

# インフレーションとアナウンスメントドリフト

## —インフレーション錯覚仮説に関する検討—

中 川 豊 隆

### 1. はじめに

本稿の目的は、利益のポストアナウンスメントドリフト (post-earnings-announcement-drift) を説明する一つの仮説であるインフレーション錯覚仮説 (inflation illusion hypothesis) について概観しながら、この仮説のポストアナウンスメントドリフト (post-announcement-drift) 研究における意義について考察することである。ポストアナウンスメントドリフトの検証は、財務情報と決算発表後の株価との関連性を判断する上で有効であるが、その関連性がインフレーションと関係しているということは、インフレーションが生じている場合の財務情報の有用性について考察する上で役立つかもしれない<sup>1</sup>。

ポストアナウンスメントドリフトは、財務情報が発表された後、数ヶ月間にわたり、プラスのサプライズに対して株価が市場平均よりも上昇し、マイナスのサプライズに対して下落するアノマリー現象である<sup>2</sup>。また、ポストアナウンスメントドリフトに関するこれまでの研究では、利益のポストアナウンスメントドリフトだけではなく、キャッシュフローのポストアナウンスメントドリフト (post-cash-flow-announcement-drift) についても検証が行われており、それらの存在が確認されているが<sup>3</sup>、このことは利益情報やキャッシュフロー情報の決算発表後における株価との関連性を証拠付けている。

しかしながら、利益情報もキャッシュフロー情報も一般に公表されており、誰でもコストをかけることなく利用可能であるにもかかわらず、ポストアナウンスメントドリフトが生じるのはなぜかとい

---

1 この場合の有用性は、少なくとも二つのコンテキストで考えられるだろう。一つ目は、インフレーション下では財務情報を利用した投資戦略によって異常リターンがより多く獲得できるかもしれないということであり、二つ目は、インフレーションを反映した財務情報に有用性が認められるかもしれないということである。前者に関しては、Francis and Shipper (1999) は、Value-Relevance の操作的な定義の一つとして、財務情報の投資戦略への役立ちをあげていることから明らかである。一方、後者に関しては、「歴史的原価モデルの下では、数年前に購入した財産は、原初取得価額で財務諸表に表示されるだろう。低インフレーションという環境下でさえ、このモデルの意思決定における目的適合性は疑問なのだが、高インフレーションという環境では、確実に目的適合性が失われる」[Saudagaran (2004) 『訳書』(2006), 10頁。] という見解がこれを適切に言い表している。

2 一方、決算発表前におけるそのような株価の変動をプレアナウンスメントドリフト (pre-announcement-drift) といい、これら二つを合わせてアナウンスメントドリフト (announcement-drift) という。

3 例えば、Foster et al. (1983), Bernard and Thomas (1990), Ball and Bartov (1996), Rangan and Sloan (1998), Soffer and Lys (1999), Brown and Han (2000), Mendenhall (2004), Shavakumar (2006) で析出されている。

う疑問点は依然として存在している。ポストアナウンスメントドリフトの存在が何度も確認される一方で、その現象が発生する原因については、いまだ完全には突き止められていないのである。このような状況において、インフレーション錯覚仮説は、利益のポストアナウンスメントドリフトが生じる原因をインフレーションで説明することを試みるものである。その仮説の主旨は、インフレーション下では、投資家は企業の将来業績にイリュージョン（錯覚）をいだいており、そのことが投資家の合理性を低下させて、ポストアナウンスメントドリフトを生じさせるということである。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、次節では、アナウンスメントドリフト研究におけるインフレーション錯覚仮説の位置づけについて説明する。第3節では、インフレーション錯覚仮説を検証した Chordia and Shivakumar (2005) を概観して、その分析手法と主な分析結果を確認し、第4節では、日本で検証を行う際に認識しておくべき点を指摘して、最後にむすびとしたい。

## 2. インフレーション錯覚仮説とアナウンスメントドリフトの関係

### 2-1 アナウンスメントドリフト

本節では、インフレーション錯覚仮説とアナウンスメントドリフトとの関係について説明するが、まずはアナウンスメントドリフトの意味について簡単に説明しておく。

アナウンスメントドリフトとは、ごく簡単に言えば、発表される財務情報に対して生じる株価のドリフトである。財務情報の数値については投資家は期待値を形成しているが、通常、これと実際の財務数値との差が株価を変化させると考えられている。このような期待外情報は、決算発表前の株価と関連付けられることもあれば、決算発表後の株価と関連付けられることもある。前者の場合にはプレアナウンスメントドリフトが生じており、後者の場合にはポストアナウンスメントドリフトが生じていると言うことができる。

アナウンスメントドリフトの研究では、ポストアナウンスメントドリフトが多く扱われているが、これはその現象がアノマリーだからである。また、財務情報としては利益情報がちいられることがほとんどであり、そこでは一般に(1)式のように計算した標準化期待外利益（SUE: Standardized Unexpected Earnings）によるポートフォリオリターンが測定され、SUEにもとづく高ポートフォリオのリターンが低ポートフォリオのリターンよりも大きくなれば、利益のポストアナウンスメントドリフトの存在を証拠付けたことになる。

$$SUE_{it} = \frac{EPS_{it} - E(EPS_{it})}{\sigma_{it}^E} \quad (1)$$

ここで、

$SUE_{it}$  =  $i$  社  $t$  期の 1 株当たり標準化期待外利益

$EPS_{it}$  =  $i$  社  $t$  期の 1 株当たり利益

$E(EPS_{it})$  =  $i$  社  $t$  期の 1 株当たり期待利益

$\sigma_{it}^E$  = 1 株当たり期待外利益の標準偏差

## 2-2 インフレーション錯覚仮説の位置づけ

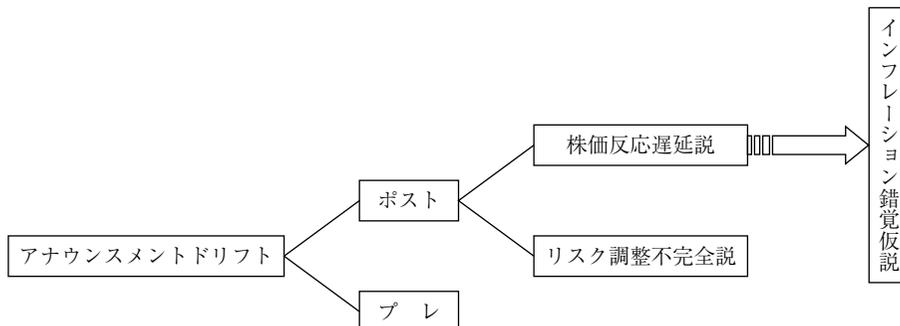
インフレーション錯覚仮説を扱った文献は複数あるが、例えば、Chordia and Shivakumar (2005) では「株式投資家が将来の利益成長を予測する際にインフレーションを織り込めていないために、インフレーションと利益成長との間にプラス（マイナス）の関連性を持つ企業の持分が過小評価（過大評価）される」[Chordia and Shivakumar (2005), 521頁] という仮説として扱われている。ここでは、この仮説がアナウンスメントドリフトの研究においてどのように位置づけられるのかについて説明しておく。

まず言えることは、すでに説明したように、アナウンスメントドリフトはプレアナウンスメントドリフトとポストアナウンスメントドリフトに区分できるが、インフレーション錯覚仮説はポストアナウンスメントドリフトを説明する仮説の一つである。ただし、ポストアナウンスメントドリフトの説明仮説は二つに大別されるので、インフレーション錯覚仮説がいずれの系統に属するのかについて次に確認する。

Bernard and Thomas (1989) によれば、ポストアナウンスメントドリフトを説明する仮説は、株価反応遅延説 (explanation based on delayed response to information) とリスク調整不完全説 (explanation based on incomplete risk adjustment) とに大別される。ここで、株価反応遅延説とは、ポストアナウンスメントドリフトを証券投資者の情報理解度や実際に投資を行う際に生じる費用などに起因して株価反応が遅れて生じる部分があると説明するものであり、リスク調整不完全説とは、リスクの調整に関する実証分析の手法上の問題からポストアナウンスメントドリフトが観察されていると説明するものである。

このうち、インフレーション錯覚仮説は、株式投資家が企業の将来利益へのインフレーションの影響を誤って理解しているためにポストアナウンスメントドリフトが生じていると主張するものであるから、株価反応遅延説に属する仮説である。したがって、インフレーション錯覚仮説は、株価反応遅延説でポストアナウンスメントドリフトを説明しようとする仮説の一つであると位置づけられる。すなわち、インフレーション錯覚仮説はポストアナウンスメントドリフト現象を株価反応遅延説の立場から部分的に説明しようとするものである。これは、その仮説が投資家の「イリュージョン」と題していることから明らかである。なお、以上をまとめれば、図表1のとおりである。

図表1：アナウンスメントドリフトとインフレーション錯覚仮説



### 3. インフレーション錯覚仮説の検証

#### 3-1 インフレーション錯覚仮説

インフレーション錯覚仮説は Modigliani and Corn (1979) で最初に提唱された仮説である<sup>4</sup>。彼らは、1970年代の米国で株式のパフォーマンスが大きく下落した原因をインフレーションに求め、「少なくとも経験したことの無いようなインフレーションが変化しながら生じている場合、投資家は貨幣錯覚 (money illusion—筆者注) から逃れられず、その結果、真実の経済的価値を反映しない方法で持分価値が形成される」[Modigliani and Corn (1979), 25頁] という仮説をたて<sup>5</sup>、それを検証し、その仮説と首尾一貫性のある証拠を得た<sup>6</sup>。つまり、インフレーション下では、投資家はインフレーションが将来の利益成長に及ぼす影響を正しく判断していないので、持分価値評価にシステムティックな過小評価が生じており、これが、インフレーションが生じていない期間よりも株式市場におけるパフォーマンスが低下する原因になっていると主張したのである。

これに対して、Chordia and Shivakumar (2005) は、インフレーション錯覚仮説を利益のポストアナウンスメントドリフトの検証に利用した。彼らはインフレーションが将来の利益成長に及ぼす影響は企業ごとに異なると考え、インフレーションの恩恵を受けて利益が将来的に上昇基調になる企業とそうでない企業とがあると認識して分析を行った。なお、彼らはこのことを Gordon モデルをもちいて説明している。すなわち、インフレーション下で他の企業よりも利益成長が大きくなるような  $i$  社の持分価値の評価を行う場合に、投資家がインフレーションの影響を割引率 ( $r$ ) に反映させているとしても、利益成長率 ( $g$ ) に反映させることに失敗していれば、その分だけ持分価値に誤推定が生じることになるとしている。このように、Modigliani and Corn (1979) は、市場全体についてインフレーション錯覚仮説を検証したのに対して<sup>7</sup>、Chordia and Shivakumar (2005) は、それをクロスセクショナルなレベルで検証したことになる。

$$P_{it} = \frac{D_{it+1}}{r_i - g_i} = (1 - b_i) \frac{E_{it+1}}{r_i - g_i} \quad (2)$$

ここで、

$D$  = 配当

$E$  = 利益

$r$  = 長期割引率

$g$  = 配当又は利益の長期成長率

$b$  = 内部留保率

4 Chordia and Shivakumar (2005), 522頁。

5 片野 (1977) では、Fisher (1928) の『貨幣錯覚』にある貨幣価値の観念に関するコペルニクス転換のアナロジーを引用して、「これはインフレーション会計の本質を理解する上に打ってつけの言葉である」[片野 (1977), 137頁] としている。価格変動に関するイリュージョンとインフレーション会計とは無関係ではないと言えるだろう。

6 なお、Campbell and Vuolteenaho (2004) でも Modigliani and Corn (1979) の主張をサポートする証拠が得られている。

7 彼らは、S&P500指数を対象に検証を行っている。

$P$  = 持分価値

### 3-2 インフレーション錯覚仮説によるポストアナウンスメントドリフトの検証

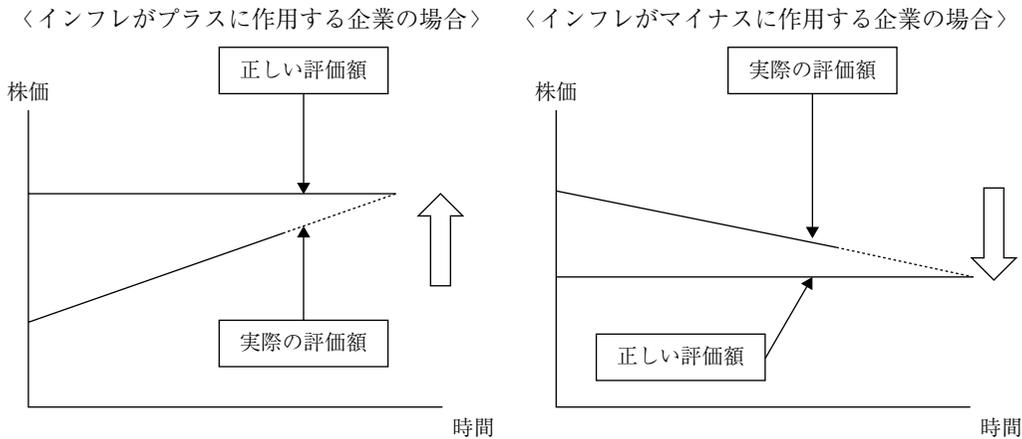
インフレーション錯覚仮説は、インフレーションは企業の将来利益に影響を及ぼしているが、投資家は即座かつ完全にはこれを見抜けないと仮定している。これにより、インフレーションがある企業の将来利益にプラスの影響を及ぼす場合には、決算発表の周辺では実際持分価値評価に過小評価が生じるが、これはその後徐々に解消され、この過小評価が解消されることにより、その後株価に上方バイアスのかかったドリフトがしばらくの間生じる（図表2左）。その反対に、インフレーションが将来の利益成長にマイナスの影響を及ぼす企業の場合には、過大評価された株式にその後下方バイアスのかかった株価ドリフトが生じる（図表2右）。だとすれば、この性質を利用して、インフレーションによって将来の利益成長にプラスの影響を受ける企業（高ポートフォリオ）の株式をロングポジション、マイナスの影響を受ける企業（低ポートフォリオ）の株式をショートポジションとする投資戦略により、異常リターンを獲得が期待されることになる。こうして、インフレーション錯覚と利益のポストアナウンスメントドリフトとが結びつくことになる。

これらの仮説をふまえると、検証に際しては、サンプルからインフレーションによりプラスの影響を受ける企業のデータとマイナスの影響を受ける企業のデータとを識別してとりだす必要がある。もちろん、これと同時に、それらの企業における将来の利益の増減が一定程度インフレーションによって説明できることを示す必要がある<sup>8</sup>。

### 3-3 インフレーションと将来の利益成長

Chordia and Shivakumar (2005) は、米国企業を対象にインフレーションと将来の利益成長の関連性

図表2：インフレーション錯覚と株価ドリフト



8 Chordia and Shivakumar (2005) は、このことを確かめるために、名目 GDP、実質 GDP、鉱工業生産、消費者物価指数を独立変数として、1 四半期後の SUE との回帰を行い、高ポートフォリオについてはインフレーションに係る回帰係数が有意にプラスになることを示している。

を(3)式及び(4)式により検証している<sup>9</sup>。これらの回帰分析における従属変数は、最大ポートフォリオにおける SUE の平均値と最小ポートフォリオにおける SUE の平均値の差額である。なお、ここでの SUE は 4 四半期前の利益を利用して月次ベースで計算されたものである。

[四半期ベースのインフレーションとの関連性]

$$SUE_{pmn} = \alpha_0 + \alpha_1 INF_{t-4,t-2} + \varepsilon \quad (3)$$

[年次ベースのインフレーションとの関連性]

$$SUE_{pmn} = \beta_0 + \beta_1 INF_{t-11,t-2} + \varepsilon \quad (4)$$

[標準化期待外利益の算定式]

$$SUE_{it} = \frac{E_{it} - E_{it-4}}{\sigma_{it}} \quad (5)$$

ここで、

$E_{it}$  =  $i$  社の直近の利益

$E_{it-4}$  =  $i$  社の 4 四半期前の利益

$\sigma_{it}$  =  $i$  社の過去 8 期間における期待外利益の標準偏差

$SUE_{pmn}$  = 最大ポートフォリオにおける SUE の平均値と最小ポートフォリオにおける SUE の平均値の差額 (PMN : positive minus negative SUE)

$INF_{t-4,t-2}$  =  $t-2$  月までの四半期のインフレーション

$INF_{t-11,t-2}$  =  $t-2$  月までの年次のインフレーション

分析結果の概略を示せば図表 3 のとおりである。まず、インフレーション変数の回帰係数は、いずれも有意なプラスの値となっており、過去のインフレーションが将来の利益成長の違いと関連性を

図表 3 : インフレーションと将来の利益成長との関連性

	1 四半期後の SUE		2 四半期後の SUE		3 四半期後の SUE		4 四半期後の SUE	
定数項	1.73	1.59	0.82	0.74	0.30	0.22	-1.13	-1.12
$\alpha_1$	0.59		0.50		0.35		0.36	
$\beta_1$		0.18		0.14		0.10		0.09
F 検定	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
修正済 $R^2$	0.43	0.45	0.37	0.36	0.18	0.18	0.20	0.14

\* 定数項及び係数は、すべて合理的な水準で有意である。

(出典 : Chordia and Shivakumar (2005) 表 3 のパネル A を一部変更)

9 彼らのサンプルは、CRSP 及び Compustat からデータが入手可能なものであり、ニューヨーク証券取引所及びアメリカン証券取引所に上場している企業を扱っている。なお、1971年から2001年までを分析対象期間としており、分析は普通株式のみを対象としている。

持っていることが分かる。また、SUEは、ある期間の利益からその4四半期前の利益を差し引き、それを当該差額の過去の標準偏差で割ったものであるから、それはランダムウォークモデルによる期待外利益であると同時に将来の利益成長を意味する変数となっている。したがって、この分析結果は過去のインフレーションとポートフォリオ間における将来の利益成長の差とを関連付けているといえる。すなわち、インフレーションが大きくなるほどポートフォリオ間での将来の利益成長の差がより大きくなるということである。このような実証的証拠は、インフレーション下では、SUEにもとづく投資戦略が有効に作用する可能性があることを示唆しているのだが、それは、ポストアナウンスメントドリフトがインフレーションによってうまく説明されるということと整合性を持つ。

### 3-4 インフレーションと将来リターン

Chordia and Shivakumar (2005)では、以下の(6)式及び(7)式により、インフレーションと将来リターン(PMNリターン)との関連性についても検証がなされている。なお、これらの回帰式では、Fama and French (1993)における3つのファクターをコントロール変数にしている。これらの回帰式は、(3)式及び(4)式とは異なり、インフレーションと株価ドリフトとをより直接的に関連付けるものである。

[四半期ベースのインフレーションとの関連性]

$$RET = \gamma_0 + \gamma_1 INF_{t-4,t-2} + \gamma_2 MKT + \gamma_3 SMB + \gamma_4 HML + \varepsilon \quad (6)$$

[年次ベースのインフレーションとの関連性]

$$RET = \delta_0 + \delta_1 INF_{t-11,t-2} + \delta_2 MKT + \delta_3 SMB + \delta_4 HML + \varepsilon \quad (7)$$

ここで、

$RET$  = PMN リターン

$INF_{t-4,t-2}$  =  $t-2$ 月までの四半期のインフレーション

$INF_{t-11,t-2}$  =  $t-2$ 月までの年次のインフレーション

$MKT$  = 市場ファクター

$SMB$  = 規模ファクター

$HML$  = 簿価・時価ファクター

彼らの分析結果からインフレーションに関する部分だけを取り出せば、図表4のようになる。インフレーション変数の回帰係数は、ほとんどの場合、有意なプラスの値となっており、過去のインフレーションが将来のPMNリターン(ポートフォリオを形成した月から3ヵ月後・6ヵ月後・9ヵ月後・12ヵ月後におけるペイオフ)と関連性を持つことを表している<sup>10</sup>。ここで、PMNリターンは、最

10 なお、3つのコントロール変数の回帰係数はすべてマイナスとなっている。

図表4：インフレーションと将来リターンとの関連性

	3ヶ月		6ヶ月		9ヶ月		12ヶ月	
定数項	2.83	2.39	4.53	4.26	5.70	5.85	6.10	7.16
$\gamma_1$	0.98		1.74		1.94		2.18	
$\delta_1$		0.34		0.51		0.49		0.37
F検定	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
修正済 $R^2$	0.20	0.21	0.22	0.22	0.22	0.20	0.25	0.22

\*12ヶ月保有における  $\delta_1$  を除き、定数項及び係数は合理的な水準ですべて有意である。

(出典：Chordia and Shivakumar (2005) 表5のパネルBを一部省略)

大ポートフォリオに係るリターンから最小ポートフォリオに係るリターンを差し引いたものであるから、このような関連性が存在することは、インフレーションが投資戦略に役立つことも表している。そして、インフレーションの変数にラグが付されていることから、過去のインフレーションが大きくなるほど将来のPMNリターンが大きくなることを表しており、利益のポストアナウンスメントドリフトがインフレーションによって部分的に説明されることを示唆している。

### 3-5 小括

本節では、インフレーション錯覚仮説について説明した上で、これが株価反応遅延説にもとづく利益のポストアナウンスメントドリフトの研究に属するものであることを確認した。また、インフレーションと将来利益及び将来リターンとの関連性を扱った Chordia and Shivakumar (2005) の検証結果を概観した。

インフレーション錯覚仮説は、インフレーションによりミスプライシングが生じることを意味しているが、ここでは、このようなミスプライシングが生じる理由について扱っておく。換言すれば、投資家が将来の利益成長に対するインフレーションの影響を正しく評価できないのはなぜかという問題である。この点に関して、先行研究は、経済システムには複雑性と断続的な変化が生じており、投資家の情報処理能力ではこれに十分に対処できないし、また、パラメータが不確実になることで、企業の将来の利益成長にインフレーションなどのマクロ要因が及ぼす影響が株価に十分に反映されなくなる可能性があることを説明している<sup>11</sup>。つまり、投資家が企業の将来利益に対するインフレーションの影響の存在を知っていたとしても、このことに十分に対処することは非常に困難な作業だということである。このような説明は、Ball and Brown (1968) で最初に利益のポストアナウンスメントドリフト現象が示されてから現在に至るまで、依然としてこの現象が存在しているということと整合性を持っている。

11 Chordia and Shivakumar (2005), 554頁。

#### 4. 日本におけるインフレーション錯覚仮説の検証の可能性

最後に、日本企業のデータを利用したインフレーション錯覚仮説にもとづくポストアナウンスメントドリフトの検証に関して若干の考察をしておきたい。

すでに説明したとおり、インフレーション錯覚仮説は、インフレーションと将来の利益成長を関連付けており、インフレーションの影響を強く受ける企業の持分価値が誤って評価されるという前提にもとづくものである。だとすれば、インフレーションが生じていない場合にはどうなるのであろうかという疑問が浮かんでくる。近年の日本はデフレ経済が長く続いており<sup>12</sup>、当該期間に属する会計年度を分析対象とした場合には、「インフレーション錯覚」というよりはむしろ「デフレーション錯覚」を検証することになるはずである。このような場合にも、インフレーション錯覚仮説の枠組みを使って解釈し、それにもとづき実証分析を行うことは適切であろうか。また、仮にデフレ経済下でインフレーション錯覚仮説が利用可能であるとしても、それでは価格変動がほとんど生じていない経済ではいったいどうなるのであろうか。また、価格変動がほとんど生じていない期間についてポストアナウンスメントドリフトが観察された場合には、それ以外の説明仮説を利用しなければならないであろう。このような観点からすれば、日本企業を対象にしてインフレーション錯覚仮説を検証する際には、インフレーションだけではなくデフレーションなども意識しておく必要があると言えるだろう。

また、先行研究ではインフレーション錯覚仮説により、利益のポストアナウンスメントドリフトを説明しているが、最近ではキャッシュフローについても研究がなされ始めているので、キャッシュフローのポストアナウンスメントドリフトを説明する仮説について文献調査を進めておく必要があるだろう。というのも、例えば Shivakumar (2006) で以下の(7)式のような標準化期待外キャッシュフロー (SUCF: Standardized Unexpected Cash Flow) という尺度が示されているので、これを利用してキャッシュフローのポストアナウンスメントドリフトの存在を検証することはできるが、ドリフトが観察された場合に、その発生原因を説明する仮説があれば、分析の解釈をより適切に行うことができからである。

最後に、日本では四半期キャッシュフローデータや四半期利益データについて他国のような蓄積がなされていないことからすれば、普通に考えれば、中間データや年次データを利用することになる。その場合、中間データや年次データを利用した場合と四半期データを利用した先行研究における分析の意味合いの違いについて検討しておく必要があるだろう。

[標準化期待外キャッシュフローの算定式]

$$SUCF_{it} = \frac{CF_{it} - E(CF_{it})}{\sigma_{it}^C} \quad (7)$$

ここで、

12 例えば、消費者物価指数（国内企業物価指数）は、1996年=98.6 (102.4), 1997年=100.4 (103.0), 1998年=101.0 (101.5), 1999年=100.7 (100.0), 2000年=100 (100.0), 2001年=99.3 (97.7), 2002年=98.4 (95.7), 2003年=98.1 (94.9), 2004年=98.1 (96.1), 2005年=97.8 (97.7) となっている（いずれも2000年=100）。

$SUCF_{it} = i$  社  $t$  四半期の標準化期待外キャッシュフロー

$CF_{it} = i$  社  $t$  四半期の1株当たりCFO

$E(CF_{it}) = i$  社  $t$  四半期の1株当たり期待CFO

$\sigma_{it}^C =$  過去8四半期の標準化期待外キャッシュフローの標準偏差

## 5. むすび

本稿では、インフレーション錯覚仮説とその仮説にもとづく利益のポストアナウンスメントドリフトの検証例を確認することで、その仮説の意義と分析手法を確認した。また、日本でこの仮説にもとづいてポストアナウンスメントドリフトの検証を行うことができるかどうかについて若干の考察を行った。

この仮説によれば、投資家がインフレーション錯覚を起こすのは、インフレーションが企業の将来の利益成長に及ぼす影響を財務情報が発表された周辺で必ずしも正しく評価できないからであり、それは投資家の情報処理能力などに限界があることを示唆するものである。だとすれば、もし何らかの理由で投資家の情報処理能力が向上すれば、結果に影響が出てくる可能性も考えられる。また、ディスクロジャーのタイミングとポストアナウンスメントドリフトとの関係性もこれと無関係ではないと言えよう。

本稿は、少なくとも以下の三点の課題を残している。一つ目は、日本企業のデータを利用してアナウンスメントドリフトの検証を行うことと、その際インフレーション錯覚仮説にもとづく分析を行うのであれば、日本企業を取り巻く経済環境などを考慮に入れて分析を実施することである。二つ目は、本稿で扱った仮説は株価反応遅延説にもとづくものであるが、リスク調整不完全説の観点からもポストアナウンスメントドリフトに関する考察を行っておく必要があるだろう。三つ目は、財務情報の有用性におけるアナウンスメントドリフトの意義についてさらに検討しなければならないだろう。

### 【参考文献】

- Ball, R., and E. Bartov, "How Naive is the Stock Market's Use of Earnings Information?," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.21, 1999, pp.319-337.
- Ball, R., and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, 1968, pp.159-178.
- 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, pp.1-36.
- Bernard, V. L., and J. K. Thomas, "Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.13, 1990, pp.305-340.
- Brown, L. D., and J. C. Y. Han, "Do Stock Price Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings for AR1 Firms," *Journal of Accounting Research*, Vol.39, 2000, pp.149-164.
- Campbell, J. Y., and T. Vuolteenaho, "Inflation Illusion and Stock Prices," *Working Paper*, January 2004.
- Chordia, T., and L. Shivakumar, "Inflation Illusion and Post-Earnings-Announcement Drift," *Journal of Accounting Research*, Vol.43, No.4, Supplement 2005, pp.521-556.
- Fama, E. F., and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, Vol.33, 1993, pp.3-56.

- Fisher, I., *Money Illusion*, New York, 1928.
- Foster, G., C. Olsen. And T. Shevlin, “Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns,” *The Accounting Review*, Vol.59, 1984, pp.574–603.
- Francis, J., and K. Schipper, “Have Financial Statements Lost Their Relevance,” *Journal of Accounting Research*, Vol.37, No.2, Autumn 1999, pp.319–352.
- Mendenhall, R. R., “Arbitrage Risk and Post–Earnings–Announcement–Drift,” *Journal of Business*, Vol.77, 2004, pp.875–894.
- Modigliani, F., and R. Corn, “Inflation, Rational Valuation and the Market.” *Financial Analyst Journal*, Vol.35, 1979, pp.24–33.
- Narasimhan, J., and S. Titman, “Returns to Buying Winners and Selling Losers : Implications for Stock Market Efficiency,” *Journal of Finance*, Vol.48, 1993, pp.65–91.
- Rangan, S., and R. Sloan, “Implications of the Integral Approach to Quarterly Reporting for the Post–Earnings–Announcement–Drift,” *The Accounting Review*, Vol.73, 1998, pp.353–371.
- Saudagaran, S. M., *International Accounting : A User Perspective* (2e), Thomson, 2004. (佐藤倫正訳『国際会計論』, 税務経理協会, 2006年。)
- Shivakumar, L., “Accruals, Cash Flows and the Post–Earnings–Announcement Drift,” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.33, No.1–2, January–March 2006, pp.1–25.
- 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, pp.305–331.
- 片野一郎「貨幣錯覚」『企業会計』第29巻第7号, 1977年7月, 137頁–138頁。
- 中川豊隆「ポストアナウンスメントドリフトとキャッシュフロー」『岡山大学経済学会雑誌』第38巻第1号, 2006年6月, 21頁–32頁。
- 内閣府『経済財政白書(平成18年版)』, 2006年。

## 〔付記〕

本稿には日本学術振興会科学研究費補助金(若手研究B)「キャッシュフローのアナウンスメントドリフト」(平成19年度～平成21年度)における研究成果の一部が含まれている。