

平成 21 年 6 月 9 日現在

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2007～2008

課題番号：19730312

研究課題名（和文） 会計利益とその構成要素のプライシングに関する実証研究

研究課題名（英文） Empirical research of the pricing of earnings and its components

研究代表者

成岡 浩一（NARUOKA HIROKAZU）

大東文化大学・経営学部・准教授

研究者番号：40350805

研究成果の概要：企業が公表する会計利益およびその構成要素の情報が、株価にどのように反映されているかについて、日本市場の大規模なサンプルを用いて分析を行った。会計利益の構成要素である発生項目の情報が合理的に株価に反映されていないとされる現象（発生項目アノマリー）について、特別損益を除去しても観測できること、また、これまでに報告されている他のアノマリーとは独立の現象であることが判明した。

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	1,200,000	0	1,200,000
2008年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,700,000	150,000	1,850,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：会計学、会計情報、発生項目、キャッシュ・フロー、アノマリー

1. 研究開始当初の背景

会計学やファイナンス論の領域では、会計利益やその構成要素に対するプライシングの合理性について、さまざまな研究が行われている。市場に半強度の効率性が成立しているとすれば、決算発表と同時に株価は合理的な水準まで修正され、公表された利益その他の情報を事後的に分析して投資に利用したとしても超過収益を獲得することはできないはずである。ところが、現実の市場には会計情報に関連してアノマリーが存在することが知られている。Sloan[1996]は、将来利益に対する発生項目の持続性が営業キャッシュ・フローのそれより小さいにもかかわらず、株式市場では発生項目の持続性が過大評価されていることを明らかにした。また、発

生項目の過大評価を利用した投資戦略によって異常収益率を獲得しうることを示した。これが、発生項目アノマリー（accruals anomaly）と呼ばれる現象である。奥村[2003]などの研究により、わが国の市場においても統計的に有意な水準で存在することがすでに明らかになっている。

ところで、Sloanは、発生項目アノマリーの原因として機能的固定化仮説を提示している。すなわち、投資家が利益総額に対して固定化するために、利益の構成要素の持続性の差異を正しく認識できず、結果としてミスプライシングが生じるとする仮説である。

Sloan[1996]以降、多くの研究者が機能的固定化仮説の検証や、詳細な価格形成メカニズムの解明に取り組んでいる。代表的な研究の方向として、以下の3つのラインを挙げる

ことができる。

第1は、発生項目アノマリーが資産の増加額に対するミスプライシングの一部であるとする研究である。Fairfield et al.[2003]は、発生項目と正味長期営業資産増加額についていずれも株価には合理的に反映されていないこと、また、同等に過大評価されていることを報告している。これらの分析結果から、発生項目アノマリーが正味営業資産増加額に対する過大評価の一部であると解釈している。成岡[2005]は、わが国市場のデータを用いてFairfield et al.の主張を検証した。分析の結果、わが国の市場においても正味長期営業資産増加額に対する過大評価が存在することが確認された。一方で、発生項目アノマリーに比べてその経済的重要性は低いことも明らかになった。

第2は、発生項目アノマリーの主因を異常発生項目に帰する研究である。これは異常発生項目には将来キャッシュ・フローの予測誤差や、経営者の裁量的利益管理の影響が含まれることにもとづいている。Xie[2001]は、異常発生項目の持続性が正常発生項目のそれに比べて低く、顕著な過大評価が存在すること、これに対して正常発生項目には統計的に有意な過大評価がみられないことを明らかにした。竹原[2005]は、発生項目アノマリーにおける異常リターンのパターンに季節性が存在すること、特に異常発生項目について、年度後半に顕著な異常リターンが現れることを報告している。これについて、投資家は決算発表直後の段階では公表された会計数値に誤導されるものの、その後新規情報が入手可能となるにつれて株価が修正されるという解釈を示している。このラインの研究は、おおむねSloanの機能的固定化仮説に近い解釈をとっているといえる。

第3は、発生項目アノマリーがキャッシュ・フローに関連するアノマリーの一面をとらえているにすぎないとする研究である。ファイナンス論の文献では、低い(高い)簿価時価比率(book-to-market ratio)の株式がマーケットリスクでは説明できない正の(負の)異常リターンをもたらすことが指摘されている。Beaver[2002]は、発生項目アノマリーがこのようなバリューストック/グローストックアノマリーの一部ではないかという推測を示した。Desai, Rajgopal, and Venkatachalam[2004]は、営業キャッシュ・フロー株価比率(CFO/P ratio)を用いて、高(低)CFO/P株式が、顕著な正の(負の)異常リターンをもたらすとともに、CFO/Pコントロール後のリターンでは発生項目アノマリーが消失することを発見した。また、Dechow, Richardson, and Sloan[2004]は、キャッシュ・フローの分配面に着目し、内部留保・再投資される部分の持続性は過大評価

され、株主へ分配される部分の持続性は過小評価されることを報告している。

以上の研究は、発生項目アノマリーが、キャッシュ・フロー予測誤差、経営者による裁量的利益管理、およびバリューストック/グローストックアノマリー等、いくつかの因子の複合的現象であることを推測させる。

2. 研究の目的

本研究は、主に上記第3のラインの研究に依拠しつつ、発生項目やキャッシュ・フローに関連するアノマリーについてさらに詳細な検証を行うこと、これにより利益とその構成要素のプライシングについて新たな知見を得ることを目的としている。これまでのところ、わが国では必ずしもこのラインの研究が進んでいないと思われることがひとつの動機となっている。また、わが国においてこのような研究を進める意義としては、わが国の会計制度および企業慣行等に固有の特徴があることが挙げられる。

3. 研究の方法

具体的には、以下の3つを研究課題として設定する。

(1) 発生項目アノマリーの頑健性について調査する。

いくつかの研究で、従来報告された発生項目アノマリーの大部分はごく一部の観測値の影響によるものであると指摘されている(Kraft, Leone, and Wasley[2006]など)。また、特別損益に対するアノマリーと強い相関があることも報告されている。そこで、研究の予備的段階として、サンプルや発生項目の構成要素を精査し、アノマリーの頑健性を検証する。

(2) 発生項目アノマリーと、バリューストック/グローストックアノマリーの関係を調査する。

Cheng and Thomas[2006]が指摘するように、Dechow and Dichev[2002]モデルを前提とすれば、正常(異常)発生項目とは、過去または将来のキャッシュ・フローに関連する(しない)部分である。従って、ここでは正常発生項目とバリューストック/グローストックアノマリーの関係が主な課題となる。正常(異常)発生項目の推定モデルの妥当性がきわめて重要となるため、複数のモデルを用いて分析を行う。

(3) 発生項目アノマリーと、企業間の財務的特性の差異との関係を検証する。

企業間の財務的特性の差異は(2)の關係に影響を与えることが予想される。例えば、Dechow, Richardson, and Sloan[2004]は、キャッシュ・フローのうち、内部留保・再投資される部分と、株主へ分配される部分では、

市場評価に差異が存在することを報告している。このことは、例えば積極的に再投資を行う成長企業と、多くを株主に分配する成熟企業ではキャッシュ・フローの市場評価が異なる可能性があることを示す。また、わが国企業に広く存在した安定配当政策との関係も検討を要する。

また、利益やその構成要素、資産額などの会計数値は会計基準による影響を受ける。近年の会計制度改革は、会計情報の将来キャッシュ・フローとの関連性を高めた可能性がある。その結果、発生項目の大きさや関連するアノマリーの大きさに何らかの変化が生じたかが検証すべき課題となる。

4. 研究成果

(1) 発生項目アノマリーの頑健性

アノマリーの頑健性を調べるため、サンプルを発生項目の水準にもとづいて毎年 10 個に分割し、各ポートフォリオの異常収益率（規模調整済み）を調査した。

発生項目アノマリーがサンプル全体に観察されるならば、発生項目の水準が高くなるほど、異常収益率が単調に低くなることが予想される。分析の結果は、必ずしも予想と一致しなかった。第 10 分位（最大）は有意に負の異常収益率を示したものの、残りの 9 個のポートフォリオは有意にゼロと異なる異常収益率ではなかった。また、全体として発生項目の水準が高くなるほど、異常収益率が単調に低くなるという傾向は見いだせなかった。

以上の結果は、従来から報告されている発生項目アノマリーが一部の観測値の影響によるものであるという Kraft, Leone, and Wasley の主張を部分的に裏付けるものである。ただし、今回の分析は会計利益として経常利益ベースの値を使用していることから、特別損益を除去しても発生項目アノマリーが検出できることも示している。

(2) 発生項目アノマリーとバリューストックアノマリーの関係

日本市場のデータを対象に、バリューストックアノマリー等と発生項目アノマリーとの関係について調査した。具体的には、Desai et al.らの先行研究にもとづき、営業キャッシュ・フロー株価比率（CF0/P）を用いた分析を行った。CF0/P 比率に関するアノマリーが存在するかどうか、また、発生項目アノマリーが CF0/P コントロール後のリターンについて確認できるかどうか課題であった。

分析結果の概要は、以下のとおりである。

バリューストック株指標として B/P をとった場合、少なくとも一部の観測値で、バリューストック株効果とは

独立に、発生項目アノマリーが観察できる。

バリューストック株指標として CF0/P をとった場合、発生項目アノマリーは独立に観察できない。

バリューストック株指標として CF0/P をとった場合、異常発生項目アノマリーは独立に観察できない。

CF0/P をコントロールしても、B/P アノマリーは観察される。

発生項目として極端な値をとる観測値を除去すると、B/P、CF0/P のいずれをコントロールした場合でも、発生項目アノマリーは独立に観察できない。正常発生項目（NACC）および利益株価比率（E/P）については、顕著なアノマリーは存在しない。

Desai et al.の結果と比較すると、上記とについては、同様か、もしくは類似する結果であった。しかし、は相反する結果であった。この結果は、CF0/P がファンダメンタル価値対時価の関係をよく表現しているという彼らの解釈に疑問を提示するものである。むしろ、彼らが示している代替的な解釈、すなわち CF0/P が発生項目とバリューストック株指標に対する代理変数として機能しているという可能性について、さらに追究する必要がある。

Cheng and Thomas(2006)の研究と比較すると、の結果は相反する。彼らは、正常発生項目を「CF0 と関連する部分」、異常発生項目を「CF0 と関連しない部分」であると指摘したが、この結果は、彼らの指摘が必ずしも妥当なものでない可能性を示しているといえよう。

また、の結果は、発生項目とバリューストック株指標では、その表れ方が異なることを示している。

以上の結果は、バリューストック株アノマリーと発生項目アノマリーは、「ファンダメンタル価値対株価」アノマリーを 2 つの面からとらえたものにすぎず、本質的に同一であるという見方に疑問を呈するものといえる。

(3) 発生項目アノマリーと、企業間の財務的特性の差異との関係

まず、会計上の保守主義が利益の持続性に与える影響を調査した。

利益やその構成要素を従属変数とし、株式投資収益率を独立変数とする回帰分析を行った。Basu(1997)に従い、株式投資収益率が負の場合に 1 をとるダミー変数を入れてある。

分析の結果、利益額を従属変数とした場合には、先行研究と同様に、株式投資収益率が負の場合、有意に係数が大きかった。このことは、日本においても保守主義が観察される

ことを示している。次に従属変数に営業キャッシュ・フローおよび発生項目をとった場合について回帰分析を行い、結果を比較した。会計上の保守主義が、営業キャッシュ・フローでなく、発生項目の水準のみに影響を与えるならば、発生項目を従属変数とした場合のみ、ダミー変数は有意となり、営業キャッシュ・フローを従属変数とした場合には、有意にならないと考えられる。分析の結果は、予想に反して、営業キャッシュ・フローを従属変数とした場合でも、ダミー変数が有意となった。分析結果の意味合いは必ずしも明瞭でないが、日本企業において経済的損失が発生した場合に、実体的な行動（例えば資産の売却）を通じて、キャッシュ・フローに影響を与えていることを示唆している可能性がある。

次に、発生項目アノマリーと会計上の保守主義の関係を調査した。会計上の保守主義が、会計利益やその構成要素の持続性に影響を与え、さらにプライシングにどのような影響を与えているかが課題となるが、研究期間内に明確な結論を得るには至らなかった。今後は、分析手法を見直したうえで再検証を行うとともに、会計ビッグバン期における会計・金融制度や市場慣行の変化との関連に研究を展開していく予定である。

(引用文献)

- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24:3-37.
- Beaver, W. 2002. Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review* 77(2):453-474.
- Cheng, A. and W. Thomas. 2006. Evidence of the Abnormal Accrual Anomaly Incremental to Operating Cash Flows. *The Accounting Review* 81(5): 1151-1167.
- Dechow, P.M. and I.D. Dichev. 2002. The Quality of Accounting and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77(Supplement): 35-59.
- Dechow, P.M., S.A. Richardson, and R. Sloan. 2004. The persistence and pricing of the cash component of earnings. Working Paper, University of Michigan, Ann Arbor, MI.
- Desai, H., S. Rajgopal, and M. Venkatchalam. 2004. Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two. *The Accounting Review* 79(2): 355-385.
- Fairfield, P., J. Whisenant, and T. Yohn.

2003. Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review* 78(1): 353-371.

Kraft, A., A.J. Leone, and C. Wasley. 2006. An Analysis of the Theories and Explanations Offered for the Mispricing of Accruals and Accrual Components. *Journal of Accounting Research* 44(2): 297-339.

成岡浩一. 2005. 「株式市場における貸借対照表情報のプライシング」石塚博司編『会計情報の現代的役割』白桃書房: 220-232.

奥村雅史. 2003. 「個別財務諸表と株価の関係: Mishkinテストによる研究」『早稲田商学』397: 141-157.

Sloan, R. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71(4): 289-315.

竹原均. 2006. 「異常会計発生高アノマリーと業績予想改訂」『証券アナリストジャーナル』44(5): 57-68.

Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76(3): 357-373.

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計1件)

成岡 浩一、「発生項目アノマリーとバリュエーション・グラマー株効果」『金沢学院大学紀要(経営・経済・情報・自然科学編)』第6号、1-16頁、2008年、査読無。

[学会発表](計1件)

成岡 浩一、「会計上の保守主義と利益の持続性」大東文化大学経営研究所第5回研究部会、2009年1月27日。

6. 研究組織

(1)研究代表者

成岡 浩一 (NARUOKA HIROKAZU)
大東文化大学・経営学部・准教授
研究者番号: 40350805

(2)研究分担者

()
研究者番号:

(3)連携研究者

()
研究者番号: