

第 72 回 関東部会

基調講演

財務会計研究の公益的視点

桜 井 久 勝

〈論文要旨〉

投資者保護のための財務報告を対象とする財務会計の研究は、既存および潜在的な株主と債権者の私的利益の保護を越えて、次のようにして公益の促進にも寄与する。規範的研究は、基礎概念の提示と会計処理方法の演繹を通じ、会計基準設定機関のデュープロセスと相俟って、利害関係者の理解と遵守意欲を高めるような会計基準の形成に役立つ。他方、価値関連性研究に代表されるような記述的研究は、株価への反映が不十分な会計情報や投資手法の証拠を提示して裁量取引を誘発することにより、市場の効率性の促進と投資者の市場参加意欲を高めて、経済社会全体における望ましい資金配分を促進する。

〈キーワード〉

利益調整, 効率的市場仮説, アノマリー, 価値関連性, 会計基準

1 は じ め に

本稿は、2025 年 3 月に開催された日本会計研究学会第 72 回東日本部会にて筆者が行った同タイトルの基調講演の内容を論文にしたものである。論題中の公益という言葉が目を引きであろう。筆者が研究の公益性を強く意識する契機となったのは、30 年も前の 1995 年 1 月に勃発した阪神淡路大震災である。筆者の勤務校では全科目の単位認定がレポート試験で行われた中、ある学生のレポートに次のような想いが綴られていたのが今も記憶に新しい。

「この震災で自分は生き残ることができたが、被災して日々の生活に苦悩する多くの人々の姿を見て疑問が生じた。会社法や金融商品取引法が保護しようとする株主・債権者・投資者は、多少なりとも生活に余裕があり、相対的には富める人々である。そんな人々の保護を目的とする財務会計は、富める者を更に裕福にするための学問なのか」というのである。

財務会計は富める者を更に裕福にするための学問かと批判的に問われたら、どう反論する

か。会計情報の投資意思決定有用性を中心に研究を続けてきた筆者にとって、自分なりに納得できる回答を得ておかなければならない重要な課題である。

2 通説的な説明

財務会計は富める者を更に裕福にする学問かと問われた筆者は、この翌年の講義から、株主・債権者・投資者の保護が公益と結びつくことまで含めた説明を試みてきた。

たとえば会社法による株主と経営者の利害調整を説明するために、土地を所有するが体力のない老人と、体力しかない若者が協力して共に生き残るため、老人の土地で若者が農耕して得た収穫を、2人で折半する契約を結ぶ話を考案した。この契約が機能するには農耕の成果を測定し報告する制度が不可欠なことを述べ、このようにして財務報告は、人々が協力しあう社会を成立させる点で、公益につながると説明すればよいだろう。この点で、財務会計の「契約支援機能」という表現は的確な用語法である。

債権者保護の説明は更に簡単である。典型的な債権者である銀行の保護は、社会全体の決済システムの安定的な維持や、預金者の保護につながると説明すればよさそうである。

金融商品取引法の投資者保護については、まずは Akerlof (1970) のレモンの市場の話、すなわち証券のように品質に不確実性がある財が取引される市場が成立するには、買手に対する品質情報の提供が不可欠であるという説明が役に立つ。また、好業績企業ほど株価が高くなれば、時価発行増資を通じて、家計の貯蓄資金が好業績の企業へより多く配分され、資金配分の効率性が促進されるという Fama (1970) の主張も説得力をもつであろう。

3 規範的研究による会計基準形成への貢献

次に、教育から研究へと視点を転じ、研究の公益性について考える枠組みとして、財務会計の研究スタイルを、規範的研究 (normative research) と記述的研究 (positive research) に分けて、まずは規範的研究による貢献から考察を始めたい。

規範的研究の最大の貢献としては、会計基準の形成への寄与を挙げなければならない。ここでは、財務報告に関する会計基準をめぐる関係者間の合意形成のために、基礎概念の提示と、具体的な会計基準を演繹する論理が展開される。会計基準は実務に規制を追加するものであるから、それについて合意が形成され、経済社会のインフラとして機能するには、基準の遵守意欲を促進するに足る論理的な説得力が不可欠である。研究者はそのような論理の構想や展開について、相対的な優位性をもつので、会計基準の形成や財務報告の制度設計は、研究者の間で重要な研究課題とされてきた。ここではそのような基礎概念の例として、①時価評価に対応するための「包括利益」、②収益認識を精緻化するための「履行義務の充足」、③全リースをオンバランスするための「使用権資産」という3つを挙げるだけで十分であらう。

う。

筆者も研究者として大学に職を得た当初は、会計基準の形成に貢献するつもりで研究を始めたが、ある時点から、会計情報と株価形成の関連性を分析する実証研究へと、大きく舵を切った。この意識変革をもたらしたのは、「口実の市場」と題して規範的研究を次のように批判的に論じた Watts and Zimmerman (1979) である。

この論文の論点を簡単に要約しておこう。研究者は決して特定の既得権益集団に奉仕しようとして、研究を推進したり論文を書いたりするわけでない。しかし、会計基準の施行によって得をする人と損をする人がいる限り、その論文に含まれる議論の内容は、その会計規定が自己の利益に合致すると考える人々により、彼らが選好する会計規定の正当性を主張するための論拠として引用される。たとえば、のれんの償却の要否、R & D の資産計上の可否、金融負債の時価評価など、今も論争中の会計処理が数多く存在する。

この結果、あるべき会計規定に関する規範的な議論を含む論文は1つの経済財となり、独創性の高い論文を執筆する研究者による多様な内容の「供給」が行われる。他方、利害関係者は、それらの論文のうち自己の利益に合致するものを探して利用しようとして「需要」を生み出す。このようにして研究成果の需要と供給が交差する状況は、口実の市場（すなわち自己利益に合致する会計基準を正当化するための論拠の市場）であると考えられる、というのがこの論文の要旨である。

規範的研究を批判する論旨の圧倒的な説得力が、その後の筆者の研究方針を Positive Research へと大きく偏らせることになった。しかし現時点では、彼らの見解に対して次のような2通りの反論が可能であると考えているに至っている。

第1は、Normative Research を回避することが、現状肯定につながらないかという懸念である。Watts and Zimmerman (1986, p. 195) には、歴史の風雪に耐えて持続してきた制度には、持続を可能にする十分な理由があって、その理由を説明するのが会計理論の主目的であるとして、適者生存の原理が展開されている。書名の Positive Theory という用語は、須田 (1991) により normative との対比で「実証理論」と翻訳されているが、positive の反対語には negative というもう一つの形容詞がある。この観点から考えれば、positive research を基礎づける適者生存の原理は現状肯定とつながりやすく、現状に問題があっても改善されにくいことが懸念される。したがって現状の問題点を知覚した研究者が、研究を通じて公的な貢献を行うには、部分的にでもいったん現状を negative に否定したうえで、あるべき方向を提案するという規範的研究が不可欠である。

第2に、たとえ研究者の提示する論理が特定の利害関係者の利益のために濫用されるおそれがあるとしても、会計基準の新設改廃には、基準設定機関で必ずデュー・プロセスが採用されるから、濫用がまかり通ることはないはずである。

したがって筆者は、会計基準の新設改廃に役立つような規範的研究もまた、研究者が行うべき社会的な価値のある重要な仕事だと考えるに至っている。

4 記述的研究による会計基準の事後的評価

次は、公益促進に対する記述的研究の貢献について考察する。ただし残念ながら、筆者は記述的研究の全体を展望するに足る能力を持ち合わせていない。そこでこの先の議論は、アーカイバルデータを分析する株価・会計情報研究とよばれる分野に限定して考察したい。

この観点で日本の研究の現状をみると、実務に大きな変革をもたらす会計基準の新設改廃がある時は、研究者の間で議論が大きく盛り上がって集中的に研究が推進されるが、いったん会計基準が確定すると、研究熱が急速に薄れていくように思われる。実務家ならそれで十分であろうが、会計基準の確定後にこそ重要になるのが、アーカイバルデータを分析する実証研究である。

この研究は、会計基準の形成時に規範的に主張され期待されていた成果が、現実に達成されたか否かを事後的に評価するという関係にある。したがって前述の包括利益、履行義務の充足、使用権資産といった基礎概念を踏まえた新会計基準に基づく情報の価値や効果については、今後も実証的に事後的な評価を行っていく必要がある。しかし、現時点ではまだ最終的な評価を可能にするに足るだけの蓄積がない。そこで本稿では、すでに暫定的な評価が可能になっていると思われる最重要トピックスを取り上げることにする。それは発生主義会計の利益情報の評価である。

会計学者にとっては現金主義に対する発生主義の優位性は自明のことであり、異論をささむ者はいないであろう。しかしキャッシュ・フロー計算書が西暦 2000 年に導入されるに際し、資金情報の重要性が強調されるあまり、発生主義会計は次のような批判を受けたことがある。キャッシュフローは客観的事実であるが、会計利益は見積りを含むオピニオンに過ぎないという批判である。そこでは、意図的な利益調整の影響を受けやすいという発生主義会計の弱点がことさら強調されている。

粉飾決算が会計基準への違反行為であるのに対し、利益調整は会計基準が許容する範囲内での行為であること、およびその利益調整には、会計的利益調整と実体的利益調整があるうち、ここで取り上げるのは会計的利益調整だけに限定することを確認して、議論を進める。そのような会計的利益調整の主要な手段となるのが、会計方針の選択と変更、および会計上の見積りの偏向の2つである。また利益調整の目的は、利害調整のための規制や契約に組み込まれた会計数値を増減させて、規制や契約の帰結をみずからに有利な方向へと傾かせることにある。したがって利益調整と株価形成に関する研究は、財務会計の利害調整機能と情報提供機能の両方にまたがる研究テーマでもある。

そこでまずは、現実に利益調整が存在することを裏づけている多くの証拠のうち、ここでは3つだけを要約的に紹介する。

第1は、赤字決算を回避するための利益調整である。首藤（2010, 77 頁）や若林（2009, 163 頁）でも報告されている通り、上場会社の利益率の分布のヒストグラムを観察した時の共通の発見事項は、 $\pm 0.0\%$ のすぐ左隣に位置する利益率の区分に入る企業数が目立って少ないことである。この現象の説得力のある説明は、利益率が僅かにマイナスであった企業が、会計処理を工夫して利益調整を行うことで、赤字決算に陥るのを回避したというものである。このように多くの利益調整は、利益を捻出する方向で行われるが、逆もある。

ビッグバス会計、つまり翌年の業績のV字回復を演出するために、当期の決算で意図的に巨額の損失を計上する利益調整がそれである。この典型例は、西暦2000年3月期の日産自動車の報告利益である。桜井（2023, 7 頁）の試算によれば、同社がこの年度に会計方針の変更を行わなかったと仮定したら、同社の報告利益の変動は遥かに穏やかであったことがわかる。

新規上場会社について永田・蜂谷（2004, 97-98 頁）が検出している利益調整は、はるかに複雑である。これらの企業の重要課題は、利益の持続的成長をアピールすることである。この研究では、 $[\text{発生主義利益} = \text{営業キャッシュフロー} \pm \text{会計発生高}]$ という関係式から、会計発生高を算定したうえで、このうち固定資産投資や運転資本投資では説明できない部分の金額を、利益調整と見なす方法で観察が行われた。その結果から判明したのは、キャッシュフロー業績が不十分な企業は、プラス方向の利益調整を行って報告利益を嵩上げするが、キャッシュフロー業績が好調な企業は、マイナス方向の利益調整により報告利益を抑制し、将来年度に向けたハードルが上がり過ぎないように工夫している状況であった。

これらはいずれも、会計基準の許容範囲内で行われた利益業績の測定と報告であるが、懸念されるのは、このような利益調整によって市場がミスリードされているのではないかという点である。もし利益調整によって市場が大きく誤導されているのであれば、現行の発生主義会計とそれを支える一連の会計基準は、キャッシュフロー論者が酷評する通り、大きな欠陥を内包していると言わざるを得ないであろう。

5 効率的市場仮説

しかし利益調整に起因する株価形成の誤導に関しては、これを真っ向から否定する「効率的市場仮説」が存在する。効率的市場とは、市場価格が、その時点で入手可能な情報を常に完全に反映している市場をいう。したがって市場に新情報が到来すると「即時に」かつ「正しく」価格に織り込まれることになる。この仮説には、即時および正しいという2つのキーワードがあるが、利益調整については、株価形成の正しさが問題になる。効率的市場であれ

ば、企業による利益調整の可能性が周知されていて、投資者がそれを見破るので、会社が利益調整をしても、市場価格が誤導されることはない。

効率的市場仮説の実実妥当性をめぐっては、これまで数多くの実証研究が蓄積されてきた。それを踏まえて現時点で筆者が到達している結論は、この仮説が近似的には妥当であるとしても、100%まで完璧に正しくはないというものである。そう考える理由の第1は、公表された財務諸表を活用しても追加的な投資利益が得られないとなれば、財務諸表は使われなくなり、そうなれば財務諸表の情報は株価に反映されなくなって、市場は効率的でなくなるというパラドックスが内在していることである。第2に、アノマリーとよばれる変則的証拠の存在がある。株価が情報を織り込む速度は「即時」でなく、また「正しく」ない場合があることを示す次のような証拠が存在しているのである。

第1は、決算発表に対する市場反応の迅速さである。1日単位での株価変化率を観察した後藤（1997, 125頁）も、売買出来高を観察した音川（2009, 102頁）も、決算短信の発表日や新聞掲載日に顕著な反応が生じることを示すが、決算発表を過ぎると目立った変化は生じないのだろうか。

市場反応の即時性ないし迅速性に関する代表的な研究として、ここではニューヨーク市場での四半期利益情報の発表を分析したFoster et al. (1984, p. 588)と、東京市場での巨大上場会社と中小上場会社の株価変化を比較した後藤（1997, 133頁）を参照しておく。これら両研究ともに、決算発表日を超えても株価変化がしばらく持続していて、株価は利益情報を即時には織り込んでいないことを証拠づけている。

次は、市場が利益調整の存在を周知しており、それを見破って正しい株価形成を行うほど賢明か否かを調査した研究である。それらの研究は、利益調整の効果がいずれ反転するという事実認識に立脚する。たとえば減価償却を考えれば明らかなおと、当期の費用計上額を意図的に減らして利益捻出しても、その分だけ将来の費用計上額が自動的に増加して、利益が減ってしまうのである。したがって、もし市場が報告利益額を盲目的に受け入れているのであれば、利益捻出された銘柄でも業績良好と評価されて、株価が割高になっているから、値下がり前に売らなければならない。逆に、利益圧縮された銘柄は、業績が悪いと評価されて株価が割安になっているから、値上がり前に買っておく必要がある。もしこの投資戦略が成功するのであれば、利益調整によって株価形成が誤導されている証拠になる。

発生主義会計利益と営業キャッシュフローの差額として定義される「会計発生高」を基礎として、割安株（将来は値上がりする銘柄）と割高株（将来は値下がりする銘柄）を識別できることを世界で最初に証拠づけたのはSloan (1996, p. 307)である。この発見事項は、Xie (2001, p. 366)により更に精緻化された。会計発生額を、①現金主義と発生主義の差として必然性を有する部分と、②それ以外の意図的な利益調整が疑われる部分とに区分して観察す

るとにより、意図的な利益捻出が疑われる銘柄が割高株になっており、意図的な利益圧縮が疑われる銘柄が割安株になっている傾向が、統計的に有意であることを裏づけたのである。この分析結果は、市場での株価形成が企業の利益調整によって誤導されていることを意味するものであり、効率的市場仮説に反する証拠であることから、「利益調整アノマリー」と名づけられている。

6 利益調整アノマリーの原因と消滅

これらアメリカの先行研究と同様の結果が、日本でも Muramiya et al. (2009, p. 31) によって報告されている。この研究は、利益調整の相対的な大きさに基づき、上場会社を5つのグループに分類して、その後の株価動向を比較している。調査の結果によれば、最大の利益圧縮企業群は、市場が騙されて業績が悪いと判断して株価が割安に形成されていたかのごとくに、その後の利益の反転増加につれて株価が値上がりして、1年間に+3.8%の投資利益率を生じていた。逆に、最大の利益捻出企業群は、市場が騙されて業績が良好と判断して株価が割高に形成されていたかのごとくに、その後の利益の反転減少につれて株価が値下がりして、投資利益率は1年間で-1.6%に落ち込んでいた。したがって利益圧縮銘柄を買い、利益捻出銘柄の株式を売る投資戦略により、その後1年間の追加的な投資利益率は5.4%にも達するのである。

効率的市場仮説に反していて、利益調整アノマリーともいうべき結果が生じる理由については、これまで2通りの見解が対立してきた。第1は、主としてリスク調整の不十分さを原因として、実証分析の手法に欠陥があるという見解である。これに対し、利益調整によって市場がまさに誤導されているというのが、いま1つの見解である。この論争は長らく平行線をたどってきたが、Muramiya et al. (2009) は分析手法を工夫することにより、この論争に決着をつけている。

そのために採用された方法は、投資のプロともいうべき情報精通者が取引を主導する銘柄と、アマチュアたる情報非精通者が取引を主導する銘柄を比較して、両グループ間で株価形成に差異が存在することを示すという手法である。情報精通者の投資行動には顕著な特徴がある。それは、株価を動かす新情報を察知するや否や、他人が気付かないうちに所定の投資ポジションを迅速にとる目的で、株式売買の希望価格を指定することなく、Good Newsなら成行きの買い注文、Bad Newsなら成行きの売り注文を反復するので、成行き注文の取引回数が買いと売りのどちらかに大きく偏るという特徴である。そこで株式の銘柄別に、売りと買いのどちらかに偏った成行き注文で成立した取引の割合を計算すれば、情報精通者の取引割合を示すPIN (Probability of INformed trading) という指標が得られるのである。

このようにしてサンプル企業を、アマチュア主導の銘柄とプロが主導する銘柄に区分し

て、前述の投資戦略の結果を比較したところ、利益圧縮企業の株価が値上がりし利益捻出企業の株価が値下がりするのは、アマチュア主導の企業群に関してだけであり、プロ主導の銘柄からはそのような結果は生じておらず、アノマリーが消えていることが判明した (p. 32)。これは、情報精通者の活動が、市場での的確な株価形成を促進していることを意味するものである。

プロ主導の銘柄でアノマリーが消滅するまでの間に、情報精通者が超過的な投資利益を得ていることは間違いない。そして、このこと自体の不公平性を問題視する見解もあるが、その一方で、利益調整を見破る能力を持ったプロによる利益追求が、株価形成を的確化する、すなわち市場価格をあるべき本源的価値に近づけるのに役立っていると評価することも可能である。

そして何よりも重要なのは、このプロ投資家の活動の結果が、情報に精通しないアマチュア投資家にも恩恵をもたらす点である。第1に、市場で成立している価格が、あるべき本源的価値に限りなく近ければ、アマチュア投資家であっても的確な価格での取引が可能になる。そしてこれは、公正な株価形成を通じた弱小投資者の保護にもつながる。第2に、市場で成立している価格が適正であるという信頼感が広がれば、情報精通者との取引によって損をさせられるかもしれないという心配が和らぐ結果、大勢のアマチュア投資家が安心して市場取引に参加することで、株式市場の機能がよりいっそう促進されるであろう。

このような公的メリットを考えれば、情報精通者が得たであろう超過的な投資利益は、彼らの行動に対する報酬として許容できるかもしれない。また、もう1つの重要な論点として、財務会計を深く学習するだけで、誰もが利益調整を見破る能力を身に付けて利益調整に関する情報精通者になれるので、機会は均等だということも指摘しておきたい。

このようにして多くの人々が利益調整を見破る能力を身に付けると、もはや利益調整アノマリーは長くは続かない可能性が高い。この点に着目して、利益調整アノマリーの歴史的な変遷を分析している北川 (2023, 73 頁) の研究結果を見てみよう。この研究は、利益調整の相対的な大きさを指標として、上場企業を10組に分類し、最大利益捻出の企業群の株式を値下がり前に売り、最大利益圧縮の企業群の株式を値上がり前に買うという投資戦略を、1977年に開始した場合に、2019年までに超過的な投資利益率がどんな形で積み上がっていくかを調査している。その結果は、2000年までは高い投資利益率が得られていたものが、その後は緩やかになり、2010年頃からは超過的な投資利益が得られなくなったことが報告されている。この結果に基づき、北川 (2023) は利益調整アノマリーが消滅したという結論を示すとともに、その原因として、情報処理技術が進展したことと、利益調整アノマリーの存在が広く知れ渡ったことを挙げている。

7 アノマリー研究の公益的貢献

かつてのアノマリーが、その後に消滅したことを示していると思われる類似現象が、ほかにもいくつか存在するが、ここでは有名なものに限って2つだけ言及する。

その1つは、Ou and Penman (1989, p. 313) が明らかにした財務諸表分析から推定された増益確率に関するアノマリーである。この研究では、彼らが考案した方法によって、年8%を越える超過的な投資利益率が得られることが報告された。しかし3年後に同じ分析を行った Holthausen and Laker (1992, p. 404) の研究では、もはや超過的な投資利益率は生じていない。

ストックオプション会計で著名な Black and Scholes (1973) のモデルも類似のケースであると思われる。2人とも当初は大学教授であり、みずからが考案したモデルを活用して投資実務の世界に転職したが、この転職は失敗したと言われている。その原因は、自らが開発したモデルが1995年のノーベル経済学賞を獲得し、実務界で広く普及した結果、市場価格が本源的価値に近づいてしまい、もはや割安や割高のものを見つけられなくなったからだと考えられるのである。

これらの事例から、筆者は、市場で次のようなことが起きているのではないかと推測するに至っている。それは、アノマリーが顕著であればあるほど、投資実務の世界で注目が集まり、その投資手法が急速に普及して、割安・割高が修正される結果、その手法を用いても、もはや特別な利益が得られなくなっているのではないかという推測である。

この推測は McLean and Pontiff (2016, p. 11, 13) によって科学的に裏づけられている。この論文では、学術雑誌に掲載された97種類のアノマリーを調査対象として、論文の刊行前と刊行後の期間の投資成績が比較された。その結果、多くのアノマリーに関して論文刊行後に、かつては得られていた高い投資利益率が減少ないし消滅して、もはやその投資戦略を採用しても追加的な利益が得られなくなっていることが報告されている。学術論文の発表が、情報に精通した投資者による裁定取引を誘発し、アノマリーを消滅させて市場の効率性を促進する原動力となっているというのが著者たちの解釈である。

ただしこのことは、公表されるすべての会計情報がすでに株価に反映されてしまっていて、もはや新しいアノマリーが生じる余地がないことを意味するものではない。事実、前述の Ou and Penman (1989) が発見したアノマリーの消滅に関連して、Chen et al. (2022, p. 492) は、財務諸表分析からのデータに対して、AIによる機械学習を追加して、増益確率の予測を精緻化すれば、再び新しいアノマリーとして蘇ることを示す研究結果を提示している。したがって今後も、新しいアノマリーが発見され、それが裁定取引を引き起こして市場の効率性が高められていく過程が繰り返されるものと思われる。

アノマリーに関するこのような解釈に基づけば、財務報告と株価形成の関係を実証的に分

析する、いわゆる株価・会計情報研究とよばれてきた分野の研究には、私的有用性および公的有用性という2通りの役立ちがあると考えることができる。

私的有用性とは、会計情報を活用して超過的な投資利益が得られるというアノマリーを発見した時に、その研究成果を秘匿して私的な利益獲得を図る場合の役立ちである。このとき、株価・会計情報研究は、「富める者を更に裕福にするための学問だ」と批判されても致し方ないかもしれない。

これに対し、公的有用性とは、研究者が発見したアノマリーを学術論文として公表すれば、情報精通者による裁定取引を誘発して、アノマリーを消滅させることができ、その結果として市場での価格形成の効率性が高まり、資本市場がもつ効率的な資金配分の機能がよりいっそう強化されるという視点での有用性である。

財務会計の実証研究の1つの主要な分野は、会計情報が具備すべき最重要の質的特性として、投資意思決定有用性を掲げる金融商品取引法の財務報告に焦点を当てて、株価と会計情報の関連性を分析する研究分野である。筆者は、この研究に対しては、「富める者を更に裕福にするための学問か」という批判がありうるものが長く気がかりであった。しかし本稿で考察したように、研究成果が公的有用性のために役立つ余地が十分にあるというのが、現時点で筆者が到達している結論である。

引用文献・参考文献

- 音川和久. 2009. 『投資家行動の実証分析：マーケット・マイクロストラクチャーに基づく会計学研究』 中央経済社.
- 北川教央. 2023. 「会計アノマリーの経年変化」『会計』203（1）：66-79.
- 後藤雅敏. 1997. 『会計と予測情報』 中央経済社.
- 桜井久勝. 2023. 『利益調整：発生主義会計の光と影』 中央経済社.
- 首藤昭信. 2010. 『日本企業の利益調整—理論と実証』 中央経済社.
- 永田京子・蜂谷豊彦. 2004. 「新規株式公開企業の利益調整」『会計プロGRESS』5：91-106.
- 若林公美. 2009. 『包括利益の実証研究』 中央経済社.
- Akerlof, G.A. 1970. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* 84（3）：488-500.
- Black, F. and M. Scholes. 1973. The Pricing of Option and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81（3）：637-654.
- Chen, X., Y.H. Cho, Y. Dou and B. Lev. 2022. Predicting Future Earnings Changes Using Machine Learning and Detailed Financial Data. *Journal of Accounting Research* 60（2）：467-515.
- Fama, E.F. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* 25（2）：383-417.
- Foster, G., C. Olsen and T. Shevlin. 1984. Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *The Accounting Review* 59（4）：574-603.
- Holthausen, R.W. and D.F. Larcker. 1992. The prediction of stock returns using financial state-

- ment information. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2-3) : 373-411.
- Lev, B. 1988. Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy. *The Accounting Review* 63 (1) : 1-22.
- McLean, R.D. and J. Pontiff. 2016. Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability? *The Journal of Finance* 71 (1) : 5-32.
- Muramiya, K., K. Otagawa, and T. Takada. 2009. Abnormal Accrual, Informed Trader, and Long-Term Stock Return : Evidence from Japan, *RIEB Discussion Paper Series* (Kobe University), No. 233.
- Ou, J.A. and S.H. Penman. 1989. Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 11 (4) : 295-329.
- Penman, S.H. 1989. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5th ed., The MacGraw-Hill Companies. (荒田映子・大雄智・勝尾裕子・木村晃久訳. 2018. 『アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション』 有斐閣).
- Sloan, R.G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings ? *The Accounting Review* 71 (3) : 289-315.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. 1979. The Demand for and Supply of Accounting Theories : The Market for Excuses. *The Accounting Review* 65 (2) : 273-302.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall. Inc. (須田一幸訳. 1991. 『実証理論としての会計学』 白桃書房).
- Xie, H. 2001. The Mispricing of Abnormal Accrual. *The Accounting Review* 76 (3), 357-373.

(筆者・名誉会員, 昭和女子大学特命教授, 神戸大学名誉教授)