

## 会計発生高アノマリーと株式市場

神戸大学経済経営研究所

講師 村宮克彦

数ある小説のジャンルの中に、本格ミステリーとよばれるものがある。一見犯行不可能な密室で、あるいは大雪によって外界から閉ざされた山荘で、はたまた外部からの侵入を拒む孤島で、といったいわば「クローズド・サークル」で起きる殺人がテーマとなっているものが多い。そこでは、居合わせた探偵役がクローズド・サークル内の限定された容疑者候補のアリバイや動機について詳細な検討を行い、特定の人物しか犯人たりえないとする論理を様々な証拠にもとづいて明快に導き出す。そして、最後にはクローズド・サークルにいた人を集め、探偵役が動かさざる証拠を真犯人に突きつけるというものだ。このジャンルには、小説のはじめに何者かによる殺人によって、真犯人は誰かという謎が提供され、その謎の解明のために探偵役が試行錯誤の末、真犯人を突き止めて幕を閉じるという特徴がある。

私の専攻する資本市場ベースの会計研究でも本格ミステリーと同じくして、ある謎が提示され、その謎の解明のため、様々な証拠をもとに真犯人探しを行うというジャンルがある。1996年、アメリカ会計学会の学会誌である *The Accounting Review* 誌上で当時ペンシルベニア大学にいた Richard Sloan によって一つの謎が提供された<sup>1</sup>。彼は、会計発生高(accruals)が大きい(小さい)企業ほど、その後の株式リターンが低く(高く)、会計発生高に将来リターンの予測能力があることを発見した。そして、いったいなぜこのような現象が観察されるのかという謎を提示したのである。会計発生高に将来リターンの予測能力があるという発見事項は、市場の効率性に対する反証的な証拠であり、そのフレームワークの中では説明できない現象として会計発生高アノマリーとよばれるようになった。そもそも、この会計発生高とは、会計上の利益とキャッシュ・フローの差額として定義される。すなわち、会計上の利益は、キャッシュ・フローと会計発生高の和として計算できるのだ。キャッシュ・フローは、ごまかすことのできないものであるのに対して、会計発生高は経営者の見積りが多く反映されており、ある程度の裁量性が存在する。したがって、この会計発生高が増加すれば(あるいは意図的に増やせば)、会計上の利益はその分だけ増えることになる。

Sloan は会計発生高アノマリーがいったい何に起因するのかという謎に対して、次のような推理を打ち出した。それは、投資者が利益の構成要素たる会計発生高の持続性を過大に評価し、他方も一つの構成要素たるキャッシュ・フローの持続性を過小に評価して将来利益の予測(株式のプライシング)を行っているため、会計発生高と将来リターンにはマイナスの関連性があるというものだった。この Sloan による謎の提供と大胆な推理は、衝撃的なものであった。なぜなら、1970年代以降、限られた現象を除いて、会計情報は適時かつ適切に株価に織り込まれ、

---

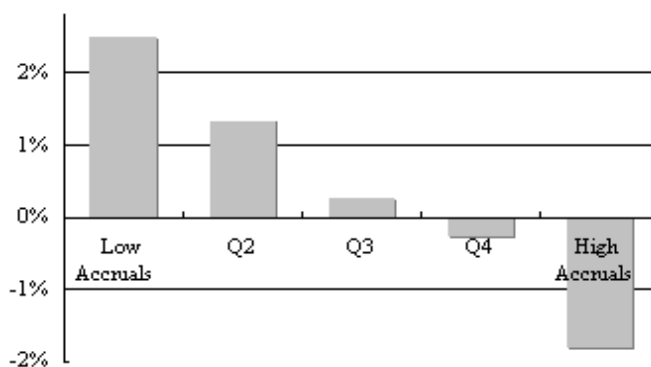
<sup>1</sup> Sloan, R.G., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.

たとえ会計方針の変更などによって利益がかさ上げされたとしても、株価はそれを完璧に見抜いているかのごとく投資者によってプライシングされていると考えられていたからだ。すなわち、投資者は適切に会計情報を株価に織り込み、市場は効率的であるとする実証結果がそれまでの研究の大半を占めていたのである。したがって、会計発生高がミス・プライシングされているとは、多くの人がまったく想定していなかったのだ。

Sloan の研究以後、彼の推理を裏付ける証拠が提示された。たとえば、株式市場において情報仲介者として重要な役割を果たす証券アナリストや監査人でさえ会計発生高が将来利益に及ぼす影響を適切に認識しておらず、その結果、投資者もまた彼らと同じように会計発生高のインプリケーションを誤って認識しているという研究がそれである。また、ある研究では機関投資家など会計数値の分析に長けたトレーダーが頻繁に取引を行う銘柄ほど、会計発生高アノマリーが生じる可能性が低いと主張されている。これらの研究は、会計発生高アノマリーの源泉が、投資者の誤った認識によって生じるという Sloan の推理を裏付ける証拠として広く知れ渡った。

しかし、近年会計発生高アノマリー研究は新たな局面を迎える。それは、これまで多くの研究によって支持されてきた Sloan の推理に異議を唱えるものがでてきたのだ。たとえば、会計発生高と財務的な困窮度合いには密接な(負の)関係があり、会計発生高の将来リターン予測能力の少なくとも一部は、たんに財務困窮リスクの負担に対する報酬を反映しているにすぎないとする研究がそれである。その他にも、特定のアセット・プライシング・モデルのもとでは、会計発生高アノマリーは消滅するという結果を提示し、そもそもこのアノマリーの存在さえも否定する研究もでてきた。これらの研究は、Sloan の推理の一部、あるいは大部分を否定する新しい証拠である。しかし、こうした Sloan に対する反証もいまだ研究の蓄積が十分でなく、彼の推理を覆すほどの証拠として認知されているわけではない。会計発生高の源泉はいったいなにかという謎に対して、Sloan の推理が真実であるのか、それともその他の推理が正しいのか、真犯人をずばり言い当てるほどの決定的な証拠はいまだ見つかっていないのが現状なのである。

そして近年、会計発生高アノマリーについても一つ大きな謎がもたらされた。それは、既に発見からずいぶん年月が経過しているにもかかわらず、いまだにそのアノマリーが観察されるのはなぜかという謎である。右の図は、近年の日本市場における会計発生高アノマリーの存否を調べたものである。会計発生高の大小によって5つのグループにわけ、一年後に平均してどの程度のリスク調整済みのリターンがあったかを調べたものである。これをみると、明らかに低会計発生高銘柄群のリターンが大きく、高会計発生高銘柄群のリターンが小さいことがわかる。投資者はこうした傾向を利用して低会計発生高銘柄群を買い、高会計発生高銘柄群を空売りすることによって一年間で平均して約 4



この図は、日本の株式市場に上場する 3 月決算企業をサンプルとして、貸借対照表ベースの会計発生高を期中平均総資産で基準化した数値にもとづいて5つのグループに分け、各グループの一年間のリスク調整済みバイ・アンド・ホールド・リターンの平均値を明示している。財務データは、連結ベースの数値を用いている。調査対象期間は 1999 年から 2006 年であり、合計サンプル数は 15,620 である。リターンの計算開始月は、決算月から 3 ヶ月後の 6 月としている。リスク調整は、規模と純資産簿価時価比率にもとづいて 5×5(計 25)の同質的な銘柄群から構成されるポートフォリオを作成し、各ポートフォリオの加重平均リターン(すなわち、個別銘柄のリターン-同質的銘柄群から構成されるポートフォリオの加重平均リターン)を用いて行っている。

パーセント以上の(リスク調整済みの)リターンを獲得することができる。この結果は、いまだに日本市場で会計発生高アノマリーが存在することを示す証拠である。

しかし、市場が効率的である限り、株価に一時的な歪みが生じていても、合理的な裁定取引を行う者、いわゆるアービトラージャーの取引によって株価は効率的な方向へと修正されるはずである。したがって、会計発生高アノマリーの存在が既に分かっている近年においては、割安(割高)に価格形成されている低会計発生高(高会計発生高)銘柄に対して、合理的な裁定取引が速やかに行われ、会計発生高によるミス・プライシングは瞬時に解消されるはずである。したがって、本来ならば会計発生高アノマリーが生じる余地はないのである。にもかかわらず、図で示したように会計発生高アノマリーが、なぜ依然として存在しているのであろうか？その謎に対しては、ある研究は代替証券(close substitutes)の欠如をあげている。アービトラージャーは、割高な銘柄を見つけると、その銘柄を空売りし、さらにその取引のリスクをヘッジするため空売りした銘柄と非常に性質の似通った代替証券を購入する。反対もまたしかりである。そうすることで、アービトラージャーは確実に利益を確保するのである。しかし、現実世界において代替証券を見つけるのは困難を極める。もし、そうした証券が見当たらなければ裁定取引はうまく機能しないのである。その研究では、特に代替証券が欠如している銘柄群において会計発生高アノマリーが顕著に観察されるという証拠を提示し、代替証券の欠如が裁定取引の障壁となっており、それが会計発生高アノマリーを依然として消滅させないでいる原因だとしている。さらに、同じ研究では取引コストもまた大きな障壁となっていることが示されている。彼らは、取引コストが大きい銘柄群において会計発生高アノマリーが強く観察されるとする証拠を提示した。そして、たとえ株式市場において賢明なるアービトラージャーがいたとしても、代替証券の欠如とリターンに見合わない高い取引コストによって裁定取引は阻害され、その結果会計発生高アノマリーはいまだ存在し続けているのだと結論づけているのである。しかし、こうした推理を支持する証拠の蓄積は十分でなく、広く受け入れられているわけではない。

このように、会計発生高アノマリーを巡る2つの謎―「会計発生高アノマリーの源泉は何か」、そして「会計発生高アノマリーはなぜ依然として残り続けているのか」―は、いまだ結論がないまま、現在も多くの研究者がこの謎の解明に取り組んでいる。そして、次々に新しい証拠が出されているわけだが、いずれの謎も真犯人を突き止めるまでには至っていない。新証拠が真犯人に近づくもので物語を終焉へと誘うものなのか、はたまた誤った推理でたんに物語を混乱させるものなのかはいまだはっきりとしないのである。

これらの2つの謎は、いわば株式市場というクローズド・サークルで提示されたものである。したがって、真相はその中にしかなく、株式市場内の限られた容疑者候補の中から真犯人を必ず見つけ出すことができるはずである。真理は一つであるのに、なかなか真相に辿り着けないのは、これまでの研究が全く見当違いの方向へと進んでいることへの警鐘なのかもしれない。あるいは複数の犯人による複雑な犯行であり、それによって容易には真相へ辿り着けないだけなのかもしれない。しかし、一ついえるのは既に分かっている証拠とこれから自分達が見つけ出す証拠を突き合わせて矛盾のない真相を導き出すのが我々会計研究者の使命であるということだ。真犯人をずばり言い当てるホームズにはなれないまでも、彼の助手をつとめ、読者を事件の真相へと導くワトソンぐらいにはなりたいものだと日々研究に励んでいる。

#### 【参考文献】

- Balsam, S., Bartov, E., Marquardt, C., 2002. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research* 40, 987-1012.
- Barth, M., Hutton, A., 2004. Analyst earnings forecast revisions and the pricing of accruals. *Review of Accounting Studies* 9, 59-96.
- Bradshaw, M.T., Richardson, S.A., Sloan, R.G., 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Collins, D.W., Gong, G., Hribar, P., 2003. Investor sophistication and the mispricing of accruals. *Review of Accounting Studies* 8, 251-276.
- Khan, M., 2008. Are accruals mispriced? Evidence from tests of an Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Journal of Accounting and Economics* 45, 55-77.
- Lev, B., Nissim, D., 2006. The persistence of the accruals anomaly. *Contemporary Accounting Research* 23, 193-226.
- Mashruwala, C., Rajgopal, S., Shevlin, T., 2006. Why is the accrual anomaly not arbitrated away? *Journal of Accounting and Economics* 42, 3-33.
- Ng, J., 2005. Distress risk information in accruals. *Working paper*, University of Pennsylvania.
- Sloan, R.G., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Xie, H., 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76, 357-373.