

利質分析の実務における利用実態

一ノ宮 士 郎

はじめに

米国における利益の質の利用例として、一ノ宮 [2008] においては6分野の事例が簡単に述べられているが、利益の質という概念は、企業評価の実務から誕生してきた歴史的経緯を勘案すれば、理論的な検討に加え、実務での利用実態を考察しておくことも意義のあることではないかと思料される。

利益の質の先進国である米国には、利益の質それ自体をビジネスとするコンサルティング会社あるいはサーチ会社が多数存在している。そこで本稿では、それらの会社の提供するサービス内容、特にリサーチレポートを検討することを通じて、利益の質あるいは利質分析が、どのように米国の企業評価実務の世界において利用されているのかを概観してみることにした。

また一ノ宮 [2008] では、利質分析の枠組みが理論的に検討されているが、米国における利質分析の利用実態を検討することは、かかる利質分析の理論に対する補完的な役割を果たすことにもなるであろう。

かつては、O'glove や Hawkins の指摘する *Quality of Earnings Report* という利益の質を利用した情報誌が、米国で発行されていたことがあった。しかし現在では、調査した限り、すでに *Quality of Earnings Report* というレポートは存在していないようである。その反面、情報誌に代わりコンサルティング会社等は、利益の質を活用した様々なサービス（レポートを含む）を提供するようになってきているが、この点は従来との大きな変化と考えることができるだろう。

また、インターネットの発達を受けて、利益の質に関するデータを手軽に提

供するサービスが米国では普及していることも特筆すべき点といえよう²。本稿では、リサーチレポートを中心に検討したため、利益の質に関するサイトは詳細に検討してはいないが、今後は同サイトの状況調査も検討課題として残されている。

1 リサーチレポートに基づく利質分析の利用実態

1 Behind The Numbers (BTN) 社のケース

Behind The Numbers (BTN) 社は、1988年に設立されニューヨークに本社を置く投資調査会社である。約1,500社の財務諸表を分析して、投資適格株式や投資リスクなどの情報を提供することにより、機関投資家等に投資アドバイスサービスを行っている。

同社のレポートは、*Quality of Earnings Warnings & Sell Recommendations* と名付けられており、文字通り利益の質に基づいた分析結果を機関投資家に提供しているところに特色が出ている。同社の分析のポイントは、できるだけ早期に財務上の危険信号を見出すことにあり、そのためのツールとして利益の質に着目しているとしている。

同社の資料によれば、利益の質を分析するに際しては、特に財務諸表の注記事項、営業損益の趨勢 (Momentum)、貸借対照表とキャッシュ・フローとの関連性等に留意することを明らかにしている。同時に財務数値のみならず、業界分析や広範な利害関係者とのミーティングも実施し、企業の実態を重視した分析が可能なような補完措置も行っている。

注目すべき点は、財務上の危険信号の兆候として同社が挙げている以下の項目であり、利質分析で検討すべき項目として参考にすることができると考えられる。

- ①財務上の隠蔽行動：重要な問題点を覆い隠すために、特別損益の計上やM&A等を実施することがある。
- ②攻撃的な収益認識：収益認識については、注記の解析等により、問題の

無を検証する必要がある。

- ③ M&Aによる成長：M&Aはしばしば、多額ののれん、管理困難な程度のレバレッジ負担、減損損失の可能性等の問題を引き起こすので注意が必要となる。
- ④ 適正ながらも、問題のある会計処理：様々なケースがあり得るが、いずれにしる経済的実態と矛盾するような特殊な処理は注意を要する。

2 Center for Financial Research & Analysis (CFRA) 社のケース

Center for Financial Research & Analysis (CFRA) 社は、粉飾決算の分析で著名な Dr. Howard Schilit により、1994 年に設立された独立系財務コンサルティング会社である。サービスとしては、不正会計リスク調査、司法・規制リスク調査、不正関連の教育研究等多様なものを提供している。機関投資家からは、同社のユニークかつ客観的な利益の質に関する分析やガバナンス分析が評価されている。特に、業績悪化企業に関する事前警戒情報は投資不適格企業の抽出で定評があるサービスといわれている。

同社は、北米約 5,000 社及び欧州企業約 3,300 社を対象とした企業分析ツールである、QuickScore という分析モデルを保有しており、クライアントに対し、レポートサービス等を提供している。QuickScore は、利益の質の分析を含め全体で 5 つのパートから構成され、利益の質は、裁量性や成長性等に基づいたランキングスコア（債券格付けのように、同社では 1~5 までスコアリングし、5 が最高）により評価されている。スコアリングモデルを採用している点では、一ノ宮 [2008] が提唱している利質分析の枠組みと類似しており興味深い。

因みに、クライアントは、このスコアをみることによってポートフォリオの組み替えなどの投資判断も機動的に行えることになる。例えば、利益には幅があると考え、いわゆる利益の質のスペクトラムに関し、QuickScore はスペクトラムの両端に位置する企業を識別することが可能であり、問題企業を排除することに役立つという点で投資スクリーニングに有用とされている。

そこで、2005 年 3 月 17 日付けで発表された Nasdaq に上場する Columbia

Sportswear 社に対する CFRA 社のレポートを参考に、CFRA 社における利益の質に基づいた企業評価を概観してみたい。レポートは、前述したように全体評価、事業運営、キャッシュ・フローの質、利益の質、コーポレート・ガバナンスの5つのパートからまとめられている。

Columbia Sportswear 社に関しては、第4四半期の収益認識に早期計上の疑いという問題があるとして、次年度以降の収益の持続性への疑問、売上資金回収の懸念等を指摘している。さらに、売上依存度が単一の顧客に偏っている点や不良債権に対する貸倒引当金の過少計上の恐れ、競争環境の悪化に伴うマージン低下の可能性等についても言及しており、キャッシュ・フローの質、利益の質、コーポレート・ガバナンスという面ではいずれも低いスコアが付与されている。

CFRA 社のレポートでは、以下のような形式により、Columbia Sportswear 社に対する利益の質を含むスコアリングが表示されている。

特に、利益の質という側面では、貸倒引当金の過少計上を問題視し、売上増

【表1】CFRA 社レポートにおける評価事例

項目	スコア	評価の概要
全体評価	4	四半期レベルでの支払条件の延長は、収益を増大させ、不良債権に対する貸倒引当金設定条件の変化は、四半期利益を嵩上げさせている。在庫の問題は、将来予想マージンを低下させる懸念もある。
事業運営	4	売上債権の大幅な増加は、支払条件の延長に伴う収益増大からもたらされたものである。また、売上債権全体の12.5%が単一の顧客から生じていることは問題がある。在庫の増加スピードも引き続き衰えていない。
キャッシュ・フローの質	2	売上債権の大幅な増加と在庫の増加は、キャッシュ・フローに圧力を加えているが、キャッシュ・フローの操作や虚偽表示の証拠は見いだせていない。
利益の質	3	不良債権に対する貸倒引当金は、大幅に減少し、同費用の減少は四半期利益の6%を占め、仮に減少がなければ、当社のEPSは0.91ドルに過ぎない。
コーポレート・ガバナンス	2	株価の下落の最中に、内部取引の大幅な増加が観察された。また、当社の役員8人中3人は同族である。

(出所) 2005年3月17日付けCFRA社レポートより作成。

大を図るため顧客に対する与信期間の延長等を試みていることも勘案すれば、Columbia Sportswear 社の計上している足元の利益数値は過大計上になっている可能性も否定しきれないとしている。かかる CFRA 社の利益の質の見方は、利益の持続可能性や会計処理の保守性という利益の質の定義（一ノ宮 [2008]）にも沿うものと考えることができよう。

因みに、Fairfield and Whisenant [2001] は、CFRA 社のレポートの質を、市場へのインパクトと情報価値という観点から分析している。1994～1997 年にかけて公表された同社のレポート 373 本を対象に、レポート公表後における株式リターンの変化を検証したところ、同社によるスコアが低い株式については、有意にリターンが低下することを確認している。

3 RateFinancials 社のケース

RateFinancials 社は、2002 年に設立されたニューヨークに本社を置く独立系財務コンサルティング会社であり、クライアントは主として米国上場企業から構成される。提供するサービスは、財務報告のレーティング及びレポートの発行であり、クライアントのニーズに応じてカスタムメイドの分析レポートも作成する。同社の発行する財務報告のレーティング及びレポートは、Corporate Reporting Rating あるいは略して CRR®と呼ばれている。

同社の特色は、財務比率や会計発生高などの定量的指標による分析のみならず、利益の質に基づく定性的分析にあるとされている。例えば、Corporate Reporting Rating として公表される企業のレーティングは、①財務報告の簡潔性、透明性、完全性などの評価（ここでは、特に会計方針や注記事項や経営者による討議と分析（MD&A）という3分野に分けて検討がされる）に加え、②利益の質の評価、③コーポレート・ガバナンスの評価という大きく3つのパートから実施されている。従って、全体では5分野について項目別の検討が行われ、総合評価を実施するという構造となっている。

各項目は1～5まで点数換算され、総合スコアは1～40ポイントが付与されるシステムとなっている（Corporate Reporting Rating では、最低の★から、最高の

★★★★★で表示される)。特に利益の質の評価には重点が置かれており、最大20ポイントが付与される仕組みである。このように同社も前述したCenter for Financial Research & Analysis社と同様のスコアリングモデルを採用している。

そこで同社がスコアリング上検討する事項については、利質分析の参考となる点でもあり、やや詳細に見てみることにしたい。

(1) 利益の質：同社のスコアリングモデルの核心部分でもあり、詳細な検討事項が挙げられており、分析対象企業における会計上の問題の有無あるいは収益・費用・利益等に影響を及ぼす攻撃的な会計実践の有無をカバーできるように工夫されている。仮に、これらの検討の結果、問題ありとされた場合には、利益の質という点で赤信号が点減することになる。

- ・創出された現金（キャッシュ・フロー）は、報告利益を裏付けているか。
- ・企業は、収益を前倒しあるいは繰り延べる傾向を持っているか。
- ・企業は、費用の削減、付け替え、あるいは資本化の傾向を持っているか。
- ・一時的な利益の計上により、利益を大幅に増大させるような傾向を持っているか。
- ・利益に影響することを意図した事業の中止に伴う評価損計上の経験があるか。
- ・特別目的会社等を利用しているか。またそれらは合法的な事業を実施しているか。
- ・特別目的会社等への保証の有無は。貸借対照表に開示されているか。
- ・関連当事者取引の有無は。その目的と情報の開示は。
- ・経営陣は、会計方針の決定や変更について情報の開示をしているか。
- ・企業は、ヘッジ会計の適用やデリバティブの利用について開示しているか。
- ・財務上のエクスポージャーを十分開示しているか。
- ・企業はリスクマネジメントや具体的なリスクとエクスポージャーを開示し

ているか。

- (2) 会計方針：同社は、利益の質の検討と並び企業の採用している会計方針を注視しており、会計方針が保守的か攻撃的かという点を検証し評価している。利益の質との整合性から、同社では非常に保守的な会計方針を採用している場合、最大5ポイントが付与される。

保守的な会計方針の検討項目として、以下のような例が示されている。

- ・ストックオプションの費用処理
- ・継続的事業から生じるリストラ損失を利益操作で使用することへの制限³
- ・償却可能資産の恣意的な償却実施への制限
- ・継続的に実施される買収で生じたのれんの規則的償却の制限
- ・資産売却損益計上の制限
- ・その他一時的損益（退職給付関連、企業結合関連、訴訟や保険関連）の計上制限

- (3) 注記事項：同社は、財務報告の注記が簡潔・正確・完全であることを評価しており、注記がそのようなクライテリアを満たしている場合には、最大5ポイントが付与される。

逆に、注記が利用者を紛わせ、誤解を与えるような表現であったり、同業他社との比較で当然含まれるはずの情報が開示されていないような場合には、低い評価がなされるとしている。

- (4) 経営者による討議と分析 (MD&A)：同社によれば、財務報告に含まれる経営者による討議と分析が、完全性と透明性を兼ね備えているか否かを評価するものとしている。例えば、事業運営、既存あるいは新製品、業績・計画との乖離、主な経営課題、潜在的なリスク、訴訟、将来計画・戦略等について詳細に記述がなされているならば、高い評価が得られる。その反面、収益・利益・費用・損失に影響する重大な問題や潜在的問題等を省略したり、あるいは最低限の記述しかしていないような場合、さらに同業他社と比較し

て、経営上の重要な問題を開示していないような場合には、評価が非常に低くなるとしている。

(5) コーポレート・ガバナンス：同社の方針は、コーポレート・ガバナンスに関する「ベスト・プラクティス」と考えられているベンチマークに基づき、分析と評価を加えることである。検討項目としては、以下のものが挙げられている。

- ・ 社外取締役の選定と採用方法
- ・ 取締役の独立性と関連当事者取引
- ・ 監査，報酬，指名各委員会の構成と義務
- ・ 独立第三者から法務あるいはその他の専門的助言を得られる仕組み
- ・ 同業他社と比較した役員報酬

全体として見れば、同社は利益の過大計上を図る攻撃的会計政策に留意しつつ、利益の質を中心とした広範囲な項目を評価対象として総合評価する仕組みを採用している。内容的には、一ノ宮 [2008] で指摘された財務諸表構成要素アプローチの項目が概ね適用されていることに加え、手法的にもスコアリングモデルを採用している点で、一ノ宮 [2008] が提唱する利質分析の考え方も非常に類似性が認められる。

なお、同社の調査（2004年）によれば、S&P 500種株式指標構成会社の内124社について利益の質のレーティングと株式リターンには強い正の相関関係が認められ、最も低いレーティング企業と最も高いレーティング企業の平均リターンの差が約2倍であったと報告している。株価の変動性でみても、市場は利益の質の差異を斟酌し利益の質の高低との相関関係が認められたことも明らかにしている。

参考までに、同社が実際に発行しているレポートに基づき⁴、利益の質の具体的な評価に焦点を当てて検討してみよう。評価されているのは、ニューヨーク証券取引所に上場している電力業に属する Calpine Corporation 社（以下、

Calpine 社という)であり、表 2 が Calpine 社の評価 (5 段階評価で下から 2 番目)である。

【表 2】 Calpine 社の総括的評価

評価項目	レーティング	Calpine	最大スコア
利益の質	★	4	20
会計方針	★	1	5
注記事項	★★★★	4	5
経営者による討議と分析	★★★★	4	5
ガバナンス	—	0	5
総合評価	★★	13	40

(出所) 2005 年 10 月 31 日付け RateFinancials 社レポートより作成。

利益の質については、Positive な面として、①経済情勢に見合った保守的な投資姿勢、②設備投資資金を市場から調達できる資金調達力の 2 点を指摘し、Negative な面として、①事業報告書の事業運営データが未監査であること、② Calpine 社の発電が競争力に劣ること、③営業利益の低下に伴い固定資産の減損損失計上が不可避であること、④既存発電設備の稼働率が年々低下傾向を辿っていること、⑤売電契約の未確定な建設中の設備が存在すること、⑥燃料費の計上に問題があり、過大利益計上の疑いがあること、⑦資産負債のみならず、収益認識に関しても裁量的見積りがあること、⑧フリー・キャッシュ・フローが赤字を継続していること、⑨収益の低下による利払能力悪化から、外部負債利用が必要になること、⑩リース等の多額のオフバランス項目が存在すること、⑪実態に合わせて財政状態を調整すれば、表面的な安全性がかなり悪化すると試算されること、⑫デリバティブの負担の存在すること、⑬事業運営の地域的偏在が存在すること、⑭運転資本の悪化が継続していること、⑮アーサー・アンダーセンに監査された 2000～2001 年の財務諸表に不適切な会計処理が含まれており、訂正を行った実績があること、⑯現在係争中の訴訟が存在すること、⑰ストックオプションの会計処理で、費用処理を行っていないことを挙げている。

Negative な要素が、会計処理から業界環境さらに事業運営にまで及んだ結

果、表2のように、Calpine社の利益には持続性で問題があると評価されたのであろう。この事例からも明らかのように、利益の質として評価すべき点が極めて多様なことは、前述したCFRA社のケースと同様である。

4 Gradient Analytics社のケース

Gradient Analytics社は、1996年にアリゾナ州に設立された独立系投資調査会社である。創業者が、研究者であったことから、設立以来同社は学術的な研究成果を投資調査に反映させていることを特色としてきた。この点において、同社は他社との差別化を行っているといえるであろう。具体的には、数々の予測モデルや人工知能や数理モデルベースの分析ツールの開発に注力してきており、Thomson Financial社とも戦略的提携関係を結び、Thomson Financial社のネットワークを通じてサービスを提供している模様である。現在同社の提供するサービスやレポートには、利益の質に関するEarnings Quality Analytics Reportや株式投資の推奨に関するEquity Incentive Analytics Report等がある。

利質分析サービスは、同社設立以来のメインビジネスであり、的確な分析には定評があるとされる。同社の利質分析は、Earnings Quality Analytics (EQA)と呼ばれ、公開企業を対象とした不正会計分析 (Forensic Accounting) 及びコーポレート・ガバナンス分析を行っている。また、ファンドマネージャー等が株式投資を行う前の段階で、企業の利益の質の変化を客観的に識別し、高いリターンを得るような投資情報等を提供している。

同社のWhite Paperに従い、同社の利益の質の分析アプローチ等を以下概観してみたい。同社は、利質分析に対してバランスのとれた、かつ客観的な分析を心掛けていると主張している。これは、本稿でも取り上げたいいくつかの事例の主観的とも言える利質分析に加えられることの多い批判を意識した言明であろう。そして、次のような目標を掲げている。

①同社は、高い利益の質の企業の株式は、同業他社や市場全体をアウトパフォームするが、反対に低い利益の質の企業の株式は、全く逆であることがか

ら、利益の質に従った株式を識別できるようなサービスを提供する。

②利益の質の評価に際しては、できるだけ客観的であることに努め、利益の質を示す Positive と Negative な指標を総合的に考慮し、ポートフォリオを構成する場合、利益の質が低い企業を混在させる可能性を最小化するようにする。

③同業他社や市場全体よりもアンダーパフォームする恐れのある企業を識別する可能性を向上させるため、単純に利益平準化を試みる企業と多額の利益を操作する企業を判別するようにする。

結果として、同社の利質分析サービスは、問題を生じさせる企業を事前に探知するための危険信号を示すだけでなく、市場をアウトパフォームする企業の株式の探知にも有用であるとしている。このため、同社の分析は統計的数理モデルとファンダメンタル分析アプローチに分類される手法を組み合わせた方法に基づき、時価総額で上位 5,000 社の利益の質を常時分析している。

次に、より具体的に同社の利質分析の仕組みを検討してみよう。一ノ宮 [2008] が提唱する二段階評価アプローチと同様に、同社の場合も 2 ステップで構成される利質分析を採用している。すなわち、時価総額で上位 5,000 社の米国企業を対象とした Gradient Earnings Quality Model による定量的な利益の質の分析が最初のステップである、次いでチームによるファンダメンタル分析を行うという流れになっている。

(1) Gradient Earnings Quality Model (EQM)

同社によれば、広範囲に亘る企業を対象とした最初の定量的な利益の質の分析モデルである。データソースは全て公表された財務データを使用している。EQM は、常時 5,000 社をモニターしており、毎週 1~8 までのスコアで評価している⁵。また EQM は、学術的な先行研究で実証された変数に基づく多変量回帰モデルであるが、構成している説明変数等は明らかにされていない。しかし、同社の White Paper によれば、主に会計発生高とキャッシュ・フロー構成要素を使用しているようである⁶。同社の分析結果では、利益の質のスコ

アと株式利回りとの間に正の相関関係があることに加え、1991年～2005年の15年間における最高スコアと最低スコアの株式利回り格差は、28.77%にも達しているとのことである。

(2) Fundamental-Based Analysis of Earnings Quality

第2ステップは、いわゆるファンダメンタル分析アプローチと考えてよいだろう。できるだけ定評のある実践的なファンダメンタル分析アプローチを概観することは、利質分析で使用する変数選択にも参考となることから、やや詳細に検討を加えてみたい。

同社が使用する資料は、原則として公表されているアニュアルレポートや株主への事業報告書等である。アナリストは、財務諸表を用い比率分析等を行い、低い利益の質を示す兆候の探知に努めているとしている。この点は、我が国のアナリストと大差ない。

同社は、比率分析に止まらず、以下の9つのカテゴリーに分かれた分析を加えることによって、同社独自の高い水準の利質分析を実施しているとしている。

【表3】 Gradient Analytics 社の利質分析の構成

①キャッシュ・フロー分析
②売上債権の質の分析
③棚卸資産の質の分析
④固定資産の質の分析
⑤負債の質とディスクロージャーの分析
⑥利益操作の影響と重要性の分析
⑦コーポレート・ガバナンスと内部統制の分析
⑧競争環境の分析
⑨企業固有の要素の分析

(出所) 各種資料より作成。

以下、9つのカテゴリーの内容を検討していきたい。

①キャッシュ・フロー分析

同社の認識としては、一ノ宮 [2008] でキャッシュ・フロー分析アプローチを独立して取り上げているように、創出されたキャッシュ・フローの水準が利益の質を示す最も重要な要素であるとしている。これは、伝統的な考え方と整合的であり、キャッシュ・フローの操作困難性を重視した結果であるといえよう。また、会計発生高との関係でも、キャッシュ・フローを理解すべきであり、営業キャッシュ・フローが利益の質の優れた指標と考えられるとしている。

分析上の着眼点としては、営業利益に対する営業キャッシュ・フローの水準と傾向、純利益に対するフリー・キャッシュ・フローの水準と傾向を具体的に指摘している。

②売上債権の質の分析

売上債権の質の詳細な分析は、利益の質を決定する要因としての「収益認識」に対して示唆を与えてくれるものである。同社は、保守的な収益認識が高い利益の質と関連しており、攻撃的である場合は逆であるとしている。

分析上の着眼点としては、売上高と売上債権あるいは不良債権と売上戻りに対する引当金の水準と変化に加え、同業他社の収益認識方法との比較を挙げている。

③棚卸資産の質の分析

棚卸資産の質の問題は、売上原価の算定における保守主義や客観性と直接関連する事柄である。特に、売上原価が過少計上されていた場合、利益の過大計上になるからである。

分析上の着眼点としては、売上高と在庫の水準と変動状況、売上総利益の推移、在庫評価法と利益への影響度、棚卸資産構成要素、同業他社の在庫評価方法との比較を挙げている。

④固定資産の質の分析

固定資産勘定における保守的会計処理と客観性は、報告利益に重要な影響を及ぼす。例えば、償却期間の恣意的な延長が典型的な例といえよう。分析上の着眼点としては、減価償却費や償却費の適切性、減価償却や償却方法の変更、減損損失測定の客観性、固定資産の年齢（資本ビンテージ）、設備利用率等が利益の質の評価では重要なポイントとなる。

⑤負債の質とディスクロージャーの分析

負債の質も、資産の質と同様に、利益の質全般を考慮する場合に重要なポイントとなる。特に、負債は客観的に測定されず、バイアスがあるならば利益の質は毀損する。考慮すべき点としては、例えば負債の見積りや前提、関連当事者との資金取引、オフバランス負債と情報開示、デリバティブの利用度合と内容、費用の資本化に関する政策、訴訟の会計処理状況等が指摘されている。

⑥利益操作の影響と重要性の分析

同社としては、経営者は財務報告で公表される利益数値をターゲットとした利益操作を少なからず実施していると認識している。従って、利益の質を評価する場合には、利益操作の規模や重要性を吟味することが非常に重要となる。利益操作の重要性を評価するに際しては、実現利益と未実現利益との関係の変化、収益費用の期間帰属の妥当性、自社株買いの頻度とタイミング、退職給付や非経常的事象等に起因するノンコア収益の利用度、営業利益を増加させる目的での費用計上操作の有無、資産評価損を計上するタイミングと規模等に留意しなければならないとする。

⑦コーポレート・ガバナンスと内部統制の分析

コーポレート・ガバナンスと内部統制の問題は、株主の利害を考慮して企業経営を実施しているか否かを検証するための多様なチェックアンド balan

スの仕組みとして重要である。コーポレート・ガバナンスと内部統制の有効性を吟味するには、経営陣（特に監査委員会）の構成と経験、監査法人と監査意見、CFO や経理部長や経理スタッフの経験年数と在任期間、報酬制度、最高経営者の報酬の程度、内部統制の弱点等に注目する必要があるとしている。

⑧競争環境の分析

一般に、企業の属する業界環境は、潜在的に利益の質に対して正負のインパクトを及ぼすものと考えられる。例えば、コンピュータハードウェア業界での技術革新のスピードは、製品在庫の陳腐化と含み損とにつながる。一方通常の製造業ではさほど急激なインパクトを技術革新は与えないと想定されるため、両業界における利益の質の評価も同一に論じるわけにはいかない。同じように、急成長企業と相対的に緩やかな成長企業とでも、利益の質の程度には成長性が差異を及ぼす傾向があると考えられる。同社が留意すべきポイントとして指摘する点は、産業の競争環境、経済情勢、製品に影響を及ぼす技術面での急激な変化、規制の状況等である。

⑨企業固有の要素の分析

利益の質は当然ながら一般的な要因のみならず、当該企業の固有の状況も影響することはいうまでもない。同社が重要な固有要素として挙げるのは以下の点である。

- ・取引の複雑性
- ・顧客基盤の深さと広がり
- ・債券の格付け
- ・財務制限条項の内容
- ・流動性の中身と支払能力の証拠
- ・関連当事者取引の有無
- ・金融商品の発行のタイミング

・成長スピード

同社の利質分析は、従来の分析視点がどちらかと言えば、低い利益の質の企業を探知することに重点が置かれすぎていたとの反省から、ファンドマネージャーがポートフォリオを組成する際に、利益の質に基づいた判断も加えられるように、株式の将来リターンと利益の質の関連性をも重視した評価を行えるような工夫を凝らしていると主張している。しかし、同社の評価項目から見る限りでは、統計的な数量分析を実態的な分析で補完しているように思われる。また内容も、一ノ宮 [2008] が財務諸表構成要素アプローチとして取り上げた多くの先行研究が提唱している分析項目とほぼ一致しており、特に目新しい項目はない。その意味において、同社の分析視点も、極めてオーソドックスなものといえよう。

5 Audit Integrity 社のケース

Audit Integrity 社も、米国に本社を置く投資調査会社である。同社は、主に財務報告の信頼性とコーポレート・ガバナンスを評価するサービスを展開している。特に、Audit Integrity Accounting & Governance Risk (AGR) と呼ばれる格付けシステムを持ち、企業の公表する数値の信頼性を評価することを通じて企業行動に潜むリスクを識別評価できるリスクマネジメントツールとして、投資家や監査人等から評価を受けている。

同社の AGR 格付けは、社名との関連からも明らかなように、近年問題が複雑化しつつある不正な財務報告のリスクを捕捉せんとするものであり、利益の質も重要な要因として取り上げられている。同社の資料によれば、格付け対象企業は、北米 9,000 社とされており、会計とガバナンスの両面からアプローチする点を最大の特徴としている。AGR 格付けによって、潜在的な不正の可能性や訴訟リスクや財務報告の訂正までも予測できるとされている。また、AGR 格付けと株式のリターンとの関連も強く、格付けが高いほど市場平均等を上回るリターンを得ることができると主張している。

なお、同社における格付けの分布は、概ね次のようになっている（表4）。格付けは、5段階で示されており、1が最低、5が最高とされている。

【表4】 Audit Integrity 社格付けの分布

格付け	構成比
1	5%
2	25%
3	15%
4	40%
5	15%

（出所）各種資料より作成。

また AGR 格付け分析では、特に次の5分野に注目するとされている。

- ①収益認識（早期認識や架空売上等）
- ②費用認識（繰延あるいは前倒し等）
- ③資産・負債評価（売上債権の過大評価や買入債務の過少評価等）
- ④ハイリスクな事象（M&A、リストラ、自社株買い等）
- ⑤コーポレート・ガバナンス（経営陣の変更、役員報酬等）

利益の質は、同社のモデルの中において、主に会計発生高に着目することにより、不正発見に役立たせるツールと考えられている。利益の質を不正探知の手段と明確に位置付ける点は、他社のアプローチとは異なる同社独自の視点である。

AGR 格付けは、利益の質に加え、財務報告の不正が会計発生高だけでは捕捉しきれない多様な形態をとっていることに鑑み、Forensic Accounting とされる会計情報のみならず、コーポレート・ガバナンスの状況をも斟酌して不正リスクを評価する仕組みを取り入れている。従って、AGR 格付け分析は、全体として3つの要素から構成されているといえるであろう。表5は、AGR 格付け分析を構成している分析項目を整理したものである。

【表5】AGR 格付け分析構成要素

変数	利益の質	Forensic Accounting	コーポレートガバナンス	AGR 格付け
売上償権	○	○		○
棚卸資産	○	○		○
繰延費用	○	○		○
繰延税金資産	○	○		○
減価償却費	○	○		○
償却費	○	○		○
有形固定資産	○	○		○
未払費用	○	○		○
買入債務	○	○		○
前払費用	○	○		○
引当金・準備金	○	○		○
営業収益・営業利益		○		○
売上原価・売上マージン		○		○
販売費及び一般管理費水準		○		○
研究開発水準		○		○
仕掛開発費		○		○
のれん		○		○
無形固定資産		○		○
資産評価損益		○		○
オペレーティング・リース		○		○
退職給付費用水準		○		○
不適切な資産計上区分		○		○
不適切な負債計上区分		○		○
異常項目		○		○
非現金報酬		○	○	○
短期的な報酬		○	○	○
従業員ストックオプション		○	○	○
株式による資金調達		○	○	○
負債による資金調達		○	○	○
自社株買い		○	○	○
監査費用			○	○
監査人の交代				○
監査意見			○	○
重要な訂正報告			○	○
取引所へのファイリング事項			○	○
取締役会の構成			○	○
取締役会の評価			○	○
関連当事者取引			○	○
会長とCEOの分離			○	○
役職者の退職率			○	○
インサイダー取引			○	○
役員持株比率			○	○
M&A			○	○
企業分割			○	○
リストラ			○	○
非継続事業			○	○

(注) ○印は、各評価モデルに含まれている項目を示す。

(出所) 各種資料より作成。

6 Accountability Research 社のケース

Accountability Research 社は、カナダに本拠を置く投資調査会社であり、資金運用やトレーディング等のサービスを行っていない純粋な調査会社である。同社は、深度のあるかつ中立的な視点からの企業価値評価と利益の質に焦点を当てた調査結果を機関投資家等へ提供することを標榜している。

また同社は、ファンダメンタル価値に比べ割安になっている銘柄を識別するのみならず、Forensic Accounting の視点から疑問のある会計処理事例に対する警告を発するサービスも実施しており、この点は同社の調査の特徴ともいえるであろう。会計に関する問題と企業評価に及ぼす影響についてのレポートも適宜発行しており、会計問題に特化した投資調査というブティックのような存在であることも同社の特徴として指摘できよう。

利益の質に関しては、同社は ARC Earnings Quality Rating System という仕組みを持ち、分析対象企業のすべてについて利益の質の評価を実施している。Rating は、1～100 までの総合点に基づいている。表 6 が、同社の Rating の分布と概要を整理したものである。

【表 6】ARC Earnings Quality Rating

Rating		内 容
90～100	最高	透明性、信頼度の高い経営として例外的に高い水準
80～89	良好	多くの評価項目において良好ないし平均以上のスコア
70～79	平均以上	特定の分野で良好であり、概ね適切な水準のスコア
60～69	平均的	利益の質は中立的水準であるが、弱点も存在
40～59	平均以下	いくつかの項目において改善すべき点が存在
20～39	不良	多くの項目において非常に問題点が存在
1～19	許容外	評価、信用度、透明性において重要な欠陥が存在

(出所) 各種資料より作成。

同社による利益の質の評価は、4 分野（事業と会計の適合性・情報開示の完全性・適切性と透明性・経営）についての定量的評価に基づいて行われる。同社はモデルによって、4 分野についてスコアを算出した上で、総合点により表 6 に従い利益の質の Rating を実施しているようである。モデルの変数等は公表さ

れてはいないが、同社は Forensic Accounting に関する先行研究の成果や過去数十年に蓄積した利質分析の結果を整理したチェックリストに基づいてモデルを構築しているようである。

参考までに、利益の質の評価ポイントを表7のようにまとめた⁷⁾。

【表7】Accountability Research 社の利質分析

評価項目	ウェイト	内 容
事業と会計の適合性	25%	分析対象企業の事業と会計ルール等との間の適合性を検証する。すなわち、事業内容や事業環境が一般に公正妥当とされる企業会計のルールに適切に適合しているかどうか、また最近における経済的・財務的な進展を考慮に入れているのかどうかを評価する。
情報開示の完全性	25%	財務諸表と附属明細書における情報開示の完全性を評価する。特に、企業が法定開示で要求される以上に、できるだけ多くかつ自発的に定性的な情報を含む財務内容を平易に分かりやすい表現で提供しているのかどうかを評価する。
適切性と透明性	25%	企業の採用する会計方針の選択と見積についての適切性と透明性を評価する。特に、制度会計で許容された範囲において、経営者が選択した会計政策の保守性と合理性の程度を決定する。また、投資家が誤解により不適切な分析や評価を行う潜在的な危険性のある会計領域についても考慮する。
経営	25%	同社では、経営の信用度等に重点を置いて評価する。特に、経営者が同社の行う利益の質に関する質問に対し真摯に対応をしているかどうか、一般的な投資家とのコミュニケーションにおいて率直に接しているのかどうかを評価する。
総合評価	100%	以上の評価項目は全ての業種に横断的に対応可能であるが、ARC Earnings Quality Rating から最大限のメリットを享受するためには、あらゆる項目を詳細に吟味した上で、投資家はある項目に強いが、他の項目では非常に弱いという企業が存在することを認識すべきである。

(出所) 同社資料より作成。

7 StarMine 社のケース

StarMine 社⁸⁾は、1998年に設立された後、2008年情報サービス会社の Thomson Reuters 社に買収され、StarMine Quantitative Models という一連の分析モデルを利用した機関投資家向けの株式投資アドバイス等を主に行っている投資リサーチ会社である。提供しているサービスは、例えば Research Evaluation Database (RED) といわれるインターネットベースの分析ツールに

基づく株式投資リサーチサービスがある。このサービスは、業界展望・企業概観・企業分析・格付という4つのパートから構成されるものであり、ファンドマネージャー等に広く利用されているといわれている。

また、同社のStarMine Quantitative Modelsの中には、Earnings Quality Modelが含まれ、利益の質に基づく企業の格付けを行っている。そして同社では、StarMine EQ Scoresと称する約33,000社ほどの企業の利益の質をEarnings Quality Modelにより評価し提供しているといわれている。因みに、利益の質を「過去の実績利益が信頼しうる、また持続しうる程度を示す尺度である」と同社は定義している。

Earnings Quality Modelの特徴は、学術的な研究に多く見られるような会計発生高を中心としたモデルのような単純なものではなく、持続可能性の分析のベースとなる利益の諸要素をそれぞれ異なるウェイトに重みづけしたものであるとしている。すなわち、同社のモデルでは、以下の4つのキーコンセプトに基づいた利質分析を行い、StarMine EQ Scoresを算出している。

- ①会計発生高（会計発生高が大きい場合、持続可能性に問題がある）
- ②キャッシュ・フロー（報告利益の多くがキャッシュ・フローに裏付けられている場合、持続可能性は高い）
- ③事業の効率性（報告利益が高いマージンと高稼働率によるものであれば、持続可能性は高い）
- ④プロフォーマ（プロフォーマ利益と報告利益が類似している場合、プロフォーマ利益は持続可能性が高い）

同社によれば、StarMine EQ Scoresは将来の利益の持続可能性と高い正の相関を持っているとしている。またStarMine EQ Scoresは絶対評価ではなく、利益の質についての相対的な評価を示すものであり、Scoreは、1～100との間に分布する。従って、StarMine EQ Scoresが低い企業は、過去の実績並みの利益を持続するには困難を生じる可能性が高いのに対し、逆にStarMine EQ Scoresが高い企業は現在の利益水準を維持できる可能性が高いというように評価される。

さらに同社は、顧客に StarMine Earnings Quality Alert というニュースレターを提供し、StarMine EQ Scores に変動を及ぼすようなファンダメンタルな事象が企業に生じた場合、注意を喚起している。利益の質について、現状の StarMine EQ Scores が変更される可能性がある場合、将来の変更の可能性をポジティブあるいはネガティブという方向性で示すことにより、顧客はポートフォリオの検討に役立てられる。

同社の Earnings Quality Model の変数等は、内容的に新規な分析項目が採用されているわけではない。但し、プロフォーマ情報を明示的に評価項目に取り上げている点はやや特徴的といえる。むしろ債券格付けサービスと同様、利益の質を評価している企業の状況を随時モニターし、顧客に対して利益の質のアラームを提供している点に特色があろう。

2 利質分析の利用実態についての検討

本稿では、代表的な事例として、Behind The Numbers 社 (BTN)、Center for Financial Research & Analysis 社 (CFRA)、RateFinancials 社、Gradient Analytics 社、Audit Integrity 社、Accountability Research 社、StarMine 社の計 7 社の事例を取り挙げて検討した。

本稿で取り上げた各社の事例から、米国の企業評価実務における利質分析の利用実態として判明したことを整理するならば、以下のような点を指摘することができるであろう。

- (1) 企業評価実務における利益の質の評価尺度は多様であり、この点利益の質の定義が確立していないことと同様といえるであろう。純然たる研究ではなく、クライアントに実践的なアドバイスを提供するためには、利益の質に関する様々な要因を網羅的に採用せざるを得ない実務上の要請を反映した結果なのではなかろうか。
- (2) 一ノ宮 [2008] の実証分析アプローチで述べられている先行研究では、会

計発生高を中心とした分析手法が主流となっていることを指摘しているが、各社が会計発生高を利用していることは否定できないものの、必ずしも会計発生高一辺倒という訳でもなく、実務と学界とでは利益の質の評価尺度に乖離があることは否めないと思われる。

(3) 多くの会社が、一ノ宮 [2008] と同じように、スコアリングの仕組みを採用して、利質分析の結果を評価していることが明らかとなった。事例 7 社中 6 社という割合に注目したい。恐らくクライアントへのアドバイスあるいはサービスとしては、利益の質の評価を伝達する上で単純なスコアというスタイルで明示した方が望ましいであろう。

(4) 利益の質の評価には、モデルを利用した財務数値の定量的分析のみならず、定性的情報も多く使用されており、併用スタイルを採用していることも分かった。評価が主観的になる恐れがあるという批判はあるであろうが、学問的な厳密さよりも、タイムリーな投資情報や危険信号を提供しなければならない実務の世界では、併用スタイルによって有用な情報提供が可能であるのかもしれない。

(5) 取り上げた米国の企業評価実務での評価尺度は、リサーチレポートを検討した限りでは、どちらかといえば統計学的な色彩の強い実証的な分析アプローチよりも、むしろ一ノ宮 [2008] で取り上げた財務諸表構成要素アプローチとファンダメンタル分析アプローチで採用されている評価尺度と大きく異なるものではないと思われる。

参考までに、利益の質の分析アプローチに関する先行研究と本稿で取り上げた各社の事例とを対比させたものが、表 8 である。

実務では、相対的に財務諸表構成要素アプローチとファンダメンタル分析アプローチに類する利質分析を採用していることが明らかである。利益の質とい

【表 8】各社の利質分析と一ノ宮 [2008] で取り上げた先行研究との関係

事例	分析アプローチ	財務諸表構成要素 アプローチ	ファンダメンタル分析 アプローチ	実証分析 アプローチ	キャッシュ・フロー分析 アプローチ
Behind The Numbers 社		○			
CFRA 社		○			○
RateFinancials 社		○			
Gradient Analytics 社			○	○	
Audit Integrity 社			○	○	
Accountability Research 社		○	○		
StarMine 社			○	○	

(注) 事例各社が採用している主な手法と先行研究のアプローチが類似する場合は、○とした。

う概念が誕生し発展してきた経緯から予想がつくことではあるが、学問的研究の進展とは別に、米国の企業評価実務では、現在においても財務諸表構成要素アプローチをベースとした総合評価に基づく利質分析という考え方に、ファンダメンタル分析アプローチ的な手法を加味したやり方が定着していることを意味しているといつてよいのではないだろうか。

3 まとめ

利益の質に関する学術的な研究が進展しつつあるのに対し、我が国においては、米国の実務界における利質分析の実態が調査されることはほとんどなかったといつてもよい状態である。この点本稿で整理した結果は、サンプルが少ないという問題点があるものの、リサーチレポートを通じて利質分析の実態の一部を明らかにできたことから、先行研究に貢献していると考えられる。

利益の質が元来実務界から誕生した概念である以上、学問的な研究と並行して実務における利益の質の利用実態、つまり利質分析を検討しておくことは意義のあることといえる。本稿では7社の事例を検討したに過ぎないが、レポートの対象を拡大したり、インターネットサイトも調査に加え、実務での利質分析の動向は今後も注視し続けるべきであろう。

注

- 1 ここで紹介した会社以外にも、例えばBarclay's Global Investors社（BGI）も、利益の質に基づく分析を行う投資顧問会社として有名である。同社は、定量的な分析に加え、Sloanにより開発されたEarnings Quality Signalを併用して銘柄選択を行っているとされている。
- 2 例えば、EarningsPower.comは、利益の質に関する分析の情報を提供しているケースである。
- 3 日本基準では、のれんの規則的償却が求められているが、米国では減損処理が適用されるためである。
- 4 RateFinancials社の2005年10月31日付けレポートによる。
- 5 スコアは、1が最低の利益の質であり、8が最高の利益の質となっている。
- 6 また、先行研究として、どの研究を具体的に参考にしたかも不明であり、完全にブラックボックス化されている。
- 7 www.accountabilityresearch.comよりダウンロードして入手した（2009.7.24）。
- 8 同社は、かつてIntegrity Research Associates社として、同様の投資情報サービスを提供していたことがある。

参考文献

- CFRA [2005], "Columbia Sportswear, Inc." 2005年3月17日付けレポート。
- Fairfield, P. M. and Whisenant, J. S. [2001], "Using Fundamental Analysis to Assess Earnings Quality: Evidence from the Center for Financial Research and Analysis," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 16, No. 4, pp. 273-300.
- Gradient Analytics [2006], *White Paper, Earnings Quality Analytics*.
- Gradient Analytics [2005], *White Paper, Quantitative Analysis of Earnings Quality Analytics: The Earnings Quality Factor Model*.
- RateFinancials [2005], "Calpine Corporation Inc." 2005年10月31日付けレポート。
- Ronen, J. and Yaari, V. [2008], *Earnings Management Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer.
- 一ノ宮士郎 [2004] 「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—」『経済経営研究』Vol. 24-3, 日本政策投資銀行設備投資研究所。
- [2006] 「利益の質と利質分析」『証券アナリストジャーナル』第44巻第5号, 18-29頁。
- [2008] 『QOE [利益の質] 分析』中央経済社。