

CARF ワーキングペーパー

CARF-J-076

利益情報のアノマリー —利益情報の有用性は神話か？

東京大学大学院経済学研究科
大日方隆

2011 年 10 月

❁ 現在、CARFは シティグループ、第一生命、日本生命、野村ホールディングス、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARF ワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは
以下のサイトから無料で入手可能です。
http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複製することは差し控えて下さい。

利益情報のアノマリー

—利益情報の有用性は神話か？

大 日 方 隆

(東京大学大学院経済学研究科)

2011年10月

要 約

本稿では、利益情報の有用性研究の代表である価値関連性研究と、その対極にあるアノマリー研究、行動ファイナンス研究をレビューしている。前者の研究は効率的市場仮説を前提としているのにたいして、後者の2つの研究は、いずれも効率的市場仮説を否定する実証結果を報告している。その実証結果が正しいならば、価値関連性があるという意味での利益情報の有用性は主張できなくなってしまう。文献レビューを通じて、以下の3点が浮き彫りにされる。第1に、利益株価比率 (earnings to price ratio, E/P) にかんするアノマリーが存在することを報告している研究が多いが、価値関連性研究であきらかにされている知見、たとえば利益の構成要素ごとに持続性や情報内容がことなることとアノマリーの関係については、いまだに検討が十分ではなく、アノマリーの源泉があきらかになっていない。第2に、行動ファイナンスでは投資家の意思決定の(非)合理性を問題にしているが、利益情報を「正しく理解し、正しく反応する」とはどういうことであるのかが、明確にされていない。利益情報には、良いニュースか悪いニュースかという白黒がはっきりとしない複雑で曖昧な情報が含まれているという視点が、行動ファイナンスの研究には欠落している。第3に、アノマリーを計算するときの正常リターンの計算方法が、いまだに確立されていない。たとえば負債比率がリスク・ファクターになっているという実証研究もあるものの、その負債のなかには、学問的基礎づけが怪しいものも含まれている。会計上の擬制負債 (constructive obligation) が実態上のリスクを規定するのかは、さらなる検討が必要である。

キー・ワード： earnings anomaly, behavioral finance, market efficiency, accounting information

† なお、補論の作成にあたっては、早稲田大学教授・秋葉賢一氏から有益なコメントを頂いた。もちろん、そこに誤謬が含まれている場合、そのすべての責任は筆者にある。

利益情報のアノマリー

一利益情報の有用性は神話か？

1 はじめに

会計制度の設計と運営には、貴重な税金が投入されている。そのため、会計情報が会計制度本来（当初）の目的をきちんと果たしているのかは、一般の国民にとっても重要な関心事である。資本市場（証券市場）において効率的な資源配分を実現するために、会計情報は投資家の意思決定に役立てられることが期待されている。投資家は、現在の企業価値を推定して投資行動を決めると考えられるから、会計情報がその推定にたいして有用であるか否かが問題になる。会計情報のなかでも、企業価値評価に利用される主たる情報は利益情報であり、利益情報の有用性にかんする疑問や仮説は、実証会計研究が誕生した出発点であるとともに、今日に至るまで、その研究は資本市場研究のメイン・ストリームに位置している。

「利益情報は投資家にとって有用であるか否か？」と尋ねられたら、会計学者の多くは、「理想通りではないとしても、おおむね役に立っているはずだ」と答えるであろう。実際に、利益情報の有用性、なかでも価値関連性研究（詳しくは次節で述べる）の研究成果の多くは、利益情報が有用であることを示しているからである。「だからこそ、会計制度を維持、存続させることに経済合理性がある」と、より強い主張をする会計学者さえいるかもしれない。

しかし、現実それほど単純ではなく、学問も簡単ではない。価値関連性研究の論理的基盤を覆すような、アノマリー研究や行動ファイナンス研究の実証結果も、かなり前から報告されているのである。それらの実証結果に目をつぶって、「利益情報は有用である」と主張するのは、たんなる神話か悲願であって、正しい事実認識ではない。アノマリー研究や行動ファイナンス研究の実証結果を尊重すれば、ファンダメンタリストの観点からは利益情報が有用であるとは軽々に主張できない。利益情報の有用性は会計学にとって永遠の検討課題であり、その意味で、価値関連性研究も陳腐化することはない。

その一方で、アノマリー研究や行動ファイナンス研究の側にも、いまだ未解決の検討課題が残されている。本稿の目的は、強度の有用性を検証している先行研究をサーベイするとともに、それがいまだ「もっともらしい」実証結果としては納得できない状況にあることを確かめることにある。じつは、「利益情報が有用であるか否か？」という問いかけそのものがナンセンスであり、いずれの結果がでるにせよ、われわれがどのようにして回答を知ることができるのか、知識の獲得、信念の高め方こそが問題なのである。実証研究の積み重ねによって、さまざまなことがわかっているものの、利益情報の有用性や効率的市場

仮説の当否については、まだ明確なことがいえない。そのような学問的現状について文献サーベイを通じて確かめるのが、本稿の主題である。

文献レビューを通じて、以下の3点が浮き彫りにされる。第1に、利益株価比率 (earnings to price ratio, E/P) にかんするアノマリーが存在することを報告している研究が多いが、価値関連性研究であきらかにされている知見、たとえば利益の構成要素ごとに持続性や情報内容がことなることとアノマリーの関係については、いまだに検討が十分ではなく、アノマリーの源泉があきらかになっていない。

第2に、行動ファイナンスでは投資家の意思決定の(非)合理性を問題にしているが、利益情報を「正しく理解し、正しく反応する」とはどういうことであるのかが、明確にされていない。利益情報には、良いニュースか悪いニュースかという白黒がはっきりとした複雑で曖昧な情報が含まれているという視点が、行動ファイナンスの研究には欠落している。過剰反応、過小反応、自信過剰などといわれるものの、利益情報にたいする適正な反応とはなにか、明確に定義されていない。

第3に、アノマリーを計算するときの正常リターンの計算方法が、いまだに確立されていない。たとえば負債比率がリスク・ファクターになっているという実証研究もあるものの、その負債のなかには、学問的基礎づけが怪しいものも含まれている。会計上の擬制負債 (constructive obligation) が実態上のリスクを規定するのかは、さらなる検討が必要である。会計データを利用した実証結果の妥当性は、そのときどきの会計基準によって限定されているのである。

本稿の以下の構成は、つぎの通りである。2節では、価値関連性研究とアノマリー研究とを対比して、両者の相違点を明確にするとともに、本稿の議論の焦点を説明する。3節では、E/P アノマリーの先行研究をサーベイし、残されている課題を指摘する。4節では、行動ファイナンスの研究をサーベイし、合理的意思決定とはなにかを問い直すことを通じて、利益情報の特性がその定式化を難しくさせていることを説明する。5節では、デフォルト・リスクや負債比率がリスク・ファクターになっていることを主張する研究を紹介し、負債のなかには会計上の擬制負債が含まれており、なかには学問的な正当化ができていないものもあるという問題を指摘する。6節はまとめである。なお、補論には、学問的な正当化が難しい負債の例として、未認識税務ベネフィットを取り上げて、学問上の争点を説明している。

2 価値関連性研究とアノマリー研究

投資家は、決算発表を聞いてはじめて決算内容を知るとはかぎらず、不正確、不確実であっても、利益情報を公表前にあらかじめ予測し、その予想にもとづいて行動しているはずである。そのような想定に立って、利益情報と株価(株式時価総額)との相関を分析する価値関連性研究 (value relevance study) は、投資家が企業価値を推定するときに利用した情報 (available and relevant information) の代理変数として株価を位置づけて、そのような情

報を利益情報が含有しているのか否かを検証するものである。言い換えれば、利益情報に価値関連性があるか否かの検証は、利益を予測して行動することに意味があるか否かという観点から、利益情報の有用性を問題にしている。そのような弱い意味での有用性を問うことから、価値関連性は「弱度の有用性」を扱うと表現しよう。

このような価値関連性研究は、いわゆるファンダメンタリストの立場に立っている。すなわち、企業価値は投資家が期待する将来キャッシュ・フロー（の割引現在価値）によって決まると考えるものであり、利益情報の有用性は、その将来キャッシュ・フローの予測にとって有用であるか否かによって規定されると考えている。超過利益（あるいは残余利益）を利用した企業価値評価モデル（Ohlson モデル）では、将来キャッシュ・フローではなく、将来利益の予測値が必要であるが、将来キャッシュ・フローと将来利益とは、いわゆるクリーン・サープラス関係が成立しているかぎり究極的には同一視できるので、Ohlson モデルを利用する場合も、ファンダメンタリストの立場とは矛盾しない。

価値関連性研究は、ファンダメンタリストの立場に立って、効率的市場仮説を前提にして、実証分析がなされる。したがって、利益情報に価値関連性があるという意味で有用であるのか否かは、効率的市場仮説との結合仮説を検証する作業になっている。ここで、利益情報の価値関連性あるいは有用性にひきつけて、効率的市場仮説の内容を再確認しておこう。効率的市場仮説は複数の内容を含んでいるが、本稿の主題にそって、以下の 3 点に分けてみる。

【効率的市場仮説】

- (1) 利益情報が企業の将来キャッシュ・フローとどのような関係にあるのか、すなわち、特定の利益情報が将来キャッシュ・フローの増加（減少）を期待させる良い（悪い）ニュースであるのかを瞬時に判断できるほど、利益情報の意味内容は明白である。
- (2) 投資家は、利益情報を入手したならば、即座に合理的で正しい投資意思決定をし、合理的で正しい投資行動を起こすことができる。
- (3) 株価の調整は瞬時に行われ、利益情報に反応した投資家の行動は速やかに株価に反映される。

このような効率的市場は一種の理念的理想状況であって、周知のように、現実には市場は必ずしも効率的ではないことは、これまで指摘されてきた。それにもかかわらず、おおむね市場は効率的であって、その前提のもとで、おおむね利益情報は有用であると理解するのが、会計学界での支配的な多数説である（桜井久勝, 2010）。

他方、より強い意味で利益情報の有用性を主張する研究もある。公表された利益情報にもとづいた投資戦略を組むことによって、リスク・プレミアムを超えた超過リターンが得られるという主張である。これは、いわゆるアノマリーの研究であり、この意味での有用性を、便宜上、「強度の有用性」と呼ぶことにする。利益情報についてアノマリーが存在す

るとすれば、効率的市場仮説、とりわけ瞬時の株価調整という前記の(3)は否定されることになる。その場合には、価値関連性研究が観察事実として主張する弱度の有用性も否定される。よって立つ前提が成立しなくなるからである。

さらに、行動ファイナンスの登場によって、投資家の意思決定の合理性にたいして、さまざまな角度から、疑問が提出されるようになった。後に見るような行動ファイナンスの実証結果は、上記の(2)にたいして懐疑的である。かりに投資家が合理的ではないとしたら、やはり、価値関連性研究のいう利益情報の有用性は否定される。投資家の非合理的な反応を引き起こすような利益情報は、常識的な意味でも、有用であるとはいえないからである。

このように、弱度の有用性と強度の有用性との違いは、「程度の問題」ではなく、実証研究の仮説構築と結果の解釈を左右する理論的基盤の違いである。ただし、現時点では、いずれか正しいほうを排他的に選択する（できる）状況ではない。なぜなら、効率的市場仮説に含意される、上記(1)の論点ははまだ研究途上であり、効率的市場仮説の全貌が検証され尽くしたとはいえないからである。特定の利益情報にたいしてアノマリーのような現象が観察されたとしても、それは、市場の価格形成メカニズムの問題でも、投資家の意思決定の合理性の問題でもなく、もっぱら利益情報それ自体の複雑性や不透明性、あるいは含有されるノイズの問題かもしれない（大日方, 2007）。価値関連性研究が効率的市場仮説との結合仮説を検証するものであるため、価値関連性研究の実証結果を正しく理解するためには、効率的市場仮説にたいする反証材料と思われる先行研究の成果を慎重に吟味しなければならない。

3 E/P アノマリー

3.1 利益情報をめぐるアノマリー

アノマリーとは、一般に、支配的通説がよって立つパラダイム（基幹的知識体系）では説明ができない現象である。資本市場研究の領域では、株式時価総額にたいする純資産簿価の比率（book-to-market ratio, B/M）、株価にたいする1株当たり利益の比率（earnings to price ratio, E/P）にかんする既発表決算情報を利用して、超過リターンが得られるという現象がリターン研究の始まりである。その後、決算発表後の株価の変動（post earnings announcement drift, PEAD）、アナリストの利益予想のバラツキ、会計発生高（accruals）、新規株式公開（IPO）など、さまざまな情報やイベントに関連してアノマリーが存在すると報告されている（大日方, 2008, 2010）。Richardson et al. (2010) は、アノマリー研究とファンダメンタル分析にかんする長文の優れたサーベイである。

最近では、会計発生高にかんするアノマリー（accruals anomaly）にかんする研究が数多く発表されている。いまだ、アノマリーを肯定する報告と否定する報告が混在しており、アノマリーが存在しているといえるのか、確定的なことはいえない。むしろ、検証手法がしだいに複雑かつ高度化し、技巧的（technical）な面に研究が暴走している傾向が強い。Lewellen (2010) は、会計発生高アノマリーが真にアノマリーといえるのかという観点から、検証手

法にまで遡って、代替的仮説の検討を行っている。あまりに複雑な検証モデルや検証手法を使うと、投資家が本当にそのようなツールを使って意思決定しているのかという疑問も、自然に湧いてくる。

議論がその方面に進むと、意思決定の合理性や市場の効率性といっても、所詮は「程度の問題」であるという主張が出てくる。確かに、瞬時に適切な意思決定をし、それが速やかに株価に反映されるというのは非現実的な主張であり、人間の情報処理や市場の価格調整には、「一定の時間」を要するはずである。そうすると、どれほどの時間を要するか、つまり、適切な反応がどれほど遅れるとアノマリーになるのかという、きわめて厄介な落とし穴に議論が迷い込んでしまう。現在の研究状況を見る限り、アノマリーがあるとも、ないとも、どちらともいえるという曖昧な状況である。

この節でとくに着目するのは、E/P アノマリーである。その理由は、第1に、accruals アノマリーはE/P アノマリーの真部分集合であり、E/P アノマリーの側に、本質的・普遍的問題が含まれていると考えられるからである。第2に、決算で公表される実績利益にかんするE/P アノマリーが存在するか否かは、「程度の問題」ではなく、前節で述べた通り、利益の有用性を考えるうえで決定的に重要な問題だからである。第3に、E/P アノマリーの研究は長い歴史をもちながらも、それにたいする理解や解釈が進歩したとはいえ、いまだに解明されていない点が残されているからである。

3.2 E/P 効果の分析手法

(1) ポートフォリオ分析

アノマリーの検出で多用される分析手法は、ポートフォリオ分析である。これは、一定の規則にもとづいてポートフォリオを組成し、特定のポートフォリオからリターンが得られるか否かを確かめるものであり、その組成規則が投資戦略となる¹。たとえば、E/P 効果については、下記の手順で検証が行われる。

- ① 赤字企業を除いて、サンプル企業を E/P で序列づける。
- ② E/P の序列にもとづいて、区分ポートフォリオ（等ウェイト）を組成する。多くの研究では、5 区分が採用される。
- ③a) E/P が高いポートフォリオのリターンと E/P が低いポートフォリオのリターンの有意差を検定する。多くの場合、対応のない t 検定が採用される。前者のリターンが有意に大きいと、アノマリーが存在すると判定される。
または、
- ③b) E/P が高い（value 株）ポートフォリオを買い、低い（Glamour 株）ポートフォリオを売ると仮定して、合成ポートフォリオ（zero cost investment あるいは hedge

¹ ポートフォリオ組成に使用する情報は、その組成時点で入手可能でなければならない。そうでない場合には、完全予見（perfect foresight）の仮定をおくか、予測バイアス（look-ahead bias）が問題になる。

investment) について一定期間のリターンを計算する。このリターンが、 t 検定によって、ゼロと有意に異なっていると、アノマリーが存在すると判定される。ただし、この検定が省略されることもある。

この分析手法は、経験的な意味がわかりやすい超過リターンの計算が可能であるというメリットをもっている。しかし、空売り規制がある場合には、上記のような投資戦略（裁定取引）の実行可能性については、疑問が残されている（Brav et al., 2010）。また、税金や取引手数料などの執行コストや、流動性（不足）と取引（不）成立の関係なども、検討すべき課題として残されている。さらに、ゼロ・コスト投資であっても、リスクがゼロではないことには注意が必要である（先物投資を想定してみればよい）。たとえゼロ・コスト投資からリターンが得られても、それだけでアノマリーと呼ぶのは正確ではなく、リスク・プレミアムを除いた超過リターンを計算する必要がある。その問題を考慮して、最近では Fama and French の 3 ファクター・モデルがしばしば利用されている。回帰の定数項がゼロと有意に異なっているか否かが検証され、それが有意にプラスである場合に、アノマリーが存在するといわれる。

また、上記のポートフォリオ分析には、研究方法論上の欠陥もある。第 1 に、多様なリスク（要因）や他のアノマリーをコントロールするのが難しく、複数のアノマリーを同時に検証するのが難しい。そのため、たとえば E/P が他の変数の代理になっており、E/P 効果が見かけ上のものである可能性を排除するのが難しい。第 2 に、区分ポートフォリオの両端のみが分析対象にされ、E/P が中程度のサンプルが検証に使われていない。そのため、E/P が極端に大きい（小さい）サンプルだけが結果に影響をあたえている可能性を排除できない。なお、アド・ホックに外れ値を除外して分析するのは非科学的であり、サンプル全体の一般的な傾向あるいは規則性が問われなければならない。第 3 に、ポートフォリオの区分の仕方を一義的に定めることができず、分析結果がその区分の方法に依存している可能性を否定できない。第 4 に、全サンプルを検証に使う場合には、ANOVA と呼ばれる複雑な分析が必要になるが、ANOVA 分析による多重比較の性格上、明確な結論が得られないことが多い。なお、5 区分ポートフォリオの両端を比較する場合、検定の有意水準は通常のケースよりも厳しく設定されなければならないが（ボンフェローニの公式）、多くの先行研究ではこの点がまったく無視されている。

(2) 回帰分析

アノマリーの検出にあたり、個別株式のリターン、またはポートフォリオのリターンについて、下記のような回帰分析が適用されることがある。

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha + \beta(R_{mt} - R_{Ft}) + \gamma * \left(\frac{E_{it-1}}{P_{it-1}} \right) + \sum \delta_k * controls_{kit} + u_{it} \quad (1)$$

上記の回帰式の R_i は個別株式またはポートフォリオのリターン、 R_F はリスク・フリー・レート、 R_m は市場リターンである。 i は企業、 t は年度を表している。 u は誤差項である。(1) 式の γ の符号検定 (t 検定) を行い、それがゼロと有意に異なっていると、アノマリーが存在すると判定される。

(1) 式の *controls* はコントロール変数である。たとえば、*size* と *book-to-market* のファクター・リターンをコントロール変数とし、 δ をファクター・ローディング (ファクター・リターンにたいする感応度) とすると、(1) 式は、Fama and French の 3 ファクター・モデルに準拠した回帰モデルになる。もともと、Fama and French の 3 ファクター・モデルは、CAPM のような均衡理論にもとづいたものではなく、証券の原資産たるキャッシュ・フローを価値評価したものでもない。それは、あくまでも、ファクター・リターンの説明力と定数項がゼロである (ファクター・リターン以外に説明変数が存在しない) ことを同時検定するための回帰モデルである (Kothari and Warner, 2004 を参照)。

なお、先行研究では、リスク要因の変数にかかる係数の有意性のみを問題にしているものが多いが、それは誤りである。リターン生成モデルとして定式化しているなら、定数項がゼロでない場合には、その式全体が誤っているのであり、特定の変数の係数だけを取り上げて議論する意味はない。なお、Beaulieu et al. (2010) は、計量経済学の観点から、多重回帰によるマルチ・ファクター検定の問題点を検討している。

このような回帰分析によると、全サンプルが利用可能であり、シンプルな検定手続きから明確な結論が得られるというメリットがある。しかし、その反面で、回帰モデルの関数形が不特定であるという問題点をもっている。具体的にいうと、E/P とリターンとの関係が一次線形である保証はなく、さらに、E/P とコントロール変数との関係が未知であるため、多重共線性の危険が潜んでいる。それに加えて、係数の符号検定に分析が限定されるため、特定の投資戦略から、どれだけの (税金や取引コストを上回るような) 超過リターンが得られるのかが不明であり、経験的含意が乏しいか、きわめてかぎられている。

また、説明変数に系列相関 (自己回帰) がある場合、偏回帰係数が過大推定されてしまうために、アノマリーの存在を支持する結論が導かれやすい (Lewellen, 2004)。この問題は、ポートフォリオのリターンを対象として時系列回帰をする場合に、より深刻であるが、先行研究では十分な注意が向けられていない。一般に、ラグ付き変数を回帰分析に含める場合、*omitted variable* に系列相関があると、効率的な推定ができなくなる危険性が高いことには、十分に注意する必要がある。

3.3 先行研究の紹介

E/P 効果については、3 つの萌芽的研究が存在する。Latane et al. (1970) は、1962–1965 年の 360 社と 1965–1968 年の 416 社、Litzenberger et al. (1971) は 1962–1969 年の 261 社、Latane et al. (1974) は 1962–1971 年の 258 社をサンプルにして、いずれも、実際リターン (6 か月) を対象とした分析を行った。それらの萌芽的研究では、必ずしも洗練された分析手

法は採用されていないが、利益変化や E/P の情報を利用することで、超過リターンを獲得できる可能性を示した²。

その後、Basu (1977) によって、E/P 効果にかんする本格的研究の口火が切られた。Basu 以降の先行研究の概要は、表にまとめた。表では、年代順および著者名のアルファベット順に整理している。表では、著者、サンプル、分析対象のリターン、分析手法、主な発見事項が整理されている。*が付いているのは、筆者のコメントである。

Panel A にまとめたのは、E/P 効果の存在を支持する研究である。Panel B は、E/P 効果について懐疑的な結果を示している研究、Panel C は否定している研究が記載されている。E/P 投資戦略からリスク・プレミアムを超えるリターンを得られるか否かが重要なポイントであるが、表からわかるように、実証結果は混在している。先行研究を概観して、E/P 効果の存否について確定的な結論は下せないものの、その存在可能性を完全には否定できないことはあきらかであろう。利益情報の強度の有用性が経験的に観察されているという事実は無視できない。すなわち、価値関連性研究がよって立つ 2 つの前提、①投資家の意思決定の合理性と②狭義の市場効率性（瞬時の価格調整）のうち、少なくとも一方は現実には成立しないことがあるのかもしれない。

Panel D には、Fama and French による一連の研究をまとめた。Fama and French は、一貫して E/P 効果を否定しているが、その根拠は必ずしも説得的ではない。たとえば、B/M のファクター・リターンを E/P のファクター・リターンに入れ替えて結果を比較する必要があるが、その分析はなされていない。ファクター・リターンとして、なぜ B/M が E/P よりも優れているのか、論理的にあきらかではなく、証拠も示されていない。概念的には、E/P は B/M に含まれているが、B/M 効果に E/P 効果を超えるものがあるのか否か、あるとしたらそれはなにであって、なぜそれが生じるのかなどが、あきらかにされなければならない。これらの問題は、今後の課題として残されている。

さらに、表には含めていないが、Andersen and Brooks (2006) は、イギリス企業を対象として、やや異なった角度から E/P 効果を分析している。彼らは、長期間の利益合計と株価合計から計算した P/E を利用した投資戦略を考案した。そこでは、size や B/M はコントロールされていないものの、区分ポートフォリオ比較と回帰分析の 2 つの方法を通じて、長期間(8年間)にわたって超過リターンが得られる可能性が示されている。また、Giannetti (2007) は、1994-2003 年の SP500 インデックスの動向を対象にした研究である。株式時価総額ウェイトで合計した E/P について、将来のインデックス・リターンにたいする予測能力を検証し、E/P の水準と変化に将来予測能力があることが確認されている (Lamont, 1998; Wu and Wang, 2000; Lewellen, 2004; Rapach and Wohar, 2005; Campbell and Yogo, 2006 など同様)。なお、Ooi et al. (2007) は、REIT のバリュエーション (株) 効果を報告している。

² Rutterford (2004) は、E/P を使った株式評価実務について、アメリカとイギリスの歴史をまとめている。

3.4 残された課題

表に掲載した先行研究は、超過リターン（異常リターン）の定義，サンプルの年代，検証方法，コントロール変数などが多様であり，E/P 効果（アノマリー）を肯定する研究も，否定する研究も存在している。Beaver et al. (2007) は，上場廃止（delist）企業の消滅時のリターンをサンプルに加えたとき，E/P 効果，CF/P 効果，B/M 効果は強まるが，accruals アノマリーは観察されなくなるか，もしくは弱まると報告しており，アノマリーの有無はサンプルに依存することを示唆している。結果はともあれ，先行研究は，なぜ E/P が適正水準から乖離するのか，どのようにして適正水準に回帰するのかについて，明確にしていない。検証結果の事後解釈がなされることがあっても，それらのメカニズムについての仮説が提示されておらず，そのメカニズムの検証はなされていない。

また，E/P 効果で問題にされる利益は，異常項目（extraordinary items）控除前利益であるが，営業利益や純利益は分析対象にされていない。Accruals アノマリーとの関係において，キャッシュ・フローと利益との相違は研究題材にされているが，わが国でいう多段階利益の構成要素については，分析の手が付けられていない。たとえば，一般に，経常利益は持続的であるのにたいして，特別損益は臨時的・異常な要素を数多く含んでいる。E/P アノマリーが存在するとして，その源泉は，経常利益なのか特別損益なのか，すなわち，利益の持続性とアノマリーの関係は，きわめて興味深い検討課題であるが，ほとんど検討されていない。

そのような意味では，利益の情報内容のうち，一面しか検討されていないのである。利益情報のもつ多様な内容が無視されており，たんなる E/P の大小と投資家の複雑な意思決定とのあいだには，現在の研究水準から見ても，おおきな距離がある。それが，多様な解釈を生む原因のひとつになっている。利益情報の有用性にかんする既存の研究成果をもっと活用すべきであり，より緻密な分析が必要であろう。

4 行動ファイナンスと会計情報の意味内容

4.1 投資家の意思決定モデルの検証

行動ファイナンス研究では，多様な局面について，投資家の意思決定の非合理性が指摘されている。それらが個々の，断片的に検討されたり，同じ現象が異なる呼称で説明されたりしているため，実証結果を整理するのはさほど容易ではない。行動ファイナンスについては，すでに Hirshleifer (2001), Lee (2001), Brav and Heaton (2002), Baker and Nofsinger (2002), Barberis and Thaler (2003), Shiller (2003), Chan and Lakonishok (2004), Stracca (2004), van der Sar (2004) などのサーベイ論文がある。最近公刊された Subrahmanyam (2008) と Baker and Wurgler (2011) のサーベイは，行動ファイナンスの研究を題材（分析対象）別に整理している。Byrne and Brooks (2008) のサーベイは，行動主体と研究領域（ジャンル）に着目して整理している。ここでは，会計情報にかんする投資家の意思決定バイアスに着目して，機能固定化，過剰反応，過小反応，自信過剰の 4 つに分類し，先行研究の簡単なサー

ベイを行う。

4.1.1 機能固定化仮説

投資家の非合理性をより強く主張するのが、機能固定化仮説のグループに属する研究である。これは、*extrapolation hypothesis*, *naïve investor hypothesis*, *errors-in-expectations hypothesis* などと呼ばれることもある。この仮説は、前述の *accruals* アノマリーの説明に採用されているが、必ずしも洗練された定義はなく、アノマリー現象から逆に投資家の予想パターンを推測した実験モデルにすぎない (Barberis et al., 1998)。Lakonishok et al. (1994) は、将来の成長にたいする投資家の期待は、過去の成長実績に過度に依存していると報告している。それにもかかわらず、現実には、将来の成長は平均回帰する傾向が強く、とくに投資家はグロース株にたいしてバリューストックよりも高い成長が持続すると期待しており、その結果、将来は決まって失望させられる、と彼らは解釈している。

また、La Porta (1996) も、アナリストの利益予測には規則的なミスがあり、投資家はそれを発見できれば、超過リターンを獲得することができると主張している。さらに、La Porta et al. (1997) は、バリューストックに生じる規則的な増益にともなって、バリューストックプレミアムの大半が生まれると指摘し、その現象はリスクによっては説明できないと述べている。

Shi and Zhang (2011) は、規模調整後リターンを利益変化額に回帰したときの ERC (と自由度調整後決定係数) の大きさをクラスわけし、そのクラスごとに、*accruals* アノマリーを測定した。その結果、ERC (あるいは決定係数) が大きいクラスにおいて、アノマリーのリターンが大きいことが観察された。この結果から、彼女らは、*accruals* アノマリーは投資家の機能固定化から生じると解釈している。

それにたいして、Dechow and Sloan (1997) は、株価はアナリスト予想のバイアスを反映しているものの、投資家がナイーブに過去の利益や売上高のトレンドを期待していることを示す証拠は発見できないとして、*extrapolation* 仮説を否定している。Levis and Liodakis (2001) は、アノマリーは、投資家の過去にたいする誤った期待形成から生じるのではなく、アナリストの予測バイアスから生じると述べて、アノマリーの原因をアナリストの利益予測に帰着させている。

他方、Lim (2001) は、アナリストの損失関数と効用を考慮に入れると、楽観的な予想バイアスも説明可能であり、アナリスト個人が合理的な行動をとった結果として、楽観的バイアスが生じている可能性もあると報告している。また、Lui (2003) も、アナリストは、*accruals* に含まれている将来利益の情報を無視していないことを検証し、*naïve investor hypothesis (errors-in-expectations hypothesis)* を棄却している。なお、Mian and Teo (2004) は、日本のアナリストを対象にして、グロース株について楽観的な利益予測がなされていないことを確認した。

また、Doukas et al. (2002) は、アナリストの利益予測と実績利益との差 (予測誤差) および予測の改訂を、バリューストックとグロース株で比較した。*Extrapolation* 仮説では、グロース (バリューストック) 株の予測誤差は、当初、正 (負) の方向に大きく、その後、下方 (上方) に予測

が改訂されると想定される。しかし、バリュー株である高 B/M 企業では、当初、大きな予測誤差があり、その後、大幅な下方改訂がなされていることを発見した。size についても、同様の結果が得られた。これらは、extrapolation 仮説を否定している。

Chan et al. (2004) は、大規模サンプルを対象にして、過去の業績トレンドから将来リターンを予測できるのかをゼロ・コスト投資戦略を通じて検証した。その結果、投資家が惰性的に過去を評価して、将来を予測しているという representative 仮説は棄却され、逆に、将来を過小評価する保守的性向について弱い証拠を発見した。彼らは、行動ファイナンスの主張は必ずしも証拠づけられていないことを強調している。

Dechow et al. (2008) は、現金残高の増減、負債を通じた資金調達額の増減、株式を通じた資金調達の増減の 3 要素に着目して、accruals アノマリーの源泉を検証した。分析の結果、負債や株式による資金調達の増減については、ミスプライシングが観察されない一方、現金残高の増減については accruals アノマリーと同様の市場反応が観察された。彼らは、資金調達のアノマリーは存在せず、投資家は、設備投資から得られる将来収益について誤解をしていると結論づけるとともに、ナイーブな機能固定化仮説では、accruals アノマリーを完全には説明できないと述べている。

このように、投資家やアナリストの意思決定（予想）は、Lakonishok や La Porta が想定するほどナイーブではないことが、すでにあきらかになっている。機能固定化仮説は、投資家の意思決定モデルとしてはあまりにも幼稚で粗雑であり、アノマリー現象を解明するためには、より精緻な理論仮説が必要であろう。

4.1.2 過剰反応仮説

過剰反応仮説を最初に提示したのは、De Bondt and Thaler (1985) である。彼らは、過去 3～5 年値下がりしていた株式 (loser) は、次の 3～5 年のあいだに、それまでの値上がり株式 (winner) の実績を上回る値上りを示すこと (モメンタム) を発見し、彼らはこれを overreaction と名付け、市場の非効率性を示す証拠のひとつに挙げた。

また、De Bondt and Thaler (1990) は、実績利益およびリターンとアナリストの予想利益とが負の関係にあることから、アナリスト予想は過剰反応の結果であると述べている。Chopra et al. (1992) は、過剰反応現象は四半期決算発表の周辺で著しく、loser のリターンは年 5～10%ほど winner を上回り、それは 1 年以内に実現したと報告している。この現象は、小規模企業で支配的であることから、個人投資家が過剰反応をしていると解釈されている。

Jegadeesh and Titman (1993, 1995, 2001) も、リターンの反転効果を利用した投資戦略 (contrarian strategy, momentum strategy) から得られるリターンは、たんなる反応の遅れではなく、過剰反応が原因であると述べている (Poterba and Summers, 1988; Jegadeesh, 1990; Lehmann, 1990 も同様)。Albert and Henderson (1995) は、size 効果をコントロールしても、リターンの反転効果が観察されると述べ、過剰反応仮説を支持している。

Chang and McLeavey (1995) は、日本企業について、逆張り (contrarian) 戦略から超過リターンが得られると報告している。Dissanaike (1997) も、イギリス企業について、リターン

の反転傾向が観察されたことから、過剰反応仮説を支持している (Kanas, 2004; Antoniou et al., 2006 も同様)。ノンパラメトリック分析を採用した Mun et al. (1999) はフランス企業とドイツ企業について、また、Mun et al. (2000) はアメリカ企業とカナダ企業について、同様の結果を示している。Gropp (2004) は、1926–1998 年のアメリカ企業を対象にして、パラメトリック分析を通じて逆張り戦略の有効性を示している。Benou and Richie (2003) も、大企業について株価の反転効果を発見し、過剰反応仮説を支持している。

さらに、リターンの反転効果の原因をアナリストの利益予測にもとめている研究もある。Benesh and Peterson (1986) は、高いリターンの企業では、アナリストの利益予測が時間とともにより楽観的になる一方、低いリターンの企業では、より悲観的になるという非対称性を発見した。この結果は、過剰反応仮説と整合的である。Capstaff et al. (1995) は、イギリスのアナリストについて、利益予測の改訂と予測誤差との関係を分析し、アナリストの利益予測は過剰反応であると述べている。

上記の先行研究とは異なり、アナリストや投資家の過剰反応仮説について、批判的検証をしている論文も多い。まず、リターンの反転効果そのものが観察されるか否かが、争点となった。Chan (1988) は、過去のリターンと将来のリターンを比べる場合にリスクが一定ではないという問題点を指摘し、逆張り戦略から得られるリターンは小さいと報告している。

Kaul and Nimalendran (1990) はビッド・アスク・スプレッドから実際の取引価格とリターンの測定ミス进行分析して、また Lo and MacKinlay (1990) は週次リターンの正の系列相関进行分析して、いずれもリターンの反転効果を否定する証拠を示している。Zarowin (1989, 1990) は、size と 1 月効果をコントロールするとリターンの反転効果は観察されないと述べ、De Bondt and Thaler (1985) の結果を否定している (Kryzanowski and Zhang, 1992; Clare and Thomas, 1995; Assoe and Sy, 2003 も同様)。

また、Ball and Kothari (1989) と Ball et al. (1995) も、長期間にわたる超過リターンの計算方法の欠陥を指摘し、リターンの反転効果を報告している実証結果にたいして疑問を投げかけた。Chen and Sauer (1997) は、CAPM のリスクが時間とともに変動することを加味して、超過リターンを計算したうえで、過剰反応は、年代的に見て、一時的に成立していたものの、一貫して妥当するわけではないと報告している。

Baytas and Cakici (1999) は、アメリカの証券市場では、過剰反応現象は観察されないと報告している。Shen et al. (2005) も、過剰反応仮説を支持する証拠はきわめて限定的であり、1987 年以降はそれを支持する証拠は得られなかったと述べている (Chen and Sauer, 1997 も同様)。なお、Schierreck et al. (1999) はドイツ企業について、超過リターンの計算を厳密にしたうえで、その反転効果について否定的な結果を示している。

つぎに争点とされたのは、アナリストの反応である。Klein (1990) は、アナリストは株価暴落後に過度に悲観的な利益予測をしないし、株価暴騰後に過度に楽観的な利益予測もしないと述べ、認識バイアスにもとづいた過剰反応仮説を否定している。Aberbanell and

Bernard (1992) も、アナリストの利益予測の時系列特性を検証し、その特性によって過剰反応といわれている現象の半分程度しか説明できないと指摘している。

Stevens and Williams (2004) は、Easterwood and Nutt (1999) の(後述する)結果は、アナリストと投資家とのインセンティブの違いを無視していると批判し、良いニュースにも悪いニュースにも過小反応したという実験結果から、過剰反応は意思決定バイアスではないと述べている。Keane and Runkle (1998) は、産業効果と異常項目の損益を調整すると、De Bondt and Thaler (1985) や Abernethy and Bernard (1992) が指摘した非合理的なアナリスト予測は観察できなくなると述べている。

さらに、Black and McMillan (2006) は、良いニュースと悪いニュースにたいするリターンの期待ボラティリティの変化を、バリュー株とグロース株で比較した。どちらの株式にも、ニュースは期待ボラティリティを増大させ、現在の株価を押し下げること、良いニュースよりも悪いニュースのほうがリスク・プレミアムは大きいこと、バリュー株のほうが、グロース株よりもリスク・プレミアムは大きいことなどを発見した。これらの結果は、バリュー株プレミアムが投資家の過剰反応によるのではなく、リスクによるものであることを支持していると報告している。

また、Tawatnuntachai and Yaman (2007) も、正式な決算発表の前になされる経営者の減益予報(warnings)にたいして、株価は極端な値下がりをしなないと述べ、投資家は、長期の企業業績を予想して行動しており、減益予報にたいして過剰反応はしないと指摘している。

過剰反応仮説を支持する研究が示しているとおりに、それが、ときとして棄却されないことは否定できない。しかし、それがなぜ繰り返される普遍的な事実であるのかと問われると、解答が見あたらない。過剰反応によって投資家が得をするなら、それは合理的な意思決定であるといえるし、逆に、それで損をするならば、それを上回る利得あるいは効用はどこにあるのかが、問われなければならない。そうした疑問に答えられないため、過剰反応仮説は不満足な意思決定モデルである。

4.1.3 過小反応仮説

上述の過剰反応と並んで、過小反応(underreaction)を示す証拠も報告されている。Freeman and Tse (1989) と Bernard and Thomas (1989, 1990) は、実績利益がもつ将来利益の予測能力を市場は過小評価している証拠を示した。このような投資家の過小反応が PEAD を引き起こすと解する研究者も少なくない(Freeman and Tse, 1989; Abernethy and Bernard, 1992; Bartov, 1992; Ball and Bartov, 1996; Soffer and Lys, 1999; Jacob et al., 1999; Battalio and Mendenhall, 2005, Shivakumar, 2006)。

Ali et al. (1992) は、アナリストの利益予測誤差が楽観的な方向に歪んでいると同時に、正の系列相関があることを発見した。これは、アナリストの修正行動が過小であることを示唆している。Elliot et al. (1995) は、アナリストの利益予測の改訂と予測誤差との関係を分析し、アナリストは新しい情報を軽視して過小反応することを発見した(Ackert and Hunter, 1994, 1995, Brous and Shane, 2001 も同旨)。

同様に、Downen and Bauman (1995) も、売上高対総資産比率などの財務比率（の変化）がアナリストの利益予測には不十分にしか反映されていないと報告している。Ng et al. (2007) は、経営者の利益予測にたいして、とくに良いニュースにたいして、投資家はその信頼性を疑って過小反応するものの、予測精度が高い場合にはその過小反応は小さくなると述べている。

Dreman and Berry (1995) は、アナリスト予測との差による増益、減益ニュースのインパクトを、高 P/E 株と低 P/E 株で比較した。増益と高 P/E の組み合わせからは、大きな正のリターンが得られ、減益と低 P/E の組み合わせからは、大きな負のリターンが得られた。この結果は、当初、過剰反応を示して、その後の修正過程ではゆっくりとした過小反応を示すというシナリオと整合的であると説明されている。

Chan et al. (1999) は、短期のモメンタムを利用した投資戦略から超過リターンが得られることを発見し、市場は情報を価格に反映させるのが遅いと述べて、過小反応仮説と整合的な解釈を示している。Constantinou et al. (2003) は、イギリスのアナリストを対象として、利益変化実績とその後の利益予測誤差との関係を分析し、アナリストは過小反応しており、その過小反応の程度は利益が下落傾向にあるときに、より大きいと報告している (O'Hanlon and Whiddett, 1991; van Dijk and Huibers, 2002 も参照)。

Cooper et al. (2003) は、銀行株式について、投資家の過小反応を発見した。Eberhart et al. (2004) は、企業の R&D 投資の増加後、長期間にわたって超過リターンが観察されることから、投資家は R&D 投資増加のニュースにたいして過小反応し、ミスプライスしていると解釈している。

Zhang (2006a) も、情報の不確実性（アナリストの利益予想値のバラツキで定義されている）が大きいと、それだけアナリストの予測誤差が大きくなり、その後の予測改訂も大きくなることを発見した。これは、曖昧な情報を消化するのに時間がかかることを示している。この情報の不確実性の影響は、良いニュースよりも悪いニュースのほうが大きいとされる。この実証結果はアナリストの過小反応仮説を支持しており、アナリストが合理的であるという仮説や楽観的であるという仮説などとは整合的ではないと指摘されている。

Kaestner (2006) は、1983–1999 年の長期間のサンプルを対象にして、市場は短期的には利益公表にたいして過小反応を示し、長期的には、大きな期待外利益にたいして過剰反応を示すことを発見した。

他方、アナリスト予想の過小反応を否定して、その合理性を示している研究もある。Givoly (1985) は、過去の実績利益の履歴とその将来予測能力を完全に活用するという意味で、アナリストの予測は合理的であると報告している。Baik (2005) は、企業業績の悪いニュースがあっても、買い推奨をする立場にあるアナリストには利益予測の非公表などの自己選択が生じるため、アナリストの利益予測が過小反応しているように見えることも述べている。

また Raedy et al. (2006) は、アナリスト予測は過小反応を示しており、その傾向は長期予

測になるほど強まるが、アナリストの損失関数を仮定すれば、それを合理的に説明できることを示し、意思決定バイアスを根拠とする過小反応仮説にたいして、疑問を投げかけている。Sun (2005) は、極端に大きな減益ニュースにたいして、30%の銘柄は株価が上昇し、また、極端に大きな増益ニュースにたいして、30%の銘柄は株価が下落すること、前者の株価は反転上昇するものの、後者の株価は持続的な上昇（ドリフト）を示したことから、PEADは行動ファイナンスでいわれる過小反応仮説では説明できないと指摘している。

この過小反応仮説も、前出の過剰反応仮説と同様に、不満足な意思決定モデルである。いずれの仮説も、過剰と過小を区別する基準が事前にあきらかではなく、観察された事実をパターン化して事後解釈しているという面が強い。たしかに、理念型としての効率的市場仮説の想定とは異なり、現実には、投資家がつねに過不足のない反応をするという必然性はなく、ときに過剰に、ときに過小に反応することもある。市場の効率性と投資家の合理的な意思決定の検討にとって重要なのは、どのような情報環境と新情報（news）の組み合わせが各種の反応をひき起こすのかである。その観点から先行研究を再評価したうえで、その成果を将来の研究に活かす必要があるだろう。

4.1.4 自信過剰仮説

行動ファイナンスでは、アナリストや投資家の将来予測や行動にかんして、自信過剰あるいは楽観的な傾向があるという指摘もなされている。このような投資家の反応にかんする想定を、自信過剰（overconfidence）仮説という。規範的な分析をした Daniel et al. (1998) は、自信過剰によって、長いラグの負の相関関係、過度なボラティリティが生じると述べ、経営者の行動が株式のミスプライスと関連している場合には、イベント後のリターンが予測可能になると指摘した。さらに、彼らは、短期では順相関のモメンタムや PEAD が生じ、長期にはリターンや会計上の業績とのあいだに逆相関が生じる可能性を示した (Daniel et al., 2001)。

さらに、Daniel and Titman (1999) は、アナリストは私的情報を過信しているために、リターンにモメンタムが生じると述べ、このモメンタムは、企業価値評価にさいして曖昧な情報を解釈する必要がある銘柄に強く生じると報告している。同様に、Cooper et al. (2004) と Huang (2006) は、上げ（up）相場でのモメンタム戦略のリターンが下げ（down）相場のそれよりも大きいことを発見し、それは自信過剰仮説を支持する証拠であると述べている。

Easterwood and Nutt (1999) も、アナリストの利益予想は、増益ニュースにたいして過剰反応をする一方で、減益ニュースにたいして過小反応をすることを発見し、これは、ニュースにたいして楽観的な予想をするという傾向と整合的であると述べている (Amir and Ganzach, 1998; Nutt et al., 1999, Ekholm, 2006 も参照)。Scott et al. (1999, 2003a, 2003b) は、高成長企業ほど、企業のファンダメンタル指標が変化したというニュースに株価が反応するのが遅いことを示す証拠を発見し、その結果は自信過剰仮説を支持していると述べている。

Skinner and Sloan (2002) は、グロース株の低いリターンは、業績悪化（バッド）ニュースにたいして、大きな株価下落が生じることによると報告している。彼らは、グッド・ニュー

ースとのあいだの非対称的反応を調整すると、グロース株とバリュー株とのあいだにリターン格差は観察されなくなり、グロース株の低いリターンは、楽観的な期待をする誤りとその後の悪いニュースに起因していると報告している。

Liang (2003) は、Barron et al. (1998) にしたがって、アナリストの利益予想の分布状況から、不均質情報 (heterogeneous information) と不確実性の指標を作成し、PEAD が不均質情報と正の関係にある一方、不確実性の変化とは負の関係にあることを発見した。このことから、Liang (2003) は、私的情報を重視したり、統計的に裏付けられた情報を軽視したりする投資家の自信過剰によって PEAD が生じると述べている。

同様に Jiang et al. (2005) も、情報環境が不確実であると、将来のリターンが小さくなることの説明として、投資家の自信過剰が合理的な裁定取引を妨げる点を指摘している。彼らは、企業のファンダメンタル価値にかんする情報の不確実性が大きいとき、投資家は私的情報を頼りに取引をし、空売りの制約などによって悲観的な投資家が市場から閉め出されると、主観的に高い企業価値評価をする楽観的な投資家の行動に株価が規定されるものの、その後、その過大評価が是正されると述べている。

Bradshaw et al. (2006) は、企業が資金調達後に経験する負の超過リターンは、アナリストの利益予測の楽観的な誤差に関係していることを発見し、投資家のミスプライシング仮説を支持している。Chuang and Lee (2006) は、以下の4つの問題を検証した。1)投資家は私的情報に過剰反応をして、公的情報には過小反応をするか。2)利得を得るとより自信過剰になり、その後、より積極的に株式取引をするか。3)自信過剰の投資家による過度な取引は過度なボラティリティをもたらすか。4)自信過剰な投資家はリスクを過小評価して、リスクのある証券をより多く取引するか。実証結果はすべて、投資家は自信過剰であるという仮説を支持するものであった。

上記のような、アナリストや投資家が自信過剰から失望へ変化するというシナリオにたいしては、少数であるが、否定的証拠も提示されている。Brous et al. (2001) は、新株発行時に投資家が楽観的な期待をして、その後の業績に失望して負のリターンが生じるという仮説について、新株発行後の四半期決算発表時の市場反応を検証したところ、仮説は支持されなかった。

この自信過剰仮説については、まだ実証成果が少なく、その当否を評価できない。ただ、この仮説が示すように、投資家が過去の経験にもとづいて新情報 (news) を解釈したり、新情報の情報源や入手方法によって、その信頼度 (投資家の依存度) が異なったりすることは、直感的常識には反していない。むしろ、このレビュー論文で注目している情報環境の議論と、特定の局面では自信過剰仮説は親和性をもっている。同一の情報内容であっても、情報環境いかんで、投資家に異なる期待を形成させる可能性は、自信過剰仮説においても否定されていないからである。ただ、自信過剰仮説のいうとおりに、投資家の定型化された反応パターンがどれほど普遍的であるのかは、議論すべき余地があるが、今後の検証をまつよりほかはないであろう。

4.2 実証会計学へのインプリケーション

行動ファイナンスは、人間の意思決定に一定のバイアスが生じるケースがあることをあきらかにした。効率的市場仮説を支持する伝統的な枠組みでは、明示的に扱われてこなかった意思決定モデルの細部に分析のメスを入れた貢献は、認めなければならないであろう。実際、伝統的な枠組みを支持する側でも、アノマリーを説明できるような投資家の意思決定モデル、具体的には、特定の財務指標を見たとき、投資家はどのような将来キャッシュ・フローを期待するのかという期待モデルを開発しようとする研究も登場している (Fama and French, 2006b, 2007)。従来は不明とされていたことが、心理学の借用によって解明されるのであれば、それに躊躇することはないであろう (Koonce and Mercer, 2005)。この論文では網羅できないほど数多くの検証課題が、伝統的な枠組みの側からも、行動ファイナンスの側からも提示されている。

しかし、投資家が非合理であると軽々に考えるのは、問題である。投資家が合理的に行動することを前提にしなければ、市場均衡を想定することはできなくなるからであり、ひいては、資本市場研究ができなくなるからである。もともと、今日の資本市場研究は、ファイナンスの資産価格 (Asset Pricing) 理論を借りることから出発し、多くの研究者が問題関心を企業のファンダメンタルズへ回帰させたことによって、会計研究としての主体性が得られている (Penman, 1992; Lev and Thiagarajan, 1993)。つまり、リターン (あるいは株価) と会計情報の関係を自然現象とみなして観察するのではなく、経営者が作成する会計情報を、投資家が企業のファンダメンタル価値の推定に利用するという具体的状況を分析することによって、研究成果は現実適合性を獲得できているわけである³。会計情報をたんなるシグナルとみなしていた時代に後戻りすることなく、会計情報と企業のファンダメンタル価値との関係を問い続けなければならない。

そのためには、会計情報と企業の将来キャッシュ・フローとの関係、正確には、会計情報と「特定の情報環境のもとで投資家が期待する将来キャッシュ・フロー」との関係が、実証に先立って、理論的にあきらかにされなければならない (Beyer et al., 2010)。資本市場研究にとっては、会計情報が企業のなにを表現しているかだけではなく、投資家になにを期待させるのかも、重要な検討課題である。たとえば、純利益か包括利益かに関連して、「数期間を通算すれば相殺されてしまうような一時的 (transitory) な損益をあえて認識して、年度利益の変動性 (volatility) を高める会計基準」は、投資家にとっての会計情報の有用性を高めるのかは、喫緊の検討課題である。そうした社会的な問題関心に答えることで、実証会計学の経験的なインプリケーションは高まるはずであり、そのためには、市場の効率性と合理的な投資家を前提としたファンダメンタリストの立場は、安易に放棄されるべきではない。

³ ファイナンスの研究者のなかには、ある時期まで、キャッシュ・フロー、経済的利潤、配当などと利益 (earnings) を無差別に扱っている者もあった。利益が会計独自の指標であることを、周知させたという意味では、accruals アノマリーの研究はきわめて大きな貢献をしたといつてよいであろう。

そもそも、効率的市場仮説では、投資家が情報を入手してから意思決定をし、行動するまでに要する時間が特定されていない。理念型では「瞬時に」と仮定されているが、それは非現実的な仮定であろう。たとえば、持続的な利益要素は将来キャッシュ・フローや企業価値と関連が強いものの、一時的な利益要素は関連が弱いと考えるのはすでに会計学の定説である（Parkash, 1995; Baginski et al., 1999; Mest and Plummer, 1999 ; Easton et al., 2000; Jones et al., 2000; Khurana and Lippincott, 2000; Donnelly, 2002; Thomas and Zhang, 2002; Bhattacharya et al., 2003; Gu and Chen, 2004; Ghosh et al., 2005; Hanlon, 2005; Joos and Plesko, 2005; Doyle et al. 2006; Liu, 2006; Schmidt, 2006; Tucker and Zarowin, 2006; Choi et al., 2008; Paek et al., 2007; Dechow et al., 2008; Cahan et al., 2009; Dichev and Tang, 2009; Frankel and Litov, 2009; Atwood et al., 2010, 2011; Beaver et al., 2010; Chen, 2010; Cready et al., 2010; Gordon et al., 2010; Cao et al., 2011; Li and Zhang, 2011 など）。

企業価値評価にあたって投資家は、そうした利益の持続性を予測しなければならないが、1期だけの財務情報を見て一瞬でそれができるのかは、おおいに疑問である。その識別には、追加的な情報を必要とするかもしれない（たとえば、Beneish, 1999; Peasnell et al., 2000; Schrand and Walther, 2000; Thomas and Zhang, 2000; Lev and Nissim, 2004; McVay, 2004; Phillips et al., 2004; Kothari et al., 2005; Riedl and Srinivasan, 2006; Caylor et al., 2007 など）。かりに追加的情報の入手が必要な場合には、それが得られるまで投資家は適切な意思決定をすることができず、市場で十分な反応が観察されるまでに一定の時間を要するであろう⁴。昔から議論されている会計情報の品質（quality）をめぐる議論では、会計情報を意思決定に利用するさいに、財務諸表を額面どおりに理解すべきではないという共通認識にもとづいており、会計情報が瞬時に理解可能なものではないことは、すでにコンセンサスが成立している（Dechow et al., 2010）。

また、投資家の期待（改訂）モデルの経済合理性について、理念型では完全な合理性が仮定されているものの、その現実妥当性には疑問も多い。会計情報と投資家の意思決定を分析するうえでは、会計情報の特質を考慮しなければならない。会計情報は、一定の会計基準にしたがって作成されるが、その会計情報には測定誤差が含まれている。会計基準の不備、経営者の適用ミスや判断の誤りが、会計情報に測定誤差を持ち込む。また、業績の指標である利益は、営業キャッシュ・フローやフリー・キャッシュ・フローとは異なっており、経済的利潤とも異なっている。利益は会計に固有の業績指標であり、それにはノイズが含まれていることを前提として、会計情報と投資家の意思決定との関係を分析しなければならない。

さらに、現実の会計制度は、会計情報にいくつかの特質を付与している（大日方, 2007）。第1に、投資家と企業経営者とのあいだに情報の非対称性がありながら、会計情報は経営者の自己申告によって作成されたものである。投資家にとって、自分で検証可能な私的情

⁴ ある種のアノマリーが次の財務報告（決算発表）によって消滅したり、次の財務報告周辺でアノマリーが集中的に生じたりするという現象は、このような解釈と整合的である。

報と、自分では検証できない会計情報とでは、信頼性の程度が異なっている。さらに、情報の非対称性を埋めあわせるうえで、会計基準が十分であるのか否かが 1 つの争点になっている。第 2 に、会計基準の全体にたいして保守主義のバイアスがかかっており、その影響は必ずしも一定ではない。投資家が会計情報から企業価値を推定するうえで、規則的ではない保守主義のバイアスは、複雑な調整を必要とさせる。第 3 に、経営者は利益マネジメントをする可能性がある一方、投資家はそれを完全には見抜けない（不完全、不確実にしかわからない）。経営者の利益マネジメントについて、インセンティブ、選択可能な手段、経営者と投資家のペイオフ、それらがあらかじめ完全に投資家に知られているならば、投資家には利益マネジメントの不確実性はない。しかし、現実にはその状況はまれであり、投資家は会計情報の利用にさいして、複雑な将来予測をしなければならない。そのような特質をもつ会計情報が投資家の合理的な意思決定にどのように利用されるのかが、会計研究のメイン・ストリームである。

財務諸表のデータがなにを表現しているのかという問題と、投資家がそれをどのように理解（あるいは解釈）しているのかという問題は、じつは結合仮説になっている。いずれの問題も、株価やリターンなどの市場反応を通じて推測するしか方法がないからである。この難問について、真実利益アプローチなどの古典的な会計研究では、企業活動と会計情報との対応関係（mapping）が重視される一方で、投資家が会計情報をどのように理解して行動に反映させるのかという視点が軽視されてきた。また、ファイナンス研究、とくに投資家の意思決定バイアスに焦点をあてる行動ファイナンスでは、会計情報が「完全な情報」であるという前提で、投資家がそれを正しく理解して行動するか否かのみが焦点が当てられ、会計情報の情報内容の複雑さやそこに含まれるノイズやバイアスなどは無視されてしまっている。

それにたいして、実証会計研究においては、これまでの研究成果の積み重ねを通じて、下記の 2 つの仮説が頑健に支持されている。

仮説 1

投資家は、将来の予想や期待にもとづいて意思決定し、行動している。入手した情報に期待外の新情報が含まれていないかぎり、投資家はその情報に反応しない。さらに、期待外の情報が投資家の将来予測や期待を改訂させたときに、投資行動の変化、すなわち情報にたいする反応が現れる。

仮説 2

投資家は、現在の企業価値を推定するにあたって、持続的な将来のキャッシュ・フローを予測したり、持続的な将来の利益を予測したりする。その予想や期待が改訂されると、企業価値の推定値は変更され、追加的な投資行動が生じる。しかし、新情報が将来の持続的なフローにかんする投資家の期待に影響をあたえない場合には、投資家は企業価値の推

定値を変更せず、その情報に反応して追加的投資行動を起こすことはない。

これらの仮説がさしあたり正しいとして、いま、単純な「クイズ」を考えてみよう。ある企業が減価償却方法を定額法から定率法に変更したとする。この情報を決算発表で公開したとき、その企業の株価は影響を受けるのであろうか。古典的な教科書では、税金や契約コストなどを無視すると、減価償却方法の変更によって、企業の将来キャッシュ・フローは影響を受けないから、企業の株価は変わらないと説明される。

ところが、現在の資本市場研究の標準的な考え方からすれば、この問題には簡単には答えることができない。たしかに、神様が知っているであろう企業の将来キャッシュ・フローは、減価償却方法の変更の影響を受けない。しかし、株価を決めているのは、神のみぞ知る将来キャッシュ・フローではない。株価を決めているのは、投資家が期待している将来キャッシュ・フローである。まず、仮説 1 の知見によると、投資家は当該変更をあらかじめ予想していたのか、それとも、それが予想外の出来事であり、かつ、会計情報の公表を通じてはじめて投資家に知られたのかが問題になる。

かりに、償却方法の変更を投資家が予想しておらず、かつ、投資家は決算発表ではじめてそれを知ったとしよう。その場合でも、償却方法の変更が株価を変動させるか否かは、まだ判断できない。仮説 2 にてらして考えてみなければならない。たとえば、企業の経営者は、将来の業績見通しの改訂にともなって、減価償却を変更したとしよう。その変更を知った投資家は、経営者の業績見通しを推測したうえで、持続的な将来キャッシュ・フローについての自己の期待を改訂するかもしれない。そのような投資家の期待改訂によって、株価は上昇することも、下落することもありえる。株価の変動方向は、投資家の期待が改訂される方向に期待される。持続的な将来キャッシュ・フローの予想が上方（下方）に修正されれば、株価は上昇（下落）するであろう。その方向を決めるのは、償却方法の変更という「新情報の内容」だけではなくて、その情報を入手する前に投資家がどのような予想をしていたのかにも依存するわけである。今日の実証研究では、黒字（赤字）決算が良い（悪い）ニュースであるとはかぎらないことは、すでに定説になっている。

一般に、投資家は、財務諸表上の情報だけでなく、非会計情報も利用して、期待形成をするはずである。減価償却方法の変更が、どのような状況で株価に影響をあたえるのかは、かなりの難問である。たとえ効率的市場仮説を前提としても、投資家の情報環境についての前提条件がなにもあたえられなければ、減価償却方法の変更にたいする株価の反応について明確な予測（仮説設定）はできない。株価が反応しても、反応しなくても、その事実が市場の（非）効率性の証拠であるのか否か、判断できないわけである。会計情報がなにを投資家に伝えているのか、投資家はそれをどのように利用しているのかは、会計学が解明しなければならない基本問題であり、効率的市場仮説の研究、さらにファイナンス研究にも貴重な貢献が期待されている。会計情報の有用性を分析するにあたり、投資家の意思決定メカニズムを解明することが重要な基礎的問題なのである。

5 企業のリスク要因と会計情報の虚構性

5.1 リスク・ファクター

効率的市場仮説と、リターンの説明モデルとは表裏一体の関係にある。ここで、リターンの説明モデルとは、リターンを生み出すリスク要因を特定し、複数のリスク要因とリターンとのあいだの関係を表現したものである。リターン（ジェネレイティング）モデルの構築に勢力を注いでいる Fama (1998) は、効率的市場仮説は、リスク要因を的確に特定して超過リターンを適切に測定しているという仮説と、結合仮説になっていることを強調している。彼は、誤った超過リターンの測定方法によって、アノマリーが観察されるケースも多いとして注意を喚起するとともに、長期的に超過リターンを得られたことがあるか否かが問題ではなく、その確率が高いか低いかが問題であることを強調している。なお、リターンは、等ウェイトではなく時価ウェイトで計算することが望ましいとも指摘している。等ウェイトによる場合、大型株を過小、小型株を過大にポートフォリオに組み込むことになり、ポートフォリオのリターンは、小型株プレミアムの影響を強く受けるからである。この問題は、いくつかの先行研究が抱えている。

Fama and French (2004) は、CAPM の再検討と批判を踏まえつつ、彼らの一連の研究の再確認をしている。周知のとおり、彼らの 3 ファクター・モデルは実証研究ですでに広く利用されている⁵。そもそも、CAPM では、投資家が将来キャッシュフロー（の平均と分散）をどのように予測するのか、すなわち、どのような情報を利用してどのように期待形成するのかは、無視されている。理論上の均衡価格モデルである CAPM にとって、それは与件だからである。会計情報が企業のファンダメンタルズをどのように投資家に伝え、それを利用する投資家がどのような予測をして行動するのかをあきらかにするためには、純粋な CAPM をどのようにしたら現実に近い近づけることができるのか、実証分析の方法そのものを検討しなければならない (Markowitz, 2005)。その観点からいうと、Fama and French の 3 ファクター・モデルは、B/M のファクターにおいて会計情報が利用されている点で、会計情報と企業のファンダメンタルズとの関係を問う研究者にとっては、魅力的なモデルである。ただし、会計情報とリターンとの関係を記述するうえで、その 1 要因のみで十分であるのか、すなわち、会計情報とリターンとの関係がそこにすべて集約できるのかは、さらなる検討が必要であろう。

たとえば、Keown et al. (1987) は P/E 効果について、Downen and Bauman (1987) は、P/E 効果、size 効果、機関投資家が興味を示さない neglect 効果について、リスクによる説明を試みている。他方、Hogan et al. (2004) は、Fama (1998) の批判に答えて、リターンの説明モデル（リスク要因）を特定せずに、裁定機会の出現条件（確率）に注目して、アノマリーで

⁵ Fama and French の 3 ファクター・モデルにたいする批判は、Daniel and Titman (1997, 2006), Bartov and Kim (2004) を参照。

あるか否かを分析する試みをしている。Ball et al. (2006) も、ポートフォリオを組んでも、会計利益のリスクを分散できないことをあきらかにしたうえで、利益の過去の動向に着目して、新たなリターン・モデルの構築を試みている。その新しいモデルによって、アノマリーの相当な部分が説明されるとしている。

また、Ho and Lin (2006) も、グローバル市場を対象にして、モメンタムと CF/P をファクターとしたモデルが優れていることを発見している。Khan (2008) は、ICAPM を応用した 4 ファクター・モデルによると、accruals のアノマリーが消滅することを発見し、リスクが accruals の大小で異なっており、そのリスクは景気変動のリスクまたはデフォルト・リスクであると指摘している。

さらに、デフォルト（あるいは、上場廃止）のリスクが、size や book-to-market とどのような関係にあるのかについても、いまだ不十分にしかわかっていない。そもそも、デフォルト・リスクのプレミアムが正か負かは基本的な問題であるが、その点についても争いがある (Fama et al., 1993; He and Ng, 1994; Shumway, 1997; Chen and Zhang, 1998; Dichev, 1998; Shumway and Warther, 1999; Eckbo et al., 2000; Gutierrez, 2001; Griffin and Lemmon, 2002; Vassalou and Xing, 2004; Piotroski, 2004; Banko et al., 2006; Chan-Lau, 2006; Hahn and Lee, 2006; Hou and Robinson, 2006; Campbell et al. 2008; Garlappi et al., 2008; Avramov et al., 2010; Campello and Chen, 2010; Aroul et al., 2011 など)。

Vassalou and Xing (2004) は、オプション評価モデルを応用して企業のデフォルト確率を推定し、そのデフォルト確率とリターンとの関係を分析した。彼女らの分析によると、size と B/M とをコントロールしてもなお、デフォルト・リスクは、小規模かつ高 B/M の企業グループにおいて、リターンと有意な正の関係があった。

Ng (2005) は、Altman (1968) の Z スコア、Ohlson (1980) の O スコア、Hillegeist et al. (2004) の推定デフォルト確率の 3 つを合成してデフォルト・リスク尺度を作成し、デフォルト・リスクとリターンが正の関係にあることを示している。Lamont et al. (2001) は、Kaplan and Zingales (1997) の方法によって財務逼迫度を指標化し、逼迫度の厳しさとリターンとが正の関係にあると報告している。

また、Whited and Wu (2006) も、財務逼迫度をあらわす指標を独自に開発し、その厳しさとリターンとは正の関係にあると述べている。Chava and Purnanandam (2010) は、推定ハザード率、およびオプション評価モデルによるデフォルト確率の 2 つをデフォルト・リスクの指標にし、インプライド資本コストを期待リターンの指標として、デフォルト・リスクと期待リターンとの関係を分析した。彼らは、デフォルト・リスクと期待リターンとは正の関係にあることを発見した。

他方、Dichev (1998) は、デフォルト・リスクをあらわす Z スコアと O スコアのそれぞれについて、ファクター・リターンを計算し、Fama and French の 3 ファクターにそれを加えて、4 ファクター・モデルを試した。4 ファクター・モデルを適用すると、それらのデフォルト・ファクターにかかる係数（ファクター・ローディングス）が高い水準で有意に負な

ることを示した。

Agarwal and Taffler (2002) は、size と B/M をコントロールしたうえで、Zスコアが次年度のリターンと負の関係にあることを発見した。同様に、Oスコアを採用した Griffin and Lemmon (2002) は、小規模で利益予想をするアナリストが少ない企業では、デフォルト・リスクとリターンとが負の関係にあることを報告している (Franzen et al., 2007 も同様)。オーストラリア企業を分析対象にした Gharghori et al. (2009) も、オプション評価モデルから計算した内在デフォルト確率とリターンとのあいだに負の関係があると報告している。

また、Fama and French (2006b) も、Oスコアの投資戦略上の有効性は小さいものの、リターンにたいして Oスコアは負の影響をあたえていることを確認している。Piotroski (2004) も、デフォルト・リスクが高い企業ではリターンが小さくなることを発見した。Garlappi et al. (2008) は、Vassalou and Xing (2004) と同様に、デフォルト確率を推定しているが、低 B/M 企業グループにおいて、デフォルト・リスクとリターンとは負の関係にあると報告している。Zhang (2007) は、デフォルト・プレミアムが、低 B/M、小規模、企業固有のボラティリティが高い企業において有意に負になっていることを発見した。

さらに、デフォルト・リスクと関係が深いとされる財務レバレッジ (負債/株式時価総額) とリターンとの関係も、いまま継続的に研究されている。Chan and Chen (1991) は、レバレッジとリターンが正の関係にあることを発見した (Fama and French, 1992 も同様)。Ferguson and Shockley (2003) は、Fama and French の 3 ファクターに簿価ベースの負債利率と Altman の Zスコアを同時に加えた回帰分析を行い、負債比率と Zスコアがともにリターンと正の関係にあることを報告している。しかし、負債比率と (将来) リターンとの関係が正であることを報告する研究は少なく、以下に示すように、それが負であることを報告している研究が圧倒的に多い。

Dhaliwal et al. (2006) は、残余利益モデルから資本コストを推定し、その資本コストの規定要因を分析した。資本コストとして、Claus and Thomas (2001), Gebhardt et al. (2001), Gode and Mohanram (2003), Easton (2004) の 4 つの推定値の平均が採用されている。その実証結果によると、法人税率、個人所得税率、size、B/M、アナリストの利益予想値のバラツキなどのほか、Altman の Zスコアと財務レバレッジ (負債の時価/資産の時価) も、資本コストの有意な説明変数であった。資本コストと Zスコアは負の関係、財務レバレッジも負の関係であった。Penman et al. (2007) も、B/M をレバレッジとそれ以外とに分け、レバレッジが将来のリターンと負の関係にあることをあきらかにした。

また、Bhandari (1988) は、市場ベータと size をコントロールしたうえで、リターンと簿価ベースの負債比率が負の関係にあることを報告している。García-Feijóo and Jorgensen (2010) は、負債比率を営業負債比率と金融負債比率に分け、営業負債比率がリターンと負の関係にあることを報告している。

Baturevich and Muradoglu (2005), Muradoglu et al. (2005), Adami et al. (2010) らは、簿価ベースの負債比率がリターンと負の関係にあることを利用して、超過リターンが得られるこ

とを示している。Dimitrov and Jain (2006) は、負債比率の上昇がその期のリターン、および翌年度のリターンと負の関係にあることを発見した (Spiess and Affleck-Graves, 1999; Dichev and Piotroski, 1999, 2001; Chang et al., 2007 も同様)。

Peterkort and Nielsen (2005) は、B/M、財務レバレッジ、簿価ベースの負債比率の3者の比較を行っている。Fama-MacBeth型の回帰分析によると、sizeと株価モメンタムをコントロールしたとき、全体サンプルでは、レバレッジとリターンとは有意な関係が観察されなかった。一方、レバレッジと負債比率が低い企業グループでは、リターンにたいして、B/Mは有意ではなく、レバレッジは有意な負の関係にあった。債務超過企業でも、B/Mは有意ではなかったが、逆に、レバレッジはリターンと有意な正の関係にあった。

George and Hwang (2007) も、1980年代以降、簿価ベースの負債比率とリターンとのあいだには負の関係があることを発見した。さらに、Oスコア、Vassalou and Xing (2004) のデフォルト確率、Whited and Wu (2006) の財務逼迫度指標のいずれよりも、負債比率のほうがリターンにたいする支配的な説明変数であると述べている。Hahn and Lee (2006) は、多様な変数を財務逼迫度の指標として試験的に採用している。Hahn and Lee (2006) の分析結果は、多くの変数において、企業財務が逼迫している場合に、レバレッジと負債比率はともにリターンと負の関係にあることを示している。

Anginer and Yildizhan (2010) は、デフォルト・リスクとリターンが負の関係にあるように見えるのは、負債比率、リターンのボラティリティ、収益性（総資産利益率）などのアノマリーによるものであるとし、それらをコントロールすると、デフォルト・リスクは超過リターンを生みださないと報告している。そのなかで、負債比率とリターンとのあいだに負の関係があることが示されている。

ここで紹介した先行研究は、sizeやbook-to-marketに加えて、デフォルト・リスク（あるいは財務レバレッジ）などを別途考慮する必要性を示している。ただし、E/Pなどの単純なケースとは異なり、デフォルト・リスクや財務逼迫をあらゆる最適な指標はなにか、それ自体が難問である。それゆえ、デフォルト・リスクと超過リターンとの関係をめぐる問題は、前者にかんする最適な推定方法だけでなく、後者の適切な計算方法との結合問題にもなっており、容易には結論が得られない（たとえば、Piotroski, 2004; Whited and Wu, 2006; Campbell et al., 2008; Chen et al., 2010; George and Huang, 2010; Huang et al., 2010; Garlappi and Yan, 2011 など）。

また、Beaver et al. (2007) が指摘しているように、分析対象としているリスクに対応したリターンを適切に集計、計算しなければならない。デフォルト・リスクを分析対象にしなから、デフォルト時のリターンを分析から除くと、リターンを過大推定する危険があることには、注意しておくべきであろう。

このように、リターン・モデルそのものに争いがあるものの、実証分析にあたっては、リターン・モデルと市場の効率性の少なくともどちらか一方を所与として分析せざるをえない。両者が結合仮説の関係にある以上、やむをえない選択である。実際に、アノマリー

(異常なリターン) を既知のリスクによって説明できるか否かが、効率的市場を支持するか否定するかの試金石と見られることが多い。しかし、リターンを既知のリスクと既知のモデルによって説明できないからといって、それだけで伝統的な枠組みのすべてが否定されるわけではない。

5.2 会計情報の仮構性

ここで、会計学の見地からとくに注目したいのは、財務レバレッジあるいは負債比率の定義、負債の定義である。経済学やファイナンスの標準的な教科書では、分子は負債の時価、分母は市場で流通している株式（発行済株式マイナス自己株式）の時価であるとされている。しかし、分子となる負債の多くは市場性、流動性がないため、時価の情報を研究者は入手できない。そこで、ほとんどの実証研究では、財務諸表データとして公表されている会計上の数値、すなわち負債の簿価をもって時価の代理としている。その代用が、たんに測定値の入手困難性という実践上の便宜だけの理由であれば、まったく問題なしとはしないが、その代用にも一理あるといってよいであろう。

ところが、なにが負債であって、なには負債ではないのかという問題を考えると、その代用にも疑問が湧いてくる。現在、会計基準設定の舞台において、負債と資本の区分が問題になっている（池田幸典, 2006; 川村義則, 2010）。貸借対照表の貸方（右側）の境界線問題である。その問題は、10年以上も検討と論争が繰り返されてきたものの、いまだに決着がつかず、有力説と呼べる見解さえわからない状況である。たとえば、劣後債や優先株式を負債か資本のいずれかに分類することは、意外に難しい作業なのである。上記で見た先行研究の成果は、当然のことながら、現在の会計基準による分類を前提とした暫定的なものでしかなく、会計基準が変更されてもなお同様の結果が得られるのかは、まったく不明である。

それ以上に問題が大きいのは、負債の定義をめぐる会計基準の混乱である。会計数値は、実在する対象に測定値を割り当てたものといわれることもあるが、貸借対照表に記載されている項目のすべてが実在する対象といえるわけではない。負債 (liability) の定義をめぐるのは、法律上の義務 (legal obligation) に限定するか、それとも、計算上で仮定した義務 = 擬制負債 (constructive obligation) まで含めるかが、昔からの争点になっている。前者に限定すれば、概念が明確になり、不正会計を防止するのに有効であるという意見がある一方で、投資家にとって有用な利益を計算するためには後者も必要であるという意見も、相対的に説得的である。

ここで確認しておきたいのは、日米欧の会計基準設定主体が採用している資産負債アプローチによれば、擬制負債の計上には制限的になるという基本的指向性があるにもかかわらず、個別の会計基準においては、擬制負債の計上が必ずしも否定されていないという現状である。このような一種の混迷が生じるのは、法律上の義務と擬制負債との境界線を標準化あるいは形式化して決めるのが難しいからである。また、かりに明確な境界線 (bright

line) を決めることができるとしても、これまで、形式基準を悪用した不正会計、会計スキャンダルが生じてきたという、会計基準設定主体にとって苦々しい経験も、境界線設定を慎重にさせる理由になっているのであろう。

そのような混乱した状況を背景として、貸借対照表の負債には、だれが見ても負債であることが明白なものばかりではなく、負債に含めることが正しいといえるのか、その学問的正当性が明確ではないものも含まれている。会計上の負債の外延的定義について、社会的なコンセンサスが成立し、実証研究者がそれにもとづいて分析をしているのかは、相当に怪しい。この点でも、前掲の先行研究の結果は、条件付で暫定的なものとして理解する必要がある。

このような事態を踏まえて、近時、興味深い研究結果が報告されている。Beaver et al. (2009) は、1962年から2002年を分析期間にして、企業の倒産予測をめぐる問題を分析した。主要な関心は、利益の修正再表示、裁量的発生高、研究開発投資の集中度、簿価時価比率、損失の発生頻度といった変数の予測能力が時系列でどのように変化したのかである。分析の結果、会計数値による財務比率の予測能力は、時代とともに低下していることが判明した。彼らは、会計処理に含まれる経営者の裁量が増大したことが、倒産予測能力が低下した原因であると述べている（なお、Beaver et al. (2005) も参照）。

同様に、Rajgopal and Venkatachalam (2011) も、1960年代以降、リターンのボラティリティが増大しているのは、裁量的発生高によって利益の質が低下したことが原因の1つであると報告している。

また、Charitou et al. (2011) は、1990年から2004年を分析期間にして、企業が置かれた環境や状況と利益の質 (earnings quality) との関係性を分析した。分析の結果、財務困窮の状況にある企業は、悪いニュースの利益への反映（損失の計上）がタイムリーではない一方、良いニュースの利益への反映（利得の計上）はタイムリーであって、健全な企業に比べて、プラスの目標利益に向けた利益マネジメントに懸命になっていることが判明した。さらに彼らは、企業の成長性が利益マネジメントの実行能力に重要な役割を果たしていることを発見し、成長している企業は悪いニュースを適時に処理する一方で、成熟している企業は目標利益の獲得により懸命になっていると報告している。

これらの研究結果は、データベースから得られる会計数値をすべて均質なものとみなしたり、報告数値をそのまま信頼して分析したりすることにたいして、重要な警鐘を鳴らしている。アノマリーの発見作業は、市場の効率性の検証の裏返しである。その研究にとっては、まず、株式リターンを規定する企業のリスク・ファクターを特定して、正常リターンを研究しなければならない。そのリスク・ファクターとして、企業のデフォルト・リスクや財務レバレッジ、負債比率が挙げられることがあるが、そこでの負債比率や負債の定義が問題なのであった。会計上の負債には、もっぱら会計基準が規定する擬制負債が含まれており、そのなかには、学問的正当性が疑われる項目、あるいは学問的には性格が明確ではない項目も含まれていることが、分析結果の妥当性を暫定的なものにしており、場合

によっては、研究の信頼性を低下させかねないのである（そのような負債項目の 1 例については、補論を参照）。

もちろん、現実には、会計基準の設定は、高度な知識を有した専門家集団に委ねられている。ただし、会計基準の設定は、学問的探求を目的とはしていない。会計基準の設定主体が独自に負債の概念を産みだして、企業に強制的に計算させ、その負債額が企業のリスクを規定したり、株式リターンに影響をあたえたりすることがあるかもしれない。実際、先行研究の実証結果では、その可能性は否定されていない。しかし、それが現実（のように見える）としても、それが望ましいことであるのかは、別次元の問題である。その検討は、会計理論研究の重要な役割の 1 つである。

他方、実証会計研究では、経験的に観察されるデータを分析対象にしているが、「観察されるデータ ≠ 誤差や歪みのない真の値」ではない点に注意しなければならない。とりわけ会計数値は、物理的測定値ではなく、①仮構を含んだ会計基準、特定の時代と地域を限定した約束事にもとづいている、②企業が裁量的な判断や見積もりを経た自己申告数値である、という特性をもっている。一般に、実証結果は、分析対象サンプルを超えた普遍性（外的妥当性）を無条件でもつことはないが、会計数値を対象とした実証結果は、会計数値の特性によって、さらに限定された妥当性しかもっていないのである。

6 おわりに

アノマリーや行動ファイナンスの研究は、利益情報の有用性の研究と原理的に対立している。かりに、利益情報に弱度の有用性があるという事実が観察されているとしても、効率的市場あるいは投資家の意思決定の合理性が否定されてしまうと、利益情報と株価やリターンとの価値関連性を現在の標準的なパラダイムでは説明できなくなってしまうからである。

他方、たとえ、公表された利益情報を使った投資戦略から超過リターンが得られるという強度の有用性を示す事実が観察されていても、投資家が合理的に意思決定し、市場が効率的になれば、そのような有用性は消えてしまうはずである。非合理性や非効率性を前提にしたときにしか利益情報の有用性を主張できないならば、悲惨な自己矛盾が生じる。効率的な資源配分に資すると期待されている会計制度は、会計制度が上手く機能しないときに利益情報が有用であって、会計制度が上手く機能したら、利益情報は有用ではなくなるという自己否定的な矛盾である。

このように、弱度の有用性と強度の有用性は同時には成立しない。互いの実証結果を尊重しつつ、整合的な知識体系を組み立てるためには、いまだ検討されていない問題に手ごかりをもとめて、両者が共存できる体系を模索しなければならないであろう。本稿でとくに注目したのは、会計情報の特性である。「熱い！」とか「痛い！」とか、とっさに声を上げてしまうような肉体的刺激を感覚的に受けとめるのとは異なって、利益情報を企業価値評価に利用するためには、その意味内容を分析しなければならない。一見して良いニュー

スか悪いニュースか即座に判断できるほど、利益情報は単純ではないのである。利益情報が、他の情報と一緒にあって、投資家になにを伝え、投資家は他の情報を利用しつつ、利益情報からなにを読み取るのかは、きわめて複雑な問題であり、いまだ解明されていない点が多い。

会計制度の設定趣旨がどうあるかにかかわらず、実際に、公表された会計数値が人々の利害を裁定したり、意思決定に影響をあたえて、資源配分を左右したりすることがある。そのときに、会計情報が実際に利用されているとか、事実を動かしているとか、手放して喜んでよいのかは、慎重に考えてみなければならない問題である。経験的に観察できる物質、物体が存在しない場合であっても、会計上で資産や負債が計上されることがある。本稿（および補論）では負債を例にして、会計情報の仮構性を取り上げた。それがなぜ正当化されるのかは、きわめて重要な問題であろう。もちろん、自然現象のなかには、現在の英知で説明できないものもある。しかし、人間が作る会計基準が産みだした財務諸表上の項目を十分に説明できないまま、そこから一方的に影響だけを受け続けるというのは、いかにも気持ちが悪い状況である。

経済学やファイナンスが財務諸表上の資産や負債などの概念の意味を問わないことに責任はなく、まさに会計学こそがそれをあきらかにする重大な責任を負っている。その使命や期待にたいして、会計学者がなにを答えるのかではなくて、どのような手段を通じて知識を獲得し、答えようとしているのかが、きわめて重要である。それが、本稿の根底にある根源的な問いかけである。

補論： 未認識税務ベネフィット

アメリカ財務会計基準審議会（FASB）は、2006年6月に解釈指針 *FIN 48* を公表した。これによって、「未認識税務ベネフィット」が企業の負債に計上されることになった。税法の適用や解釈をめぐって、企業と税務当局とのあいだで見解の不一致があるとき、企業の課税所得申告後に、税務当局から所得の過少申告の指摘を受け、追加納税が義務づけられる場合がある。そのようなケースにおいて、企業が所得の加算による追加納税を自発的に認めた（覚悟した）場合、その支払に先立って、追加納税額をあらかじめ費用に計上するとともに、負債の部に「未認識税務ベネフィット」を計上する。税効果会計を定めた *SFAS 109* と同様に、将来事象である追加納付の可能性は50%（*more likely than not*）を規準とし（*FIN 48, pars. 5–7, pre-codification*, 以下同様）、*SFAS 5* が定める偶発債務・偶発損失の規準である「*probable*」（70～80%程度を指すという解釈が一般的）は適用されないこととなった。

たとえば、日本から海外に向けた輸出価格の高低によって、日本本社の所得と在外子会社の所得の大小が規定されるため、従来、自動車産業では移転価格税制をめぐって税務当局との交渉が毎年、問題になっている。その交渉過程において、企業がいつ、どれだけの追加納付の必要性を自覚して、「未認識税務ベネフィット」を「告白」するのかは、自動車会社にとっては重要な問題である。その計上によって、当期純利益が減少し、負債が増加（負債比率が悪化）するからである。

ここでは、その1例として、アメリカ SEC 基準によって財務諸表を作成しているホンダ（本田技研工業）の2008年3月期のアニュアルレポートから、「未認識税務ベネフィット」に関連した記載を抜き出してみよう。2008年4月にホンダは、総額1,400億円の申告漏れを指摘されたと報道され、その追徴課税額は史上最高額になると予想された（日経ビジネス ONLINE, 2008年7月25日）。

【2008年3月期】

(1) 当年度の連結業績の概況における「法人税等」の記述

法人税等は、3,874億円と前年度にくらべ1,035億円、36.5%の増加となりました。また、当年度の実効税率は、前年度より7.4ポイント高い43.2%となりました。これは主に、当社における東京国税局による移転価格税制に関する調査に伴い、当該調査の予想される更正額を含む米国財務会計基準審議会による解釈指針第48号「法人所得税の申告が確定していない状況における会計処理」に基づく見積額を、未認識税務ベネフィットとして連結財務諸表において計上したことによるものです。

(2) 契約上の債務にかんする注記

未認識税務ベネフィットに係る見積りは、最終的な税務調査、行政手続および訴訟の結果、または事項の到来などにより変化することがあり、当社の連結財務諸表に重要な影響

を与える可能性があります。また行政手続や訴訟手続を行うこともあるため、未認識税務ベネフィットの将来の現金支出額を合理的に見積ることは困難です。したがって、上記の表には、未認識税務ベネフィット 99,527 百万円を記載していません。

当社は、東京国税局より移転価格に関する税務調査を受けておりますが、2002 年 3 月期までの 5 年間について中国四輪事業から得られる収益が、日本側に過少に配分されている、との主張が当局からなされています。当該調査の予想される更正額を含む見積額は、未認識税務ベネフィットとして計上されています。

(3) 会計方針にかんする注記

当社および連結子会社は、2007 年 4 月 1 日に米国財務会計基準審議会による解釈指針第 48 号「法人所得税の申告が確定していない状況における会計処理」を適用しました。当社および連結子会社は、各国の税務当局による税務調査を受ける可能性があります。法人所得税の申告が確定していない状況における税務ベネフィットは、税法の解釈に基づき、税務ポジションが 50%超の可能性で当局に認められると予想される場合に、50%を超えて実現する最大額で連結財務諸表に計上され、50%超を満たさない部分については未認識税務ベネフィットとして負債に計上されます。当社および連結子会社は不確実な税務ポジションについて、広範囲に検討を行っています。

当社および連結子会社は、税務当局により最終的に決定される結論について、発生の可能性を見積る必要性があります。また、当社および連結子会社は、未認識税務ベネフィットに係る見積りおよび前提は妥当であると考えていますが、未認識税務ベネフィットに係る見積りは、最終的な税務調査、行政手続および訴訟の結果などにより変化することがあり、当社の連結財務諸表に重要な影響を与える可能性があります。したがって、当社は、未認識税務ベネフィットにかんする見積りが、「最も重要な会計上の見積り」に該当すると考えています。

上記のアンニュアルレポートの書きぶりには、申告所得額がいまだに不確定であることだけでなく、ホンダが税務当局による申告漏れの指摘をそのまま承諾するつもりはない様子が現れている。その後、ホンダのアンニュアルレポートには、毎年、「未認識税務ベネフィット」にかんする詳細な記述が掲載されているが、現在では、その記述は、数値部分を除いて、定型化されている。下記に引用したのは、2011 年 3 月期のアンニュアルレポートにおける記述である。金額が不確実になる要因の 1 つに、傍点を付した「時効の到来」が追加されていることが注目される。

【2011 年 3 月期】

(1) 当年度の連結業績の概況における「法人税等」の記述

法人税等は、2,068 億円と前年度にくらべ 599 億円、40.8%の増加となりました。また、当年度の実効税率は、前年度より 10.9 ポイント低い 32.8%となりました。前年度にたいす

る実効税率の減少は、当年度において、当年度と海外関連会社との国外関連取引に関わる未認識税務ベネフィットの一部が減少したことなどによるものです。

(2) 契約上の債務にかんする注記

未認識税務ベネフィットに係る見積りは、最終的な税務調査、行政手続および訴訟の結果、または事項の到来などにより変化することがあり、当社の連結財務諸表に重要な影響を与える可能性があります。また行政手続や訴訟手続を行うこともあるため、未認識税務ベネフィットの将来の現金支出額を合理的に見積ることは困難です。したがって、上記の表には、未認識税務ベネフィット 46,265 百万円を記載していません。

(3) 会計方針にかんする注記

当社および連結子会社は、さまざまな国でビジネスを展開しており、各国の税務当局による税務調査を受ける可能性があります。法人所得税の申告が確定していない状況における税務ベネフィットは、税法の解釈に基づき、税務ポジションが 50% 超の可能性で当局に認められると予想される場合に、50% を超えて実現する最大額で連結財務諸表に計上され、50% 超を満たさない部分については未認識税務ベネフィットとして負債に計上されます。当社および連結子会社は不確実な税務ポジションについて、広範囲に検討を行っています。

当社および連結子会社は、税務当局により最終的に決定される結論について、発生の可能性を見積必要性があります。また、当社および連結子会社は、未認識税務ベネフィットに係る見積りおよび前提は妥当であると考えていますが、未認識税務ベネフィットに係る見積りは、最終的な税務調査、行政手続および訴訟の結果、または時効の到来などにより変化することがあり、当社の連結財務諸表に重要な影響を与える可能性があります。したがって、当社は、未認識税務ベネフィットにかんする見積りが、「特に重要な会計上の見積り」に該当すると考えています。(傍点は筆者が追加)

その後、ホンダは、「未認識税務ベネフィット」の増減を起因とする業績予想の修正を記者発表している。実際に、アニュアルレポートに記載されている通り、「未認識税務ベネフィット」の認識と測定にはおおきな不確実性が含まれていることを示す事例である。下記は、ホンダが記者発表した業績予想修正の説明文である (EDINET より)。

【2010 年 7 月 30 日の業績予想修正】

1. 平成 23 年 3 月期第 2 四半期連結累計期間連結業績予想の修正の理由

為替影響などはあったものの、売上変動及び構成差等の影響、販売費及び一般管理費の減少、コストダウン効果などにより、営業利益、税引前四半期純利益ともに平成 22 年 4 月 28 日に公表した業績予想を上回ることとなりました。税引前四半期純利益の増減要因に加え、当社と海外関連会社との国外関連取引の移転価格に関わる未認識税務ベネフィットの一部を減額したことなどにより、当社株主に帰属する四半期純利益が平成 22 年 4 月 28 日に公表した業績予想を上回ることとなりました。

2. 平成 23 年 3 月期通期連結業績予想の修正の理由

為替影響などはあったものの、売上変動及び構成差等の影響、コストダウン効果などにより、営業利益、税引前当期純利益ともに平成 22 年 4 月 28 日に公表した業績予想を上回ることとなりました。税引前当期純利益の増減要因に加え、当社と海外関連会社との国外関連取引の移転価格に関わる未認識税務ベネフィットの一部を減額したことなどにより、当社株主に帰属する当期純利益が平成 22 年 4 月 28 日に公表した業績予想を上回ることとなりました。

このように、ホンダの財務業績は、FIN 48 によって不確実で大きな影響を受けている。ただし、FIN 48 が、日本の自動車産業にたいして一律の影響をあたえているのかというと、そうではない。たとえば、トヨタ自動車の財務諸表においては、「未認識税務ベネフィット」の影響は小さく、下記のように、わずかな説明しか記載されていない。

【2011 年 3 月期の連結財務諸表の注記】

2009 年 3 月 31 日、2010 年 3 月 31 日、および 2011 年 3 月 31 日現在において、認識された場合に実効税率に重要な影響を与える未認識税務ベネフィットはありません。また、トヨタは今後 12 ヶ月以内の未認識税務ベネフィットについて重要な変動や予想していません。

法人税等に関連する利息および課徴金は、連結損益計算書の「その他<純額>」に含めて計上されています。2009 年 3 月 31 日、2010 年 3 月 31 日および 2011 年 3 月 31 日現在における連結貸借対照表ならびに 2009 年 3 月 31 日、2010 年 3 月 31 日および 2011 年 3 月 31 日に終了した各 1 年間における連結損益計算書に計上された利息および課徴金の金額に重要性はありません。

2011 年 3 月 31 日現在、トヨタは日本および重要な海外地域において、それぞれ 2004 年 4 月 1 日および 2000 年 1 月 1 日以降の税務申告に関して税務調査を受ける可能性があります。
(下線は筆者が追加)

ホンダとトヨタとのあいだで上記のような違いが生じるのは、(1)「未認識税務ベネフィット」の会計処理が、企業ごと、年度ごとの税務当局との交渉に左右されるだけでなく、(2)国内組み立て一輸出型によるか、海外での現地生産によるかという生産拠点の立地戦略、さらには(3)企業の節税戦略（節税に積極的か否か）にも左右される。現地生産の比重が高くなるほど、移転価格をめぐる税務当局とのトラブルは少なくなるから、「未認識税務ベネフィット」が企業業績にあたえる不確実性は小さくなる。トヨタが「未認識税務ベネフィット」から大きな影響を受けていないのは、現地生産比率が高いことにもよるのであろう。

ホンダが経験しているように、FIN 48 によって負債に計上が義務づけられる「未認識税務ベネフィット」は、会計上の認識（いつ）と測定（どれだけ）の 2 つの次元において、不確実性がきわめて高い。第 1 に、税務当局の調査、企業と税務当局との交渉・相互協議、

および異議申し立て・審査請求・取消訴訟などにおける行政および訴訟上の判断に依存する。それらは個別ケースごとになされるため、標準化・定型化された意思決定にしたがうわけではない。第2に、FIN 48では「完全な知識（full knowledge of all relevant information）を有した税務当局による厳正な調査」を仮定して、企業が「正直に告白」することを前提にしているものの、その仮定と前提どおりに企業が負債を計上する（できる）という保証は必ずしもない。これらの2点が、財務諸表の利用者である投資家にとっての不確実性をもたらす源泉となっている。

本文では、財務諸表上の負債の評価額をそのまま利用して、負債比率を計算し、それが企業の倒産リスクの指標の1つになるという支配的な通念にたいして、問題提起を行った。会計上の負債には、だれが見てもあきらかな企業の義務（obligation）だけではなく、もっぱら会計基準にもとづいて負債の部に計上されているものも含まれている。つまり、会計基準が負債額の認識と測定を決めているのである。その点では、会計基準が社会を動かしているといつてよい。しかし、会計基準の設定主体にたいして、負債の概念を決める特権があたえられているわけではない。技巧的な面は会計専門家に委ねるとしても、概念の本質については社会的なコンセンサスが必要である。

もちろん、会計基準の設定にあたっては、社会的コンセンサスを得るために、デュー・プロセスが採用されている。問題は、それが一部の会計専門家だけの合意の場になり、必ずしも社会的コンセンサスの形成に役立っていないのではないかという点である。もちろん、市場がつねに効率的であるといえるならば、正しい負債概念を理解しているエキスパートが1人でも存在すれば、その行動が瞬時に歪みなく株価に反映され、株価を通じてすべての投資家にエキスパートが理解した情報内容が伝達される。しかし、本文で確認したように、そのような効率的市場の前提を確信してよいのか、やはり疑問が残る。そればかりか、なにが正しい負債概念であるのか、いまだに定説はなく、エキスパートは存在していないのである。

この補論では、「未認識税務ベネフィット」が負債であることは、必ずしも自明ではないことを確認するのが目的である。その疑義を指摘するうえで、3つの論点を提示したい。

論点1 税務当局との交渉結果の予想などによって、額が増減するようなものが、資産負債アプローチにおける負債の定義をみとめるのか？

FASBの概念フレームワークでは、将来に経済的便益を犠牲にする可能性がある「現在の義務（present obligations）」を負債としているが（CON 6, par.35）、この「義務」の実質的な中身は、個別会計基準の規定、すなわち基準設定主体の「運用」に任されている。従来、会計上の擬制による負債（constructive obligation）を含むか否かについては争いがあるものの、いわゆる資産負債アプローチでは、資産除去債務の会計基準のように法律上の債務に限定されるか（SFAS 143, par. 2）、もしくは、法や契約による強い拘束力が重視されると解

されている。そのような通説的な理解からすると、この「未認識税務ベネフィット」が負債の定義を満たしているのかは、疑問が多い。

「未認識税務ベネフィット」の額は、企業の節税戦略や利益マネジメントによって金額が左右されるともいわれている (Alexander et al., 2009; Blouin et al., 2010; Mills et al., 2010)。Dyreg et al. (2010) は、節税戦略は、企業属性だけではなく、トップ経営者の個性によっても左右されると報告している。そのような不確定要素の多い項目を「義務」とみなすことができるのか、検討の余地があると思われる。Koester (2011) は、株価との相関を検証し、負債項目の偏相関係数の大小の比較を行った。検証の結果、投資家は、「未認識税務ベネフィット」のような偶発税金負債を他の（通常の）負債とは異なる項目とみなしていることを示す実証結果を得た。

当期純利益にかかる将来の納税額があらかじめわかっているなら、それを費用計上し、未払額を負債に計上するのが、現在の会計基準の原則である。もしも「未認識税務ベネフィット」を強制計上させる主たる目的が、期末債務の認識（オンバランス）ではなく、当期の法人税等費用の正確な測定のほうにあるとしたら、それは資産負債アプローチではなく、収益費用アプローチの発生主義または対応原則に依拠していることになる。FIN 48 の「税務ポジション (tax position)」という考え方は、無理に資産負債アプローチを機械的に適用するための迂回的な道具であって、過度に技巧的でわかりにくくしているだけに思える。ところが、FIN 48 では、資産負債アプローチによる SFAS 109 が「すでにありき」とされ、税務資産と税務負債の不確実性の情報開示が必要であると記述されているだけであって、その目的は説明されていない。理念なき処理規程ということであろうか。

論点 2 「未認識税務ベネフィット」は、損害賠償請求訴訟を受けた企業が、敗訴を覚悟した場合に、賠償金の支払予想額を偶発損失引当金として計上することに類似している。企業が正直に「告白」する可能性が低いときに、その負債計上を義務づける会計基準は、うまく機能するのか。

企業は、自らが不利になるのを承知で納税予定額を「正直に告白」するのかは、きわめて怪しい。しかも、合法的な努力によって納税額を減少させるのは、株主、債権者、投資家などの利害と一致しており、むしろ、いたずらに多額の納税をしたのでは企業価値が毀損されてしまう。この「未認識税務ベネフィット」にかぎらず、企業（経営者）は、自己が不利になるような見積情報の開示を回避するであろう (Kothari et al., 2009)。実際に、Dunbar et al. (2010) と Robinson and Schmidt (2011) は、企業が「未認識税務ベネフィット」を正直に告白していないことを示す実証結果を報告している。

近時、公正価値測定をめぐる、企業の見積もりが問題になっている。たとえば、SFAS 157 におけるレベル 3 の測定や減損処理における固定資産の資本価値（あるいは公正価値）の見積もりにおいて、企業が不透明な裁量を行使することによって損失を減額したり、赤字

を回避したりするケースなどである。そこでは、企業の主観的、恣意的な見積もりが会計情報にノイズを持ち込み、会計数値の信頼性や会計情報の有用性を低下させるのではないかという懸念が生じている。ただし、公正価値測定において見積もるのは、企業固有の状況ではなく、市場の平均的状況である。その点で、「未認識税務ベネフィット」の見積もりとは、決定的に異なっている。検証不能な事象やデータにもとづいて会計情報を作成した場合の弊害は、企業固有の状況に左右される「未認識税務ベネフィット」のほうがあきらかに大きいと予想される。

FIN 48 が導入されてから、いまだ大規模サンプルが集積されていないので、現時点で実証研究は多くはないが、Graham et al. (2008) と Hanlon and Heitzman (2010) は、いずれも法人税をめぐる実証会計研究のレビューを行っており、そのなかで *FIN 48* をめぐる論点について概略的な説明を加えている。Davenport (2009) は、*FIN 48* の導入によって、税引後利益の持続性は上昇したものの、繰延税金資産のリターンにたいする説明力には変化がないと報告している。Koester (2011) は、企業の節税戦略のシグナルになるか否かという観点から、税に関連した会計情報の株価関連性とリターン関連性を検証した。Koester (2011) は、税務関連の資産負債の情報が将来の有効な節税戦略の指標となる程度は、企業のガバナンスに依存すると指摘し、税務関連の負債も市場ではプラスに評価されると報告している。また、Lisowsky et al. (2010) も同様に、*FIN 48* で開示される情報の質は、監査人の独立性にも依存すると指摘している。

さらに、Robinson and Schmit (2011) は、*FIN 48* による強制開示は、企業の私有財産権侵害コスト (proprietary cost) を生じさせるため、企業は十分な情報開示を行っていないと述べ、*FIN 48* による積極的な開示が企業の透明性を増すという見解に疑問を提示するとともに、むしろ、不十分な開示をして積極的な節税をする企業のほうに投資家は高い評価をあたえていることを発見した。Gross (2011) も、*FIN 48* による開示の質が低い企業のほうが節税に成功していることを示す実証結果を報告している。

他方、Tomohara et al. (2012) は、*FIN 48* の導入後に企業の税負担が上昇していることから、過度な節税行為が減少したと推測している。Gupta et al. (2011) も、*FIN 48* の導入によって、税金 (税務計算) を利用した利益マネジメント (アナリストの予想利益の達成) は減少したと報告している。それと反対に、Cazier et al. (2011) は、*FIN 48* 導入後も、あいかわらず税金 (税務計算) を利用した利益マネジメントがなされており、*FIN 48* が利益マネジメントを抑制する効果は限定的であると報告している。Dunbar et al. (2009) も、*FIN 48* は企業の節税行動には大きな影響をあたえていないと述べている。

なお、Cohen et al. (2011) は、*FIN 45* による保証債務にたいする市場の評価と利益マネジメントを分析し、利益マネジメントに利用されている場合には市場は保証債務の情報を割り引いて評価していると報告している。これは、数々の先行研究と整合的な実証結果であるが、このことが *FIN 48* の「未認識税務ベネフィット」にもあてはまるのか、興味深い論点である。また、Hanlon et al. (2008) は、会計利益と課税所得を近づけると、利益情報の情

報価値が損なわれるという実証結果を示して、節税行為を抑制しようとする会計基準が負の経済的帰結をもたらしかねないと警告している。企業の節税行為を情報開示しようとする *FIN 48* が、会計情報の有用性の向上にどのように寄与するのか、あるいは阻害するのかは、今後の重要な研究テーマである。

その問題に加えて、*FIN 48* をめぐっては、会計情報の検証可能性について重要な問題が存在している。税務関係の資料は、一般に公開されないから、企業外部の人間が企業の個別の税務処理にかんして「真実の告白」がなされているのかは、確かめることはできない。特定の企業を対象にしたとき、「未認識税務ベネフィット」の処理が適正であることを、投資家はどのように信頼したらよいのかは不明であるばかりでなく、それを企業間で比較することは困難であろう。それにもかかわらず、データ・ベースを利用した実証研究 (archival research) では、「未認識税務ベネフィット」を負債に含めるか、含めないかは、個別企業一決算期ごとではなく、一律に判断しなければならない。そうした限界のなかで、たとえば負債比率が倒産リスクを表しているのか否かの問題を考えざるをえないのが現状である。われわれの知識は、企業の個別判断を知り得ないという意味で不可知の制約を受けた、脆い基盤に立ったものなのである。

論点 3 納税遅延による延滞利息は、金融費用であるか否か。

FIN 48 は、延滞利息は税法規定したがって、「その他の費用 (par. 15 による利息の場合)」か、「法人税費用または金融の利息費用 (par. 16 による利息の場合)」に分類することとしている (par. 19)。後者の場合、企業の会計方針によって、法人税費用か金融費用かを選択することが許されている。

前掲のトヨタ自動車は、納税に関連した延滞利息は、法人税等費用ではない「その他の費用」に含めていた。また、下記の通り、日本電産も、同様に処理している。

【日本電産：2011年3月期の有価証券報告書における注記】

NIDEC は、税法上の技術的な解釈に基づき、税務ポジションが、税務当局による調査において 50% 超の可能性をもって認められる場合に、その財務諸表への影響を認識しております。税務ポジションに関連するベネフィットは、税務当局との解決により、50% 超の可能性の実現が期待される最大金額で測定されます。未認識税務ベネフィットに関連する利息及び課徴金については、連結損益計算書のその他の収益・費用のその他に含めております。

(下線は筆者が追加)

NTT ドコモ、三菱商事、三菱電機、クボタ、リコー、オムロン、京セラ、インターネットイニシアティブ (III) など、日本の SEC 基準適業企業の多くは、延滞利息を法人税費用に含めて処理をしている。たとえば、三菱商事は、つぎのように記載している。

【三菱商事：2011年3月期の有価証券報告書における注記】

連結会社は、税法上の技術的な解釈に基づき、税務ポジションが、税務当局による調査において50%超の可能性をもって認められる場合に、その財務諸表への影響を認識しております。税務ポジションに関連するベネフィットは、税務当局との解決により、50%超の可能性で実現が期待される最大金額で測定されます。未認識税務ベネフィットに関する利息及び課徴金については、連結損益計算書の「法人税等」に含めております。(下線は筆者が追加)

他方、たとえばソニーとTDKは、下記のように、延滞利息を支払利息、すなわち金融費用に含めている。

【ソニー：2011年3月期の有価証券報告書】

(1) 既発債務および契約債務にかんする注記

総未認識税務ベネフィットの合計額は、未認識税務ベネフィットに関する会計基準にもとづく総未認識税務ベネフィットに関する負債を示しています。ソニーは、この負債のうち10百万円は、1年以内に解決すると予想しています。それ以外の残高の2,251億円については、様々な税務当局との合意の時期の不確実性により、その解決時期を合理的に見積もることはできません。

(2) 会計方針の注記

ソニーは、税務申告において採用した、あるいは採用する予定の不確実な税務ポジションに起因する未認識の税務ベネフィットに関する資産・負債を計上しています。ソニーは、未認識税務ベネフィットに関する利息と罰金を、連結損益計算書の支払利息と法人税等にそれぞれ含めています。ソニーの納税額は、様々な税務当局による継続的な調査によって、更正処分などの影響を受ける可能性があります。加えて、いくつかの重要な移転価格税制の案件に関する事前確認申出及び相互協議申立てを受けて、それぞれの国の税務当局同士が現在交渉しています。不確実な税務ポジションから起こりうる結果に対するソニーの見積りは、判断を必要とし、また高度な見積りが要求されます。ソニーは、税務調査の対象となるすべての年度の税務ポジションについて、決算日における事実、状況、及び入手可能な証拠にもとづき評価し、税務ベネフィットを計上しています。ソニーは、税務調査において50%超の可能性をもって認められる税務ポジションに関する税務ベネフィットについて、完全な知識を有する税務当局との合意において50%超の可能性で実現が期待される金額を計上しています。ソニーは、50%以上の可能性で認められないと考えられる場合には、税務ベネフィットを計上していません。しかしながら、税務調査の終了、異なる税務管轄の税務当局間の交渉の結果、新しい法規や判例の公表、又は、その他の関連事象による、税金債務の見積りの減額又は増額によって、ソニーの将来の業績は、影響を受ける可

可能性があります。結果として、ソニーの未認識税務ベネフィットの金額及び実効税率は、大きく変動する可能性があります。（下線は筆者が追加）

【TDK：2011年3月期の有価証券報告書における注記】

平成22年3月31日及び平成23年3月31日現在における未認識税務ベネフィットのうち、認識された場合、実効税率を減少させる額はそれぞれ4,669百万円及び6,525百万円です。

当社は、未認識税務ベネフィットの見積り及びその前提について妥当であると考えておりますが、税務調査や関連訴訟の最終結果に関する不確実性は、将来の実効税率に影響を与える可能性があります。平成23年3月31日現在において、今後12ヶ月以内の未認識税務ベネフィットの重要な変動は予想しておりません。

未認識税務ベネフィットに関連する利息及び課徴金については、連結損益計算書の支払利息及び営業外損益その他に含めております。（下線は筆者が追加）

負債額の増減や返済（支払い）がなされたときに、支払利息や償還損益などの金融損益が計上されるのは、その負債が識別可能な特定の第三者からの借入として合理的に擬制できるとき、かつ、そのときにかぎられる。その例は、リース債務である。そのような擬制ができないとき、たとえば資産除去債務のケースでは、たとえ利息相当分を期間費用の計算上で仮定しても、営業費用に一括するのが現在の会計基準の原則である（退職給付の利息費用については、ここで取り上げた以外の論点について検討が必要である）。これが日米共通の基本的な考え方である。その観点からすると、FIN 48の規定、ソニーやTDKの処理には疑問があるが、ここで強調すべきは、個別企業の会計処理にたいする疑義ではなくて、「未認識税務ベネフィット」にたいする理解の不統一である。それを、課税権をもつ国家あるいは政府からの借入債務とみなすべきか、それとも、会計基準による擬制負債とみなすべきか、現時点で定説はない。

そればかりか、資産負債アプローチで、いつ、どれだけの負債を計上するかを決めることができたとしても、負債の認識、増減、消滅などから生じる差額（損益）を損益計算書上でどのように区分するのかは、一義的には決まらない。一般に、損益の源泉である企業活動や取引にてらして損益を区分するのは、(1)恒常的（持続的）な要素と一時的、臨時的な要素を分けたり、(2)営業損益と金融損益から、事業リスクと財務リスクを区別して把握したりするためである。そうした損益の区分がこれまで長期間にわたって定着しているのは、その区分された情報が投資家の企業価値の推定に役立つと考えられているからである。上記で確かめたような延滞利息の処理の多様性は、FIN 48の不備だけでなく、資産負債アプローチの重大な欠陥を露呈しているように思われる。

この補論では、FIN 48が定める「未認識税務ベネフィット」を題材にして、それが負債としての学問的正当性をもっているのかについて、疑問を提示した。その問題について、

いまだ明確な回答が得られていないにもかかわらず、現実世界では、企業はそれを負債に計上（それにみあって費用を計上）している。投資家の多くは、企業が報告した負債や利益などの会計情報をそのまま（なんら修正することなく）企業価値の評価に利用しているかもしれない。もちろん、会計情報をどのように利用するかは、最終的には投資家の自己責任であるが、会計制度や会計基準には、投資家の負担を減らす（コストを節約する）ことが期待されている。ここで確かめたように、現在の会計基準のなかには、必ずしもその期待に応えていないものも存在する。このように、会計基準が創り出す会計数値が、学問的正当性がないままに一人歩きするような状況は決して珍しくはなく、研究課題も、実践課題も山積している。

参 考 文 献

- Abarbanell, J. S. and V. L. Bernard, "Tests of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as an Explanation for Anomalous Stock Behavior," *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 3, July 1992, 1182 – 1207.
- Ackert, L. F. and W. C. Hunter, "Rational Expectations and the Dynamic Adjustment of Security Analysts' Forecasts to New Information," *Journal of Financial Research*, Vol. 17, No. 3, Fall 1994, 387 – 401.
- , "Rational Expectations and Security Analysts' Earnings Forecasts," *Financial Review*, Vol. 30, No. 3, August 1995, 427 – 443.
- Adami, R., O. Gough, G. Muradoglu and S. Sivaprasad, "Returns and Leverage," working paper, Oxford University, 2010.
- Agarwal, V. and R. Taffler, "The Distress Factor Effect in Equity Returns: Market Mispricing or Omitted Variable?" working paper, Cranfield School of Management, 2002.
- Aggarwal, R., R. P. Rao and T. Hiraki, "Regularities in Tokyo Stock Exchange Security Returns: P/E, Size, and Seasonal Influences," *Journal of Financial Research*, Vol. 13, No. 3, Fall 1990, 249 – 263.
- Albert, Jr., R. L. and G. V. Henderson, Jr., "Firm Size, Overreaction, and Return Reversals," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 34, No. 4, Autumn 1995, 60 – 80.
- Alexander, R., M. Ettredge, M. Stone and L. Sun, "Assessing Uncertain Tax Benefit Aggressiveness," working paper, University of Kansas, 2009.
- Ali, A., A. Klein and J. Rosenfeld, "Analysts' Use of Information about Permanent and Transitory Earnings Components in Forecasting Annual EPS," *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 1, January 1992, 183 – 198.
- Altman, E. J., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *The Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4, September 1968, 589 – 609.
- Amel-Zadeh, A., "The Return of the Size Anomaly: Evidence from the German Stock Market," *European Financial Management*, Vol. 17, No. 1, January 2011, 145 – 182.
- Amir, E. and Y. Ganzach, "Overreaction and Underreaction in Analysts' Forecasts," *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 37, No. 3, November 1998, 333 – 347.
- Anderson, K. and C. Brooks, "The Long-Term Price-Earnings Ratio," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 7-8, September/October 2006, 1063 – 1086.
- Anginer, D. and C. Yildizhan, "Is There a Distress Risk Anomaly? Corporate Bond Spread as a Proxy for Default Risk," working paper, World Bank, 2010.
- Antoniou, A., E. C. Galariotis and S. I. Spyrou, "Short-term Strategies in the London Stock Exchange: Are They Profitable? Which Factors Affect Them?" *Journal of Business Finance &*

- Accounting*, Vol. 33, Nos. 5-6, June/July 2006, 839 – 867.
- Aroul, R. R., M. Chowdhury and P. E. Swanson, “Operational Risk, Financial Distress Risk and Equity Returns,” working paper, University of Texas, 2011.
- Assoe, K. and O. Sy, “Profitability of the Short-Run Contrarian Strategy in Canadian Stock Markets,” *Canadian Journal of Administrative Science*, Vol. 20, No. 4, December 2003, 311 – 319.
- Atwood, T. J., M. S. Drake and L. A. Myers, “Book-tax Conformity, Earnings Persistence and the Association between Earnings and Future Cash Flows,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 1, May 2010, 111 – 125.
- Atwood, T. J., M. S. Drake, J. N. Myers and L. A. Myers, “Do Earnings Reported under IFRS Tell Us More about Future Earnings and Cash Flows?” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 30, No. 2, March/April 2011, 103 – 121.
- Avramov, D., T. Chordia, G. Jostova and A. Philipov, “Anomalies and Financial Distress,” working paper, the Hebrew University of Jerusalem, 2010.
- Badrinath, S. G. and O. Kini, “The Relationship between Securities Yields, Firm Size, Earnings/Price Ratios and Tobin’s q ,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 1, January 1994, 109 – 131.
- , “The Robustness of Abnormal Returns from the Earnings Yield Contrarian Investment Strategy,” *Journal of Financial Research*, Vol. 24, No. 3, Fall 2001, 365 – 401.
- Baginski, S. P., K. S. Lorek, G. L. Willinger and B. C. Branson, “The Relationship between Economic Characteristics and Alternative Annual Earnings Persistence Measures,” *The Accounting Review*, Vol. 74, No. 1, January 1999, 105 – 120.
- Baik, B., “A Re-examination of Analyst Underreaction,” working paper, Florida State University, 2005.
- Baker, H. K. and J. R. Nofsinger, “Psychological Biases of Investors,” *Financial Services Review*, Vol. 11, No. 2, Summer 2002, 97 – 116.
- Baker, M. and J. Wurgler, “Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey,” working paper, NBER, 2011. Forthcoming *Handbook of the Economics of Finance: Volume 2*, G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz eds., Elsevier Press, 2012.
- Bali, T. G. and N. Cakici, “World Market Risk, Country-specific Risk and Expected Returns in International Stock Markets,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 6, June 2010, 1152 – 1165.
- Ball, R. and E. Bartov, “How Naïve is the Stock Market’s Use of Earnings Information?” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, No. 3, June 1996, 319 – 337.
- Ball, R. and S. P. Kothari, “Nonstationary Expected Returns: Implications for Tests of Market Efficiency and Serial Correlation in Returns,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, November 1989, 51 – 74.

- Ball, R., S. P. Kothari and J. Shanken, "Problems in Measuring Portfolio Performance: An Application to Contrarian Investment Strategies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 1, May 1995, 79 – 107.
- Ball, R., G. Sadka, and R. Sadka, "Are Earnings Diversifiable? Implications for Asset Pricing," working paper, University of Chicago, 2006.
- Banko, J.C., C. M. Conover and G. R. Jensen, "The Relationship between the Value Effect and Industry Affiliation," *The Journal of Business*, Vol. 79, No. 5, September 2006, 2595 – 2616.
- Banz, R. W., "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 1, March 1981, 3 – 18.
- Banz, R. W. and W. J. Breen, "Sample – Dependent Results Using Accounting and Market Data: Some Evidence," *The Journal of Finance*, Vol. 41, No. 4, September 1986, 779 – 793.
- Barberis, N., A. Shleifer and R. Vishny, "A Model of Investor Sentiment," *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 3, September 1998, 307 – 343.
- Barberis, N. and R. Thaler, "A Survey of Behavioral Finance," Constantinides, G. M., M. Harris and R. Stulz eds., *Handbook of the Economics of Finance*, Chapter 18, Elsevier Science, 2003, 1051 – 1121.
- Barone, G. J. and M. J. Magilke, "An Examination of the Effects of Investor Sophistication on the Pricing of Accruals and Cash Flows," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 24, No. 3, Summer 2009, 385 – 414.
- Barron, O. E., O. Kim, S. C. Lim and D. E. Stevens, "Using Analysts' Forecast to Measure Properties of Analysts' Information Environment," *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, October 1998, 421 – 433.
- Bartholdy, J., "Changes in Earnings-Price Ratios and Excess Returns: A Case of Investor Over-Reaction," *International Review of Financial Analysis*, Vol. 7, No. 3, 1998, 237 – 252.
- , "Earnings-Price Effects? Only If You Use a Magnifying Glass," working paper, Aarhus School of Business, 2001.
- Bartov, "Patterns in Unexpected Earnings as an Explanation for Post-Announcement Drift," *The Accounting Review*, Vol. 67, No. 3, July 1992, 610 – 622.
- Basu, S., "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis," *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 3, June 1977, 663 – 682.
- , "The Relationship between Earnings' Yield, Market Value and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, No. 1, June 1983, 129 – 156.
- Battalio, R. H. and R. R. Mendenhall, "Earnings Expectations, Investor Trade Size, and Anomalous Returns around Earnings Announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, No. 2,

August 2005, 289 – 319.

- Bauman, W. S., C. M. Conover and D. R. Cox, “Are the Best Small Companies the Best Investments?” *Journal of Financial Research*, Vol. 25, No. 2, June 2002, 169 – 186.
- Bauman, W. S., C. M. Conover and R. E. Miller, “Growth versus Value and Large-Cap versus Small-Cap Stocks in International Markets,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, No. 2, March/April 1998, 75 – 89.
- Bauman, W. S. and R. J. Dowen, “Security Analyst Forecast and the Earnings Yield Anomaly,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 2, March 1994, 283 – 291.
- Baytas, A. and N. Cakici, “Do Markets Overreact: International Evidence,” *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, No. 7, July 1999, 1121 – 1144.
- Beaulieu, M.-C., J.-M. Dufour and L. Khalaf, “Asset-pricing Anomalies and Spanning: Multivariate and Multifactor Tests with Heavy-tailed Distributions,” *Journal of Empirical Finance*, Vol. 17, No. 4, September 2010, 763 – 782.
- Beaver, W. H., M. M. Correia and M. F. McNichols, “Have Changes in Financial Reporting Attributes Impaired the Ability of Financial Ratios to Assess Distress Risk?” working paper, Stanford University, 2009.
- Beaver, W. H., W. R. Landsman and E. L. Owens, “Asymmetry in Earnings Timeliness and Persistence: A Simultaneous Equations Approach,” working paper, Stanford University, 2010.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols and R. A. Price, “Delisting Returns and Their Effect on Accounting-Based, Market Anomalies,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 43, Nos. 2-3, July 2007, 341 – 368.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols and J.-W. Rhie, “Have Financial Statements Become Less Informative? Evidence from the Ability of Financial Ratios to Predict Bankruptcy,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, No. 1, March 2005, 93 – 122.
- Beneish, M.D., “The Detection of Earnings Manipulation,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 5, September/ October 1999, 24 – 36.
- Benesh, G. A. and P. P. Peterson, “On the Relation between Earnings Changes, Analysts’ Forecasts and Stock Price Fluctuations,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, No. 6, November/December 1986, 28 – 39.
- Benou, G. and N. Richie, “The Reversal of Large Stock Price Declines: The Case of Large Firms,” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 27, No. 1, Spring 2003, 19 – 38.
- Bernard, V. L. and J. K. Thomas, “Post-earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium?” *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement, 1989, 1 – 36.
- , “Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, No.4, December 1990, 305 – 340.

- Bernard, V., J. Thomas and J. Wahlen, "Accounting-based Stock Price Anomalies: Separating Market Inefficiencies from Risk," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 97, No. 14, Summer 1997, 89 – 136.
- Beyer, A., D. A. Cohen, T.Z. Lys and B. R. Walther, "The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, Nos. 2-3, December 2010, 296 – 343.
- Bhandari, L. C., "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence," *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, June 1988, 507 – 528.
- Bhattacharya, N., E. L. Black, T. E. Christensen and C. R. Larson, "Assessing the Relative Informativeness and Permanence of Pro Forma Earnings and GAAP Operating Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, Nos. 1-3, December 2003, 285 – 319.
- Black, A. J. and D. G. McMillan, "Asymmetric Risk Premium in Value and Growth Stocks," *International Review of Financial Analysis*, Vol. 15, No. 3, 2006, 237 – 246.
- Blouin, J. L., C. A. Gleason, L. F. Mills and S. A. Siles, "Pre-Emptying Disclosure? Firms' Decisions Prior to FIN No. 48," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 3, May 2010, 791 – 815.
- Booth, G. G., Martikainen, T., J. Perttunen and P. Yli-Olli, "On the Functional Form of Earnings and Stock Prices: International Evidence and Implications for the E/P Anomaly," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, No. 3, April 1994, 395 – 408.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson and R. G. Sloan, "The Relation between Corporate Financing Activities, Analysts' Forecasts and Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, Nos. 1-2, October 2006, 53 – 85.
- Brav, A. and J. B. Heaton, "Competing Theories of Financial Anomalies," *Review of Financial Studies*, Vol. 15, No. 2, Special Issue, Spring 2002, 575 – 606.
- Brav, A., J. B. Heaton and S. Li, "The Limits of the Limits of Arbitrage," *Review of Finance*, Vol. 14, No. 1, January 2010, 157 – 187.
- Brous, P. A., V. Datar and O. Kini, "Is the Market Optimistic about the Future Earnings of Seasoned Equity Offering Firms?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, No. 2, June 2001, 141 – 168.
- Brous, P. and P. Shane, "Investor and (Value Line) Analyst Underreaction to Information about Future Earnings: The Corrective Role of Non-Earnings-Surprise Information," *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 2, September 2001, 387 – 404.
- Brouwer, I., J. van der Put and C. Veld, "Contrarian Investment Strategies in a European Context," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, Nos. 9-10, October/ December 1997, 1353 – 1366.
- Brown, Jr., W. D. and R. J. Pfeiffer, Jr., "Do Investors Under-React to Information in Analysts' Earnings Forecasts?" *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 35, Nos. 7-8,

- September/December 2008, 889 – 911.
- Byrne, A. and M. Brooks, “Behavioral Finance: Theories and Evidence,” *Research Foundation Literature Reviews*, Vol. 3, No. 1, May 2008, 1 – 25.
- Cahan, S. F., D. Emanuel and J. Sun, “The Effect of Earnings Quality and Country-level Institutions on the Value Relevance of Earnings,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 33, No. 4, November 2009, 371 – 391.
- Campbell, J. Y., J. Hilscher and J. Szilagyi, “In Search of Distress Risk,” *The Journal of Finance*, Vol. 63, No.6, December 2008, 2899 – 2939.
- Campbell, J. Y. and M. Yogo, “Efficient Tests of Stock Return Predictability,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, July 2006, 27 – 60.
- Campello, M. and L. Chen, “Are Financial Constraints Priced? Evidence from Firm Fundamentals, Stocks, and Bonds,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 6, September 2010, 1185 – 1198..
- Cao, Y., L. A. Myers and T. Sougiannis, “Does Earnings Acceleration Convey Information?” *Review of Accounting Studies*, 2011. *Forthcoming*.
- Capstaff, J., K. Paudyal and W. Rees, “The Accuracy and Rationality of Earnings Forecasts by UK Analysts,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 1, January 1995, 67 – 85.
- Caylor, M. L., T. J. Lopez and L. Rees, “Is the Value Relevance of Earnings Conditional on the Timing of Earnings Information?” *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 26, No. 1, January/February 2007, 62 – 95.
- Cazier, R., S. Rego, X. Tian and R. Wilson, “Did FIN48 Limit the Use of Tax Reserves as a Tool for Earnings Management?” working paper, Indiana University, 2011.
- Chan, K. C., “On the Contrarian Investment Strategy,” *The Journal of Business*, Vol. 61, No. 2, April 1988, 147 – 163.
- Chan, K. C. and N.-F. Chen, “Structural and Return Characteristics of Small and Large Firms,” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, September 1991, 1467 – 1484.
- Chan, W. S., R. M. Frankel and S. P. Kothari, “Testing Behavioral Finance Theories Using Trends and Sequences in Financial Performance,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 38, Nos. 1-3, December 2004, 3 – 50.
- Chan, L. K. C., N. Jegadeesh and J. Lakonishok, “The Profitability of Momentum Strategies,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, November/ October 1999, 80 – 90.
- Chan, L. K. C., Y. Hamao and J. Lakonishok, “Fundamentals and Stock Returns in Japan,” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, December 1991, 1739 – 1764.
- , “Can Fundamentals Predict Japanese Stock returns?” *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No. 4, July/ August 1993, 63 – 69.
- Chan, L. K. C. and J. Lakonishok, “Value and Growth Investing: Review and Update,” *Financial*

- Analysts Journal*, Vol. 60, No. 1, January/February 2004, 71 – 86.
- Chan-Lau, J. A., “Is Systematic Default Risk Priced in Equity returns? A Cross-Sectional Analysis Using Credit Derivatives Prices,” working paper, IMF, 2006.
- Chang, S.-C., S.-S. Chen, A. Hsing and C. Huang, “Investment Opportunities, Free Cash Flow, and Stock Valuation Effects of Secured Debt Offerings,” *Review of Quantitative Finance & Accounting*, Vol. 28, No. 2, February 2007, 123 – 145.
- Chang, R. P. and D. W. McLeavey, “Short-term Abnormal Returns of the Contrarian Strategy in the Japanese Stock Market,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 7, October 1995, 1035 – 1048.
- Charitou, A., N. Lambertides and L. Trigergis, “Distress Risk, Growth and Earnings Quality,” *Abacus*, Vol. 47, No. 2, June 2011, 158 – 181.
- Chava, S. and A. Purnanandam, “Is Default Risk Negatively Related to Stock Returns?” *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 6, June 2010, 2523 – 2559.
- Chen, C.- Y., “Do Analysts and Investors Fully Understand the Persistence of the Items Excluded from Street Earnings?” *Review of Accounting Studies*, Vol. 15, No. 1, March 2010, 32 – 69.
- Chen, J., L. Chollete and R. Ray, “Financial Distress and Idiosyncratic Volatility: An Empirical Investigation,” *Journal of Financial Markets*, Vol. 13, No. 2, May 2010, 249 – 267.
- Chen, C. R. and D. A. Sauer, “Is Stock Market Overreaction Persistent over Time?” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 24, No. 1, January 1997, 51 – 66.
- Chen, N. and F. Zhang, “Risk and Return of Value Stocks,” *The Journal of Business*, Vol. 71, No. 4, October 1998, 501 – 535.
- Choi, Y.-S., S. Lin, M. Walker and S. Young, “Disagreement over the Persistence of Earnings Components: Evidence on the Properties of Management-specific Adjustments to GAAP Earnings,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, No. 4, December 2007, 595 – 622.
- Chopra, N., J. Lakonishok and J. R. Ritter, “Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, No. 2, April 1992, 235 – 268.
- Chuang, W.-I. and B.-S. Lee, “An Empirical Evaluation of the Overconfidence Hypothesis,” *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, No. 9, September 2006, 2489 – 2515.
- Clare, A. and S. Thomas, “The Overreaction Hypothesis and the UK Stock Market,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 7, October 1995, 961 – 973.
- Claus, J. and J. Thomas, “Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts’ Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets,” *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5, October 2001, 1629 – 1666.
- Cohen, D., M. N. Darrough, R. Huang and T. Zach, “Warranty Reserve: Contingent Liability, Information Signal, or Earnings Management Tool?” *The Accounting Review*, Vol. 86, No. 2, March 2011, 569 – 604.

- Constantinou, C. P., W. P. Forbes and L. Skerratt, "Analyst Underreaction in the United Kingdom," *Financial Management*, Vol. 32, No. 2, Summer 2003, 93 – 106.
- Cook, T. J. and M. S. Rozeff, "Size and Earnings/Price Ratio Anomalies: One Effect or Two?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, No. 4, December 1984, 449 – 466.
- Cooper, M. J., R. C. Gutierrez, Jr. and A. Hameed, "Market States and Momentum," *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, June 2004, 1345 – 1365.
- Cooper, M. J., W. E. Jackson III and G. A. Peterson, "Evidence of Predictability in the Cross-Section of Bank Stock Returns," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, No. 5, May 2003, 817 – 850.
- Cready, W., T. Lopez and C. A. Sisneros, "The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Items," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 5, September 2010, 1577 – 1615.
- Daniel, K., D. Hirshleifer and A. Subrahmanyam, "Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, December 1998, 1839 – 1885.
- , "Overconfidence, Arbitrage, and Equilibrium Asset Pricing," *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 3, June 2001, 921 – 965.
- Daniel, K. and S. Titman, "Market Efficiency in an Irrational World," *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, November/ December 1999, 28 – 40.
- Dasgupta, A., A. Prat and M. Verardo, "Institutional Trade Persistence and Long-Term Equity Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, April 2011, 635 – 653.
- Davenport, S. A., "An Examination of the Effects of FIN 48 on Earnings Persistence and Market Association," working paper, University of Alabama, 2009.
- Davis, J. L., "The Cross-Section of Realized Stock Returns: The Pre-COMPUSTAT Evidence," *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, December 1994, 1579 – 1593.
- , "The Cross-Section of Stock Returns and Survivorship Bias: Evidence from Delisted Stocks," *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 36, No. 3, Fall 1996, 365 – 375.
- De Bondt, W. F. M. and R. Thaler, "Does the Stock Market Overreact?" *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3, July 1985, 793 – 805.
- , "Do Security Analysts Overreact?" *American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, May 1990, 52 – 57.
- Dechow, P., W. Ge and C. Schrand, "Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies Determinants and their Consequences," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, Nos. 2-3, December 2010, 344 – 401.
- Dechow, P. M., A. P. Hutton, L. Muelbroek and R. G. Sloan, "Short-sellers, Fundamental Analysis, and Stock Returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, No. 1, July 2001, 77 – 106.
- Dechow, P. M., S. A. Richardson and R. G. Sloan, "The Persistence and Pricing of the Cash Component Earnings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 3, June 2008, 537 – 566.

- Dechow, P. M. and R. G. Sloan, "Returns to Contrarian Investment Strategies: Tests of Naïve Expectations Hypotheses," *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 1, January 1997, 3 – 27.
- Desai, H., S. Rajgopal and M. Venkatachalam, "Value-Glamour and Accruals Mispricing: One Anomaly or Two?" *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 2, April 2004, 355 – 385.
- Dhaliwal, D., S. Heitzman and O. Z. Li, "Taxes, Leverage, and the Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 4, September 2006, 691 – 723.
- Dhatt, M. S., Y. H. Kim and S. Mukherji, "The Value Premium for Small-Capitalization Stocks," *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, September/October 1999, 60 – 68.
- Dichev, I. D., "Is the Risk of Bankruptcy a Systematic Risk?" *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 3, June 1998, 1131 – 1147.
- Dichev, I. D. and J. D. Piotroski, "The Performance of Long-run Stock Returns Following Issues of Public and Private Debt," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 26, Nos. 9-10, November/ December 1999, 1103 – 1132.
- , "The Long-run Stock Returns Following Bond Ratings Changes," *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, February 2001, 173 – 203.
- Dichev, I.D. and V. W. Tang, "Earnings Volatility and Earnings Predictability," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47, Nos. 1-2, March 2009, 160 – 181.
- Dimitrov, V. and P. C. Jain, "The Value Relevance of Changes in Financial Leverage," working paper, Rutgers Business School, 2006.
- Dissanaike, G., "Do Stock Market Investors Overreact?" *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, No. 1, January 1997, 27 – 50.
- Donnelly, R., "Earnings Persistence, Losses and the Estimation of Earnings Response Coefficients," *Abacus*, Vol. 38, No. 1, February 2002, 121 – 133.
- Downen, R. J. and W. S. Bauman, "The Relative Importance of Size, P/E, and Neglect," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 12, No. 3, Spring 1986, 30 – 34.
- , "Residual Returns and Extramarket Risk," *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 26, No. 2, Spring 1987, 41 – 54.
- , "Financial Statements, Investment Analyst Forecasts and Abnormal Returns," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 3, April 1995, 431 – 447.
- Dreman, D. N. and M. A. Berry, "Overreaction, Underreaction, and the Low-P/E Effect," *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 4, July/August 1995, 21 – 30.
- Doukas, J. A., C. Kim and C. Pantzalis, "A Test of the Errors-in-Expectations Explanation of the Value/ Glamour Stock Returns Performance: Evidence from Analysts' Forecasts," *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, October 2002, 2143 – 2165.
- Doyle, J. T., R. J. Lundholm and M. T. Soliman, "The Extreme Future Stock Returns Following

- I/B/E/S Earnings Surprises,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 5, December 2006, 849 – 887.
- Dunbar, A. E., T. C. Omer and T. D. Schultz, “The Informativeness of FIN 48 ‘Look-Forward Disclosures,” working paper, University of Connecticut, 2010.
- Dunbar, A. J. Phillips and G. Plesko, “The Effect of FIN 48 on Firms’ Tax-Reporting Behavior,” working paper, 2009.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon and E. L. Maydew, “The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance,” *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 4, July 2010, 1163 – 1189.
- Easterwood, J. C. and S. R. Nutt, “Inefficiency in Analysts’ Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?” *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, October 1999, 1777 – 1797.
- Easton, P. D., “Use of Comparisons of Patterns of Stock Return and Accounting Data in Understanding Apparently Anomalous Returns to Accounting-based Trading Strategies,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 14, No. 1, Spring 1997, 137 – 151.
- , “PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital,” *The Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, January 2004, 73 – 95.
- Easton, P., P. Shroff and G. Taylor, “Permanent and Transitory Earnings, Accounting Recording Lag, and the Earnings Coefficient,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 5, No. 4, December 2000, 281 – 300.
- Eberhart, A. C., W. F. Maxwell and A. R. Siddique, “An Examination of Long-term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2, April 2004, 623 – 650.
- Eckbo, B. E., R. W. Masulis and O. Norli, “Seasoned Public Offerings: Resolution of the ‘New Issues Puzzle’,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 56, No. 2, May 2000, 251 – 291.
- Ekholm, A., “How Do different Types of Investors React to New Earnings Information,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 1-2, January/March 2006, 127 – 144.
- Elgers, P., C. Callahan and E. Strock, “The Effect of Earnings Yields upon the Association between Unexpected Earnings and Security Returns: A Re-examination,” *The Accounting Review*, Vol. 62, No. 4, October 1987, 763 – 773.
- Elliot, J. A., D. R. Philbrick and C. I. Wiedman, “Evidence from Archival Data on the Relation between Security Analysts’ Forecast Errors and Prior Forecast Revisions,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, Spring 1995, 919 – 938.
- Elze, G., “Value Investing Anomalies in the European Stock Market: Multiple Value, Consistent Earner, and Recognized Value,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 50, No. 4, November 2010, 527 – 537.
- Fairfield, P. M., “P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends,” *Financial Analysts Journal*,

- Vol. 50, No. 4, July/August, 1994, 23 – 31.
- Fama, E. F., “Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, No. 3, September 1998, 283 – 306.
- Fama, E. F. and K. R. French, “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, June 1992, 427 – 465.
- , “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *The Journal of Financial Economics*, Vol. 33, No. 1, February 1993, 3 – 56.
- , “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,” *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1, March 1996, 55 – 84.
- , “Value versus Growth: The International Evidence,” *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, December 1998, 1975 -1999.
- , “The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 3, Summer 2004, 25 – 46.
- , “The Value Premium and the CAPM,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, October 2006, 2163 – 2185.
- , “Profitability, Investment and Average Returns,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, No. 3, December 2006b, 491 – 518.
- , “Average Returns, B/M, and Share Issues,” working paper, University of Chicago, 2007.
- Fama, E. F., K. R. French, D. G. Booth and R. Siquefield, “Differences in the Risks and Returns of NYSE and NASD Stocks,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No. 1, January/February 1993, 37 – 41.
- Ferguson, M. F. and R. L. Shockley, “Equilibrium ‘Anomalies’,” *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 6, December 2003, 2549 – 2580.
- Figelman, I., “Interaction of Stock Return Momentum with Earnings Measures,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 63, No. 3, May/June 2007, 71 – 78.
- Financial Accounting Standards Board (FASB), *Statement of Financial Accounting Standards No.5: Accounting for Contingencies*, 1975.
- , *Concepts Statement No. 6: Elements of Financial Statements – a replacement of Concepts Statement No. 3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No. 2)*, 1985.
- , *Statement of Financial Accounting Standards No.109: Accounting for Income Taxes*, 1992.
- , *Statement of Financial Accounting Standards No. 143: Accounting for Asset Retirement Obligations*, 2001.
- , *Interpretation 45: Curantor’s Accounting and Disclosure Requirements for Guarantees, Including Indirect Guarantees of Indebtedness of Others – an interpretation of FASB Statements No. 5, 57, and 107 and Rescission of FASB Interpretation No. 34*, 2002.
- , *Interpretation 48: Accounting for Uncertainty in Income Taxes – an interpretation of FASB*

- Statement No. 109*, 2006.
- , *Statement of Financial Accounting Standards No.157: Fair Value Measurements*, 2006.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper, “Financial Anomalies and Information Uncertainty,” working paper, Duke University, 2004b.
- , “Information Uncertainty and Post-Earnings-Announcement-Drift,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 34, Nos. 3-4, April 2007, 403 – 433.
- Frankel, R. and L. Litov, “Earnings Persistence,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47, Nos. 1-2, March 2009, 182 – 190.
- Franzen, L. A., K. J. Rodgers and T. T. Simin, “Measuring Distress Risk: The Effect of R&D Intensity,” *The Journal of Finance*, Vol. 62, No. 6, December 2007, 2931 – 2967.
- Freeman, R. N. and S. Tse, “The Multiperiod Information Content of Accounting Earnings: Confirmations and Contradictions of Previous Earnings Reports,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, No. 3, Supplement 1989, 49 – 79.
- García-Feijóo, L. and R. D. Jorgensen, “Can Operating Leverage Be the Cause of the Value Premium?” *Financial Management*, Vol. 39, No. 3, Autumn 2010, 1127 – 1154.
- Garlappi, L., T. Shu and H. Yan, “Default Risk, Shareholder Advantage, and Stock Returns,” *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 6, November 2008, 2743 – 2703.
- Garlappi, L. and H. Yan, “Financial Distress and the Cross-section of Equity Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 66, No. 3, June 2011, 789 – 822.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee and B. Swaminathan, “Toward an Implied Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 1, June 2001, 135 – 176.
- Gegenfurtner, B., M. Ampenberger and C. Kaserer, “The Impact of Managerial Ownership, Monitoring and Accounting Standard Choice on Accrual Mispricing,” Working paper, Technische Universität München, 2009.
- George, T. J. and C.-Y. Hwang, “Leverage, Financial Distress and the Cross Section of Stock Returns,” working paper, University of Houston, 2007.
- , “A Resolution of the Distress Risk and Leverage Puzzles in the Cross Section of Stock Returns,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, No. 1, April 2010, 56 – 79.
- Gharghori, P., H. Chan and R. Faff, “Default Risk and Equity Returns: Australian Evidence,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 17, No. 5, November 2009, 580 – 593.
- Gharghori, P., R. Lee and M. Veeraraghavan, “Anomalies and Stock Returns: Australian Evidence,” *Accounting and Finance*, Vol. 49, No. 3, September 2009, 555 – 576.
- Ghosh, A. Z. Gu and P. C. Jain, “Sustained Earnings and Revenue Growth, Earnings Quality, and Earnings Response Coefficients,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, No. 1, March 2005, 33 – 57.
- Giannetti, “The Short Term Predictive Ability of Earnings-Price Ratios: The Recent Evidence

- (1994-2003),” *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 47, No. 1, March 2007, 26 – 39.
- Givoly, D., “The Formation of Earnings Expectations,” *The Accounting Review*, Vol. 60, No. 3, July 1985, 372 – 386.
- Gode, D. and P. Mohanram, “Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson-Juettner Model,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, No. 8, December 2003, 399 – 431.
- Goff, D. C., “The Relationship among Firm Size, E/P, and Share Price Anomalies: NASDAQ Stocks versus NYSE and AMEX Stocks,” *Journal of Economics and Finance*, Vol. 18, No. 3, Fall 1994, 287 – 299.
- Goodman, D. A., J. W. Peavy, III and E. L. Cox, “The Interaction of Firm Size and Price-Earnings Ratio on Portfolio Performance,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 42, No. 1, January/February 1986, 9 – 12.
- Gordon, E. A., B. N. Jorgensen and C. L. Linthicum, “Could IFRS Replace US GAAP? A Comparison of Earnings Attributes and Informativeness in the US Market,” working paper, Temple University, 2010.
- Graham, J. R., J. S. Raedy and D. A. Shackelford, “Research in Accounting for Income Taxes,” working paper, Duke University, 2008.
- Gregory, A., R. D. F. Harris and M. Michou, “An Analysis of Contrarian Investment Strategies in the UK,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, No. 9, November/December 2001, 1193 – 1233.
- , “Contrarian Investment and Macroeconomic Risk,” *The Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, Nos. 1-2, January/March 2003, 213 – 255.
- Griffin, J. M. and M. L. Lemmon, “Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 5, October 2002, 2317 – 2336.
- Gropp, J., “Mean Reversion of Industry Stock Returns in the U.S., 1926 – 1988,” *Journal of Empirical Finance*, Vol. 11, No.4, September 2004, 537 – 551.
- Gross, A. D., “Does Mandatory Disclosure Affect Recognition of Contingent Liabilities? Evidence from FIN 48,” University of Wisconsin, 2011.
- Gu, Z. and T. Chen, “Analysts’ Treatment of Nonrecurring Items in Street Earnings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 38, Nos. 1-3, December 2004, 129 – 170.
- Gubellini, S., “Conditioning Information and Cross-sectional Anomalies,” Working paper, San Diego State University, 2010.
- Guo, H. and X. Jiang, “Accruals and the Conditional Equity Premium,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 49, No. 1, March 2011, 187 – 221.
- Gupta, S., R. Laux and D. Lynch, “Do Firms Use Tax Cushion Reversals to Meet Earnings Targets? Evidence from the Pre- and Post-FIN 48 Periods,” working paper. Michigan State University,

2011.

- Gutierrez, Jr., R. C., "Book-to-Market Equity, Size, and the Segmentation of the Stock and Bond Markets," working paper, Texas A&M University, 2001.
- Hahn, J. and H. Lee, "Yield Spreads as Alternative Risk Factors for Size and Book-to-Market," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 2, June 2006, 245 – 269.
- Hahn, T., M. O'Neill and M. G. Reyes, "Anomalies: Is It the Economy?" *Journal of Financial Research*, Vol. 27, No. 2, Summer 2004, 273 – 287.
- Hahn, T., M. O'Neill and J. Swisher, "Risk-Adjusted Performance of Value and Growth Strategies: The Effect of Monetary Policy," *The Journal of Investing*, Vol. 16, No. 3, Fall 2007, 71 – 82.
- Hanlon, M., "The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms Have Large Book-Tax Differences," *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 1, January 2005, 137 – 166.
- Hanlon, M. and S. Heitzman, "A Review of Tax Research," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, Nos. 2-3, December 2010, 127 – 178.
- Hanlon, M., E. L. Maydew and T. Shevlin, "An Unintended Consequence of Book-Tax Conformity: A Loss of Earnings Informativeness," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, Nos. 2-3, December 2008, 294 – 311.
- Harris, T. and D. Nissim, "The Differential Value Implications of the Profitability and Investment Components of Earnings," working paper, Columbia Business School, 2004.
- Hawawini, G. and D. B. Keim, "The Cross Section of Common Stock Returns: A Review of the Evidence and Some New Findings," working paper, University of Pennsylvania, 1999.
- He, J. and L. K. Ng, "Economic Forces, Fundamental Variables, and Equity Returns," *The Journal of Business*, Vol. 67, No. 4, October 1994, 599 – 609.
- Hillegeist, S. A., E. K. Keating, D. P. Cram and K. G. Lundstedt, "Assessing the Probability of Bankruptcy," *Review of Accounting Studies*, Vol. 9, No. 1, March 2004, 5 – 34.
- Hirshleifer, D., "Investor Psychology and Asset Pricing," *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, August 2001, 1533 – 1597.
- Ho, C.-C. and C.-T. Lin, "Rational Expectation and Expected Stock Returns," working paper, University of Adelaide, 2006.
- Hogan, S., R. Jarrow, M. Teo and M. Warachka, "Testing Market Efficiency Using Statistical Arbitrage with Applications to Momentum and Value Strategies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 3, September 2004, 525 – 565.
- Holthausen, R. W. and D. F. Larcker, "The Prediction of Stock Returns Using Financial Statement Information," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nos. 2-3, June/September 1992, 373 – 411.
- Hou, K. and D. T. Robinson, "Industry Concentration and Average Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, August 2006, 1927 – 1956.

- Howton, S. W. and D. R. Peterson, "An Examination of Cross-Sectional Realized Stock Returns Using a Varying-Risk Beta Model," *Financial Review*, Vol. 33, No. 3, August 1998, 199 – 212.
- , "A Cross-Sectional Empirical test of a Dual-State Multi-Factor Pricing Model," *Financial Review*, Vol. 34, No. 3, August 1999, 47 – 64.
- Huang, D., "Market States and International Momentum Strategies," *Quarterly Review of Economics & Finance*, Vol. 46, No. 3, 2006, 437 – 446.
- Huang, W., Q. Liu, S. G. Rhee and L. Zhang, "Return Reversals, Idiosyncratic Risk, and Expected Returns," *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, January 2010, 147 – 168.
- Hudson, C. D., J. S. Jahera, Jr. and W. P. Lloyd, "Further Evidence on the Relationship between Ownership and Performance," *Financial Review*, Vol. 27, No. 2, May 1992, 227 – 239.
- Hyde, C. E. and D. Beggs, "Style Timing with the Value Spread in Australia," *Accounting & Finance*, Vol. 49, No. 4, December 2009, 781 – 798.
- Jacobs, B. J. and K. N. Levy, "Disentangling Equity Return Regularities: New Insights and Investment Opportunities," *Financial Analysts Journal*, Vol. 44, No. 3, May/June 1988, 18 – 43.
- Jacob, J., T. Lys and J. Sabino, "Autocorrelation Structure of Forecast Errors from Time-Series Models: Alternative Assessments of the Causes of Post-Earnings Announcement Drift," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, No. 3, December 1999, 329 – 358.
- Jacobsen, B., A. Mamun and N. Visaltanachoti, "Seasonal, Size and Value Anomalies," working paper, Erasmus University Rotterdam, 2005.
- Jaffe, J., D. B. Keim and R. Westerfield, "Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 1, March 1989, 135 – 148.
- Jegadeesh, N., "Evidence of Predictable Behavior of Security Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 3, July 1990, 881 – 898.
- Jegadeesh, N. and S. Titman, "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency," *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 1, March 1993, 65 – 91.
- , "Overreaction, Delayed Reaction, and Contrarian Profits," *Review of Financial Studies*, Vol. 8, No. 4, Winter 1995, 973 – 993.
- , "Profitability of Momentum Strategies: An Evaluation of Alternative Explanations," *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, April 2001, 699 – 720.
- Jeong, J.-G., Y. Lee and S. Mukherji, "Do Dow Stocks Offer a Value Premium?" *The Journal of Wealth Management*, Vol. 12, No. 3, Winter 2009, 95 – 103.
- Jiang, G., C. M. C. Lee and Y. Zhang, "Information Uncertainty and Expected Returns," *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, Nos. 2-3, September 2005, 185 – 221.
- Johnson, R. S., L. C. Fiore and R. Zuber, "The Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: An Updated of the Basu Study," *Financial Review*, Vol.

- 24, No. 3, August 1989, 499 – 505.
- Jones, J. P., R. M. Morton and T. F. Schaefer, “Valuation Implications of Investment Opportunities and Earnings Permanence,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15, No. 1, July 2000, 21 – 35.
- Joos, P. and G. A. Plesko, “Valuing Loss Firms,” *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 3, July 2005, 847 – 870.
- Kaestner, M., “Investors’ Misreaction to Unexpected Earnings: Evidence of Simultaneous Overreaction and Underreaction,” working paper, Montpellier University, 2006.
- Kanas, A., “Lead-Lag Effects in the Mean and Variance of Returns of Size-Sorted UK Equity Portfolios,” *Empirical Economics*, Vol. 29, No. 3, September 2004, 575 – 592.
- Kaplan, S. N. and L. Zingales, “Do Investment – Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, February 1997, 169 – 215.
- Kaul, G. and G. N. Nimalendran, “Price Reversals, Bid-ask Errors or Market Overreaction?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 28, Nos. 1-2, November/December 1990, 67 – 93.
- Keane, M. P. and D. E. Runkle, “Are Financial Analysts’ Forecasts of Corporate Profits Rational?” *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 4, August 1998, 768 – 800.
- Kelly, S. J. McClean and R. McNamara, “The Low P/E Effect and Abnormal Returns for Australian Industrial Firms,” Working paper, Bond University, 2008.
- Keim, D. B., “A New Look at the Effects of Firm Size and E/P Ratio on Stock Returns,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 46, No. 2, March/April 1990, 56 – 67.
- Keown, A. J., Pinkerton, J. M. and S. N. Chen, “Portfolio Selection Based upon P/E Ratios: Diversification, Risk Decomposition and Implications,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 14, No. 2, Summer 1987, 187 – 198.
- Khurana, I. K. and B. Lippincott, “Restructuring and Firm Value: The Effects of Profitability and Restructuring Purpose,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, Nos. 9-10, November/ October 2000, 1107 – 1129.
- Kim, D., “A Reexamination of Firm Size, Book-to-Market, and Earnings Price in the Cross-Section of Expected Returns,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, No. 4, December 1997, 463 – 489.
- Kim, W. S., J. W. Lee and J. C. Francis, “Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership,” *Financial Review*, Vol. 23, No. 1, February 1988, 53 – 64.
- Klein, A., “A Direct Test of the Cognitive Bias Theory of Share Price Reversals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, No. 2, July 1990, 155 – 166.
- Klein, A. and J. Rosenfeld, “PE Ratios, Earnings Expectations, and Abnormal Returns,” *Journal of Financial Research*, Vol. 14, No. 1, Spring 1991, 51 – 64.

- Koester, A., "Investor Valuation of Tax Avoidance through Uncertain Tax Positions," working paper, University of Washington, 2011.
- Koonce, L. and M. Mercer, "Using Theories in Archival Financial Accounting Research," working paper, McCombs School of Economics, 2005.
- Kothari, S. P. and J. B. Warner, "The Econometrics of Event Studies," working paper, MIT, 2004.
- Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1, February 2005, 163 – 197.
- Kothari, S. P., S. Shu and P. D. Wysocki, "Do Managers Withhold Bad News?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, No. 1, March 2009, 241 – 276.
- Krueger, T. M., "Seasonal Aspects of Anomaly Explanatory Power," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.17, No. 4, Autumn 1990, 541 – 556.
- Krueger, T. M. and K. H. Johnson, "Parameter Specifications That Make Little Difference in Anomaly Studies," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 18, No. 4, June 1991a, 567 – 582.
- , "An Analysis of Anomaly Sensitivity to Market Conditions Using Linear and Nonlinear Techniques," *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 30, No. 2, Spring 1991b, 3 – 27.
- Kryzanowski, L. and H. Zhang, "The Contrarian Investment Strategy Does Not Work in Canadian Markets," *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 3, September 1992, 383 – 395.
- La Porta, R., "Expectations and the Cross-Section of Stock Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 5, December 1996, 1715 – 1742.
- La Porta, R., J. Lakonishok, A. Shleifer and R. Vishny, "Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency," *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, June 1997, 859 – 874.
- Lakonishok, J., A. Shleiffer and R. W. Vishny, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *The Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, December 1994, 1541 – 1578.
- Lamont, O., "Earnings and Expected Returns," *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5, October 1998, 1563 – 1587.
- Lamont, O., C. Polk and J. Saa-Requejo, "Financial Constraints and Stock Returns," *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 2, Summer 2001, 529 – 554.
- Lander, G. H., "Returns of Small Growth Stocks: An Empirical Analysis," *International Advances in Economic Research*, Vol. 12, No. 4, November 2006, 475 – 490.
- Latane, H. A., M. Joy and C. P. Jones, "Quarterly Data, Sort-Rank Routines, and Security Evaluation," *Journal of Business*, Vol. 43, No. 4, October 1970, 427 – 438.
- Latane, H. A., C. P. Jones and R. D. Rieke, "Quarterly Earnings Reports and Subsequent Holding Period Returns," *The Journal of Business Research*, Vol. 2, No. 2, April 1974, 119 – 132.
- Lee, C. M. C., "Market Efficiency and Accounting Research: A Discussion of 'Capital Market

- Research in Accounting' by S.P. Kothari," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Nos. 1-3, September 2001, 233 – 253.
- Lee, J., "Is Information Uncertainty Positively or Negatively Associated with Post-Earnings-Announcement Drift?" working paper, University of Texas, Austin, 2007.
- Lehmann, B. N., "Fads, Martingales, and Market Efficiency," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 1, February 1990, 1 – 28.
- Leong, K., M. Pagani and J. K. Zaima, "Portfolio Strategies Using EVA, Earnings Ratio or Book-to-Market: Is One Best?" *Review of Accounting & Finance*, Vol. 8, No. 1, 2009, 76 – 86.
- Lev, B. and D. Nissim, "Taxable Income, Future Earnings, and Equity Values," *The Accounting Review*, Vol. 74, No. 4, October 2004, 1039 – 1074.
- Lev, B. and S. R. Thiagarajan, "Fundamental Information Analysis," *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, No. 2, Autumn 1993, 190 – 215.
- Levis, M., "Stock Market Anomalies: A Re-assessment Based on the UK Evidence," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 13, Nos. 4-5, September 1989, 675 – 696.
- Levis, M. and M. Liodakis, "Contrarian Strategies and Investor Expectations: The U.K. Evidence," *Financial Analysts Journal*, Vol. 57, No. 5, September/October 2001, 43 – 56.
- Lewellen, J., "Predicting Returns with Financial Ratios," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2, November 2004, 209 – 235.
- , "Accounting Anomalies and Fundamental Analysis: An Alternative View," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, Nos. 1-3, December 2010, 455 – 466.
- Li, Y. and W. Zhang, "Conditional Conservatism and Accrual Persistence," working paper, University of Waterloo, 2011.
- Liang, L., "Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants' Information Processing Biases," *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, Nos. 2-3, June 2003, 321 – 345.
- Lim, T., "Rationality and Analysts' Forecast Bias," *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 1, February 2001, 369 – 385.
- Lisowsky, P., L. A. Robinson and A. P. Schmidt, "An Examination of FIN 48: Tax Shelters, Auditor Independence, and Corporate Governance," working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2010.
- Litzenberger, R. H., O. Maurice and C. P. Jones, "Ordinal Predictions and the Selection of Common Stocks," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 6, No. 4, September 1971, 1059 – 1068.
- Liu, J., "On International Accounting Valuation," *Journal of International Accounting Research*, Vol. 5, No. 1, 2006, 67 – 87.
- Lo, A. W. and A. C. MacKinlay, "When are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?" *Review of Financial Studies*, Vol. 3, No. 2, 1990, 175 – 205.

- Loughran, T. and J. W. Wellman, "New Evidence on the Relation between the Enterprise Multiple and Average Stock Returns," Working paper, University of Notre Dame, 2010. Forthcoming *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Lui, D. W., "When Accruals Meet Growth: Do Analysts' Forecasts Fully Reflect the Future Earnings Implications of Accruals and Growth?" working paper, London Business School, 2003.
- Markowitz, H. M., "Market Efficiency: A Theoretical Distinction and So What?" *Financial Analysts Journal*, Vol. 61, No. 5, September/October 2005, 17 – 30.
- McVay, S. E., "The Use of Special Items to Inflate Core Earnings," working paper, University of Michigan, 2004.
- Mest, D. P. and E. Plummer, "Transitory and Persistent Earnings Components as Reflected in Analysts' Short-term and Long-term Forecasts: Evidence from a Nonlinear Model," *International Journal of Forecasting*, Vol. 15, No. 3, July 1999, 291 – 308.
- Mian, G. M. and T. G. L. Teo, "Do Errors in Expectations Explain the Cross-section of Stock Returns?" *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 12, No. 2, April 2004, 197 – 217.
- Mills, L. F., L. A. Robinson and R. C. Sansing, "FIN 48 and Tax Compliance," *The Accounting Review*, Vol. 85, No. 5, September 2010, 1721 – 1742.
- Moll, C. R. and S. P. Huffman, "An Analysis of the January Effect Using Return and Trading Volume Momentum Measures," working paper, University of Wisconsin Oshkosh, 2006.
- Mun, J. C., G. M. Vasconcellos and R. Kish, "Tests of the Contrarian Investment Strategy Evidence from the French and German Stock Markets," *International Review of Financial Analysis*, Vol. 8, No. 3, 1999, 215 – 234.
- , "An Analysis of the US and Canadian Stock Markets," *Global Finance Journal*, Vol. 11, Nos. 1-2, 2000, 53 – 72.
- Muradoglu, G., Mo. Bakke and G. L. Kvernes, "An Investment Strategy Based on Gearing Ratio," *Applied Economic Letters*, Vol. 12, No. 13, October 2005, 801 – 804.
- Muradoglu, G. and S. Sivaprasad, "Capital Structure and Firm Value: An Empirical Analysis of Abnormal Returns," working paper, Cass Business School, 2006.
- Ng, J., "Distress Risk Information in Accruals," working paper, University of Pennsylvania, 2005.
- Ng, J., I. Tuna and R. Verdi, "Management Forecasts, Disclosure Quality, and Market Efficiency," working paper, University of Pennsylvania, 2007.
- Nutt, S. R., J. C. Easterwood and C. M. Easterwood, "New Evidence on Serial Correlation in Analyst Forecast Errors," *Journal of the Financial Management Association*, Vol. 28, No. 4, Winter 1999, 106 – 117.
- O'Hanlon, J. and R. Whiddett, "Do UK Security Analysts Over-react?" *Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 85, Winter 1991, 63 – 74.
- Ohlson, J. A., "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy," *Journal of*

- Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, Spring 1980, 109 – 131.
- Ooi, J. T. L., J. R. Webb and D. Zhou, “Extrapolation Theory and the Pricing of REIT Stocks,” *Journal of Real Estate Research*, Vol. 29, No. 1, January/March 2007, 27 – 55.
- Ou, J. A. and S. H. Penman, “Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, No. 4, November 1989a, 295 – 329.
- , “Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 27, Supplement 1989b, 111 – 144.
- Paek, W. D., L. H. Chen and H. Sami, “Accounting Conservatism, Earnings Persistence and Pricing Multiples on Earnings,” working paper, Arizona State University, 2007.
- Park, Y. S. and J.-J. Lee, “An Empirical Study on the Relevance of Applying Relative Valuation Models to Investment Strategies in the Japanese Stock Market,” *Japan and the World Economy*, Vol. 15, No. 3, August 2003, 331 – 339.
- Parkash, M., “The Different Information Contents of Unexpected Permanent and Temporary Earnings,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 5, July 1995, 695 – 712.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young, “Detecting Earnings Management Using Cross-sectional Abnormal Models,” *Accounting & Business Research*, Vol. 30, No. 3, Autumn 2000, 313 – 326.
- Penman, S. H., “Return to Fundamentals,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 7, No. 4, Fall 1992, 465 – 483.
- Penman, S. H., S. A. Richardson and I. Tuna, “The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 2, May 2007, 427 – 467.
- Penman, S. and J. Zhu, “Accounting Anomalies, Risk and Return,” Working paper, Columbia Business School, 2011.
- Peterkort, R. F. and J. F. Nielsen, “Is the Book-to-Market Ratio a Measure of Risk,” *Journal of Financial Research*, Vol. 28, No. 4, Winter 2005, 487 – 502.
- Phillips, J. D., M. Pincus, S. O. Rego and H. Wan, “Decomposing Changes in Deferred Tax Assets and Liabilities to Isolate Earnings Management Activities,” *Journal of the American Taxation Association*, Vol. 26, Supplement 2004, 43 – 66.
- Piotroski, J. D., “Further Evidence on the Relation between Historical Changes in Financial Condition, Future Stock Returns and the Value/Glamour Effect,” working paper, University of Chicago, 2004.
- Poterba, J. M. and L. H. Summers, “Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, No. 1, October 1988, 27 – 59.
- Raedy, J. S., P. Shane and Y. Yang, “Horizon-Dependent Underreaction in Financial Analysts’ Earnings Forecasts,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, No. 1, Spring 2006, 292 – 322.

- Rajgopal, S. and M. Venkatachalam. "Financial Reporting Quality and Idiosyncratic Return Volatility," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 51, Nos. 1-2, February 2011, 1 – 20.
- Rapach, D. E. and M. E. Wohar, "Valuation Ratios and Long-Horizon Stock Price Predictability," *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 20, No. 3, March/April 2005, 327 – 344.
- Rees, L., "Abnormal Returns from Predicting Earnings Thresholds," *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, No. 4, December 2005, 465 – 496.
- Reinganum, M. R., "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings' Yields and Market Values," *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, No. 1, March 1981, 19 – 46.
- Richardson, S., I. Tuna and P. Wysocki, "Accounting Anomalies and Fundamental Analysis: A Review of Recent Research Advances," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, Nos. 2-3, December 2010, 410 – 454.
- Riedl, E. J. and S. Srinivasan, "The Strategic Reporting of Special Items: Does Management Presentation Reflect Underlying Firm Performance or Opportunism?" working paper, Harvard Business School, 2006.
- Robinson, L. A. and A. Schmidt, "Firm and Investor Responses to Uncertain Tax Benefit Disclosure," working paper, Tuck School of Business, 2011.
- Rogers, R. C., "The Relationship between Earnings Yield and Market Value: Evidence from the American Stock Exchange," *Financial Review*, Vol. 23, No. 1, February 1988, 65 – 80.
- Schiereck, D., W. de Bondt and M. Weber, "Contrarian and Momentum Strategies in Germany," *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 6, November/December 1999, 104 – 116.
- Schmidt, A. P., "The Persistence, Forecasting, and Valuation Implications of the Tax Change Component of Earnings," *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, May 2006, 589 – 616.
- Schrand, C. M. and B. R. Walther, "Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components," *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, April 2000, 151 – 177.
- Scott, J., M. Stumpp and P. Xu, "Behavioral Bias, Valuation, and Active Management," *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, No. 4, July/August 1999, 49 – 57.
- , "Overconfidence Bias in International Stock Prices," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 29, No. 2, Winter 2003a, 80 – 89.
- , "News, Not Trading Volume, Builds Momentum," *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, No. 2, March/April 2003b, 45 – 54.
- Senchack, Jr., A. J. and J. D. Martin, "The Relative Performance of the PSR and PER Investment Strategies," *Financial Analysts Journal*, Vol. 43, No. 2, March/April 1987, 46 – 56.
- Shen, W., A. C. Szakmary and S. C. Sharma, "Momentum and Contrarian Strategies in International Stock Markets: Further Evidence," *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 15,

- No. 3, July 2005, 235 – 255.
- Shi, L. and H. Zhang, “Can the Earnings Fixation Hypothesis Explain the Accrual Anomaly?” working paper, Nanyang Technological University, 2011. Forthcoming *Review of Accounting Studies*.
- Shiller, R. J., “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 1, Winter 2003, 83 – 104.
- Shivakumar, L., “Accruals, Cash Flows and the Post-Earnings-Announcement Drift,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, Nos. 1-2, January/March 2006, 1 – 25.
- Shumway, T., “The Delisting Bias in CRSP Data,” *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, March 1997, 327 – 340.
- Shumway, T. and V. A. Warther, “The Delisting Bias in CRSP’s NASDAQ Data and its Implications for the Size Effect,” *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 6, December 1999, 2361 – 2379.
- Skinner, D. J. and R. G. Sloan, “Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don’t Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio,” *Review of Accounting Studies*, Vol. 7 Nos. 2-3, June 2002, 289 – 312.
- Soares, N. and A.W. Sark, “Is There an Accruals or a Cash Flow Anomaly in UK Stock Returns,” Universidade do Porto, Working paper, 2011.
- Soderstrom, J., “Can Risk Really Explain the Premium on Value Stocks? Searching for Priced Risk,” working paper, Stockholm School of Economics, 2006.
- Soffer, L. C. and T. Lys, “Post-Earnings Announcement Drift and the Dissemination of Predictable Information,” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, No. 2, Summer 1999, 305 – 331.
- Spiess, D. K. and J. Affleck-Graves, “The Long-run Performance of Stock Returns Following Debt Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 54, No. 1, October 1999, 45 – 73.
- Stanley, D. J. and M. D. Kinsman, “The Efficient Market Hypothesis, Price Multiples, and the German Stock Market,” *International Business & Economics Research Journal*, Vol. 8, No. 4, 2009, 31 – 40.
- Stevens, D. E. and A. W. Williams, “Inefficiency in Earnings Forecasts: Experimental Evidence of Reactions to Positive vs. Negative Information,” *Experimental Economics*, Vol. 7, No. 1, February 2004, 75 – 92.
- Stracca, L., “Behavioral Finance and Asset Prices: Where Do We Stand?” *Journal of Economic Psychology*, Vol. 25, No. 3, June 2004, 373 – 405.
- Subramahmanyam, A., “Behavioral Finance: A Review and Synthesis,” *European Financial Management*, Vol. 14, No. 1, January 2008, 12 – 29.
- Sun, Q., “Stock Price Reaction to Earnings News and Post-Earnings Announcement Drift,” working paper, University of Wisconsin-Milwaukee, 2005.
- Tawatnuntachai, O. and D. Yaman, “Do Investors Overreact to Earnings Warnings?” *Review of*

- Financial Economics*, Vol. 16, No. 2, 2007, 177 – 201.
- Thomas, J. and X.-J. Zhang, “Identifying Unexpected Accruals: A Comparison of Current Approaches,” *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 19, Nos. 4-5, Winter 2000, 347 – 376.
- Thomas, J. K. and H. Zhang, “Value-relevant Properties of Smoothed Earnings,” working paper, Columbia Business School, 2002.
- Tomohara, A., H. J. Lee and S. Lee, “Did FIN 48 Increase Companies’ Tax Payments? Trade-off between Disclosure and Tax Burdens,” *Applied Economics*, Vol. 44, No. 32, 2012, 4239 – 4248.
- Tseng, K. C., “Low Price, Price-Earnings Ratio, Market Value, and Abnormal Stock Returns,” *Financial Review*, Vol. 23, No. 1, August 1988, 333 – 343.
- Tucker, J. W. and P. A. Zarowin, “Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?” *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, January 2006, 251 – 270.
- van der Sar, N. L., “Behavioral Finance: How Matters Stand,” *Journal of Economic Psychology*, Vol. 25, No. 3, June 2004, 425 – 444.
- van Dijk, R. and F. Huibers, “European Price Momentum and Analyst Behavior,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 58, No. 2, March/April 2002, 96 – 105.
- Vassalou, M. and M. Y Xing, “Default Risk in Equity Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2, April 2004, 831 – 868.
- Whited, T. M. and G. Wu, “Financial Constraints Risk,” *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, Summer 2006, 531 – 559.
- Wiggins, J. B., “The Earnings-Price and Standardized Unexpected Earnings Effects: One Anomaly or Two?” *Journal of Financial Research*, Vol. 14, No. 3, Fall 1991, 263 – 275.
- Wu, C. and X.-M. Wang, “The Predictive Ability of Dividend and Earnings Yields for Long-Term Stock Returns,” *Financial Review*, Vol. 35, No. 2, May 2000, 97 – 124.
- Xu, E., “One-Year-Ahead Analysts’ Forecasts vs. the V/P Ratio: the Predictive Power of the Residual- Income-Based Valuation Model,” working paper, University of New Hampshire, 2002.
- Yalçın, A., “Gradual Information Diffusion and Contrarian Strategies,” *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 48, No. 3, August 2008, 579 – 604.
- Zarowin, P., “Does the Stock Market Overreact to Corporate Earnings Information?” *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 5, December 1989, 1385 – 1399.
- , “Size, Seasonality, and Stock Market Overreaction,” *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 1, March 1990, 113 – 125.
- Zhang, A., “Distress Risk Premia in Stock and Bond Returns,” working paper, University of Arizona, 2007.
- Zhang, C., “Decomposed Fama-French Factors for the Size and Book-to-market Effects,” working

- paper, Hong Kong University of Science and Technology, 2008.
- Zhang, X. F., “Information Uncertainty and Stock Returns,” *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 1, February 2006, 105 – 137.
- 池田幸典, 「負債・持分の区分の基準の諸相」, 『高崎経済大学論集』, 第 48 卷, 第 4 号, 2006 年, 143 – 156 頁.
- 大日方隆, 「会計情報の有用性と企業価値評価 —効率的市場仮説の再検討—」, 日本会計研究学会特別委員会 (桜井久勝委員長) 『会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究 中間報告書』, 2007 年 9 月, 21 – 137 頁.
- , 「利益情報と証券市場のアノマリー」, 『企業会計』, 第 60 卷, 第 7 号, 2008 年 7 月, 27 – 33 頁.
- , 「会計情報の有用性と会計アノマリー」, 桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析 —モデルと会計情報の有用性検証』, 中央経済社, 2010 年.
- 川村義則, 「企業会計上の資本概念の再考」, 日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー, No. 2010-J-4, 2010 年.
- 桜井久勝編著, 『企業価値評価の実証分析 —モデルと会計情報の有用性検証』, 中央経済社, 2010 年.

表 E/P 効果にかんする先行研究

この表は、E/P 効果を分析した先行研究を、発表年代順、著者のアルファベット順に整理したものである。表において、記号の意味は次の通りである。P=（期末）株価、E=1株あたり利益（異常損益控除前）、B=1株あたり純資産簿価、D=1株あたり配当、CF=キャッシュ・フロー（異常損益控除前利益+減価償却費）、S=売上高、size=規模（株式時価総額）、B/M=簿価時価比率（book-to-market）。Panel A には、E/P 効果を肯定している研究、Panel B には、E/P 効果に懐疑的な結果を示している研究、Panel C には、E/P 効果を否定している研究、Panel D には、Fama and French の一連の研究をまとめた。なお、サンプルに国名の記載のないものはすべてアメリカであり、発見事項の欄の*以下は、筆者のコメントである。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項（*筆者のコメント）
Panel A: 肯定的結果				
Basu (1977)	1957-1971年。 総サンプル数は不明。	実際リターン。 ただし、一定の仮定で税と情報入手コストを控除。	P/Eによる5区分ポートフォリオのリスクとリターンを比較。	市場ベータをコントロールしたうえで、P/Eが最小のポートフォリオへの投資戦略から、年率0.5~2.5%のリターンが得られる (p. 680)。 *この結果にたいして、規模 (size) 効果の代理になっているにすぎないという批判 (Banz, 1981; Reinganum, 1981)。さらに、1974-1981年に観察されるP/E効果は、COMPUSTATのデータ収集バイアス (survivorship bias) が生んでいるという指摘 (Banz and Breen, 1986)。なお、赤字企業もサンプルに含まれているが、P/Eが正で小さい企業のみを対象に投資戦略を組んでいるので、分析結果には、赤字企業は影響をあたえていない。
Basu (1983)	1963-1979年。 総サンプル数は不明。	実際リターン (1か月)	E/P, sizeそれぞれによる5区分ポートフォリオ、規模をコントロールしたE/Pによる5区分ポートフォリオ、E/Pをコントロールした規模による5区分ポートフォリオの計4種類の5区分ポートフォリオの比較。 5区分ポートフォリオ全体にわたるANOVA分析。	市場ベータと規模をコントロールしたうえで、E/Pの違いがリターン格差を生むことを確認した。規模効果は、市場ベータとE/Pをコントロールすると、観察されなかった。
Downen and Bauman (1986)	1969-1983年。 総サンプル数は不明。	実際リターン (1年間)	市場モデルのアルファとベータ、E/P, size, 株主のうちの機関投資家の数 (neglectの指標) による多重回帰分析。	小規模、低P/Eかつ機関投資家株主が少ない銘柄は、14年間で10年において、市場インデックスのリターンを上回るリターンを獲得した。
Goodman et al. (1986)	1970-1980年。 125社。	市場ベータ修正生後リターン (四半期)。	5区分ポートフォリオにANOVAを適用。	Size効果は、P/Eが低い区分のみでしか観察されない一方で、P/E効果はすべてのsize区分で観察された。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Senchak and Martin (1987)	1976-1984年。 総サンプル数は不明。	実際リターン(四半期と1年)	5区分ポートフォリオ。ジェンセンのアルファ、修正ジェンセン・レシオ、トレイナー・レシオ、シャープ・レシオの比較。	株価対売上高比率(P/S)を利用した投資戦略よりも、P/Eを利用した投資戦略のほうが、好成績であった。
Jacobs and Levy (1988)	1978-1986年。 1,500社。	リスク・フリー・レート控除後の超過リターン(平均月次リターン)	個別リターンの回帰分析。残余リスク(sigma)をウェイトとするGLSを採用し、そのウェイトは、毎月、再計算されている。説明変数は、市場ベータとP/Eなどの25のアノマリー要因と38の産業ダミー。	P/Eと超過リターンとの関係は、sizeやリターンの系列相関をコントロールしても、有意であり、正の関係が観察された。なお、多重共線性の問題はないと述べられている。
Kim et al. (1988)	1975-1978年。 157社。	ポートフォリオ・リターン	E/Pによる4区分ポートフォリオ。経営者などの内部者の株式所有比率、E/P、size、市場ベータによる回帰分析。	内部者の所有比率、E/P、市場ベータの係数は有意に正であったが、sizeにかかる係数は統計的に有意ではなかった。
Rogers (1988)	1963-1982年。 総サンプル数は不明。	1年間の実際リターン。リターンの変動性と市場ベータの2方法によってリスクを調整して、超過リターンを計算。	5区分ポートフォリオの両端比較および全体のANOVA。	規模効果もE/P効果も観察された。とくにAMEX株については、規模効果が支配的であった。これらの結果は、1月効果を考慮しても変わらなかった。
Jaffe et al. (1989)	1951-1986年。 総サンプル数は不明。	実際リターン(1年間)	回帰分析。被説明変数は、リスク・フリー・レートを控除した実際リターン。説明変数は、1月ダミー、リスク・フリー・レート控除後の市場リターン、E/P、size。黒字企業のE/Pによる5区分と、赤字企業の計6区分について、さらに規模の5区分に分けた30区分のポートフォリオを組成し、ポートフォリオを単位としたSURを適用。規模の5区分にE/Pの6区分を加味した逆順ソートの30区分ポートフォリオについて、頑強性をテスト。	サンプル期間全体にわたって、E/P効果と規模効果の存在を確認した。E/P効果は1月でも、それ以外の月でも有意であったが、規模効果は1月のみで有意であった。なお、ポートフォリオ比較において、赤字企業のポートフォリオには、黒字の5つのポートフォリオを上回るリターンが生じていた。
Johnson et al. (1989)	1979-1984年。 1,168社。	実際リターン	5区分ポートフォリオ。シャープ、トレイナー、ジェンセンの各レシオの比較。	低E/P株への投資からは、Basu(1977)が報告しているほどの高いリターンは得られない。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Levis (1989)	イギリス企業。 1961-1983年。 総サンプル数は不明。	市場リターン控除後リターン。ベータ・リスク調整後リターン。	300 区分ポートフォリオ (5size×5D/P×3P/E×4 株価水準)。T 検定と ANOVA。	D/P 効果と P/E 効果は、size 効果と株価水準の効果を包含している。
Ou and Penman (1989b)	1973-1983年。 12,649 企業一年。	マーケット・リターン控除後の累積超過リターン (1年間, 2年間)	P/E による 9 区分ポートフォリオと赤字企業による第 10 ポートフォリオを組成し、第 1~4 ポートフォリオを売り、第 7~10 ポートフォリオを買うという合成ポートフォリオを組成。	P/E には、Ou and Penman (1989a) の Pr とは独立に、将来利益についての予測能力があるとともに、P/E は将来リターンと関連している。P/E 投資戦略によって、2年間の保有期間で 8.12% のリターンが得られる (p. 130, Table 6)。この結果について、P/E が将来利益を含意しているにもかかわらず、投資家は過小反応していると解釈されている。
Aggarwal et al. (1990)	日本企業。 1974-1983年。	実際リターンと市場モデルによる残差リターン。	E/P と size の 25 区分ポートフォリオ。① ANOVA と②ポートフォリオ・リターンを、1月効果、6月効果、size、E/P に回帰して分析。	P/E 効果が明確に観察された。P/E と size が、季節 (1月, 6月) と交差効果をもっていることを発見した。
Keim (1990)	1951-1986年。 総サンプル数は不明。	実際リターンとリスク・フリー・レートを控除したリターン。	5 区分ポートフォリオ (月次)。ANOVA。単回帰分析。	1月には、E/P 効果と size 効果が観察されたが、それ以外の期間では、E/P 効果だけが有意であった。
Krueger (1990)	1975-1984年。 913 社。	ポートフォリオのリターン。	45 区分ポートフォリオ (5size×3E/P×3Value Line Ranking) に回帰分析を適用。	Size 効果は第 1 四半期、Value Line Ranking 効果は第 2 四半期と第 4 四半期、P/E 効果は第 3 四半期、size と Value Line Ranking の交差効果は第 4 四半期に観察された。P/E 効果が観察される第 3 四半期は、1年間の中でリターンが一番低い期間である。
Krueger and Johnson (1991a)	1975-1984年。 913 社。	市場リターン控除後の超過リターンと市場モデルによる残差リターンのそれぞれにたいして、取引費用を推定して修正したリターンを計算。	3 区分ポートフォリオに ANOVA を適用。	size 効果と P/E 効果のいずれも有意であり、両者の交差効果も有意であった。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Krueger and Johnson (1991b)	1975-1984年。913社。	市場リターン控除後の超過リターンと市場モデルによる残差リターン(ベータ修正後のリターン)のそれぞれにたいして、取引費用を推定して修正したリターンを計算。	45区分ポートフォリオ(5size×3E/P×3Value Line Ranking)にANOVAを適用。	P/Eが低い株式(バリュー株)のアノマリーは、景気拡大期に観察され、景気低迷期にはP/E効果は弱まる。なお、景気区分はNBERに準拠しており、分析期間中の低迷期は、1975年1月~3月、1980年1月~7月、1981年7月~1982年11月の3期間である。
Wiggins (1991)	1977-1988年。小規模企業、17,803社。中規模企業、17,628社。大規模企業、18,192社。	市場リターン控除後リターン	5区分ポートフォリオ。回帰分析(SUR)。	SUE効果とは独立にE/P効果が観察された。
Hudson et al. (1992)	1982-1985年。652社。	市場リターン控除後の超過リターン	4×4区分ポートフォリオの比較。Size, E/P, 経営者の株式所有比率によるソート。回帰分析。	経営者の株式所有比率の大小とsizeを所与としても、E/P効果が観察された。
Booth et al. (1994)	1976-1986年。アメリカ企業は468企業一年。フィンランド企業は262企業一年。	実際リターン	実際リターンをヒストリカル・ベータとE/Pに回帰。	E/Pにかかる係数が有意であり、アメリカでもフィンランドでもE/Pアノマリーが存在する。
Goff (1994)	1975-1998年。総サンプル数は不明。	実際リターン(週次)	区分ポートフォリオ(sizeとE/Pの二重ソートによる25区分)。回帰分析(SUR)。	第1にsize、第2にE/Pの順でソートした場合、size効果は、すべての市場で1年間通して観察されたのにたいして、E/P効果は、NASDAQでは2-12月に、NYSEとAMEXでは1月に観察された。ソートの順番を入れ替えると、size効果は、NYSEとAMEXの2-12月に観察されなくなった。他方E/P効果は、前述と同様、NYSEとAMEXの1月に観察された。
Lakonishok et al. (1994)	1968-1989年。総サンプル数は	実際リターン(1~5年)、5年平均リターン、5年間	3区分ポートフォリオのリターンの比較と回帰分析。	E/Pの低いポートフォリオ(value)と高いポートフォリオ(glamour)とのリスク調整後のリターンの差は、年率

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
	不明。	の累積リターン, 5年間の規模修正後リターン		5.4%であった。売上高の成長と E/P との二重ソートで組成した 9 ポートフォリオでは、リターンの最大格差は、年率 11.2%, 5年間で 104.2%であった。E/P と B/M とを組み合わせた場合、リターンの最大格差は年率 10.3%であった (p. 1553, Table II)。1年間の実際リターンを被説明変数、売上高の成長、B/M、size、E/P、赤字ダミーと E/P との交差項を説明変数とする回帰分析を行った。売上高の成長にかかる係数は負、E/P にかかる係数は正で有意であった。他方、B/M と規模は有意な変数ではなかった (p. 1558, Table IV)。Value-Glamour の逆張り戦略はリスクを高めているのではなく、典型的な投資家の準最適 (suboptimal) な行動を利用した投資戦略であることを強調している。なお、赤字企業の E/P にかかる係数は、黒字企業よりも小さいものの、正で有意であった。
Downen and Bauman (1995)	1988-1991 年。3,561 社。	市場モデルで計算した残差リターンの累積異常リターン (1年間)。	回帰分析。説明変数は、内部者の株式所有比率、利益予測を公表しているアナリスト数、size、E/P。	E/P にかかる係数は、統計的に有意な正の値であった。
Dreman and Berry (1995)	1973-1993 年。995 社。	市場リターン控除後の超過リターン (1年間)	5 区分ポートフォリオの両端比較。	低 P/E 株かつ増益のポートフォリオは、市場平均を上回るリターンを獲得し、高 P/E 株かつ増益のポートフォリオのリターンはそれより低かった。同様に、高 P/E 株で減益のポートフォリオは、市場平均を下回るリターンを獲得し、低 P/E 株では減益の影響はより小さかった。 *著者たちは、この結果が、「投資家は増減益ニュース以前にミスプライシング (過剰反応) するという仮説と整合的であり、増減益ニュースを知ってから修正行動は過小反応仮説と整合的である。」と報告しているが、実証結果から、そのようにいえるのかは、疑問である。
Davis (1996)	1963-1978 年。35,787 企業一年。	実際リターン (1か月)	回帰分析。	黒字企業の E/P、および、赤字企業ダミーのいずれの係数も正であり、統計的に有意であった。ただし、COMPUSTAT の収録データには、存続バイアスがあり、

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
				それを保管したデータによると、それらの係数は若干小さくなり、有意水準もわずかであるが、低下した。
Bauman et al. (1998)	1985-1996年。アメリカ、日本を含む19か国。総サンプル数は不明(28,000超企業一年)	実際リターン(1年間)	4区分ポートフォリオの両端比較。Sizeとの二重ソート。	バリュー株効果は、国際的にも観察され、P/E効果は、sizeが最小の区分を除いて、観察された。
Dhatt et al. (1999)	1979-1997年。小型株(Russell 2000銘柄)。総サンプル数は不明。	実際リターン(月次)	3区分(変数が負になる場合は、負のものを独立区分とした4区分)ポートフォリオ。	低P/E、低P/S、低M/Bポートフォリオは、Russell 2000のインデックス・リターンを上回るリターンを獲得し、そのリターンの標準偏差やベータはグロース株よりも小さかった。
Badrinath and Kini (2001)	1956-1996年。総サンプル数は不明。	ポートフォリオの等ウェイト・リターンをCAPMによってリスク調整して、超過リターン(1か月~1年)を計算。	Sizeを調整したうえで、E/Pによる10区分ポートフォリオを組成して、ポートフォリオのリターンを比較。	リターンの測定期間、市場ベータの変動にかかわらず、E/P効果が観察できる。
Dechow et al. (2001)	1975-1993年。34,037企業一年。	市場リターン控除後の超過リターン(1年間)	CF/P、E/P、B/M、V/Pについては、10区分ポートフォリオ。空売りについては、発行済み株式総数にたいする期末の空売りが0.5%以上とそれ以外の2区分。二重(クロス)ソートによるポートフォリオを組成し、空売り比率の大小で超過リターンが有意に異なるか否かをANOVAで検証。	超過リターンは、空売り比率が下がるにつれて低下するという傾向が観察された。E/Pが高いポートフォリオの超過リターンは-3.1%、低いポートフォリオは9.6%であった。CF/Pは-6.1%と9.9%、B/Mは-2.7%と9.6%、V/Pは-2.5%と10.1%であった。空売りされるのは、ファンダメンタルズにたいする株価の比率が低く、将来リターンが低い銘柄である。空売りする主体は、取引費用を考慮に入れたうえで、それらの乖離指標が将来反転する、すなわち、株価がファンダメンタルズに収束するものとそうでないものを識別して投資していることを、実証結果は示唆している。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Gregory et al. (2001)	イギリス企業。1975-1993年。総サンプル数は不明。	ポートフォリオ単位。sizeを調整した時価ウェイト平均リターン (1~5年), 5年間の平均リターン, 5年間の累積リターン	単ソートの場合は10区分, 二重ソートの場合は3×3の9区分でポートフォリオを組成。単ソートの区分ポートフォリオの両端を利用して, ゼロ・コスト投資のリターンを計算し, Fama and Frenchの3ファクター・モデルによって, 超過リターンを検証。	単ソートの場合, 1年間のリターンについては, 売上高の成長を利用した投資戦略から有意な超過リターンが獲得されるが, E/P を利用しても超過リターンは得られないことが確認された。3年間のリターンについては, 売上高の成長を利用しても, 超過リターンは得られなかった。売上高の成長と B/M との組み合わせ, および売上高の成長と E/P との組み合わせの場合, 1年間で有意な超過リターンが獲得できることが判明した。(長期については, 有意性が示されていない。)
Xu (2002)	1982-1998年。18,218 企業一年。	Size を調整したリターン (1~3年)	回帰分析。アナリスト数をコントロールして, アナリストの予想利益対株価比率, B/M, D/P, E/P, 資産対株価比率, V/P, 株価の逆数を説明変数とした。	アナリストの数が少ないグループについては, アナリストの予想利益対株価比率は, 1年後のリターンとだけ有意な関係があり, V/P は, アナリスト数にかかわらず, 3年先のリターンとのみ有意な関係が観察された。E/P は, アナリストが多いグループの1年先のリターンを除いて, 将来のリターンと有意な関係が観察された。
Scott et al. (2003a)	1987-2000年。アメリカ, 日本, イギリス, フランス, ドイツの順に 21,615, 8,246, 9,883, 3,361, 2,795 企業一年。	リスク・フリー・レートを除いた超過リターン (四半期)	回帰分析。説明変数は, E/P とアナリストの利益予想の改訂, それらと成長性の交差項。成長性については, 売上高の実績成長とアナリストの1株あたり利益の増加予想の組み合わせから, ランク変数を作成した。	E/P は有意な変数であるが, 成長性ランクとの交差項の係数は負であった。つまり, 成長性が高い企業では, E/P 効果が小さい。他方, 利益予想の改訂と成長性ランクの交差項は正であった。 *著者は, 成長性が高い企業ほど, 予想改訂がリターンに反映されるのが遅いと解釈しているが, 反映速度を検証していないので, その証拠としては相当に弱い。
Rees (2005)	1980-2001年。52,123 企業一年。	Size, B/M, モメンタムを調整したリターン (1年間)	回帰分析。Accrualsの大きさ, 財務レバレッジ, E/P の順位, E/P の順位と赤字の交差項, 利益変化額, 市場ベータ, B/M をコントロールしたうえで, 報告利益がアナリスト予測を上回る確率 (ロジット・モデル) にかかる係数に着目。	E/P にかかる係数は, 年度別クロス・セクション回帰の集計結果においても, 全体をプールした回帰においても, 1%水準で有意であった (p. 487, Table 8)。E/P が高いほど, 将来リターンが大きいことを示している。なお, E/P と赤字企業との交差項にかかる係数は負であり, 全体をプールした回帰において, 5%水準で有意であった。その交差項と E/P の係数の合計は, -0.007 と小さい。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
				*Rees (2005) は、赤字のコントロールに関心を向けているが、この結果は、赤字企業についてはE/P投資戦略が有効ではないことを示唆している。
Muradoglu and Sivaprasad (2006)	1980-2004年。7,954企業一年。	市場リターンを控除した累積超過リターン(1年)	9つの産業別に多重回帰分析。説明変数は、負債比率、P/E、M/B、size、市場ベータ、市場利子率。	9つのうち、7つの産業において、P/Eにかかる係数は有意であり、いずれも符号は負であった。
Figelman (2007)	1970-2004年。S&P 500社。	実際リターン(1か月)	過去12月のリターン(短期のモメンタム)とROE、ROEの変化、予想ROE、予想ROEの変化、accrualsの大小、P/E、M/Bとの7種類の交差効果を二重ソート(25区分)のポートフォリオ・リターンで測定。	過去のリターンが小さい場合、高P/Eグループのリターンよりも、低P/Eグループのリターンのほうが有意に小さい。
Brown and Pfeiffer (2008)	1982-1998年。18,397企業一年。	Size調整後リターンを1年前の株価(説明変数のデフレーター)に回帰した残差。	アナリストの利益予想、E/P、B/M、accruals、モメンタムを説明変数とする多重回帰分析。	通常の多重回帰分析では、E/P効果が観察されなかったが、これは、多重共線性によるものと推測される。構造方程式による回帰分析では、有意なE/P効果と、アナリスト予想にかんするアノマリーが観察された。
Yalçın (2008)	1980-2004年。総サンプル数は不明。	市場リターンを調整した超過リターン(1か月)	10区分ポートフォリオによるポートフォリオ・リターンの計算。	E/Pが上位のポートフォリオほど、大きな正の有意なリターンが観察された。
Barone and Magilke (2009)	1988-2004年。21,008企業一年。	規模補正した超過リターン(1年間)	Size、B/M、CF、accruals、E/P、株価による多重回帰。	有意なE/P効果が観察された。この結果は、モメンタム、株価、ボラティリティを加えても頑健であった。
Gharghori et al. (2009)	1992-2005年。10,152企業一年。オーストラリア。	実際リターン(1年間)。	Size、B/M、レバレッジ、E/P、CF/Pなどの単一ファクターごとに、6区分ポートフォリオを組成して、両端を比較するとともに、Fama-Frenchモデルによって、 α リターン分析(多重回帰)を行っている。	ポートフォリオ・リターンの比較分析、 α リターン分析のいずれにおいても、有意なE/P効果とCF/P効果を観察している。負のE/P、負のCF/Pサンプルについても、有意なE/P効果とCF/P効果が観察されている。 *なお、Kelly et al. (2008)も同趣旨の結果を報告。
Hyde and Beggs (2009)	1998-2007年。S&P/ASX300。オーストラリア	実際リターン(1年間)。	Value指標(B/M、CF/P、E/P)の上位30%と下位30%のスプレッド、D/P、信用スプレッド、モメンタムなどによる多重	時価加重投資のリターンについては、有意なE/P効果が観察された。ただし、均等額投資のリターンについては、有意なE/P効果は観察されなかった。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
	ア。		回帰。	
Jeong et al. (2009)	1983-2006年。Dow Jones indexの30社。	実際リターン (1年間)。	上下2区分ポートフォリオで、B/M効果、CF/P効果、E/P効果を計算。	E/P効果は、サンプル期間全体において有意であったが、その結果は、1995-2007年の強い結果に支配されたものである。
Leong et al. (2009)	1994-2003年。7,189企業一年。	実際リターン (サンプル期間の1年平均)。	B/M、E/P、およびEVAMのそれぞれについて10区分ポートフォリオを作成し、ポートフォリオ・リターンを比較。	B/M効果とE/P効果については、統計的に有意な結果が観察された。他方、EVAMについては、明確な結果は得られなかった。
Stanley and Kinsman (2009)	2003-2007年。4,800企業一年。ドイツ。	実際リターン (1年間)。	5区分ポートフォリオの両端でポートフォリオ・リターンを比較。	有意なE/P効果が観察された。
Bali and Cakici (2010)	1973-2006年。日本を含む23の先進国。14の途上国・新興国。405国一年。	国ごとの市場リターン。	国ごとの市場リターンを、世界的なベータ、市場のリスク (ボラティリティ)、およびE/Pに回帰。	有意なE/P効果が観察された。ベータの計算を市場ごとの3ファクター・モデルによる推計値にしたうえで、説明変数にsizeを加えても、この結果は変わらなかった。
Elze (2010)	1994-2009年。総サンプル数は不明。ヨーロッパ市場。	実際リターン (1~3年間)。	B/M、D/P、P/E効果について、10分位ポートフォリオを組成して、両端で比較。30%、40%、30%の3区分の組み合わせで、3通りの投資スタイルのポートフォリオ・リターンを計算。研究の主題は、組み合わせのスタイル投資である。	有意なE/P効果が観察されている。ただし、年度によって結果はまちまちであり、毎年度首尾一貫してE/P効果が観察されているわけではない。
Loughran and Wellman (2010)	1963-2009年。104,873企業一年。	実際リターン (1年間)	E/Pにかんする10区分ポートフォリオの両端の差を、市場リターンとEM指標 ([普通株式の価値+負債価値+優先株の価値-現金残高]/EBITDA) に回帰。	均等額投資のリターンについては、EM指標を回帰に含めない場合に、有意なE/P効果が観察され、時価加重投資のリターンについては、EM指標を回帰に含めた場合に、有意なE/P効果が観察された。
Amel-Zadeh (2011)	1996-2006年。329社。ドイツ。	実際リターン (1年間)	市ベータ、size、B/M、E/P、D/Pなどによる多重回帰分析。	相場の上昇局面では、有意なE/P効果が観察された。
Guo and Jiang (2011)	1965-2005年。65,123企業一年。	市場リターンを調整した超過リターン (1年間)	Size、D/P、B/M、新規発行株式数、時系列トレンドなどを説明変数とする多重回帰。	有意なE/P効果が観察された。利益を企業間で共通の部分と企業固有の部分に分けたとき、そのE/P効果は、前者から生じていることが判明した。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
				*企業間で共通の利益を「投資家の予測可能利益」と考えるのか、「恒常的利益」と考えるのかは、さらなる検討が必要。
Soares and Stark (2011)	1990-2007年。UKの21,034企業一年。	実際リターン (1年間)	Size, B/M, E/P, 前年リターン, R&D, レバレッジをリスク・ファクターとし、利益をキャッシュ・フローと accruals に分けた Mishkin テスト。多重回帰の同時方程式による推定。	極端な値を winsorize し (置き換え) た場合、accruals ではなく、キャッシュ・フローにかんするアノマリーが観察された。クラスター分析では、E/P 効果は頑健ではなかったものの、Fama-MacBeth 回帰では、頑健な E/P 効果が観察された。
Panel B: 懐疑的結果				
Klein and Rosenfeld (1991)	1978-1985年。総サンプル数は不明。	市場モデルによる残差リターンで計算した累積異常リターン (月次平均)。	4 区分ポートフォリオ。T 検定による有意性検定。	E/P 効果は、低 P/E、かつ、予想利益が小さいポートフォリオについて1月のみで有意であった。
Bernard et al. (1997)	1982-1992年。60,277 企業一年 (190,487 企業一四半期)。	市場レート控除後の月次リターン (累積リターン)。2年 (8 四半期まで)。	5 区分ポートフォリオの両端比較。(1)異常なリターンが次の決算発表の周辺で生じているか、(2)ゼロ・コスト投資戦略から超過リターンが得られるかを検証。	SUE と利益のモメンタムは、市場のミスプライシングを反映したものである。E/P と B/M、および Ou and Penman (1989a) と Holthausen and Larcker (1992) の Pr は、リスク要因である。ただし、P/E 効果は、歴月 (1 月) 効果の代理変数になっている可能性もあると指摘されている。 *Easton (1997) が指摘しているように、ゼロ・コスト投資戦略からリターンが得られるからといって、それがリスク・プレミアムを超えているか否かは、Bernard et al. (1997) の分析からは不明である。その裏返しとして、SUE がミスプライシングの結果であることも、検証できていない。
Howton and Peterson (1998)	1977-1994年。	実際リターン	200 区分ポートフォリオ (100size × 2 ベータ) のリターンを、強気相場 (bull) と弱気相場 (bear) のベータ、size、黒字の場合の E/P、赤字ダミーに回帰。	黒字の場合の E/P はサンプル期間全体を通じて有意な変数ではなかった。ただし、赤字ダミーにかかる係数は、1 月に正であり、弱気相場の 2 月から 12 月のあいだは負であった。 *Howton and Peterson (1999) も結論は同じ。
Bartholdy (1998)	トロント証券市場。1982-1996	実際リターン	回帰分析。リスク・フリー・レート、マーケット・リターン、size、B/M、1 月効果を	E/P の係数は有意ではなかったが、E/P の変化にかかる係数は、全期間を通じて有意であった。E/P の時系列変

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
	年。総サンプル数は不明。		コントロールし、E/P と E/P の変化に着目。	化のデータを勘案すると、投資家は E/P (の変化) にたいして過剰反応していると解釈できる。 ----- *E/P の変化、それが平均に収束するか否かについては、明確ではない (Fairfield, 1994 も参照)。
Hawawini and Keim (1999)	1962-1994 年。アメリカ、日本を含む 17 か国。総サンプル数は不明。	実際リターン (月次、時価ウェイト)	10 区分ポートフォリオの両端比較。	E/P 効果は、size が小さなポートフォリオで 1 月にしか観察されない。
Bauman et al. (2002)	1985-1995 年。 <i>Business Week</i> に掲載された優良小規模企業 100 社。	市場リターン控除後のリターン (平均月次)	4 区分ポートフォリオの両端比較。	<i>Business Week</i> に掲載される前には E/P 効果は観察されたものの、掲載後には観察されなくなった。
Francis et al. (2004)	1970-2001 年。83,598 企業一年。	CAPM, 3 ファクター・モデル, 4 ファクター・モデルによって計算した、ポートフォリオ単位の超過リターン (1 か月)。	5 区分ポートフォリオの両端比較。	PEAD, B/M, CF/P, E/P, accruals は、いずれも有意な超過リターンを生じさせていた。ただし、情報の不確実性が高いほど、その超過リターンが大きくなるという仮説は、E/P と accruals については棄却された。 ----- *Francis et al. (2007) では、情報の不確実性が大きいほど、PEAD が大きくなると報告されている。Lee (2007) も同様の主旨の指摘をしている。
Hahn et al. (2004)	1951-2000 年。総サンプル数は不明。	ポートフォリオの実際リターンから、リスク・フリー・レート控除した超過リターン。	5 区分ポートフォリオの両端、および、それらを利用したゼロ・コスト・ポートフォリオのリターンを、マクロ経済環境を表す変数に回帰する回帰分析。	サンプル期間全体を通じると、有意な E/P 効果が観察された。バリュー株効果は、金融引き締め期には小さくなる。年代別に分析すると、P/E 効果は、1950 年代では 5% 水準で有意、80 年代と 90 年代では 10% 水準で有意であるが、60 年代と 70 年代では有意ではなかった。 ----- *Hahn et al. (2007) も、マクロ経済環境とアノマリーの関係を検証している。
Harris and Nissim (2004)	1978-2002 年。3 年間リターンに	3 年間リターンと 5 年間リターン	回帰分析。size, E/P, B/M, 負債比率, 自己資本営業利益率をコントロールしたう	リターン測定期間の業績は、当該期間の会計利益合計をデフレートした変数でとらえられているが、デフレータ

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
	ついては 25,000 強, 5 年間リターンについては 19,000 弱の企業一年。		えで, リターン測定期間の業績にかかる係数に着目。	の種類によって, E/P にかかる係数の符号と有意性は異なっており, 一貫していなかった。ただし, market value of capital をデフレーターとしたときには, その係数は有意な負の値であった。なお, CF/P と Accruals/総資産を変数に加えたときには, 前者の係数は正, 後者の係数は負でいずれも有意であった。このとき, E/P の情報内容は, CF と Accruals に分けられてしまっているため, 当然に, E/P の係数は有意ではなかった。
Lander (2006)	1980-2000 年。 Forbes に毎年掲載される優良小規模企業 200 社。	市場モデルによる残差リターン (月次平均)	4 区分ポートフォリオの両端比較。	Forbes への掲載前は E/P 効果が観察されるが, 掲載後には観察できなくなる。
Moll and Huffman (2006)	1985-2003 年。 217,596 企業一年。	月次の実際リターン	回帰分析。1 月効果を識別するため, 1 月とそれ以外の期間に分けて, 回帰分析を行う。説明変数は, 取引量, SP500 の動向で測った市場の強気の程度, value at risk, size, B/M, 黒字企業の E/P, 赤字ダミー, 前月のリターン (モメンタム) である。	リターンと取引量のモメンタムは, いずれも将来リターンと有意な正の関係をもっている。1 月効果が大きくなるのは, 12 月が強気市場であり, 1 月に入って取引量が減ったときである。この結果は, 1 月効果は年末の売り圧力の反動であることを示唆している。E/P にかかる係数は, すべてのモデルにおいて正であり, かつ, 1% 水準で有意であった。赤字ダミーの係数は, 1 月においてのみ, 正の有意の値であった。
Shi and Zhang (2011)	1998-2006 年。 27,373 企業一年。	Size を調整した超過リターン。	Size, B/M などのリスク・ファクターをコントロールした多重回帰分析。	Accruals の順位 (10 区分) にかかる係数は負であり, かつ, 有意であった。他方, E/P の順位 (10 区分) にかかる係数は, 正であったものの, 統計的に有意ではなかった。ただし, E/P の係数が 10% 水準で有意な正の値になるケースがあることも, 報告されている。
Penman and Zhu (2011)	1962-2009 年。 164,001 企業一年。	実際リターン (1 年間)。	E/P および B/M のリスク・ファクターを基本的な説明変数とし, アノマリー・ファクター (accruals, 営業資産の変化, ROA, 設備投資額, 新規発行株式数, 新規資金調達額) を説明変数に加えた多重回帰分析。	将来利益と将来の利益の変化 (成長性) の予測にかんしては, E/P は統計的に有意な変数であった。しかし, 将来リターンにかんしては, accruals, ROA, 新規発行株式数, 新規資金調達額などの変数に加えられた場合には, E/P は有意な変数ではなかった。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Panel C: 否定的結果				
Litzenberger et al. (1971)	1962-1969年。 261企業。	実際リターン (6か月)	10区分ポートフォリオの両端比較。	E/Pが高いポートフォリオと低いポートフォリオとのあいだに、リターンの格差は観察されなかった。
Cook and Rozeff (1984)	1964-1981年。 総サンプル数は不明。	実際リターン、市場リターン控除後リターン、2ファクター・モデル、市場モデル (1ファクター、2ファクター)。1年間のリターン。	1つの要因について、5区分ポートフォリオを組成。2つの要因の分析には、25区分ポートフォリオを組成。ソートの順序を入れ替えた2組の25区分ポートフォリオと、一方をコントロールした5区分ポートフォリオを使用して、ANOVAを適用。	E/Pと1月の交差効果が大きい。1月のE/P効果は5.47% (年率66%)であり、それ以外の月では6.72%であった。E/P効果は、リターンの種類によって大きさが異なり、実際リターンと市場モデル (1ファクター) の場合に大きく、2ファクター・モデルと市場リターン控除後リターンについては、E/P効果は有意ではなかった。規模とE/Pの交差効果は観察されなかった。規模効果がE/P効果を包含するとはいえず、E/P効果が規模効果を包含するともいえない。
Elgers et al. (1987)	1978-1981年。 1,921企業-1年。	市場モデルによる累積超過リターン (1年)	5区分ポートフォリオにANOVAを適用。	E/P効果は観察されなかった。E/P効果の存在を報告している先行研究は、利益期待モデルとリターン説明モデルに誤りがあるからであると主張している。
Tseng (1988)	1975-1985年。 毎年、1,000社を無作為抽出。	実際リターン	5区分ポートフォリオ。リスク・フリー・レート控除後リターンをヒストリカル・ベータで除した比率を比較。	低株価効果とsize効果をコントロールすると、P/E効果は有意ではなかった。
Chan et al. (1991, 1993)	日本企業を対象。1971-1988年。総サンプル数は不明。	リスク・フリー・レートを控除した超過リターン (1か月)	E/Pが正の企業の4区分に、赤字企業を加えた5区分。sizeの4区分。債務超過企業の区分と、B/Mが正の企業を4区分した計5区分。三重ソートにより、100ポートフォリオを組成して、ポートフォリオの市場ベータ、E/P、規模、B/M、キャッシュ・フローを説明変数とする分析。	B/Mと規模は、有意な変数であり、前者のほうが効果は大きかった。E/P効果は観察されなかった。 *市場ベータ以外の説明変数は、ポートフォリオの単純平均を使用している点は、問題がある。多重共線性が考慮されていない。E/PとB/Mとのあいだ、およびE/PとCF/Pとのあいだに正の相関があることが無視されている。
Badrinath and Kini (1994)	1967-1981年。 総サンプル数は不明。	ポートフォリオの時価ウエイト・リターン	5区分ポートフォリオの超過リターン (リスク・フリー・レート控除後、またはゼロ・ベータ・リターン控除後) に1ファクター・モデルを適用して、定数項の値を検証。	トービンのq効果をコントロールすると、E/P効果は小さくなる。size効果は1月効果と同じであるが、E/P効果は1月効果とは別のものである。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Bauman and Downen (1994)	1979-1986年。 総サンプル数は不明。	実際リターンと市場モデルによる超過リターン (8か月)	5区分ポートフォリオのリターンの単調性の検証。	アナリストは、E/Pが低い企業にたいして楽観的な利益予測をする傾向がある。期待外の利益(アナリスト予想と実績利益の差)を調整すると、E/P効果は観察されなくなる。
Davis (1994)	1940-1963年。 sizeが大きな企業を毎年100社抽出。	実際リターン (1か月)	回帰分析。	黒字企業のE/Pはプラスで有意であったが、このバリューストックプレミアムのほとんどは1月に獲得される。
Brouwer et al. (1997)	1982-1993年。 フランス、ドイツ、オランダ、イギリス企業。 総サンプル数は不明。	実際リターン (1年)	回帰分析。説明変数は、E/P、CF/P、B/M、D/P、size。各変数について、国別の平均と産業平均で基準化している。	多重回帰の結果、CF/Pとsizeは有意であったが、E/P、B/M、D/Pは有意ではなかった。 *CF/PとE/Pを同時に変数にしているから、E/Pにかかる係数は、accruals/Pの係数を意味している。それが有意ではないから、accrualsには将来リターンの予測能力がないことを示唆している。
Kim (1997)	1963-1993年。 5,328企業。 74,000企業一年。	実際リターン (1か月, 四半期, 1年)	回帰分析。市場ベータ、size、B/M、黒字の場合のE/P、赤字ダミーを説明変数に選択。	市場ベータは、規模、B/M、E/Pを所与としても、将来リターンにたいする説明力がある。規模効果は、月次リターンでは観察されたが、四半期リターンでは観察されなかった。E/Pも、月次リターンについては有意であるものの、四半期リターンについては有意ではなかった。他方、B/Mは、一貫して有意であった。
Bartholdy (2001)	1978-1996年。 総サンプル数は不明。	E/Pによる5区分ポートフォリオ。各ポートフォリオのリターンからリスク・フリー・レートを控除した超過リターン (1年間の月次平均)	Fama and Frenchの3ファクター・モデルを適用。	等ウェイトでポートフォリオを組成した場合には、小規模企業のE/P効果は明白であるものの、時価ウェイトで組成すると、E/Pはリターンに影響をあたえない。NASDAQの小規模株式は強いE/P効果を示すものの、それらの企業の会計利益はWall Street Journalには発表されない。1986年以降、すべての市場において、E/P効果は消滅している。
Gregory et al. (2003)	総サンプル数は不明。	実際リターン (月次)。	単ソートの場合は10区分、二重ソートの場合は3×3の9区分でポートフォリオを組成。単ソートの区分ポートフォリオの両	マクロ経済要因を考慮すると、アノマリーは観察されない。ファンダメンタル指標が将来の成長力などを予測する能力も、きわめて限定的であった。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
			端を利用して、ゼロ・コスト投資のリターンを計算し、Fama and French の3ファクター・モデルによって、超過リターンを検証。	
Park and Lee (2003)	日本企業 1990-1999年。 10産業の195社。	実際リターン	5区分ポートフォリオの両端比較。ゼロ・コスト投資戦略。	リターンを獲得するのに最も有効な指標はM/Bであり、その次に並ぶのはP/SとP/CFであった。P/Eは最下位であった。ただし、産業ごとに有効な指標は異なり、アノマリー(リターン)の大きさにもバラツキがあった。
Desai et al. (2004)	1973-1997年。 70,578企業一年。	実際リターンと規模修正後リターン(1年, 2年, 3年)	10区分ポートフォリオの両端比較と回帰分析。	4つのValue-Glamour指標——売上高の成長, B/M, E/P, (利益+減価償却)/P——は、accrualsアノマリーとは独立。しかし、それらのアノマリーは、CF/Pによって説明される。つまり、アノマリーの支配的規定要因はCF/Pである。
Jacobsen et al. (2005)	1926-2004年。 総サンプル数は不明。	ポートフォリオの時価ウェイトによるリターンと等ウェイト・リターン(平均月次リターン)	10区分ポートフォリオごとにリターンを計算して、回帰分析(SUR)をする。	1月効果をコントロールしたとき、時価ウェイトによるリターンからは、E/P効果, CF/Pの効果, D/P効果はほとんど消滅した。
Ho and Lin (2006)	1962-2003年。 総サンプル数は不明。	リスク・フリー・レート 控除後リターン	回帰分析。	B/M, CF/P, D/PおよびE/Pなどの会計関連指標は将来リターンの予測能力はほとんどないが、size, モメンタム, 取引量, 市場リターンなどの市場関連指標には予測能力がある。
Soderstrom (2006)	1978-2004年。 総サンプル数は不明。	1年間の月次平均リターン。	回帰分析。size, B/M, E/P, マクロ景気にたいする感応度を表すダミー変数, 負債比率, インタレスト・カバレッジ・レシオを説明変数とする。	E/PとB/Mは相関が高いため、一方を説明変数とする2組の回帰分析を実行した。E/Pにかかる係数は有意ではなかったが、B/Mの係数は、正で有意であった。なお、B/Mを入れた回帰分析では、負債比率の係数は有意ではない一方、インタレスト・カバレッジ・レシオの係数は、負で有意であった。
Zhang (2008)	1963-2007年。 総サンプル数は不明。	実際リターン(1か月)	10区分ポートフォリオについて、Fama-Frenchの3ファクター・モデルによって α リターンを計算し、その有意性を検定。	有意なE/P効果は観察されなかった。

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
Gegenfurtner et al. (2009)	1995-2005年。3,109企業一年。ドイツ	市場リターン控除後の超過リターン (1年間)。	Fama-French の 3 ファクターに、E/P, accruals, CF を加えた多重回帰。	有意な E/P 効果は観察されなかった。 *多重共線性の問題が未解決。
Gubellini (2010)	1963-2007年。総サンプル数は不明。	実際リターン (1 か月)	10 区分ポートフォリオの両端について、モメンタム・ファクターを加えた 4 ファクター・モデルによる α リターン分析と、その差 (スプレッド) の分析	有意な E/P 効果は観察されなかった。
Cao et al. (2011)	1965-2002年。66,150 企業一年。債務超過企業と極小規模企業を除く。	実際リターン (1 年)	回帰分析。市場ベータ, size, B/M, 黒字の場合の E/P, 赤字ダミー, モメンタム, R&D 支出/株式時価総額などをコントロールしたうえで、過去 2 年間の増減益の状況を示すダミーに着目。	市場ベータ, B/M, E/P は有意ではない一方、size とモメンタムは、有意水準が低い (10%) もの、将来リターンとは有意な関係を示した。有意水準が高かった (1%) のは、R&D の変数のみであった。過去 2 年間の増減益の状況を示すダミーは有意ではなく、ミスプライスされていた。
Dasgupta et al. (2011)	1983-2004年。年平均 1,130 社。	市場リターンを調整した超過リターン (2 年間)。	リスク・ファクターを説明変数とした多重回帰分析。	Size, B/M, CF/P, E/P, 売上高, 利益成長率等はいずれも有意ではなかった。有意であったのは、アナリストカバレッジの変化と、機関投資家の取引の持続性 (著者独自に作成した変数) のみであった。 *独立変数の有効性と同時検定になっている点、2 年間のリターンを対象にしている点に問題が残る。
Panel D:	Fama and French による一連の研究		いずれも E/P 効果を否定	——総サンプル数はいずれも不明。
Fama and French (1992)	1963-1990年。	平均月次リターン	13 区分ポートフォリオの比較と、それぞれに回帰分析を行った。	市場ベータでは、リターンのクロス・セクションのバラツキを説明できない。size と B/M を組み合わせると、財務レバレッジと E/P の効果を説明できる。赤字企業には、その後、高いリターンが生じる。黒字企業の E/P とリターンとは正の関係にあるものの、E/P と B/M とは正の関係にあり、E/P 効果は B/M の効果に吸収されてしまう。
Fama and French (1993)	1963-1991年。	平均月次リターン	Size と B/M によって独立に二重ソートした 25 (5×5) 区分ポートフォリオについて、リスク・フリー・レート控除後の超過リターン (1 ヶ月) を回帰分析。	1 ファクター・モデルでは、黒字企業の E/P とリターンとのあいだの正の関係を説明できない。E/P による 5 区分ポートフォリオのリターンを、3 ファクターに回帰したとき、定数項はゼロと異なる。すなわち、3 ファ

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
				クター・モデルによると、E/P ポートフォリオのいずれにも、超過リターンは生じない。規模と B/M は、株式リターンのリスク要因の優れた代理変数である。 *E/P ポートフォリオの両端によるゼロ・コスト投資のリターンについては、分析されていない。
Fama and French (1996)	1963-1993 年。	平均月次リターン	回帰分析。	3 ファクター・モデルの定数項の必要性和有効性の検証、Lakonishok et al. (1994) の追加検定に焦点を当てた。3 ファクター・モデルに定数項は必要であり、Fama and French (1993) と同じ手法、理由によって、E/P 効果は否定された。売上高の成長と E/P との交差効果については、Lakonishok et al. (1994) とは異なり、棄却された。短期のリターンのモメンタムについては、3 ファクター・モデルでは説明できないものの、それ以外の既知のアノマリーについては3 ファクター・モデルで説明可能である。
Fama and French (1998)	1975-1995 年。 13 か国の国際データを使用。	リスク・フリー・レート 控除後の超過リターン (1 ヶ月)	回帰分析。	E/P 効果は、アメリカ、日本、フランスの3 カ国で観察されたが、イギリス、ドイツのほか、10 か国では観察されなかった。市場ポートフォリオのリスク・フリー・レート控除後の超過リターンと、B/M のファクター・リターンの2 ファクター・モデルによると、E/P が高いポートフォリオも低いポートフォリオも、定数項がゼロと有意に異ならなかった。B/M のファクター・リターンを加味することによって、リターンをよりよく説明できることが、国際的な証拠にもとづいてあきらかになった。
Fama and French (2006)	1926-2004 年。	リスク・フリー・レート 控除後の超過リターン (1 ヶ月)	回帰分析。	サブ期間サンプル (1963-2004 年) では、5 区分した size ポートフォリオのすべてについて、有意な E/P 効果が観察された。他方、最大規模のポートフォリオでは、B/M 効果は観察されなかった (p. 2169)。国際データ (1975-2004 年) については、E/P 効果も B/M 効果も観察され、B/M ではなく、E/P と規模で二重ソートした場合には、最大規模のポートフォリオにおいて、より大きなバリュ

著者	サンプル	対象リターン	分析手法	発見事項 (*筆者のコメント)
				ー・プレミアムが観察された (p. 2172)。市場ベータは、規模や value-growth 要因とは無関係にばらついており、1926-2004 年において、市場ベータに報酬は生まれず、CAPM によってバリュー・プレミアムを説明できない。