

利益有用性アプローチの発展と外貨換算会計

井 上 達 男

I. はじめに

「実証会計理論」¹⁾の衰退とともに、1980年代に財務論および経済学にもたらされた「小規模な革命」によって、1980年代の後半から、再び証券市場研究が復活し始めた²⁾。本論文では、利益と証券リターンとの相関関係からその利益情報の有用性を検証しようとする実証的研究アプローチを利益有用性アプローチと呼び、外貨換算会計領域におけるその最近の研究結果について検討する。本論文では、まず、この利益有用性アプローチの重要性および問題点を検討するとともに、このアプローチの擁護者からどのような改善策が示されているかを提示する。この改善策としては、「利益の質」を考慮すべきこと、利益以外の項目の有用性についても考慮すべきことが示されている。次に、本論文では、外貨換算会計領域において、これらの手法を取り入れた Collins and Salatka (1993) および Soo and Soo (1994) の研究成果を紹介する。結びにおいては、利益有用性アプローチの最近の研究成果において財務会計基準書第52号（以下、SFAS 第52号と略す）がどのように評価されているかを述べるとともに、この利益有用性アプローチに対する私見を述べたい。

1) R. L. Watts and J. L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall, Inc., 1986.

2) V. Bernard, "Capital Markets Research in Accounting During the 1980's: A Critical Review," in T. Frecka(ed.) *The State of Accounting Research As We Enter the 1990s* (University of Illinois), 1989, p. 80.

II. 利益有用性アプローチの発展

1. 利益有用性アプローチ

利益有用性アプローチは、Ball and Brown (1968)³⁾によって始められたものであり、決して新しいものではない。しかし、その手法は次第に精緻化されており、依然として、今日の米国における会計研究アプローチを代表するものであるといえる。有用性に焦点を当てることについて、Ball and Brown (1968)は、次のように強調している⁴⁾。「資本理論の最近の発展は、有用性についての操作的なテストによって証券価格行動を選択することに正当性を提供する。情報が資本資産の価格形成に有用であるなら、その市場は情報に対してすばやく資産価格を調整するであろう。その意味において、この優れた資本理論の体系は、資本市場が効率的であるとともに不偏であるという主張を支持するのである。」1960年代の会計研究は目的適合性をめざしていたので、当時、利益有用性が強調されたことはそれほど驚くべきことではない。当時において、財務情報の有用性と目的適合性の問題および会計手続きの最適な選択は、会計研究の最優先問題であったと考えられる。しかしながら、1970年代にはいると、利益有用性はそのままでは実証的な評価に適していないという証拠が増え始めた。情報の作成配布コストを見積もることは困難であるし、社会全体の有用性といった問題はまったく手に負えないのである。また、今日広く知られているように、証券価格上昇を引き起こすような情報の公表でさえ、情報の潜在的な再分配効果をもたらすが、社会的に望ましいことを意味しているとは限らないのである。したがって、利益と証券のさまざまな性質の関係を検証したその後の研究者が、より慎重な研究目的を設定することによって、有用性という言葉が持つ非常に強い功利的な意味と規範的な含意から自分たちの研究を守ろうとしたことは少しも不思議ではない。このような慎重な目的としては、利益情報が証券

3) R. J. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, 6, Autumn 1968.

4) *ibid.*, pp. 160-161.

価格に反映されている情報とどの程度一致しているか（ここには因果関係は含まれていない）というようなものであった。

2. 利益有用性アプローチの重要性とその貢献度

Lev (1989) は、このような利益と株価変動の関係に関する研究について、その有用性の概念とその重要性、情報貢献度の測定値について以下のようにまとめている⁵⁾。

リターン利益研究の先駆者が投資者に対する利益の有用性を評価するために用いた方法は、その情報が実際に使用されることが「有用性」を示していると考えていた。すなわち、個々人があたかも特定の情報を使用したかのように行動するなら、その情報は有用であると考えられる。この点について、Ball and Brown (1968) は、「利益の公表によって株価の変更が観察されることは、利益に表されている情報が有用であるという証拠を提供しているのであろう」と述べている⁶⁾。この実証的アプローチは、「情報理論」における情報の定義に基づいている。メッセージが情報の受け手に関連する変数の確率分布を変更するなら、そのメッセージは情報を持っているといわれている。そのような確率分布（信念）の変更は行動を引き起こす。それゆえ、ある行動が特定の情報によって引き起こされるなら、その情報は有用であると考えられる。リターン利益研究の基礎には、このような論理が存在するのである。

株価の変更が利益有用性の証拠を提供するなら、より大きな変更がより大きな有用性を意味していることは明らかであろう。したがって、利益有用性は、株式リターン（株価の変化）と利益の間の相互関係を評価することによって推測される。別の表現を用いると、利益が投資者に対して重要な情報を提供するなら、利益は、利益の公表時点の周辺での株価の変動について大きな説明力を示すであろう。反対に、株価の変化が利益とほとんど関係がないことが示されたなら、利益の投資者に対する有用性は大きいとは思われない。このことは、

5) B. Lev, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research*, 27(Supplement), 1989, pp. 156-158.

6) R. J. Ball and P. Brown, *op. cit.*, p. 161.

リターンと利益の相互関係（すなわち、株式リターンを利益と回帰したときの R^2 ）を利益の投資者に対する情報貢献度の測定値として考えることを示唆している。

リターンと利益の相互関係の程度を利益有用性の測定値として強調することは、利益の主たる目的、すなわち、将来の投資者のキャッシュ・フローまたは株式リターンの予測を容易にするという目的によって、さらに動機づけられる。この目的について、FASB の概念フレームワークでは次のように述べている。「財務報告の主たる役割は、投資者および債権者に対して、ある投資に関する将来のリスクおよびリターンを査定するのに有用な情報を提供することである。⁷⁾」「財務報告の第一の焦点は、利益およびその構成要素の測定値によって提供される企業業績に関する情報にある。投資者、債権者、企業の純キャッシュ・フローの見積もりに関心を持っているその他の人々は、特にそのような情報に関心を持つ。企業の純キャッシュ・フローおよび好ましいキャッシュ・フローを生み出す企業の能力に対するこれらの利害関係者の関心は、特に、利益についての情報に向けられる……。⁸⁾」このように、利益が株式リターンの予測を容易にすることを意図しているなら、実際のリターンと利益の相互関係の程度が利益有用性の重要な測定値であることは明らかである。

しかしながら、Lev は、リターンと利益の R^2 が利益有用性の完全な測定値ではないことも示している。利益は、株式のシステムテック・リスクの予測、企業の倒産予測、債券格付けの予測などのさまざまな資本市場の問題においても有用である。さらに、利益は、企業内部での契約（経営者報酬契約）目的、企業と債権者および企業と仕入先との間の契約などの資本市場以外のさまざまな領域においても用いられる。資本市場においてさえ、利益有用性を完全に評

7) Financial Accounting Standards Board, *Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Elements of Financial Statements and Their Measurement*, Discussion Memorandum, Stamford, Conn.: FASB, 1976, pp. 3-4.

8) Financial Accounting Standards Board, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 1: Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, Stamford, Conn.: FASB, 1978, par. 43.

価するためには、利益の作成・流通コストを考慮する必要がある。しかし、情報コストおよび社会的な有用性の問題を実証的に設定することは非常に困難であるため、利益有用性の実証研究ではこれらの問題は検討されていない。リターンと利益の R^2 が利益の有用性の完全な測定値ではないとしても、この R^2 は、利益における非常に重要な属性、すなわち、将来証券リターンの予測を容易にするという属性をとらえていると思われる。この属性は、財務情報の利用者の重要なグループである投資者に主たる関心があることは明らかである。

また、リターンと利益の研究について、もっとも一般的に検証されている特定の情報項目は報告利益であり、この利益に関連づけられる変数は普通株式のリターンである。したがって、この2つの変数の変化の測定値、すなわち、利益公表周辺での株価の変化（リターン）と企業の持分の変化（利益）には相互関係があると考えられている。株価が利益公表前の将来利益の予測を反映しているとすると、報告利益というよりも期待外利益（新しい情報）と株価の変化（リターン）が相互に関係していると考えerことは合理的である。このことから、期待外利益を用いると、リターンと利益の分析の説明力が増加すると期待できる。また、期待外利益を強調する場合には、アナリストの予測を期待外利益の代理変数として用いることもある。最近では、利益変更における永続的要素に対する関心が高まっている。この種の研究は、企業によって回帰（反応）係数がさまざまであることを認めようとしている。この場合、利益情報が企業によって異なっているという考えのもとで、リターンの変数として、通常のリターンに代わって残差（または市場調整済）リターンが用いられるのである。

3. 利益有用性アプローチの問題点とその改善策

確かに、これまでに指摘されてきたように、証券市場において示された証拠から財務情報の有用性を明確に推測できる可能性が制限されていることは明らかである。しかしながら、Levによると、このことは、利益有用性の査定を完全に見捨てることを正当化するものではないと主張されている。たとえば、環境に対する政策または薬物認可のような、あらゆる公共的な行動または規制行動について社会的な有用性を評価することは、財務ディスクロージャー規制の

評価よりも難しい複雑な問題を含んでいる。しかしながら、そのような困難な問題は、経済学者やその他の社会学者が、社会政策の効率性、目的適合性、有用性の評価を行うことによって決定されるのではない。財務ディスクロージャーの主たる結果である利益の有用性を査定することは、この業績測定値に対してさまざまな利害関係が存在することを考えると、非常に重要であることは明らかである。調査の結果、利益の情報内容が（おそらく利益公表前に）株価に影響を及ぼすいくつかの経済事象をとらえたに過ぎないというような典型的な研究結果が、投資者または会計政策決定者に明らかにされた。それゆえ、リターン利益研究の創始者が会計研究の重要問題として利益有用性の政策志向的な査定を設定したことは、称賛に値するであろう。

Lev (1987) は、利益有用性研究の20年間にわたる研究成果を再検討し、次のような結論を示している⁹⁾。

(a)利益と株式リターンの関係は、時には無視されるほど、非常に小さい。モデルの説明力を示す R^2 は、3~5%にすぎない。さらに、利益とリターンの関係は、長期間にわたって不安定である。これらの発見は、四半期利益または年次利益の投資者に対する有用性が非常に限られていることを示している。

(b)利益とリターンの関係の特定化を改善することをめざした現在までの理論的または方法論的な発展は、利益が投資者によってどのように、またどの程度利用されているかに関する理解を助けるのに、わずかな成果しかあげていない。また、政策決定者に有用な知識を提供することに、ほとんど成果を上げていない。

(c)リターンと利益の関係の特定化の誤り、または投資者の非合理性（ノイズ取引）の存在が、利益と株式リターンの間に弱い関係しか観察されないことを説明するのに役立つ一方で、報告利益の質（情報内容）が低いことによって失敗した可能性が大きいと思われる。

(d)これは、利益リターン研究パラダイムの再検討を必要とする。最近の研究

9) B. Lev, *op. cit.*, p. 155.

は、報告財務変数をほぼ額面通りに受け取り、方法論的な問題に焦点を当てている。しか、将来有望な研究は、会計問題を強調する方向、特に報告された情報の質についての研究である。

(e)研究議題として、次の二つの広範な問題が提案される。第一の問題は、資本市場における財務情報の配布過程に関する調査である。特に、この研究は、報告されたデータの投資者による実際の使用（すなわち、財務諸表分析）を理解することを目的としている。第二の政策志向的な研究問題は、利益およびその他の財務項目が投資者のキャッシュ・フロー予測を容易にするような会計測定および評価技法の改善に焦点を当てることである。

このような観点のもと、1980年代の後半から、サンプルの均質的な分割、利益操作の影響を相殺するためのウインドウの長期化、利益以外の財務項目の利用といったこれまでの研究の方法論的な改善が行われてきた。また、リターン利益関係の大きさの測定（利益反応係数）などといった新しいツールの利用、また、会計評価方法に焦点を当てた「利益の質」に関する研究が行われるようになった。さらに、報告利益以外の財務変数の情報価値（追加的な情報内容）に関する研究にも強い関心が向けられているになったと思われる。

そこで、本論文では、以下、外貨換算基準について、SFAS 第52号の公表によってその「利益の質」がどの程度向上したか、また、為替損益および換算調整勘定が追加的な情報内容を持っているかどうかについての最近の研究結果を紹介する。

Ⅲ. 「利益の質」と SFAS 第 8 号、SFAS 第52号

1. 利益反応係数と「利益の質」

Lev (1987) が指摘したように、報告された利益を額面通り受け取るのではなく、その情報の質について考える必要がある。Collins and Salatka (1993)¹⁰⁾

10) D. W. Collins and W. K. Salatka, "Noisy Accounting Earnings Signals and Earnings Response Coefficients: The Case of Foreign Currency Accounting," *Contemporary Accounting Research*, 10(1), Fall 1993, pp. 119-159.

の研究は、利益反応係数を用いて、SFAS 第8号とSFAS 第52号の「情報の質」を測定している。本節では、Collins and Salatka (1993)の研究を見る前に、まず、利益反応係数と「利益の質」の関係について簡単に説明する。

(1)利益反応係数と永続的利益の変化 (PVR)

これまでのリターン利益研究が、期待外利益とリターンの方向(+、-)に焦点を当てていたのに対して、1980年代後半の研究では、この関係の大きさに焦点を当てている。Kormendi and Lipe (1987)¹¹⁾は、リターン利益の関係の大きさ(a_0)が、永続的利益の変化(PVR¹²⁾、すなわち、利益に含まれる新情報による期待将来利益の変化と(正の)関係があることを初めて実証的に示した。

リターン利益の関係の大きさ(a_0)は、利益反応係数とも呼ばれ、利益変化の2年間の自己相関を想定した場合、次の式から得られる。

$$R_t = k_1 + a_0 \frac{UX_t}{P_{t-1}} + UR_t \quad (1)$$

$$\Delta X_t = k_2 + b_1 \Delta X_{t-1} + b_2 \Delta X_{t-2} + UX_t \quad (2)$$

ここで、 R_t はリターン¹³⁾、 X_t は利益、 UR_t と UX_t は残差を示している。特に、 UX_t は、過去2年間の利益によって説明されない新情報(earnings innovation)を測定していると考えられる。したがって、 a_0 は、当期利益に含まれる1ドルの新情報(UX_t/P_{t-1})がリターンに及ぼす影響(大きさ)を測定している。利益に含まれる新情報が正、すなわち「良いニュース」である限り、期待将来

11) R. Kormendi and R. Lipe, "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns," *Journal of Business*, 60(3), 1987, pp. 323-345.

12) PVRは、'the present value of the revisions in expected future earnings induced by a \$1.00 innovation in current earnings'の略語として示されている。これは、永続的利益(the persistence of earnings)の測定値であると解釈されている。

13) リターン(R_t)は、次式に示すように、 t 期における普通株式に対するリターン率を表している。 P_t は t 期末の株価、 D_t は株式分割と株式配当調整後の一株あたり配当宣言額を表している。

$$\frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

利益の変化は正であり、 $a_0 > 0$ となるはずである。

これに対して、古典的な企業価値評価式からも、当期利益に含まれる新情報 (UX_t) によって生じる期待将来利益の変更の程度を示す指標が導き出される。この指標は、「永続的」利益の変化 (PVR) と呼ばれ、当期利益に含まれる 1 ドルの新情報によって引き起こされる期待将来利益の変化の現在価値を示している。最終的に、Kormendi and Lipe (1987) は、「永続的」利益の変化 (PVR) を次のように示している。

$$\begin{aligned} \text{PVR} &= \sum_{s=1}^N \beta^s \theta_s = \frac{1}{(1-\beta) - \beta b_1(1-\beta) - \beta^2 b_2(1-\beta) \dots} - 1 & (3) \\ &= \frac{1}{(1-\beta)(1 - \sum_{i=1}^N \beta^i b_i)} - 1 \end{aligned}$$

$$\Delta E (X_{t+s} | UX_t) = \theta_s UX_t \quad (4)$$

ここで、 $\beta = 1 / (1+r)$ であり、 r は期待将来キャッシュ・フローの適当な割引率を示している。また、 b は (3) 式から得られた係数である。永続的利益の変化 (PVR) は、割引率 (r) と係数 (b) の関数である。また、 θ は、当期利益に含まれる新情報 (UX_t) によって将来の期間に生じる期待将来利益の変更の程度を示している。 UX_t が情報を提供しない場合、 $\theta = 0$ であり、期待将来利益の変更はない。すなわち $\Delta E (X_{t+s} | UX_t) = 0$ となる。

永続的利益の変化 (PVR) は、次のように理解される。利益が純粋なホワイトノイズ (平均=0) に従う場合、 $X_t = UX_t$ であり、すべての $s \geq 1$ について $\theta = 0$ となる。この場合、当期利益の新情報は純粋に一時的なものであり、 $\text{PVR} = 0$ となる。これに対して、利益がランダムウォーク ($X_t = X_{t-1}$) に基づいている場合、 $X_t - X_{t-1} = UX_t$ であり、すべての $s \geq 1$ について $\theta = 1$ となる。すなわち、当期利益に含まれる 1 ドルの新情報が将来の全ての期間に 1 ドルの期待利益の変更をもたらす。

利益反応係数 (a_0) と「永続的」利益の変化 (PVR) は、いずれも利益に含まれる新情報に対するリターンの反応の大きさを測定しており、 a_0 と $(1+\text{PVR})$

は等しいと考えられる。Kormendi and Lipe (1987) の調査結果は、この利益反応係数 (a_0) が古典的な企業評価式から計算された永続的利益変化 (PVR) と正の関係にあることを実証的に示している。この調査結果によって、利益情報内容研究に「リターン利益の関数の大きさ (利益反応係数)」という測定ツールがもたらされたといえるだろう。

(2)利益反応係数と「利益の質」

Kormendi and Lipe (1987) は、利益反応係数が異なった時間および会社間で一定であるという仮定のもとで、数年間にわたる過去の利益を考慮して期待外利益を計算していた。また、特定の利益公表前後の短期間に関する利益反応係数は、一般に次のような短期間モデルによって測定される。

$$UE_i = a + b \frac{UE_{it}}{P_{it-2}} + e_{it} \quad (5)$$

ここで、変数は次の通りである。

UR_i = 利益公表日前後に測定された期待外証券リターン

UE_{it} = 期待外利益

P_{it-2} = 利益公表 2 日前の株価

b = 利益反応係数

これに対して、Holthausen and Verrecchia (1988)¹⁴⁾ は、全ての企業について利益反応係数が一定であるという仮説をゆるめ、特定企業の株価は、将来キャッシュ・フロー (X_j) の一次関数であるというモデルを提唱した。ここで、将来キャッシュ・フロー (X_j) は、平均 μ_j 、分散 σ_j^2 の正規分布にしたがっている。

まず、キャッシュ・フローについての予測を変更するにあたっての会計シグナル (利益) の役割を公式化するために、将来キャッシュ・フロー (X_j) を会計シグナル (利益; Y_j) に関連づけるような会計情報システム (η_j) を設定する。すなわち、会計シグナル (利益) は、 $Y_j = \eta_j (X_j)$ と示される。それゆえ、評価

14) R. W. Holthausen and R. E. Verrecchia, "The Effect of Sequential Information Releases on the variance of Price Changes in an Intertemporal Multi-Asset Market," *Journal of Accounting Research*, 26(1), Spring 1988, pp. 82-106.

に関連する将来キャッシュ・フローについての利益 (Y_j) の情報の程度は、投資者が会計情報システムの性質をどのように感じるかに依存するのである。会計情報システム (η_j) と利益 (Y_j) にノイズがあるということを表現するために、利益 (Y_j) は、将来キャッシュ・フロー (X_j) の関数であると考え、 $Y_j = X_j + \varepsilon_j$ という関係が想定される。ここで、 ε_j は、利益測定過程に含まれているノイズを示しており、その分散は $\phi^2(\varepsilon_j) = \phi_j^2$ と示される。したがって、 $1/\phi^2$ は、その元となったキャッシュ・フローに関する会計利益の「情報の質」あるいは情報の程度の指標であると考えられる。さらに、合理的なベインジアン投資者を想定し、Holthausen and Verrecchia (1988) は、情報公表 (利益公表) 時の株価変動 (ΔP_j) が次のような関数であると考えている。

$$\Delta P_j = \frac{\sigma_j^2}{\sigma_j^2 + \phi_j^2} (Y_j - \mu_j) \quad (6)$$

σ_j^2 = 企業の評価に関連するキャッシュ・フロー (あるいは清算配当) に対する事前確率の不確実性

ϕ_j^2 = 情報公表によるノイズの分散

$(Y_j - \mu_j)$ = 会計シグナル (利益) の値とその期待値との差

この(6)式は特に、ある一定の期待外利益 ($Y_j - \mu_j$) が与えられたとき、その利益に関連して生じる株価の変化が、将来キャッシュ・フローに関連する事前確率の不確実性 (σ_j^2) と正の関係にあり、また、利益に含まれているノイズの分散 (ϕ_j^2) と負の関係にあることを示している。この(6)式の両辺を利益公表直前の株価で割ると(5)式とほぼ同じ関係が得られる。この変形後の(6)式と(5)式を較べると、利益反応係数 (b) は、 σ_j^2 と ϕ_j^2 の関数として表される。すなわち、利益反応係数は、ノイズの分散 (ϕ_j^2) と負の関係にあることがわかる。このことから、情報公表によるノイズの分散 (ϕ_j^2) が大きいほど、すなわち、「利益の質」が低いほど、期待外利益が企業の株価変動に及ぼす影響 (利益反応係数) は小さいといえる。また逆に、利益反応係数が大きいほど、「利益の質」が高いと考えるのである。Imhoff and Lobo (1992)¹⁵⁾ の調査結果は、実証的にも、情報公表に

15) E. A. Imhoff and G. J. Lobo, "The Effect of Ex Ante Earnings Uncertainty on Earnings Response Coefficients," *The Accounting Review*, 67(2), April 1992, pp. 427-439.

よるノイズの大きな企業（利益についてのアナリストの予測誤差の分散が大きな企業）ほど、利益反応係数が小さいことを示している。

Collins and Salatka (1993) は、このような利益反応係数と「利益の質」の関係を想定することによって、SFAS 第8号とSFAS 第52号の「利益の質」を比較している。

2. SFAS 第8号とSFAS 第52号の「利益の質」についての疑問

Griffin and Castanias (1987)¹⁶⁾ が証券アナリストに対して行った実態調査によると、SFAS 第8号よりもSFAS 第52号の方が利益の質が高いと答えた者が62.5%にのぼっている。実態調査の結果は、アナリストがSFAS 第52号によって作成された財務諸表の方を好むという結果を示しているのである。これは、換算調整勘定が損益計算書から控除され、また、現地通貨を用いることによって、財務諸表の項目間の関係をゆがめることなく換算できるからであると考えられる。これに対して Beaver and Wolfson (1982)¹⁷⁾ のモデルは、換算損益を利益から控除することは望ましくないことを示している。このモデルによると、実態調査とは逆に、理論的にはSFAS 第52号のもとの利益数値がSFAS 第8号による利益よりも情報価値が少ないことになる。それでは、一体、SFAS 第8号とSFAS 第52号のいずれの利益の方が情報価値（すなわち、利益の質）が高いのかという疑問が生じる。

次に示す Collins and Salatka (1993) の研究は、SFAS 第8号とSFAS 第52号による利益反応係数を比較することによって、「利益の質」を検討している。

3. Collins and Salatka (1993) のモデルとその実証結果

Collins and Salatka (1993) は、SFAS 第8号とSFAS 第52号の利益情報の程度すなわち「利益の質」を比較している。彼らの仮説は、SFAS 第8号のも

16) P. A. Griffin and R. P. Castanias II, "Accounting for the Translation of Foreign Currencies: The Effects of Statement 52 on Equity Analysts," *FASB Research Report* (FASB 1987).

17) W. H. Beaver and M. A. Wolfson, "Foreign Currency Translation and Changing Prices in Perfect and Complete Markets," *Journal of Accounting Research*, 20(2), 1982.

とで生じていた一時的な換算損益による人工的な利益変動が除かれたことによつて、SFAS 第52号が「利益の質」を改善したのではないかというものである。

Collins and Salatka (1993) は、SFAS 第8号のもとで多国籍企業の利益シグナルが非多国籍企業よりも質が低いと証券市場が感じたかどうか、およびSFAS 第52号がそのノイズを減らしたかどうかを調査するために、3つのダミー係数を用いた次のようなモデルを設定している。

$$\begin{aligned} PE_{iq} = & \frac{b_0}{P_{it-2}} + b_1 \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}} + b_2 \cdot [T \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}}] + b_3 \cdot [GRPL_i \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}}] \\ & + b_4 \cdot [GRPC_i \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}}] + b_5 \cdot [T \cdot GRPL_i \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}}] \\ & + b_6 \cdot [T \cdot GRPC_i \cdot \frac{UE_{iq}}{P_{it-2}}] + e_{iq} \end{aligned}$$

PE_{iq} = 企業 i の第 q 四半期の利益公表日および前日の市場モデルによる累積予測誤差。市場モデルパラメータは、 $t=-100$ から $t=100$ までの200取引日の推定値。

P_{it-2} = 四半期利益公表2日前の株価

UE_{iq} = 企業 i の第 q 四半期の期待外利益。第 q 四半期の報告利益と最も直近の第 q 四半期の利益予測との差。

T = SFAS 第8号期（1976年第1四半期～1980年第4四半期）の四半期利益公表の場合は1、SFAS 第52号期（1983年第4四半期～1987年第4四半期）の四半期利益公表の場合は0。

$GRPL_i$ = SFAS 第52号のもとで、多国籍企業が現地通貨を機能通貨として使用している場合は1、そうでなければ0。

$GRPC_i$ = SFAS 第52号のもとで、多国籍企業がUSドルと現地通貨の両方を機能通貨として使用している場合は1、そうでなければ0。

e_{iq} = 正規分布 $(0, \sigma_e^2)$ の攪乱項

Collins and Salatka (1993) は、このモデルに含まれる利益反応係数を結合し、図表1に示すように、次の3つの比較検定を行っている。第一の比較検定

は、SFAS 第52号のもとでの現地通貨を機能通貨として採用した企業（現地通貨グループ）と現地通貨とともにアメリカドルをも機能通貨として採用した企業（本国通貨グループ）および統制グループとの比較である。第二の比較検定は、SFAS 第8号のもとでの現地通貨グループ、本国通貨グループ、統制グループの比較を行っている。第三の比較検定は、現地通貨グループについてSFAS 第8号の期間とSFAS 第52号の期間を比較している。それぞれのグループの利益反応係数は、そのグループに対応する係数の合計として示される。たとえば、SFAS 第8号のもとでの統制グループは、 $T=1$ 、 $GRPL=0$ 、 $GRPC=0$ となり、利益反応係数は b_1+b_2 として計算される。しかしながら、機能通貨に関する設定はSFAS 第52号の期間にのみ有効であると考えられることから、SFAS 第8号の期間については $b_3+b_5=b_4+b_6$ となると考えられる。これらの比較の結果、利益反応係数が有意に大きい場合には、「利益の質」が高いと考えられる。

図表1 利益反応係数の比較表

企業の種類	(1976年1四半期 ～1980年4四半期) SFAS 第8号の期間	(1983年4四半期 ～1987年4四半期) SFAS 第52号の期間
	← 期間比較 →	
統制企業	b_1+b_2	b_1
機能通貨=現地通貨	$b_1+b_2+b_3+b_5$	b_1+b_3
	制約	
機能通貨=USドル+ 現地通貨	$b_3+b_5=b_4+b_6$	b_1+b_4
	$b_1+b_2+b_4+b_6$	

↑ 企業比較 ↓

Collins and Salatka (1993) の実証結果 (図表2) は、SFAS 第8号が採用されていた期間について、多国籍企業以外の企業よりも、多国籍企業の方が、一定額の期待外利益に対する相対的な株価調整が少ないことを示している。この発見は、SFAS 第8号の期間に、多国籍企業がより「ノイズの多い」利益シグナルをつくっていたという見解と一致する。SFAS 第52号の適用後、この基準によってもっとも影響を受ける企業、すなわち、機能通貨として現地通貨を

図表2 反応係数とその比較

比較	T	GRPL	GRPC	反応係数 ^a	係数の差 ^b	予測サイン	B&W	差の推定値	F 値 (確率) ^c
(企業比較)									
SFAS 第8号期の 全多国籍企業 対	1	lor0	lor0	$b_1 + b_2 + b_3 + b_5$ or $b_1 + b_2 + b_4 + b_5 = 0.595$ (Restrict $b_3 + b_5 = b_4 + b_5$)	$b_3 + b_5$ or $b_4 + b_5$	(-)	(-)	-0.617 (.114)	1.45
SFAS 第8号期の 統制企業	1	0	0	$b_1 + b_2$ =0.762					
SFAS 第52号期の 混合機能通貨企業 ^d 対	0	0	1	$b_1 + b_4$ =0.547					
SFAS 第52号期の 統制企業	0	0	0	b_1 =1.044	b_4	(-)	(-)	-0.497	7.86 < (.003)
SFAS 第52号期の 混合機能通貨企業 対	0	0	1	b_1 =0.547					
SFAS 第52号期の 現地機能通貨企業 ^e	0	1	0	$b_1 + b_3$ =1.473	$b_4 - b_3$	(-)	(差なし)	-0.926	2.39 (.061)
SFAS 第52号期の 現地機能通貨企業 対	0	1	0	$b_1 + b_3$ =1.473					
SFAS 第52号期の 統制企業	0	0	0	b_1 =1.044	b_3	(差なし)	(-)	-0.429	0.50 (.480)
(期間比較)									
SFAS 第52号期の 混合機能通貨企業 対	0	0	1	$b_1 + b_4$ =0.547					
SFAS 第8号期	1	0	1	$b_1 + b_2 + b_4 + b_5 = 0.694$		(+or -)	($b_2 + b_5$ 差なし) (不変)	-0.147	0.51 (.476)
SFAS 第52号期の 現地機能通貨企業 対	0	1	0	$b_1 + b_3$ =1.473					
SFAS 第8号期	1	1	0	$b_1 + b_2 + b_3 + b_5 = 0.556$		-	($b_2 + b_5$) (+) (不変)	-0.197	2.34 (.063)
SFAS 第52号期の 統制企業 対	0	0	0	b_1 =1.044					
SFAS 第8号期	1	0	0	$b_1 + b_2$ =0.762	$-b_2$	(予測 なし)	(予測 なし)	0.281	2.56 (.110)

a SFAS 第8号の推定値は拘束付回帰式から、その他については拘束なしの回帰式から計算している。

b この予測サインは、Beaver and Wolfson (1982) のモデルに基づくものである。

c 自由度は1と1,811である。有意水準はそれぞれの比較に基づいている。また、予測の方向が示されている場合には片側検定によっている。p値はF(1, N)およびt(N)の関係に基づいている。予測の方向が示されていない場合には両側検定によっている。結合的に決定される比較の有意水準については、Bonferroni法に決定される。

d 混合機能通貨企業=機能通貨として現地通貨とUSドルの両方をもっている企業。

e 現地機能通貨企業=機能通貨として現地通貨のみをもっている企業。

採用した企業の利益反応係数が増加したことは統計的に有意である。これらの企業の利益反応係数は、統制企業の利益反応係数と較べてもわずかながら高い数字を示しているが、統計的には有意ではない。この結果は、SFAS 第8号期からSFAS 第52号期への移行にともなって、機能通貨として現地通貨を採用した多国籍企業の「利益の質」が統制企業に較べて増加したという見解と一致している。これに対して、SFAS 第52号の影響を受けない企業、すなわち、機能通貨としてUSドルを使っている企業の利益反応係数は、SFAS 第8号からSFAS 第52号の移行によって増加せず、実際には、わずかばかり減少した。また、SFAS 第52号の期間について、機能通貨としてUSドルを使っているこれらの企業の利益反応係数は、統制企業や現地通貨使用企業と較べて統計的に有意に低いという結果を示している。したがって、これらの結果から、SFAS 第52号によって影響を受けた企業は、その「利益の質」が向上したという証拠が示されているように思われる。

IV. 換算調整差額の増分情報内容

1980年代に焦点が当てられたその他の問題として、報告利益以外の会計情報の有用性がある。これまで、補足的な物価変動情報、キャッシュ・フロー情報、オイル・ガス準備金の現在価値情報などに増分情報内容があるかどうかどうにかについて研究が行われてきた¹⁸⁾。外貨換算会計においては、SFAS 第52号のもとの換算調整勘定に増分情報内容があるかどうかという問題が考えられる。Soo and Soo (1994)¹⁹⁾の研究は、市場が換算調整勘定(SFAS 第8号のもとの換算損益)を考慮しているかどうかを調査している。

1. 換算調整勘定についての疑問

これまでの研究は、SFAS 第8号およびSFAS 第52号の基準設定プロセスに関する市場の反応を検証すること、あるいは、これらの基準が報告利益に与

18) これらの研究結果の概要については、V. Bernard, *op. cit.*, pp. 92-97 が詳しい。

19) S. B. Soo and L. G. Soo, "Accounting for the Multinational Firms: Is the Translation Process Valued by Stock Market?" *The Accounting Review*, 69(4), October 1994, pp. 617-637.

える影響を調整するために経営者の行動に変更があったかどうかには焦点を当てて調査していた。これらの研究は、報告利益に換算損益を算入することによって経営者が費用のかかる外貨管理実務を行う必要が生じるという仮説に基づいている。これらの研究は暗黙的に、市場が証券価格の決定に際して換算損益の影響を織り込むと仮定しているか、市場がそのように反応すると経営者が信じていることを前提としている。

そこで、Soo and Soo (1994) は、換算差額の情報内容に焦点を当てている。外国為替に関する損益には、取引損益と換算損益がある。しかし、ほとんどの企業は、換算損益が未実現であり、キャッシュ・フローに直接の影響はないと考えている²⁰⁾。もし、市場もそのように信じているのなら、SFAS 第8号のもとの利益に算入された換算損益も、SFAS 第52号のもとで資本の部に計上された換算調整勘定も、割り引いて評価されるかあるいはまったく無視されると考えられる。この立場に立てば、SFAS 第8号およびSFAS 第52号の市場反応研究において、なぜこれまでの研究において首尾一貫した証拠が示せなかったが納得できる。他方、為替レートの変動は、各国の利子率およびインフレ率の変動をも反映しているという立場からは、換算損益は、完全ではないが、為替エクスポージャーに関する情報を提供すると考えられる。すでに示したように、Beaver and Wolfson (1982) は、利子率とインフレ率の相互作用の背後にある経済要素を反映させるために、換算損益を利益に算入するべきだと主張している。しかしながら、キャッシュ・フローに直接の影響がないことおよび将来反転する可能性があることは、換算損益が他の利益と若干異なっていることを示している。

このような問題意識から、Soo and Soo (1994) は、換算損益および換算調整勘定の追加的な増分情報内容について調査するのである。

2. Soo and Soo (1994) の調査結果

Soo and Soo (1994) は、実際に、市場が外貨換算および換算損益を反映して

20) Financial Accounting Standards Board, "Foreign Currency Translation," *Statement of Financial Accounting Standards No. 52*, (December 1981), par. 156.

いるか、また市場による価値と会計利益の構成要素による価値に違いがあるかどうかについて調査している。Soo and Sooによると、換算損益に関する反応係数と他の利益に関する反応係数を区別して調査することによって、市場が換算損益情報を反映しているどうか、SFAS 第52号によってその市場反応に影響があったかどうかを直接的に調査できると考えている。また、資本の部に計上されている換算調整勘定をモデルに算入しており、市場が資本の部に計上された利益関連情報にどのように反応するかに関する証拠をも示している。Soo and Soo (1994)の研究は、外観換算会計に問題だけに限らず、資本の部に直接に計上された利益を市場が利用するかどうかについて調査している点でも価値があるといえる。

Soo and Soo (1994)は、為替損益に関する証券アナリストの予測について、累積異常リターンを従属変数としてホワイトノイズ・モデルとランダムウォーク・モデルの二つのモデルを示している。Soo and Sooは、期待外利益について0を基準として計算する方法(0平均)をホワイトノイズ・モデル、また前年度の利益を基準として計算する方法をランダムウォーク・モデルと呼んでいる。ホワイトノイズモデル(WN)とランダムウォークモデル(RW)は次のように設定されている。

$$CAR_i = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{1i} + \alpha_2 FORIS_i + \alpha_3 FORSE_i + \varepsilon_i \quad (WN)$$

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 UE_{2i} + \beta_2 \Delta FORIS_i + \beta_3 \Delta FORSE_i + e_i \quad (RW)$$

それぞれの変数は次のように示される。

①CAR=年次利益公表日周辺の3日間の累積異常リターン

②アナリストの予測誤差(UE)=利益に含まれる為替損益調整後の期待外利益の代理変数。

$$UE_1 = (EPS_t - AF_t) / PRICE_{t-1} - FORIS_t$$

$$UE_2 = (EPS_t - AF_t) / PRICE_{t-1} - \Delta FORIS_t$$

EPS=一株あたり利益

AF=利益公表前直近の証券アナリストの利益予測の平均

PRICE_{t-1}=期首の株価

- ③損益計算書で報告されている為替損益 (FORIS) = 利益に含まれる期待外為替損益の代理変数 (ホワイトノイズ)。
- ④前年度からの為替損益の変動 (Δ FORIS) = $\text{FORIS}_t - \text{FORIS}_{t-1}$ = 利益に含まれる期待外為替損益の代理変数 (ランダムウォーク)。
- ⑤資本の部に計上される累積換算調整勘定の変動 (FORSE) = 資本の部に表示される期待外換算損益の代理変数 (ホワイトノイズ)。
- ⑥FORSE の変動 (Δ FORSE) = $\text{FORSE}_t - \text{FORSE}_{t-1}$ = 資本の部に表示される期待外換算損益の代理変数 (ランダムウォーク)。

Soo and Soo (1994) は、これらのモデルを SFAS 第 8 号の期間と SFAS 第 52 号の期間についてそれぞれ評価し、二つの基準の間で換算損益に対する市場の評価に違いがあるかどうかについて調査している。SFAS 第 8 号のもとでは換算損益は損益計算書に計上されており、SFAS 第 52 号のもとでは換算調整勘定として資本の部に計上されていることから、換算損益に関する市場の評価は、この二つの基準の間でなんらかの違いがあると考えられるのである。利益反応係数と同様に、その反応係数が正で、有意であれば、為替損益および換算調整勘定は増分情報内容を持っていると考えられるのである。

これらの回帰モデル (ホワイト調整後) の結果 (図表 3)、予想されたように、SFAS 第 8 号と SFAS 第 52 号のいずれの期間においても、換算損益調整後の期待外利益 (UE) は、累積異常リターン (CAR) と正の関係にあり、これは 1% レベルで統計的に有意であった。また、SFAS 第 8 号の期間において、損益計算書で報告される為替損益 (FORIS) とその変動 (Δ FORIS) はともに累積異常リターン (CAR) と正の関係を示しており、1% レベルで有意である。しかし、SFAS 第 52 号の期間においては、損益計算書で報告される為替損益の変動 (Δ FORIS) のみが 5% レベルで有意であった。さらに、SFAS 第 52 号の期間においては、資本の部で報告される累積換算調整勘定変動額 (FORSE) も 5% レベルで有意であった。これらの結果は、利益に含まれている為替損益情報は市場において使用される、また、資本の部に計上されている換算調整勘定も同様であるという

一般的な見解と一致している。²¹⁾

さらに、Soo and Soo は、SFAS 第 8 号と SFAS 第 52 号の期間において為替損益の重要性が変化したかどうかを、ダミー変数 (D52; SFAS 第 52 号の期間は 1、SFAS 第 8 号の期間は 0) を用いた次のモデルで検証している。

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{UE}_i + \gamma_2 \text{D}_{52} * \text{UE}_i + \gamma_3 \text{FORIS}_i + \gamma_4 \text{D}_{52} * \text{FORIS}_i \\ & + \gamma_5 \text{FORSE}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (\text{WN; ホワイトノイズ})$$

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & \delta_0 + \delta_1 \text{UE}_i + \delta_2 \text{D}_{52} * \text{UE}_i + \delta_3 \Delta \text{FORIS}_i + \delta_4 \text{D}_{52} * \Delta \text{FORIS}_i \\ & + \delta_5 \Delta \text{FORSE}_i + \nu_i \end{aligned} \quad (\text{RW; ランダムウォーク})$$

21) 上記のモデルにおいて期待外利益を独立変数として用いていることから生じる測定誤差を調べるために、Easton and Harris(1991)のモデルを用いて上記の二つのモデルを調査している。Easton and Harris(1991)のモデルは、利益金額と利益の変動の両方をモデルに含めることによって、測定誤差が減少されることを示している。Ali and Zarowing(1992)は、これを次のように簡単に説明している。利益が永続的な性質を持つ場合、期待外利益の変化によってとらえられる。また、利益が一時的な性質を持つ場合、期待外利益の水準によってとらえられる。しかしながら、利益は、永続的な要素と一時的な要素の両方を持っているため、期待外利益は、利益の変化と水準の加重平均したものとなろう。Easton and Harris(1991)は、利益の水準と変化の両方をリターンに対する説明変数として用いている。これは、利益の水準が利益の一時的な要素に関連するであろうことから説明される。

Soo and Soo(1994)は、Easton and Harris(1991)に基づいて次のようにモデルを設定している。

$$\begin{aligned} \text{RRET}_i = & \eta_0 + \eta_1 \text{UE}_i + \eta_2 \text{ADJEP}_i + \eta_3 \text{FORIS}_i + \eta_4 \Delta \text{FORIS}_i \\ & + \eta_5 \text{FORSE}_i + \mu_i \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{RRET}_i = & \lambda_0 + \lambda_1 \text{UE}_i + \lambda_2 \text{ADJEP}_i + \lambda_3 \text{FORIS}_i + \lambda_4 \Delta \text{FORIS}_i \\ & + \lambda_5 \Delta \text{FORSE}_i + \nu_i \end{aligned}$$

RRET: 利益公表日周辺 3 日間について計算された証券市場リターン。

ADJEP: 利益に含まれている為替損益を差し引いた一株あたり利益。

この Easton and Harris モデルの結果は、ほぼ上記のオリジナルモデルの結果と一致している。利益水準の代理変数である ADJEP の係数は負であるが、いずれのモデルにおいても統計的に有意ではなかった。この結果は、従属変数を CAR に変えた回帰結果においても同じであった。このことから、少なくとも 3 日間という短い調査期間においては、利益水準は、オリジナルモデルに織り込まれており、相関関係がないことが示されるであろう。

P. D. Easton and T. S. Harris, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns," *Journal of Accounting Research*, 29(1), Spring 1991, pp. 19-36.

A. Ali and P. Zarowing, "Permanent Versus Transitory Components of Annual Earnings and Estimations Error in Earnings Response Coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 15, 1992, pp. 249-264.

この回帰分析の結果(図表4)、期待外利益(UE)は、いずれのモデルにおいても有意に正であった。また、ホワイトノイズモデルにおいて、FORISとFORSEは、有意であった。しかし、ランダムウォークモデルにおいては、 Δ FORISのみが有意であり、 Δ FORSEは有意ではなかった。これらの結果は、先の結果と同じである。 $D_{52} \cdot \text{FORIS}$ と $D_{52} \cdot \Delta \text{FORIS}$ は、いずれも有意ではなかった。しかしながら、 $D_{52} \cdot \text{UE}$ は、いずれのモデルにおいても有意に負であった。この結果は、SFAS第52号以後、為替損益および換算調整勘定以外の利益(UE)に対する市場の評価が減少したことを示している。

また、Soo and Soo (1994)は、為替損益、換算調整勘定、その他の利益が株価に反映される程度を比較している。すなわち、図表5に示すように、為替損益調整後の期待外利益(UE)の利益反応係数と、為替損益(FORIS、 Δ FORIS)および換算調整勘定(FORSE、 Δ FORSE)の反応係数の大きさを比較しているのである。その結果、換算調整勘定(FORSE、 Δ FORSE)の反応係数は、期待外利益(UE)の利益反応係数と比較して、5%レベルで統計的に有意に小さいことが示された。また、換算調整勘定(FORSE、 Δ FORSE)の反応係数と利益に含まれている為替損益(FORIS、 Δ FORIS)の利益反応係数を比較すると、

図表3 Soo and Soo (1994) の回帰分析結果: 係数 (t 値)

モデル	INTERC	UE	FORIS	Δ FORIS	FORSE	Δ FORSE	R ²	F 値
WN : 8	-0.0019 (-1.380)	0.4403** (5.170)	0.3610** (2.565)	—	—	—	0.0320	13.439**
WN : 52	-0.0000 (-0.021)	0.2301** (2.915)	0.0657 (0.456)	—	0.1621* (1.899)	—	0.0152	4.694**
RW : 8	-0.0015 (-1.091)	0.4807** (4.727)	—	0.4073** (2.375)	—	—	0.0378	15.753**
RW : 52	-0.0009 (-0.604)	0.2442** (3.310)	—	0.3527* (1.817)	—	0.0707 (1.061)	0.0127	4.074**

WN : 8 = SFAS 第8号の期間のもとのホワイトノイズ・モデル (753社)

WN : 52 = SFAS 第52号の期間のもとのホワイトノイズ・モデル (721社)

RW : 8 = SFAS 第8号の期間のもとのランダムウォーク・モデル (752社)

RW : 52 = SFAS 第52号の期間のもとのランダムウォーク・モデル (719社)

* 片側検定 5%水準で有意

** 片側検定 1%水準で有意

ランダムウォーク・モデル (RW) では5%レベルで資本の部に計上されている換算調整勘定の反応係数の方が小さいことが示されている。しかし、ホワイトノイズ・モデルでは統計的に有意な差が示されなかった。

これらの調査結果から、市場は利益に含まれている為替損益に関する情報を織り込むことが示された。市場は、換算損益に関する情報をその他の利益情報と同じような方法で用いていることが明らかになったといえる。また、市場は、証券の価値を決定する際に、SFAS 第52号のもとで資本の部に示されている換算調整勘定も織り込むが、その影響は他の利益情報の影響に比べると小さいことがわかった。これらの結果は、損益計算書だけではなく、資本の部に直接計

図表4 利益公表日のリターンを用いた SFAS 第8号と SFAS 第52号の反応係数比較

モデル	INTERC	UE	D ₅₂ *UE	FORIS	D ₅₂ *FORIS	△FORIS	D ₅₂ *FORIS	FORSE	△FORSE	Adj R ²
WN:	-0.0010 (-0.944)	0.4357** (4.579)	-0.2147* (-1.729)	0.3741** (2.547)	-0.3322 (-1.636)	—	—	0.1540* (1.842)	—	0.0228
RW:	-0.0012 (-1.193)	0.4795** (5.384)	-0.2380* (-2.086)	—	—	0.4057** (2.965)	-0.0552 (-0.238)	—	0.0724 (1.128)	0.0249

図表5 利益反応係数の比較：F値 (p値)

仮説	WN	仮説	RW
H ₀ : UE = FORIS	0.2676 (0.605)	H ₀ : UE = △FORIS	0.4922 (0.483)
H ₀ : UE = FORSE	4.8332* (0.028)	H ₀ : UE = △FORSE	13.8099** (0.000)
H ₀ : FORSE = FORSE	1.7294 (0.188)	H ₀ : △FORSE = △FORSE	4.8784* (0.027)

F検定 $F = (RSS_R - RSS_U) / (RSS_U / (N - K))$

RSS_R = 帰無仮説の条件 (例: $\gamma_i = \gamma_j$) を満たす回帰式から得られた残差平方和

RSS_U = 制約なしの残差平方和

N = サンプル数

K = 独立変数の数

* 片側検定 5%水準で有意

** 片側検定 1%水準で有意

上された利益関連情報に対しても、市場が反応するという見解と一致している。全体として、これらの結果は、財務諸表において換算調整勘定を他の利益要素と区別して表示すべきであるという見解を支持しているといえる。

V. 結 び

1980年代後半の利益有用性アプローチは、これまでの反省から、より会計的な問題に焦点を当てて、研究されるようになった。外貨換算会計においても、「利益の質」および換算調整勘定の増分情報内容など、その調査目的が以前よりも具体的になり、調査手法も洗練されているように思われる。

Collins and Salatka (1991) の実証テストの結果は、SFAS 第8号のもとで、多国籍企業の期待外利益に対して相対的に株価調整が少なかったことを示している。SFAS 第8号のもとでの利益が有用であれば、利益の変動に応じて株価が調整されるはずである。したがって、この結果は、SFAS 第8号の期間に、多国籍企業がより「ノイズの多い」利益シグナルをつくっていたという見解と一致する。また、SFAS 第52号の適用後、機能通貨として現地通貨を採用した企業の利益反応係数が有意に増加し、統制企業の利益反応係数と較べてもわずかながら高い数字を示している。この結果は、SFAS 第8号からSFAS 第52号への移行にともなって、機能通貨として現地通貨を採用した多国籍企業の「利益の質」が統制企業に較べて増加したという見解と一致している。他方、SFAS 第52号の影響を受けなかった企業の利益反応係数は、SFAS 第8号からSFAS 第52号の移行によって、わずかばかり減少した。また、SFAS 第52号のもとで、機能通貨としてUSドルを使っている企業の利益反応係数は、統制企業や現地通貨使用企業と較べて統計的に有意に低いという結果が示された。これらの結果から、SFAS 第52号によって影響を受けた企業は、その「利益の質」が向上したという証拠が示されるように思われる。

Soo and Soo (1994) の調査結果からは、市場が、利益に含まれている為替損益に関する情報を織り込むことが示された。また、市場は、証券の価値を決定する際に、SFAS 第52号のもとで資本の部に示されている換算調整勘定も織り

込むが、その影響は他の利益情報の影響に比べると小さいことがわかった。この結果は、損益計算書だけではなく、資本の部に直接計上された利益関連情報に対しても、市場が反応するという見解と一致している。

これらの調査結果は、Beaver and Wolfson の分析的な研究から導かれた結論よりも、経済的結果－行動アプローチの調査結果と一致しているように思われる。利益反応係数を考慮した場合、SFAS 第52号のもとの会計利益は株価によりよく反映されており、有用であるといえる。したがって、利益有用性アプローチの観点からは、SFAS 第52号は支持されると思われる。

1980年代後半の利益有用性アプローチは、より洗練されたモデルと新しい分析ツールを用い、外貨換算会計のようなこれまで有意な結果を導けなかった問題についても明確な解答を示せるようになった。しかしながら、依然として、この利益有用性アプローチは、証券市場に関する財務論の前提に基づいている。この利益有用性アプローチの前提となっている証券市場の効率性について、最近の研究結果は疑問を示している。これらの理論では、企業のキャッシュ・フローと利益との間の密接な関係が存在することを仮定しているが、この非常に強い仮定であり、これは利益有用性アプローチの理論的な弱さであるという批判も行われている。さらに、本論文で示した調査モデルの説明力（調整後 R^2 ）は3～8%であり、依然として低いように思われる。1980年代後半からは、利益有用性アプローチの発展と同時に、財務諸表分析の観点からの研究アプローチ、すなわちファンダメンタル・アプローチが新しい実証研究方法として台頭してきた。ファンダメンタル・アプローチは、財務論よりも会計理論にその基礎をおいており、古典的な会計理論への回帰であるとも言える。

（筆者は関西学院大学商学部助教授）