}$	$BM_{it}$
$CAR_{it}$		1	0.937	0.153	0.294	0.324	0.078	0.149	0.380
$ICAR_{it}$		0.962	1	0.153	0.285	0.267	0.128	0.047	0.302
$FE\_NONGAAP_{it}$		0.031	0.000	1	0.266	0.327	-0.106	0.433	0.283
$FE\_OP_{it}$		0.420	0.390	0.105	1	0.729	-0.208	0.122	0.224
$FE\_NI_{it}$		0.389	0.330	0.081	0.660	1	-0.095	0.135	0.355
$L\_ASSET_{it}$		0.079	0.119	-0.184	-0.151	-0.044	1	-0.104	0.209
$LEVERAGE_{it}$		0.075	0.031	0.421	0.079	0.131	-0.051	1	0.056
$BM_{it}$		0.466	0.356	0.231	0.246	0.264	0.150	0.054	1