

# IFRS の適用と会計発生高アノマリー

中 川 豊 隆  
岡山大学

## 要 旨

本論文の主目的は、日本における IFRS 任意適用企業と日本基準適用企業をサンプルとして会計発生高アノマリーを比較検証することである。会計発生高アノマリーは Sloan [1996] の研究等によって良く知られた会計アノマリーであるが、国際会計研究の視点からは、このアノマリーを法域別に検証した研究や国際会計基準の適用がこのアノマリーに及ぼす影響を検証した研究が挙げられよう。また、これらの先行研究以外に、IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関する研究や会計アノマリーの原因や変化を検証した研究が数多く行われている。本論文ではその意義をより明確にするため、それらの研究についても取り上げて検討した。具体的には、IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関しては De George et al. [2016] を、会計発生高アノマリーを含む会計アノマリーの研究動向に関しては Richardson et al. [2010] と Chordia et al. [2014] を、会計発生高アノマリーと法域や国際会計基準の適用との関係に関しては Pincus et al. [2007] と Kaserer and Klingler [2008] を取り上げて内容を整理及び検討している。

その上で、本論文では、これらの研究にもとづき、IFRS を任意適用した日本企業を対象に会計発生高アノマリーを分析した。日本基準を適用する日本企業の分析結果と IFRS を適用する日本企業の分析結果を比較すると、分析結果が同様である年度もあれば同様ではない年度もあることが確認できた。今後は、データの蓄積に伴い、会計基準以外の要因に関する検討や会計基準の具体的な相違点に関する分析も必要であると考えられる。

## I 序

本論文の主目的は、日本における IFRS 任意適用企業と日本基準適用企業をサンプルとして会計発生高アノマリーを比較検証することである。会計発生高アノマリーは Sloan [1996] の研究等によって良く知られた会計アノマリーであるが、国際会計研究の視点からは、このアノマリーを法域別に検証した Pincus et al. [2007] や国際会計基準の適用がこのアノマリーに及ぼす影響を検証した Kaserer and Klingler [2008] が挙げられよう。本論文では、これらの研究にもとづき、日本企業を対象とした従来の会計発生高アノマリーに関する分析結果を踏まえたうえで、IFRS を任意適用した日本企業を対象に会計発生高アノマリーを分析した。また、上記の先行研究以外に、IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関する研究や会計アノマリーの原因や変化を検証した研究が数多く行われている。本論文ではその意義をより明確にするため、それらの研究についても取り上げて検討した。

本論文の構成は以下の通りである。まず次節では先行研究の内容を整理及び検討して仮説を構築する。第三節ではサンプルと分析モデルについて説明する。第四節では IFRS 適用企業、米国基準適用企業、日本基準適用企業を対象とした分析の結果を示す。第五節では結論と今後の課題を述べる。

## II 先行研究と仮説

本節では先行研究のサーベイと仮説の構築を行う。なお、先行研究については、具体的には、IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関しては De George et al. [2016] を、会計発生高アノマリーを含む会計アノマリーの研究動

向に関しては Richardson et al. [2010] と Chordia et al. [2014] と Hou et al. [2017] を、会計発生高アノマリーと法域や国際会計基準の適用との関係に関しては Pincus et al. [2007] と Kaserer and Klingler [2008] を取り上げて内容を整理及び検討する。

### 1. IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関する先行研究

De George et al. [2016] は、IFRS 適用の影響に関する研究を対象とした包括的なサーベイ研究である。この論文は、歴史的な視点による IFRS 適用の説明<sup>(1)</sup>、IFRS 適用の影響に関する実証研究、IFRS 研究の実証的な選択に関するメタ分析を扱っている。また、IFRS 適用の影響に関する実証研究には IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関する先行研究が含まれている<sup>(2)</sup>。本論文と特に関係するのはこの部分であると考えて、ここに注目しておく。

IFRS の適用が株式市場に及ぼす影響に関する先行研究から De George らが得た重要な知見は、IFRS の適用は市場の流動性を高めたり資本コストを低下させたりすることが示されているがそのようなベネフィットが全ての企業や国で見られるわけではないという点であろう (De George et al. [2016], pp.936-937)。なぜなら、このことは IFRS が適用されたすべての法域で同じ経済的帰結が生じるとは限らないことを示唆している点で特徴的だからである。同じにならないケースがあるならば、IFRS の適用が日本の株式市場に及ぼす影響についても、他国における分析結果で代用せず、日本企業を対象とした分析を複数の視点で行う必要があると考えられる。このような観点から、本論文では、会計アノマリーを分析視点の一つとして位置付けて分析を行っている。

## 2. 会計発生高アノマリー等の会計アノマリーに関する最近の研究

次に、会計発生高アノマリーを含む会計アノマリーに関する研究動向を把握するために Richardson et al. [2010] と Chordia et al. [2014] と Hou et al. [2017] を取り上げる。良く知られているように、会計発生高アノマリーの研究については、Sloan [1996] がこのアノマリーを発見してそれを利益の構成要素の持続性の相違で説明した後、このアノマリーの存在を支持する多くの実証的証拠が示されてきた。Richardson et al. [2010] は、会計発生高アノマリー等の会計アノマリーやファンダメンタル分析を対象にサーベイを行っている。一方、Chordia et al. [2014] は、アノマリーの減衰 (attenuation) について取り上げている。また、Hou et al. [2017] はアノマリーの再検証を行っている。

### (1) Richardson et al. [2010]

Richardson et al. [2010] では、2000 年以降に行われた会計アノマリーやファンダメンタル分析に関する研究を対象とした文献サーベイ及び会計発生高アノマリーや利益発表後ドリフト (post-earnings-announcement drift) に対するリスクや取引費用の処理の影響に関する分析が行われている<sup>(3)</sup>。ここでは、Richardson et al. [2010] による引用分析を取り上げておく。

彼らは、2000 年以降に行われた会計アノマリーやファンダメンタル分析に関する研究を対象に引用分析を行い、会計学のジャーナルを対象とした当該テーマに関する引用頻度の高い 10 論文を示した。それによれば、The Accounting Review 誌に掲載された 6 論文と Journal of Accounting and Economics 誌に掲載された 4 論文の引用頻度が高くなっている。

そして、これらの論文の内容については、10 論文中 8 論文 (Xie [2001], Richardson et al. [2005], Khan [2008], Mashruwala et al. [2006], Fairfield et al. [2003], Beneish and Vargus [2002], Desai et al. [2004], Pincus et al. [2007]) が Sloan [1996] の会計発生高アノマリーに関連した研究となっている。他方、それ以外の 2 論文 (Hrisleifer and Teoh [2003], Bartov et al. [2000]) は、投資家の知覚に関するモデル研究と利益発表後ドリフトに関する研究である。以下、これらの 10 論文のうち会計発生高アノマリーに関する研究の概要を示しておく<sup>(4)</sup>。なお、Pincus et al. [2007] については別途説明するため、ここでは省略している。

Xie [2001] は Sloan [1996] の方法を用いて Jones [1991] モデル等による裁量的会計発生高のミスプライシングの有無を検証しており、市場が裁量的会計発生高の持続性や 1 年先利益における含意を過大評価していることを発見した。

Richardson et al. [2005] は会計発生高の信頼性と利益の持続性を結び付けることで Sloan [1996] を拡張し、投資家が信頼性の低い会計発生高は持続性の低い利益をもたらすことを十分に見通しておらずミスプライシングが生じることを示した。また、最も信頼性が低い会計発生高を用いて分析を行うと、Sloan [1996] よりもヘッジポートフォリオリターンが大きくなるとした。

Khan [2008] は会計発生高アノマリーをリスクで説明しようとする研究であり、4 ファクターモデルで測定した場合、会計発生高アノマリーに係るリターンのクロスセクションにおける変動の大部分がリスクで説明できることを示した。

Mashruwala et al. [2006] は Sloan [1996]

による会計発生高アノマリーは固有株式リターンボラティリティの高い企業に集中して生じるとし、また、会計発生高アノマリーは低位で出来高の小さい銘柄にみられるが、これは取引費用が会計発生高のミスプライシングを利用する際の障壁になっていることを示唆するとした。

Fairfield et al. [2003] は当期の ROA をコントロールすると、正味営業資産の成長の構成要素は 1 年先の ROA とひとしく負の関連性を有するとし、会計発生高アノマリーは正味営業資産のミスプライシングによるアノマリーの一面である可能性を示唆した。

Beneish and Vargus [2002] はインサイダー取引と利益の質及び会計発生高のミスプライシングの関係を検証し、利益増加型の会計発生高の持続性はインサイダー取引によって上下することや、Sloan [1996] における会計発生高のミスプライシングは利益増加型の会計発生高のミスプライシングによるものであること等を明らかにした。

Desai et al. [2004] は会計発生高アノマリーがグラマー株効果の現れの一つであるかどうかを検証しており、4 つの伝統的なバリュー／グラマーの代理変数（売上高の成長、B/M、E/P、C/P）をコントロールしても、会計発生高は将来リターンと関連性を持つことを示した。

先行研究の内容を概観してみると、この研究領域では Sloan [1996] の影響を受けながら、会計発生高アノマリーが観察される原因を Sloan [1996] とは異なる視点で解き明かすことを試みた研究が進展していることが確認できる<sup>6)</sup>。このように、会計発生高アノマリーは会計アノマリー研究の中でも活発に研究が行われている領域であり、また、その過程で様々な説明方法が展開されてきたことが確認でき

る。このような流れの中で、本論文の分析は法域と会計基準によって会計発生高アノマリーを説明することを試みていると位置づけられる。

## (2) Chordia et al. [2014]

Chordia et al. [2014] は、米国市場を対象に流動性やトレーディング活動とアノマリーの関連性について分析し、近年のアノマリーを利用した投資戦略にもとづくリターンの減少がヘッジファンドの運用資産額や空売り残高や株式の売買回転率によってもたらされていることを証拠づけた研究である。また、流動性を向上させたり取引費用を改善させたりする政策が市場の効率性を高めるとの主張も行われている。具体的に言えば、流動性の増加やアービトラージの増加によって、Fama-MacBeth [1973] の係数やヘッジポートフォリオリターンが変化することが証拠づけられている。

表 1 の通り、先行研究にもとづき会計発生高アノマリーを含む 12 種類のアノマリーが分析対象となっている。一方、分析期間については、米国では 1970 年代半ばの手数料の規制緩和によって取引費用が減少し出来高が増加したという認識にもとづき、1976 年から 2011 年までが対象とされている。

具体的には、アノマリーにもとづくロング・ショートのリターンズプレッドと Fama-MacBeth の係数をもちいた分析が行われている。ロング・ショートのリターンズプレッドの分析では、12 項目それぞれについて、十分位をもちいたロング・ショートヘッジポートフォリオの等ウェイト平均ローリターンが示されている。それによれば、NYSE/AMEX 上場企業を対象とした場合、PROFIT を除くすべての項目について、有意な月次リターンが獲得されるという。例えば、会計発生高アノマリーのリ

ターンは 0.33% ( $t=2.84$ )、利益発表後ドリフトのリターンは 0.739% ( $t=6.65$ ) である。Fama-MacBeth の係数をもちいた分析は、リスク調整リターンと規模や簿価時価比率等の企業特性との回帰分析である。プライシングが正確であれば係数は非有意となるが、結果は 12 項目のうち TURN と PROFIT を除くすべてが有意となっている。

これらの分析とともに、アノマリーの減衰に関する分析が行われている。分析の結果、

NYSE/AMEX 上場企業を対象とした場合、12 項目中 10 項目でアノマリーにもとづくヘッジリターンの減衰が証拠づけられている（このうちの 8 項目で有意な減衰が観察されている）。また、アノマリーの減衰は、Fama-MacBeth の係数をもちいた場合にも観察されている。

このように、米国市場では近年アノマリーが観察されにくくなっている。本論文では、米国基準を採用する日本企業についても分析対象としている。

表 1 Chordia et al. [2014] におけるアノマリー項目

項目	意味
① SIZE	株式の市場価値の自然対数
② BM	ある暦年内の会計期末における簿価／その暦年における 12 月末の時価
③ TURN	株式の売買回転率（出来高／発行済株式総数）の対数
④ R1	ラグ付の 1 か月間のリターン（リバーサル）
⑤ R212	11 か月間の累積リターン（モメンタム）
⑥ ILLIQ	非流動性
⑦ ACC	会計発生高
⑧ AG	資産の成長
⑨ ISSUE	新株発行
⑩ IVOL	固有ボラティリティ
⑪ PROFIT	収益性（利益／簿価）
⑫ SUE	標準化期待外利益

出典：Chordia et al. [2014], p.43 より作成

### (3) Hou et al. [2017]

会計アノマリーの減衰に関する研究とは別に、過去のアノマリー研究を再検証した研究もある。Hou et al. [2017] は、米国企業を対象にデータ処理や検証基準を変更して過去の実証分析を再検証し、分析対象となった 447 のアノマリー項目のうちの 286 (64%) のアノマリー項目が 5%水準で有意でないこと等を示した<sup>6)</sup>。この研究における分析対象項目に Sloan [1996] の会計発生高アノマリーも含まれてい

るので確認しておく必要があると考えて、ここで取り上げた (Hou et al. [2017], p.49)。

その分析結果は、領域別 (trading frictions, intangibles, profitability, value-versus-growth, momentum, investment) に整理されているが、Sloan [1996] の会計発生高アノマリーが属する investment の領域については、分析項目の総数に対する 5%水準で非有意となった項目数の割合は最も低く、約 29%となっている (表 2)。この点で、モメンタム、会計発生高アノマ

リー、B/M、E/Pなどの項目は依然として5%水準での統計的有意性が認められやすい傾向にある<sup>(7)</sup>。なお、Sloan [1996]の会計発生高アノマリーについては統計量は下落したものの5%水準での有意性が確認された。

このように、データ処理や検証基準をより厳しくするとこれまで観察されていたアノマリーが観察されなくなる場合がある一方で、データ処理や検証基準を同じように厳しくしても

アノマリーが観察され続ける場合もある。どのような変更を加えると分析結果がどのように変化するかということは、各アノマリーの性質に関する理解を深めるために役立つかもしれない。

本論文の分析は会計基準の相違が会計発生高アノマリーに及ぼす影響に焦点を当てており、データ処理や検証基準の変更が分析結果に及ぼす影響については扱っていない。

表2 Hou et al. [2017]における統計的有意性の喪失状況

領域	喪失項目数	総項目数	喪失割合 (喪失項目数÷総項目数)
trading frictions	95	102	93%
intangibles	77	103	75%
profitability	46	79	58%
value-versus-growth	37	68	54%
momentum	20	57	35%
investment	11	38	29%

(Hou et al. [2017], table1, table3, table4 より作成)

### 3. IFRSの適用と会計発生高アノマリーの関係に関連する先行研究

#### (1) Pincus et al. [2007]

Pincus et al. [2007]はコモンローの法域でアノマリーが生じやすいことを企業統治等で説明した研究である。この研究では、コモンローの法域（オーストラリア、カナダ、香港、インド、マレーシア、シンガポール、タイ、イギリス、アメリカ）とコードローの法域（デンマーク、フランス、ドイツ、インドネシア、イタリア、日本、オランダ、スペイン、スイス、台湾）を対象に、会計発生高アノマリーに関する分析が行われている。なお、分析手法は、Mishkinテストと将来異常リターンとの回帰分析である<sup>(8)</sup>。

分析結果の要点は、会計発生高アノマリーはコモンローの法域で生じやすく、日本を含むコ

ードローの法域の多くでは会計発生高アノマリーが観察されないというものである。本論文の分析の関心事は、日本企業がIFRSを任意適用すると、このような分析結果に変化が生じるのかどうかということである。

#### (2) Kaserer and Klingler [2008]

Kaserer and Klingler [2008]は、ドイツ企業を対象に国際会計基準の適用と会計発生高アノマリーの関係について検証した研究である。

Mishkinテストによれば、ドイツ基準に準拠している企業については利益の構成要素に関する過剰反応や過小反応は観察されないが、国際会計基準に準拠した場合には利益の構成要素に関する過剰反応が観察されたという (Kaserer and Klingler [2008], pp.853-854)。

また、Kothari et al. [2005] の指摘にもとづき、線形回帰モデルによる検証も行っている。その分析結果によると、会計発生高アノマリーは国際会計基準の適用等を行った企業により多く生じている可能性が高いという (Kaserer and Klingler [2008], pp.855-857)。そして、国際会計基準がドイツで広まる前段階の 2000 年以前に会計発生高アノマリーを示す証拠はないが、2000 年から 2002 年の期間については会計発生高に対する市場の過剰反応が観察されるとしている (Kaserer and Klingler [2008], pp.857)。

この先行研究にもとづくならば、日本企業による IFRS の任意適用の拡大は日本市場における会計発生高アノマリーに影響を及ぼす可能性があると考えられる。日本はドイツと同じコードローの法域でもあり、この点について検証する必要があると考えられる。

#### 4. 仮説の構築

以上の先行研究にもとづいて仮説を構築する。Pincus et al. [2007] にもとづけば、日本はコードローの法域であることから会計発生高アノマリーは観察されにくいということになり、Kaserer and Klingler [2008] にもとづけば、IFRS の任意適用によって日本でも会計発生高アノマリーが観察されやすくなるかもしれない。しかし、Chordia et al. [2014] にもとづけば、コモドルの法域である米国であってもアノマリーが減衰していることから、会計基準とは無関係に会計発生高アノマリーがいつそう観察されにくくなっているかもしれない。

また、これらの先行研究にもとづく考察のほかに日本におけるコンバージェンスの進展を無視することはできない。即ち、コンバージェンスされていない日本基準から IFRS に切り替

えた場合と比べて、コンバージェンスされた日本基準から IFRS に切り替えた場合の方が、日本基準から IFRS への会計基準の切り替えの影響は相対的に小さいと考えることができることから、IFRS 適用企業であるか日本基準適用企業であるかということが、会計発生高アノマリーの分析結果にそれほど大きな影響を及ぼさない可能性も考えられる。つまり、この考え方は、単純に「会計基準の相違はアノマリーに影響を及ぼさない」と述べているのではなく、「会計基準の相違が大きくないのであれば、会計基準の相違はアノマリーに大きな影響を及ぼさないだろう」と述べているのである。

このように、コードローの法域であることやコンバージェンスの進展は IFRS を任意適用しても会計発生高アノマリーに関する分析結果は変わらないという考えと結びつきやすく、IFRS の任意適用という事実それ自体を強調することは IFRS を任意適用すると会計発生高アノマリーが生じやすくなるという考えと結びつきやすい。

以上の考察にもとづき下記の二つの帰無仮説を設定する。

帰無仮説 1 : IFRS を任意適用する日本企業について、将来異常リターンと会計発生高との間に有意な負の関連性はない。

帰無仮説 2 : 日本基準を適用する日本企業について、将来異常リターンと会計発生高との間に有意な負の関連性はない。

### III サンプルとモデル

#### 1. サンプル

サンプルは次の通りである。分析対象企業は、2017 年 3 月時点で IFRS を任意適用する

東京証券取引所第1部に上場する3月決算企業（複数上場も含む）である。なお、金融業は除いている。分析対象年は2014年度から2016年度までである。分析に必要なデータはeol及びヤフーファイナンスを使用して収集した<sup>(9)</sup>。また、IFRS任意適用企業のペアサンプルについても分析を行う。ペアサンプルは、上記のIFRS任意適用企業と同一の業種区分で総資産の近い日本基準適用企業を選択した<sup>(10)</sup>。なお、米国基準適用企業に関する分析も行っているが、分析対象年度及びペアサンプルの選択基準は同じである。欠損及び外れ値等を考慮した結果、IFRS任意適用企業のサンプル数は117となった<sup>(11)</sup>。

## 2. 分析モデル

分析モデルはPincus et al. [2007]の異常リターン回帰モデルを利用する。このモデルでは、会計発生高アノマリー、キャッシュフローアノマリー、企業規模アノマリー、EPアノマリー、BMアノマリーについて同時に検証する。ARは決算後の7月から翌年の6月末までの異常リターン、ACCは会計発生高、SIZEは時価総額、EPはEPS/株価、BMは簿価/時価、OCFは営業活動によるキャッシュフローである。ACCとOCFは総資産でデフレートしている。ACC、SIZE、EP、BM、OCFは十分位数を利用して0から1の値をとるように基準化する。

$$AR_{t+1} = \delta_0 + \delta_1 ACC^{dec}_t + \delta_2 SIZE^{dec}_t + \delta_3 EP^{dec}_t + \delta_4 BM^{dec}_t + \delta_5 OCF^{dec}_t + \varphi_{t+1}$$

## IV 分析結果

上述のモデルを利用して、IFRS任意適用企業とそのペアサンプルである日本基準適用企業、米国基準適用企業とそのペアサンプルである日本基準適用企業を対象に、2014年度から2016年度までのプーリングOLS及びパネル分析（変量効果、固定効果）、並びに年度別のクロスセクション回帰分析を行った<sup>(12)</sup>。

IFRS適用企業に関する結果を見ると、2016年度について会計発生高アノマリーが観察される。また、この年度はOCFとEPについても将来異常リターンと有意な関連性が生じている。ただし、OCFの係数符号は負の値となっている。一方、IFRS適用企業のペアサンプルである日本基準適用企業についても2016年度に会計発生高アノマリーが観察される。また、OCFについても同様であった。しかしながら、会計発生高アノマリーに係るp値はIFRS適用企業の方が小さくなっていることが確認された。他方、2014年の結果は両者で異なるが、サンプル数が小さい点には注意を要するであろう。

次に米国基準適用企業については、すべての年度でアノマリーは観察されなかった。一方、米国基準適用企業のペアサンプルである日本基準適用企業については、SIZE、EPが将来異常リターンと有意な関連性を持つ年度があることが観察された。日本基準は米国基準とコンバージョンを行っているわけではないため、この結果は、会計基準の相違がアノマリーの分析結果に影響を及ぼしうることを示唆しているのかもしれない。しかし、米国基準適用企業はIFRS適用企業よりもサンプル数が小さい点には注意を要するであろう。



表 3 分析結果

IFRS 適用企業				
	2014	2015	2016	2014-2016
N	19	43	55	117
ACC	0.234	0.103	-0.376**	-0.041
SIZE	0.120	-0.151	-0.149	-0.093
EP	-0.071	-0.185	0.198**	0.029
BM	0.226	0.092	-0.034	0.019
OCF	0.300	0.219	-0.323**	0.036
cons	-0.515	-0.158	0.308**	-0.059
日本基準適用企業 (IFRS 適用企業のペアサンプル)				
	2014	2015	2016	2014-2016
N	18	44	52	114
ACC	-0.390*	-0.035	-0.216*	-0.135
SIZE	0.053	-0.013	-0.075	-0.036
EP	0.370*	-0.156	0.048	-0.007
BM	-0.298**	-0.053	-0.010	-0.055
OCF	-0.251	-0.284	-0.213*	-0.197
cons	0.144	0.136	0.227	0.143
米国基準適用企業				
	2014	2015	2016	2014-2016
N	21	19	16	56
ACC	0.112	-0.012	0.200	0.035
SIZE	0.232	-0.213	0.022	-0.027
EP	-0.283	0.007	0.114	0.033
BM	0.184	0.442	0.031	0.245*
OCF	0.239	-0.062	0.022	0.074
cons	-0.289*	-0.139	-0.228	-0.229
日本基準適用企業 (米国基準適用企業のペアサンプル)				
	2014	2015	2016	2014-2016
N	20	19	17	56
ACC	0.148	0.413	0.028	0.121
SIZE	-0.359	-1.129**	0.024	-0.607**
EP	-0.348*	-0.589	0.234*	-0.137
BM	-0.015	-0.446	-0.297	-0.439*
OCF	0.233	0.199	0.103	0.110
cons	0.053	0.462	-0.007	0.338

(注) \*\*は両側 1%有意, \*は両側 5%有意であることを表す。年度別回帰については OLS (ロバスト) の分析結果を表す。2014-2016 年度の分析については, F 検定, Hausman 検定, Breusch and Pagan 検定にもとづきプーリング OLS の結果を示している。

## V 結論と今後の課題

既に述べたように、本論文の主目的は、IFRSを任意適用する日本企業と日本基準を適用する日本企業を対象として会計発生高アノマリーを比較検証することである。日本基準を適用する日本企業の分析結果とIFRSを適用する日本企業の分析結果を比較すると、結果が同様である年度もあれば同様ではない年度もあることが確認できる。また、比較的サンプル数の大きい2016年度については、会計発生高アノマリーに係るp値はIFRS適用企業の方が小さくなっていることが確認された。

本論文では会計基準の相違に焦点を当てて、会計発生高アノマリーに関する検証を行ったが、会計発生高アノマリーの相違が生じる原因は会計基準の相違だけではないため、会計基準以外の要因に関する検討を行う必要がある。また、本論文の分析では会計基準の具体的な相違点には言及しておらず、具体的にどの部分かどのように異なることで分析結果にどのような相違が生じるのかということを考察して検証することも今後の課題である。

### 注

- (1) そこでは、IFRS適用の目的である財務報告の質の向上と比較可能性の改善について論じられている。前者については、公正価値会計を念頭に、経済的に発展した国で便益のある会計がそれ以外の場所ではそうではないかもしれないことが指摘されている。後者については、財務報告の質は会計基準によってだけでなく国の法律制度や文化等によっても決まることから、IFRSがグローバルな収斂を達成して比較可能になったとしても、財務報告の質の収斂が達成されるかどうかについては疑問が投げかけられてきたという。(De George et al. [2016], pp.903-907)
- (2) IFRS適用の影響に関する実証研究については、IFRSと財務報告の質に関する研究、IFRSの株式市場への影響に関する研究、IFRSと企業意思決定に関する研究、IFRSと負債契約に関する研究、IFRSの受託責任及び企業統治

への影響に関する研究、IFRSの監査証明への影響に関する研究、IFRSに特有の属性に関する研究に区分して整理されている。

- (3) 2000年以前の研究動向については、例えばKothari et al. [2001]がある。
- (4) なお、Hrishleifer and Teoh [2003]は、情報の表示方法の選択や投資家の注意力や情報処理能力に限界がある場合に表示方法の違いが市場価格に及ぼす影響をモデル化した。Bartov et al. [2000]は機関投資家による保有は利益発表後ドリフトと負の相関関係があり、機関投資家による保有を説明変数とした場合、企業規模や取引費用は利益発表後ドリフトに関する増分説明力を殆ど持たないことを示した。
- (5) また、会計発生高アノマリーだけではなく利益発表後ドリフトも依然として会計アノマリー研究における重要な研究領域の一つであると言うこともできるだろう。なお、会計発生高アノマリーも利益発表後ドリフトも会計アノマリーであるという点で共通しているが、前者は会計発生高を多く含む利益に対する投資家の過剰反応が原因で生じると考えられている会計アノマリーであるのに対して、後者は決算発表後の株価反応の遅れ、即ち利益サプライズに対する投資家の過小反応が原因で生じる会計アノマリーであるという点で異なる(Collins and Hribar [2000], p.102)。
- (6) t値のカットオフポイントを3にすると、380項目(85%)が非有意になるという。また、有意となった161の項目については、qファクターモデルがその多くを説明するという。(Hou et al. [2017], pp.1-2)
- (7) なお、5%水準での統計的有意性が認められた会計アノマリー項目には、利益サプライズ(1か月)、累積異常リターン(1か月)、累積異常リターン(6か月)、累積異常リターン(12か月)、アナリスト予想利益修正(1か月)、アナリスト予想利益修正(6か月)、簿価株価比率、簿価6月末株価比率、四半期簿価株価比率(12か月)、利益株価比率、四半期利益株価比率(1か月)、四半期利益株価比率(6か月)、四半期利益株価比率(12か月)、キャッシュフロー株価比率、四半期キャッシュフロー株価比率(1か月)、四半期キャッシュフロー株価比率(6か月)、四半期キャッシュフロー株価比率(12か月)、本源的価値株価比率、アナリストベースの本源的価値株価比率、企業簿価株価比率、営業会計発生高、非現金正味運転資本の変動、流動営業資産の変動、非流動正味営業資産の変動、非流動資産の変動、正味金融資産の変動、金融負債の変動、裁量の会計発生高、ROE(1か月)、

- ROEの変動(1か月), ROEの変動(6か月), ROEの変動(12か月)等がある。
- (8) Pincus et al. (2007)における分析モデルの式は, Mishkin テストについては  $NI_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 ACC_t + \gamma_2 OCF_t + \varepsilon_{t+1}$ ,  $AR_{t+1} = \beta_0 + \beta_1(NI_{t+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* ACC_t - \gamma_2^* OCF_t) + v_{t+1}$  であり, 将来異常リターンとの回帰については  $AR_{t+1} = \delta_0 + \delta_1 ACC^{dec}_t + \delta_2 SIZE^{dec}_t + \delta_3 EP^{dec}_t + \delta_4 BM^{dec}_t + \varphi_{t+1}$  と  $AR_{t+1} = \delta_0 + \delta_1 ACC^{dec}_t + \delta_2 SIZE^{dec}_t + \delta_3 EP^{dec}_t + \delta_4 BM^{dec}_t + \delta_5 OCF^{dec}_t + \varphi_{t+1}$  である。なお, NI=純利益, ACC=会計発生高, OCF=営業活動によるキャッシュフロー, AR=異常リターン, SIZE=規模, EP=EPS/株価, BM=簿価/時価である。上付きの dec は十分位数により 0 から 1 の値に基準化されていることを表す。なお, 日本企業を対象とした Mishkin テストでは  $\gamma_1 = \gamma_1^*$  について棄却されず, OCF を含む回帰分析では  $\delta_1$  が有意に負とならない。
- (9) 必要に応じて各社の決算短信や有価証券報告書も参照している。
- (10) 業種についてはペアサンプルを確保するために大分類(東証)を利用している。
- (11) AR は上下 5% をウィンザライズした。
- (12) なお, 利用可能なデータの制約によりサンプル数が一致しない場合もある。

## 参考文献

- Bartov, E., S. Radhakrishnan, and I. Krinsky [2000], "Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements," *The Accounting Review*, 75, pp.43-63.
- Beneish, M. D., and M. E. Vargus [2002], "Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing," *The Accounting Review*, 77, pp.755-791.
- Chordia T., Subrahmanyam, A., and Tong, Q. [2014], "Have capital market anomalies attenuated in the recent era of high liquidity and trading activity?," *Journal of Accounting Economics*, Vol.58, pp. 41-58.
- Collins, D. W., and P. Hribar [2000], "Earnings-based and accrual-based market anomalies: One effect or two?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.29,, pp.101-123.
- De George E. T., Li, X., and L. Shivakumar [2016], "A review of the IFRS adoption literature," *Review of Accounting Studies*, Vol.21, pp.898-1004.
- Desai H., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam [2004], "Value-glamour and accruals mispricing: One anomaly or two?," *The Accounting Review*, Vol.79, pp.355-385.
- Fairfield, P. M., J. S. Whisenant, and T. L. Yohn [2003], "Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing," *The Accounting Review*, Vol.78, pp.353-371.
- Fama, E., and J. MacBeth [1973], "Return and equilibrium : Empirical tests," *Journal of Political Economy*, Vol.80, pp.607-636.
- Hirshleifer, D., and S. H. Teoh [2003], "Limited attention, information disclosure, and financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.36, pp.337-386.
- Hou, K., Xue, C., and Zhang, L. [2017], "Replicating anomalies," *NBER Working Paper Series*, pp.1-128.
- Jones, J. J. [1991], "Earning management during import relief investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, pp.193-228.
- Kaserer, C., and Klingler, C. [2008], "The accrual anomaly under different accounting standards - Lessons learned from the German experiment," *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.35, pp.837-859.
- Khan, M. [2008], "Are accruals mispriced? Evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.45, pp.55-77.
- Kothari, S. P [2001]., "Capital markets research in accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, pp.105-231.
- Kothari, S. P., J. S. Sabiono and T. Zach [2005], "Implications of survival and data trimming for tests of market efficiency," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 121-61.
- Mashruwala, C., S. Rajgopal, and T. Shevlin [2006], "Why is the accrual anomaly not arbitrated away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, pp.3-33.
- Pincus, M., and Rajgopal, S., and Venkatachalam, M. [2007], "The accrual anomaly: International evidence," *The Accounting Review*, Vol.82, pp.169-203.
- Richardson, S., R. G. Sloan, M. T. Soliman, and I. Tuna [2005], "Accrual reliability, earnings persistence and stock prices," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, pp.437-485.
- Richardson S., Tuna, I., and Wysocki, P. [2010], "Accounting anomalies and fundamental analysis: A review of recent research advances," *Journal of Accounting Economics*, Vol.50, pp. 410-454.
- Sloan, R. [1996], "Do stock price fully reflect information in accruals and cash flows about

future earnings?," *The Accounting Review*,  
Vol.71, pp.289-315.  
Xie, H. [2001], "The mispricing of abnormal

accruals," *The Accounting Review*, Vol.76,  
pp.357-373.