

平成 22 年 12 月 20 日現在

研究種目：若手研究（B）
 研究期間：2007～2009
 課題番号：19730300
 研究課題名（和文） キャッシュフローのアナウンスメントドリフト
 研究課題名（英文） cash flow announcement drift

研究代表者
 中川 豊隆（NAKAGAWA TOYOTAKA）
 岡山大学・大学院社会文化科学研究科・准教授
 研究者番号：70403467

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、利益発表後ドリフトと合わせて CFO 発表後ドリフトを検証することである。これまで、利益発表後ドリフトを説明するために多くの研究がなされてきたが、そのドリフトが発生する原因については依然結論が得られていない。一方、本研究では分析対象を利益から CFO へと拡大させることに的を絞っている。即ち、本研究のポイントは、標準化期待外 CFO により将来の異常リターンが予測可能であるかどうかという点にある。分析を行ったところ、標準化期待外 CFO にもとづけば、標準化期待外経常利益にもとづく場合とは異なる異常リターンの予測が可能になるという結果が得られた。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to examine not only the phenomenon of post-earnings-announcement drift but post-CFO-announcement drift. While many prior researches have been made on attempts to explain post-earnings-announcement drift and the cause of the drift is still controversial, I focus my attention on the extended analysis of the drift. Namely, the point of this study is whether SUCFO deciles have predictability for future abnormal returns or not. It was found from the result that returns from the SUCFO-based strategy are independent of the returns from a SUE-based strategy.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	200,000	0	200,000
2008年度	1,600,000	480,000	2,080,000
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
年度			
年度			
総計	2,800,000	780,000	3,580,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：利益発表後ドリフト、CFO 発表後ドリフト

1. 研究開始当初の背景

本研究開始当初の背景について述べれば以下のとおりである。

決算発表ドリフトは、決算発表によって公表される財務情報に対する株価反応のことであり、厳密に言えば、決算発表前におけるドリフトと決算発表後におけるドリフトとに区別できるが、本研究が扱うのは主に利益発表後における株価ドリフトである。なぜなら、このような株価ドリフトの存在は効率的市場仮説からみたアノマリーであることから近年注目されている現象だからである。もちろん、証券市場におけるアノマリーには決算発表後ドリフト以外にも多数存在しているが、本研究では、この現象と財務情報の有用性との関係性を考察するため、決算発表後ドリフトを扱うこととした。

決算発表後ドリフトの研究は、大半が利益発表後ドリフトに関する研究であるが、近年、利益だけではなくキャッシュフローに対する株価ドリフトについても研究がなされるようになってきている。しかしながら、そのような研究を行うためには利益発表後ドリフトに関する先行研究に関する理解が必要であるため、まずは利益発表後ドリフトの先行研究を中心に文献を整理する作業を行い、その上で、キャッシュフロー発表後ドリフトについての検討を行うこととした。

決算発表後ドリフトの研究は、さまざまな仮説のもとで検証がなされている領域であるため、議論が複雑に絡み合っている状況にある。また、アクルーアルズ・アノマリーやファンダメンタル分析にもとづく投資意思決定等の領域とも深く関係していると考えられる。したがって、これらの関係性を理解するためにも、決算発表後ドリフト研究の学術的意義の確認を行っておく必要がある。

2. 研究の目的

本研究の目的の目的は、日本における利益発表後ドリフト (post-earnings-announcement drift) 及び CFO 発表後ドリフト (post-CFO-announcement drift) について検証して、その結果を通じてそれらの財務情報の有用性について考察することである。決算発表後ドリフト (post-announcement drift) は効率的市場仮説に反するアノマリーであることから注目されるが、財務情報の有用性というコンテキストでこれが扱われることもある。前者の立場からは決算発表後

ドリフト現象の存在の有無及びその発生原因が重要であるが、後者の立場では、そのことが財務情報の有用性という観点からどのような意義を持つのかという点が重要であると考えられる。本稿は後者の立場をとる。しかしながら、後者の立場をとるにしても、決算発表後ドリフトという現象に関するこれまでの実証的証拠の蓄積状況を確認しておくことは、それにもとづいて財務情報の有用性を論じるためには必要な作業であると言えよう。また、財務情報の有用性に関する研究は利益情報だけに限定されるべき性質のものではないことから、分析対象を利益だけではなく利益情報及びキャッシュフロー情報へと拡大させることにした。

このような認識にもとづいて、本研究では、利益発表後ドリフト及び CFO 発表後ドリフトに関する先行研究を確認した上で、日本の四半期利益情報と四半期 CFO 情報をもちいて解析を行う。

以上より、本研究の目的は次の要素で構成されていることになる。即ち、第一に、CFO 発表後ドリフトは利益発表後ドリフト研究を拡張したものであると位置づけることができるから、利益発表後ドリフトに関する知見を取りまとめる作業から始めなければならないので、まずは利益発表後ドリフトに関する諸研究を整理してその学術的意義を確認する。第二に、利益発表後ドリフトの研究との関係性を考慮に入れながら、検証を行うために、CFO 発表後ドリフトに関する先行研究についてもレビューする。そして、第三に、日本の証券市場における株価ドリフトの発生状況を利益と CFO とを用いて解析することである。

3. 研究の方法

本研究の方法は、先行研究のレビューと日本企業が公表した財務情報をもちいた検証で構成されている。前者については、決算発表後ドリフトに関する先行研究をまず網羅的にレビューすることから始め、その上で、本研究で実施した分析と特に関連していると思われる研究である Bernard and Thomas (1990) 及び Shivakumar (2005) に着目して本研究の遂行にとって重要な点について内容と意義を検討した。

Bernard and Thomas (1990) は、当期の四半期利益情報にもとづいて 4 四半期先までの利益発表日周辺の 3 日間の異常リターンを予

測できるかどうかを検証している。なお、これは前年に公表された Bernard and Thomas (1989) とともに利益発表後ドリフトに関する代表的な論文である。Bernard and Thomas (1989) は、利益発表後ドリフトの説明方法を、新情報に対する株価反応には遅れて生じる部分があるという説明と異常リターンを誤推定しておりリスクを十分に調整できていないという説明とに分け、前者をサポートするに資する証拠を提供したものである。その意味では、Bernard and Thomas (1990) は前年に公表された論文の内容についてより特定された視点から検証しているという見方もできるだろう。つまり、Bernard and Thomas (1990) は将来の決算発表日周辺における3日間という短期間の異常リターンの予測を行うことができるかどうかについて期待外利益の自己相関の性質を利用して検証している。なお、実際に、彼らはこの論文の中で、これまでの研究では株価とファンダメンタルズとの不一致 (discrepancies) を扱っているものの、当該不一致がいつ取り除かれ、それに関連する異常リターンが現実化するのかについては曖昧にしていると指摘し、これに対して彼らの研究は期待利益に関する仮定をおくことで将来の数日間の異常リターンを予測していると述べている。また、もしかしたら市場の効率性に関するアノマリーは情報が株価に完全に流入することに失敗していることに根差していることを示す最も直接的な証拠を提示しているかもしれない、とも述べている。ここに、その研究の意義が表れているとみることができるだろう。

Shivakumar (2005) は、営業活動によるキャッシュフローがアクルーアルズよりもリターンとの関連性が高いことが、利益発表後ドリフトにどのような影響を及ぼすのかという点について解き明かそうとしている。決算発表後ドリフトに関する研究の大半は利益発表後ドリフトに着目したものであるが、この研究では利益だけではなく営業活動によるキャッシュフローやアクルーアルズの数値を標準偏差で標準化して分析に利用している。即ち、標準化期待外利益

(Standardized Unexpected Earnings : SUE)、標準化期待外キャッシュフロー

(Standardized Unexpected Cash Flows : SUCF)、標準化期待外アクルーアルズ

(Standardized Unexpected Accounting Accruals : SUACC) をポートフォリオ形成の尺度として利用している。なお、標準化期待外数値を算定する際の期待値は季節ランダム・ウォークモデルによって推定されているが、期待キャッシュフローについては、Barth et al. (2001) で用いられたラグ付のクロスセクション回帰モデル (BCN モデル) による

推定も代替的に実施されている。

これらの先行研究を踏まえて、本研究では期待外経常利益、期待外 CFO、標準化期待外経常利益、標準化期待外 CFO の自己相関を確認した上で、これらの数値にもとづく将来の決算発表日周辺における3日間の異常リターンの予測可能性について検証した。なお、利用した財務情報はいずれも四半期連結情報であり、また、分析に利用した財務情報は2005年度第1四半期から2008年度第4四半期までであり、東京証券取引所第1部に上場している電気機器業に属する3月決算企業をサンプルとして選択した。なお、会計基準の相違の影響を取り除くため、サンプルは日本基準採用企業とし、かつ、分析に必要なデータを入手できない企業はサンプルから除外した。

期待外経常利益、期待外 CFO、標準化期待外経常利益、標準化期待外 CFO の自己相関をラグ1からラグ8まで計算した。四半期期待外経常利益については、Bernard and Thomas (1990) が示したようにラグ1からラグ3まで徐々に低下していること及びラグ4では自己相関係数が負の値に反転することが確認された。一方、四半期期待外 CFO については、ラグ1からラグ3にかけて下落傾向ではあるものの、四半期経常利益のようなはっきりとした傾向は見られない。ただし、ラグ4における自己相関係数の値がより大きな負の値となっており、この値は経常利益をもちいた場合よりも大きい。また、標準化後の数値の場合についても同様の傾向が観察された。

自己相関を確認した上で、 t 四半期データに対応する $t+1$ 四半期から $t+4$ 四半期までの決算発表日周辺の3日間における最小のポートフォリオにおける日次累積異常リターンと最大のポートフォリオにおける日次累積異常リターンを計算した。なお、ポートフォリオは標準化期待外経常利益と標準化期待外 CFO にもとづいて10分位に分け、上位10%をロングポジション、下位10%をショートポジションとした。また、市場リターンには東証株価指数をもちいた。また、比較のため、 t 四半期決算発表日周辺の異常リターンについても合わせて調査している。決算発表日周辺の異常リターンの算定は、二つの標準化期待外数値 (標準化期待外経常利益、標準化期待外 CFO) にもとづく結果の相違を見るために、標準化期待外経常利益、標準化期待外 CFO の両方が算定可能な企業群を選択した。標準化期待外数値は2007年6月期から2008年3月期の数値を t 四半期データとして利用しており、その結果、380社・四半期が検証対象となった。

4. 研究成果

上記の方法にもとづいて分析を行ったところ、以下のような結果を得た。

t 四半期の決算発表日周辺については、これまでの研究が示す通り、決算発表日の前日から決算発表日の翌日にかけて大きな累積異常リターンの数値が観察された。また、日次ベースでみると、四半期経常利益、四半期 CFO いずれについても決算発表日よりその翌日の方が日次異常リターンの数値は大きくなっている。もちろん、四半期経常利益、四半期 CFO いずれについても、ロングポジションに係る異常リターンが正の値、ショートポジションに係る異常リターンが負の値となっており、決算発表後に迅速に財務情報を分析することが投資意思決定に役立つことがあらためて確認できる。

次に、t+1 四半期の決算発表日周辺については、四半期経常利益についてロングポジションに係る異常リターンが正の値、ショートポジションに係る異常リターンが負の値となっている (long in 10/short in 1 とするリターンで見て t 四半期の決算発表日周辺における累積異常リターンの約半分の値) ことが観察されたが、四半期 CFO についてはそのような傾向は観察されなかった。このことは、上述したラグ 1 における四半期経常利益と四半期 CFO との間の自己相関の係数の相違と整合的であるため、t+1 四半期決算発表日周辺における利益発表後ドリフトが部分的に期待外経常利益の自己相関で説明できることが示唆される。

続いて、t+2 四半期の決算発表日周辺については、t+1 四半期の決算発表日周辺と同様の傾向が確認された。即ち、四半期経常利益についてロングポジションに係る異常リターンが正の値、ショートポジションに係る異常リターンが負の値となっている一方で、四半期 CFO についてはそのような傾向は観察されなかった。これも、ラグ 2 における四半期経常利益と四半期 CFO との間の自己相関係数の相違と整合的ではあるが、四半期経常利益に係る異常リターンは t+1 四半期経常利益に係るそれよりも大きいことから、ここで観察された異常リターンが四半期経常利益の自己相関構造以外の要因によってより説明されることが示唆される。

さらに、t+3 四半期の決算発表日周辺については、四半期経常利益に係る異常リターンはこれまで観察されたような傾向はみられないが、四半期 CFO に係る異常リターンについてはロングポジションに係る異常リターンが正の値、ショートポジションに係る異常リターンが負の値となっている。しかしながら、四半期期待外 CFO の自己相関係数は負の値をとるものが多いことから、四半期 CFO に関するこの結果が四半期 CFO の自己相関で説

明できるとは考えることはできず、それ以外の要因について今後検討していく必要があることを指摘できるだけである。

最後に、t+4 四半期の決算発表日周辺については、四半期経常利益よりも四半期 CFOの方が自己相関構造と整合的な結果が得られている。即ち、t+4 四半期に自己相関係数が負の値になっているものの、四半期経常利益については、最小のポートフォリオに係る 3 日間の累積異常リターンが最大のポートフォリオに係るそれよりも低くなっている。ただし、決算発表日の前日に限定してみると、最小のポートフォリオに係る異常リターンが正の値かつ最大のポートフォリオに係る異常リターンが負の値となっており、自己相関係数の反転と整合的である。他方、四半期 CFO については 3 日間の累積異常リターンについて、最小のポートフォリオに係る 3 日間の累積異常リターンが最大のポートフォリオに係るそれよりも高くなっており、自己相関の反転の程度が経常利益よりも大きいことと整合的な結果となっている。しかしながら、最小のポートフォリオに係る 3 日間の累積異常リターンについては、最大のポートフォリオのそれよりも高いものの負の値となっている。ただし、決算発表日の翌日の異常リターンについてはその状態は解消され、最小のポートフォリオに係る異常リターンの符号は正の値となる。

以上より、経常利益については 1 四半期先及び 2 四半期先の決算発表日周辺で、CFO については 3 四半期先及び 4 四半期先の決算発表日周辺でより大きな異常リターンが観察された。このことは、利益情報や CF 情報をそれらの財務情報が持つ特徴を踏まえて使い分けることに一定の根拠が存在する可能性が示唆していると言えよう。即ち、投資意思決定に際しては特定の財務業績尺度だけにとらわれるのではなく、財務数値のデータ特性を巧みに利用することが適切である。また、このことは当期純利益と包括利益との関係についても当てはまるかもしれない。ただし、本分析は、日本の証券市場の効率性それ自体を検証することが目的ではないため、分析期間及び業種の面でサンプルが限定されており、それらをさらに拡大することで、業種等による相違や市場全体に関する分析結果との比較検討を行うことが必要である。

研究成果を要約すれば次の通りである。

(1) これまでに行われた主要な研究を整理して、当該領域の学術的意義と発展可能性について考察したこと。

(2) 利益発表後ドリフトからキャッシュフロー発表後ドリフトへとその研究領域を拡大することで、財務情報の有用性について決算発表後ドリフト研究の方法論を利用しな

がらより広い視点で検討したこと。

(3) 日本における利益発表後ドリフト及び CFO 発表後ドリフトを検証して、一定の実証的証拠を得たこと。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計2件)

- ① 中川豊隆、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の検討、岡山大学経済学会雑誌、査読無、39、2007、169-179 頁
- ② 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、査読無、38、2006、21-32 頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

中川 豊隆 (NAKAGAWA TOYOTAKA)

岡山大学・大学院社会文化科学研究科・准教授

研究者番号：70403467