

# 「継続企業の前提」と キャッシュ・フロー情報の有用性

土 田 俊 也

## 1. はじめに

わが国にキャッシュ・フロー計算書が導入されて10年あまりが経過した。すでに制度面では、第三の基本財務諸表としての地位が広く認知され、また理論面でも、その有用性を評価する研究が多く行われている<sup>1</sup>。ただし、キャッシュ・フロー計算書によって提供される情報、すなわちキャッシュ・フロー情報の有用性に焦点をあてて行われた実証研究では、これまで、その有用性を明らかにする首尾一貫した結果が得られたわけではない。

キャッシュ・フロー情報の有用性を考察するうえで着目されるのは、発生主義会計に基づく利益情報を所与としてもなお、キャッシュ・フロー情報が追加的な情報内容を有しているか否かという、「増分情報内容 (incremental information content)」である<sup>2</sup>。しかし、これまでに行われた実証研究では、必ずしも増分情報内容の存在は明らかになっていない。とくに、キャッシュ・フロー計算書の中で最も重要な情報項目であると考えられてきた、「営業活動によるキャッシュ・フロー」に増分情報内容が発見されなかったケースが多いのである。

キャッシュ・フロー情報に情報内容が存在しないとすれば、キャッシュ・フロー計算書の基本財務表としての位置づけも見直さなければならないことになる。しかし、これまでのところ、そのような議論は起きていない<sup>3</sup>。それは、一定の状況において、キャッシュ・フロー情報が重要な役割を果たすと考えられているためであろう。そこで本稿では、かかる状況の一つとして、「継続企業の前提」に関する注記が記載された企業をサンプルとし、キャッシュ・フロー情報の有用性に関する考察を行う。その理由は次の通りである。

---

1 最近の研究では、たとえば渡邊 [2010] などを参照されたい。

2 利益とキャッシュ・フローの情報内容に関する研究には、いずれの情報もより多くの情報内容を有しているかという、「相対的情報内容」に関する研究 (たとえば Dechow [1994]) もあるが、本稿では増分情報内容に関する議論を取り上げる。

3 四半期財務諸表において、減価償却費とのれん償却費の注記を条件に、第1四半期および第3四半期のキャッシュ・フロー計算書が省略可能となったが、これは作成者の負担軽減のためであると考えられる。

①企業が存続し続けることができるか否かは、最終的には企業活動における収入と支出の流れに依存する。よって、継続企業の前提に重要な不確実性が存在するような企業においては、収支に関する情報であるキャッシュ・フロー情報が重視されると考えられること。

②継続企業の前提に不確実性が存在する企業においては、中長期的な業績指標である利益情報よりも、短期的な業績指標であるキャッシュ・フロー情報の方がより重視されると考えられること。

本稿では、発生主義利益情報およびキャッシュ・フロー情報と、株価変動との関連性を検証する実証研究を通じて、キャッシュ・フロー情報のうち、とくに投資活動によるキャッシュ・フローが株価変動と明白な関連性を有しており、有用な情報であることを明らかにする。

本稿は以下のような構成になる。次節では、これまで行われてきた、キャッシュ・フロー情報の情報内容に焦点をあてた実証研究についてレビューする。3節では、継続企業の前提に関する開示制度について概観する。4節では、本研究のサンプル、データおよび分析方法について述べる。5節では、研究結果とその解釈について述べる。6節では、5節の研究結果を受けて追加的に行った分析の結果を示す。そして7節では、結論と今後の課題について述べる。

## 2. 先行研究

2000年3月期にキャッシュ・フロー計算書が導入される以前から、わが国では、SEC基準を採用する企業が公表する連結キャッシュ・フロー計算書のデータを用いて実証研究が行われてきた。<sup>4</sup><sup>5</sup>

黒川・高橋 [1992]<sup>6</sup> では、1978～90年の間の SEC 基準採用企業の決算、のべ325社・年をサンプルとして、株価変動と純利益、および営業活動によるキャッシュ・フロー (cash flows from operating: 以下、営業 CF)、投資活動によるキャッシュ・フロー (cash flows from investing: 以下、投資 CF)、財務活動によるキャッシュ・フロー (cash flows from financing: 以下、財務 CF) との関連性を、重回帰モデルを用いて分

4 このキャッシュ・フロー計算書は、アメリカの財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board: FASB) による財務会計基準書 (Statement of Financial Accounting Standards: SFAS) 第95号『キャッシュ・フロー計算書 (Statement of Cash Flows)』に基づいて作成されたものである。

5 アメリカで行われた研究には、Rayburn [1986]、Bowen et al. [1987]、Livnat and Zarowin [1990]、Ali [1994] などがある。詳細は、百合草 [2001, 75-97頁] を参照。

6 キャッシュ・フロー計算書の制度化以前の決算については、その前に公表されていた「財政状態変動表 (Statement of Changes in Financial Position)」のデータに修正を加えて用いたとしている。

析した。その結果、キャッシュ・フロー情報のうち、営業 CF には利益情報に対する増分情報内容がほとんどないが、投資 CF と財務 CF には利益情報に対する増分情報内容が存在することが明らかになった。

百合草〔2001, 223-237頁〕では、1989～98年の間の SEC 基準採用企業の決算、のべ235社・年をサンプルとして分析を行った。まず、株価変動との関連性から、利益数値として営業利益と純利益、またキャッシュ・フロー数値として営業 CF、投資 CF、財務 CF の情報内容を検証している。その結果、営業利益および純利益は株価変動との有意な関連性が発見されたが、キャッシュ・フロー数値はいずれも有意な関連性は発見されなかった。そこで、サンプルを製造業の195社・年に限定して同様の分析を行ったところ、営業 CF および財務 CF に株価変動との有意な関連性が発見された。

次に、重回帰分析によってキャッシュ・フロー数値の増分情報内容が検証された<sup>7</sup>。その結果、全サンプルを用いた場合には、営業利益および純利益に対し、増分情報内容が存在するのは財務 CF のみであった。しかし、サンプルを製造業に限定した場合には、営業利益および純利益に対し、営業 CF と財務 CF が増分情報内容を有することが明らかになっている。

土田〔2000〕では、1988～98年の間の SEC 基準採用企業の決算、のべ245社・年をサンプルとして分析を行った。まず、株価変動との関連性から営業 CF の情報内容が検証されたが、両者の間に有意な関連性は発見されなかった。そこで、サンプルを1992年11月期以降の155社・年に限定したところ、営業 CF と株価変動との有意な関連性が発見されるとともに、純利益に対し、営業 CF がわずかではあるが増分情報内容を有していることが明らかになっている。

永田〔2010, 173-197頁〕では、2001～05年の間の SEC 基準採用企業36社をサンプルとして、株価変動と、営業 CF、投資 CF および財務 CF との相関関係を分析した。その結果、投資 CF と株価変動との相関が最も強かった一方で、営業 CF との相関は最も弱かったことが明らかになっている。

上述の研究は、サンプルおよび分析方法は同一ではないが、いずれもキャッシュ・フロー情報の有用性を明らかにするために行われたものである。しかし、その結果は首尾一貫していない。とくに営業 CF に関して、その有用性を示唆する明白な証拠が得られていないのである。もっとも、これらの研究でサンプルとされたのは SEC 基準採用企業だけであり、その結果が必ずしも他の多くの日本企業にもあてはまるとはいえないかもしれない。

7 ある会計数値の情報内容は、株価変動を被説明変数、会計数値（たとえば純利益）を説明変数とした回帰分析を行い、会計数値の係数が統計的に有意な値となるか否かにより判断される。また増分情報内容は、説明変数に別の変数（たとえば営業 CF）を追加して重回帰分析を行い、回帰式の決定係数（ $R^2$ ）が上昇するか否かにより判断される。なお、詳細は4節で述べる。

表1 先行研究のまとめ

	情 報 内 容			増分情報内容		
	営業 CF	投資 CF	財務 CF	営業 CF	投資 CF	財務 CF
黒川・高橋 [1992]	×	－	－	×	○	○
百合草 [2001]	△	×	△	△	×	○
土田 [2000]	△	－	－	△	－	－
永田 [2010]	×	○	×	－	－	－

○：情報内容が明らかになったもの

△：サンプルを限定した場合、情報内容が明らかになったもの

×：情報内容が明らかにならなかったもの

－：分析方法が異なるか、分析の対象外

い。しかし、年度や所属産業等、サンプルの選択に制約が課された場合であっても、利益情報に関しては一貫して情報内容の存在を示す証拠が得られ、その有用性が明らかになっていることと比べると、キャッシュ・フロー情報に関する情報内容の存在を示す証拠は強固ではない。

強固な証拠に基づいて、有用性が揺るがないものとなっている利益情報に対し、キャッシュ・フロー情報が追加的な情報を提供できる余地は限定されるかもしれない。それでもキャッシュ・フロー計算書が作成・公表されているのは、それが重要な役割を果たすと考えられる状況があるためであろう。<sup>8</sup>そこで本稿では、そうした状況の一つとして、継続企業の前提に重要な不確実性が存在する状況を取り上げる。その理由は次の通りである。

企業が債務を期日通りに返済し、存続し続けることができるか否かは、最終的には企業活動における収入と支出の流れに依存する。具体的には、収入額が支出額を上回っていないなければならない。こうした収支に関する情報を提供するのには、キャッシュ・フロー計算書である。よって、継続企業の前提に重要な不確実性が存在するような企業においては、キャッシュ・フロー情報が重視されるのではないかと考えられるのである。

また、利益情報は、現在の市場経済環境の持続を前提とした、中長期的な業績指標と考えられる（たとえば、有形固定資産取得のための支出額を、耐用年数にわたって費用配分していること）。それに対し、キャッシュ・フロー情報は、収支の期間配分を行わず、各期間の活動を独立に認識している点で、短期的な業績指標と考えることができる。<sup>9</sup>そして、継続企業の前提に不確実性が存在する企業の場合には、中長期的な業績指標である利

8 たとえば井上 [2005] によると、財務悪化企業においては、当期利益よりも営業 CF の方が株価説明力が高いという結果が示されている。

9 たとえば、桜井・百合草・蜂谷 [2006, 6-9頁] を参照。

益情報よりも、短期的な業績指標であるキャッシュ・フロー情報の方がより重視されるのではないかと考えられる。

こうして本稿では、継続企業の前提に関する注記が記載された企業をサンプルとし、株価変動との関連性を通じて、キャッシュ・フロー情報の有用性を検証していくことにする。

### 3. 継続企業の前提に関する開示

ここで、継続企業の前提に関する開示制度の概要について述べておく。

企業会計は、「継続企業の公準」でいわれるように、企業は倒産することなく事業活動を継続するという前提のもとで行われている。しかし現実には、財務内容が悪化するなどの理由から、倒産の危機が迫っている企業も存在する。そのような企業において、通常の財務諸表を開示するだけでは利害関係者の判断を誤らせるおそれがある。そこで、2002年1月、企業会計審議会から公表された「監査基準の改訂に関する意見書」において、継続企業の前提に関する注記の導入が提言された。そして、それを受けて同年10月に改正された「財務諸表等規則」において、2003年3月1日以後終了する事業年度から、継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象または状況が存在する場合には、その内容を財務諸表に注記することが必要になった。ただし、継続企業の前提に関しては、具体的にどのような場合にどのように開示すべきかについて、経営者が判断に迷う場合も考えられることから、日本公認会計士協会から監査委員会報告第74号「継続企業の前提に関する開示について」が公表され、開示実務に関する考え方が示された。

同報告によると、経営者が継続企業の前提に関する評価を行った結果、期末において、継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象または状況が存在し、その解消または大幅な改善に重要な不確実性が残ることにより、継続企業の前提に重要な疑義が存在すると認識したときは、当該疑義に関する事項を財務諸表に注記することが求められた。具体的には、①財務指標関係、②財務活動関係、③営業活動関係、④その他に分けて、いくつかの事象または状況が例示<sup>10</sup>されているが、このうち財務指標関係では、

- ・売上高の著しい減少
- ・継続的な営業損失の発生または営業キャッシュ・フローのマイナス
- ・重要な営業損失、経常損失または当期純損失の計上

10 例示された項目は、通常、複数の事象または状況が密接に関連して発生または発現することが多いと考えられるため、経営者は、継続企業の前提に関する重要な疑義が認められるか否かを、総合的に判断する必要があるとされている。



- ・重要なマイナスの営業キャッシュ・フローの計上
- ・債務超過

があげられた。

そして、継続企業の前提に重要な疑義を抱かせる事象または状況が存在すると判断された場合には、当該疑義にかかる事項として、次のことが財務諸表に注記されることになった。

- ・当該事象または状況が存在する旨およびその内容
- ・継続企業の前提に関する重要な疑義が存在する旨
- ・当該事象または状況を解消または大幅に改善するための経営者の対応および経営計画の内容
- ・財務諸表は継続企業を前提として作成されており、当該重要な疑義の影響を財務諸表に反映していない旨

これまでに、財務内容が悪化した企業におけるキャッシュ・フロー情報の有用性を検討した研究は存在するが、本稿における研究は、財務データ以外の事象（たとえば、重要な市場または得意先の喪失や、ブランド・イメージの著しい悪化）も含めて継続企業の前提に不確実性が存在する企業における、キャッシュ・フロー情報の有用性を考察するところに意義があると思われる。

なお、2009年4月に「財務諸表等規則」は改正された。その中では、継続企業の前提に関する事項を注記することが必要となるのは、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象または状況が存在する場合であって、当該事象または状況を解消し、または改善するための対応をしてもなお継続企業の前提に関する重要な不確実性が認められるときとされている。また、同じく2009年4月に改正された「企業内容等の開示に関する内閣府令」では、継続企業の前提に関する注記を開示するまでには至らない場合であっても、継続企業の前提に重要な疑義を生じさせるような事象または状況（「重要事象等」という）が存在する場合には、有価証券報告書の「事業等のリスク」および「財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析」にその旨およびその内容を開示することが求められている。<sup>12</sup>

ただし、次節以降で示す実証研究では、継続企業の前提に関する開示制度の変更の影響は考慮していない。また、サンプル数を確保するために、変更後の2009年3月以降の決算（19社）もサンプルに含めている。さらに、サンプルの統一性の観点から、2009年3月期以降に重要事象等が開示された企業はサンプルに含めていない。なお、2009年3月期以降

11 井上 [2005] では、流動比率が60%未満の企業、および純資産（繰延税金資産控除後）が負の企業を、財務悪化企業と定義している。

12 継続企業の前提に関する開示規定の、改正の影響を考察した研究には、浦山 [2011] がある。

のサンプルを除外した場合でも、結果に大きな違いはなかったことを付記しておく。

## 4. 研究方法

本節以降においては、継続企業の前提に関する注記が記載された企業をサンプルとして行われた実証研究の方法、結果、およびその解釈について述べる。

### サンプル

サンプル企業は、次の要件を満たした企業・年度から選択する。

- ①東京証券取引所第1部または2部に上場していた企業。なお、連結決算を行っていない企業についても、個別ベースのキャッシュ・フロー計算書を作成している場合にはサンプルに含める。
- ②2003年3月期決算～2009年6月期決算において、継続企業の前提に関する注記が記載された企業・年度。なお、注記が記載されることになった理由（「財務指標関係」や「営業活動関係」など）は問わない。
- ③決算期の変更等がなく、1年決算が行われていること。
- ④継続企業の前提に関する注記が記載された年度、およびその前年度の会計データが利用可能であること。
- ⑤株価変動に関するデータが、日本証券経済研究所の『株式投資収益率 CD-ROM (EXCEL版)』から入手可能であること。

なお、継続企業の前提に関する記載の有無は、『NEEDS 日経財務データ DVD 版』で検索し、後述する会計データも同データベースを用いた。

また、継続企業の前提に関する注記が記載された企業の中には、複数年にわたって継続して注記が記載されていた企業や、いったん注記がなくなったものの、その後の年度において再び注記が記載された企業もある。しかし本研究では、年度が異なれば別のサンプルとみなしている。その結果、サンプルは171社・年となった。

### 会計データ

本研究で取り上げる会計データは、発生主義利益情報については経常利益、キャッ

13 後述するように、会計データは比率の形で用いられる。発生主義利益を当期純利益と定義する場合、用いられる比率は自己資本利益率 (return on equity : ROE) になり、当期純利益を自己資本で除して計算することになる。しかし、本研究におけるサンプル企業には、債務超過 (すなわち、自己資本がマイナス) となっているため、ROE を適切に計算できない企業が存在する。そのため、本研究では発生主義利益を経常利益と定義している。

14  
シュ・フロー情報については営業 CF、投資 CF および財務 CF である。

ただし、何らかの会計情報が公表されたとき、その情報が株価に影響を与えるのは、公表された数値のうち事前に予想されていなかった部分、すなわち期待外の部分だけである。したがって、上述の情報項目について、事前に予想されていなかった期待外の部分を見積もらなければならない。そこで本研究では、ランダム・ウォーク・モデル (random walk model) を仮定し、前年度の実績値を当年度の期待値とするとともに、対前年変化分をもって期待外の部分とする。ただし、単純に対前年変化額や対前年変化率をとると、数値によっては期待外部分が極端に大きく計算されるおそれがある。

そこで本研究では、すべての数値を比率に直して用いることにする。すなわち、経常利益、営業 CF、投資 CF および財務 CF を、それぞれ期中平均の総資産額 ((期首総資産額 + 期末総資産額) ÷ 2) で除した比率を算定し、これらの比率の対前年変化分をもって、会計情報の期待外部分と定義する。

## 株価データ

本研究で用いる株価変動のデータは、上述のように、日本証券経済研究所の『株式投資収益率』において算定されている各企業の月次投資収益率である。

ただし、株価変動に影響を与える要因には、市場の全証券に影響を与える一般経済情報と、特定の企業にのみ影響を与える個別企業情報とがある。会計情報はいうまでもなく個別企業情報であるから、株価変動の中から一般経済情報を反映した部分を除去しなければならない。そこで本研究では、市場平均の月次投資収益率を一般経済情報を反映した部分と定義し、これを個別企業の月次投資収益率から控除することによって、個別企業情報を反映した部分を算定する。これは残差 (residual) とよばれる。

$$Z_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$Z_{it}$  : i 社の t 月における月次残差

$R_{it}$  : i 社の t 月における月次投資収益率

$R_{mt}$  : t 月における市場平均の投資収益率

16  
そしてこの月次残差を、分析対象となった決算期の12ヶ月前から2ヶ月後まで累計す

14 サンプル企業の中には、利息および配当金の受取額を投資 CF に、また利息の支払額を財務 CF に含めていた企業がのべ2社あったが、本研究では、大多数のサンプル企業と同様に、これらをすべて営業 CF に含める方法に修正している。

15 この方法は「市場リターン控除法」とよばれ、先行研究でも多く用いられてきた。

16 利益やキャッシュ・フローのような会計情報の多くは、その公表前に予測されて、すでに株価に織り込まれている。月次残差を決算期の12ヶ月前から累積するのはそのためである。なお、決算期の2ヶ月後とは、多くの企業において、決算短信で利益情報およびキャッシュ・フロー情報が最初に公表される月として定義している。



る。累計された残差は、累積残差（cumulative residual：以下、CR）とよばれる。

$$CR_i = \sum_{t=-11}^t Z_{it} \quad CR_i: i \text{ 社の累積残差}$$

$t = -11, \dots, 2$  ただし、決算月を月次0とする

この CR を、株価変動のうち個別企業情報を反映した部分として、次節以降の分析に用いる。

## 分析方法

本研究では、投資者にとっての利益情報およびキャッシュ・フロー情報の有用性を明らかにするため、上述の会計データと株価変動データとの関連性を検証する。そのため、まず、会計データ（経常利益、営業 CF、投資 CF、財務 CF のいずれか）の期待外部分を説明変数とし、株価変動データ（CR）を被説明変数とした回帰分析を行い、両者の間に統計的に有意な関連性が存在するか否かによって、それらの情報内容を検証する。次に、利益データに加え、キャッシュ・フローデータも説明変数とした重回帰分析を行い、利益データのみを説明変数とした場合と比べ、回帰式の決定係数が上昇するか否かを確認することによって、利益情報に対するキャッシュ・フロー情報の増分情報内容を検証する。

## 5. 研究結果

### 記述統計量

まず、各変数の記述統計量を示す。なお以下において、経常利益の期待外部分は UE、営業 CF、投資 CF、財務 CF の期待外部分はそれぞれ UCFO、UCFI、UCFF と表記する。

表2 記述統計量

	平均値	中央値	標準偏差	最大値	最小値
CR	-0.234	-0.244	0.674	2.849	-3.172
UE	-0.025	-0.010	0.120	0.800	-0.697
UCFO	0.001	-0.005	0.136	0.539	-0.460
UCFI	0.017	0.009	0.304	1.757	-1.604
UCFF	-0.047	-0.015	0.270	1.734	-1.203

また変数間の相関係数は次の通りである。

表3 相関係数

	CR	UE	UCFO	UCFI	UCFF
CR	1.000				
UE	0.459	1.000			
UCFO	0.174	0.382	1.000		
UCFI	-0.262	-0.206	-0.087	1.000	
UCFF	0.237	0.228	-0.147	-0.542	1.000

表2においては、UEの平均値および中央値がマイナスであることがわかる。これは、本研究のサンプルが継続企業の前提に不確実性が存在する企業であり、その要因となる事象に重要な経常損失の計上があげられていることを考慮すれば当然であろう。また、キャッシュ・フロー変数ではUCFIの平均値および中央値がプラスであることが特徴的である。これは、設備投資を減少させたり、固定資産の売却を進めたりしている企業が多いことを意味している。

また表3の相関係数では、キャッシュ・フロー変数間の相関のうち、UCFIとUCFFの相関係数が高くなっている。これは、財務活動を通じて調達した資金が、投資活動へ投下されるという関係が存在するためであろう。ただし、多重共線性の問題が発生するレベルではないと考えられる。

## 回帰分析の結果

会計データを説明変数、CRを被説明変数として行った回帰分析の結果は以下の通りである。なお表には、各回帰式における係数の推定値と、その有意性に関するt検定の結果、およびモデルの決定係数( $R^2$ )が示されている。ただしt検定については、係数が0と有意に異なるか否かという、両側検定を適用している。また、決定係数は自由度調整済みの値である。

表4 回帰分析の結果

$CR = -0.170 + 2.587 \times UE$ ( $t=6.722^{***}$ )	$R^2=0.206$
$CR = -0.235 + 0.864 \times UCFO$ ( $t=2.302^{**}$ )	$R^2=0.025$
$CR = -0.224 - 0.580 \times UCFI$ ( $t=-3.531^{***}$ )	$R^2=0.063$
$CR = -0.207 + 0.592 \times UCFF$ ( $t=3.175^{***}$ )	$R^2=0.051$
*** は1%有意    ** は5%有意	

まず、経常利益（UE）の係数は有意な正の値となっている。これは、前年に比べて経常利益が増加した企業は株価も上昇するということを意味し、利益に情報内容が存在することを明らかにするものである。ただし、本研究のサンプル企業でいうと、前年に比べて利益が減少した企業について、株価が下落したケースが多いものと考えられる。また、決定係数も最も高く、利益情報の株価説明力が高いことが示されている。この結果は、たとえ継続企業の前提に不確実性が存在する企業であっても、利益情報の有用性は揺るがないことを明らかにしている。

次に、キャッシュ・フロー情報については、営業 CF（UCFO）と財務 CF（UCFF）<sup>17</sup>の係数は有意な正の値、投資 CF（UCFI）の係数は有意な負の値となっている。ただし、キャッシュ・フロー計算書において最も重要な情報項目であると考えられてきた営業 CF は、係数の有意水準と、回帰式の決定係数がともに最も低くなっている。一方、投資 CF の係数の有意水準、および回帰式の決定係数が最も高くなっている。これは、本研究のサンプルが継続企業の前提に不確実性が存在する企業であること、および UCFI の平均値および中央値が正の値であることを考えると、固定資産の売却を進めて投資 CF が前年に比べて増加した企業は、債務の返済が迫っていて、その資金を捻出せざるを得ない状況のようにみなされ、株価が下落したケースが多いと考えることができよう。また、財務 CF の係数は有意な正の値となっているが、これも UCFF の平均値および中央値が負の値であることを考えると、財務 CF が前年に比べて減少した企業は、債権者が回収を急いでいるか、あるいは外部からの資金調達が困難になっていて、経営破綻の危機が迫っているものとみなされ、株価が下落したケースが多いのではないと思われる。

## 重回帰分析の結果と増分情報内容

表 4 の結果から、利益情報に関しては、きわめて高い株価説明力を有するということが明らかになった。この利益情報を所与としてもなお、キャッシュ・フロー情報が追加的な株価説明力を有するか否かを明らかにするために行った、重回帰分析の結果を以下に示す。まず説明変数として、UE に加えて、UCFO、UCFI、UCFF のいずれか 1 つを追加した場合の結果は表 5 の通りである。

まず、UE と UCFO を説明変数とした場合、UCFO の係数は有意な値とはなっておらず、また UE のみを説明変数とした場合と比べて決定係数も上昇していない。よって、利益情報を所与とすると、営業 CF の情報は追加的な株価説明力を有しないということになる。次に、UE と UCFI を説明変数とした場合には、UCFI の係数は有意な負の値とな

17 投資 CF と株価変動との有意な負の関連性は、Livnat and Zarowin [1990] や、黒川・高橋 [1992] といった先行研究でも発見されている。

表5 重回帰分析の結果(1)

$CR = -0.169 + 2.590 \times UE - 0.007 \times UCFO$	$R^2 = 0.202$
( $t=6.722^{***}$ ) ( $t= -0.019$ )	
$CR = -0.168 + 2.384 \times UE - 0.388 \times UCFI$	$R^2 = 0.231$
( $t=6.722^{***}$ ) ( $t= -2.547^{**}$ )	
$CR = -0.158 + 2.408 \times UE + 0.349 \times UCFF$	$R^2 = 0.220$
( $t=6.722^{***}$ ) ( $t=2.011^{**}$ )	
*** は1%有意    ** は5%有意	

り、また UE のみを説明変数とした場合と比べて決定係数が上昇している。さらに、UE と UCFF を説明変数とした場合には、UCFF の係数は有意な正の値となり、また UE のみを説明変数とした場合と比べて決定係数が上昇している。よって、投資 CF と財務 CF には、利益情報を所与としてもなお、株価変動を追加的に説明する能力があるといえる。

なお、上述の結果は次のように解釈できる。投資者は、継続企業の前提に不確実性が存在する企業であっても、業績指標としては利益数値を重視している。そして投資 CF および財務 CF については、利益数値からはわからない、設備投資額の減少や借入金返済額の増加といった情報が得られるので、投資者はそれらを考慮して意思決定を行っているということではないだろうか。

次に、UE とキャッシュ・フロー変数のうち2つを説明変数とした場合、および UE とすべてのキャッシュ・フロー変数を説明変数とした場合の結果を表6に示す。

まず、UCFO の係数はすべての場合において有意な値とはならず、また決定係数も、UCFO を説明変数に含めなかった場合と比べて上昇していない。よって営業 CF には、利益情報および他のキャッシュ・フロー項目の情報を所与とした場合、株価変動を追加的

表6 重回帰分析の結果(2)

$CR = -0.168 + 2.391 \times UE - 0.016 \times UCFO - 0.388 \times UCFI$	$R^2 = 0.227$
( $t=5.713^{***}$ ) ( $t= -0.043$ ) ( $t= -2.539^{**}$ )	
$CR = -0.159 + 2.310 \times UE + 0.196 \times UCFO + 0.373 \times UCFF$	$R^2 = 0.217$
( $t=5.307^{***}$ ) ( $t=0.521$ ) ( $t=2.073^{**}$ )	
$CR = -0.163 + 2.339 \times UE - 0.312 \times UCFI + 0.166 \times UCFF$	$R^2 = 0.230$
( $t=5.976^{***}$ ) ( $t= -1.748^*$ ) ( $t=0.822$ )	
$CR = -0.163 + 2.298 \times UE + 0.084 \times UCFO - 0.304 \times UCFI + 0.181 \times UCFF$	$R^2 = 0.225$
( $t=5.976^{***}$ ) ( $t=0.222$ ) ( $t= -1.677^*$ ) ( $t=0.848$ )	
*** は1%有意    ** は5%有意    * は10%有意	

に説明する能力はないということになる。他方、UCFI の係数は、10%という低い水準のときもあるものの、すべての場合において有意な負の値となっており、また決定係数も、UCFI を説明変数に含めなかった場合に比べて上昇している。また UCFF については、UCFI とともに説明変数に含められている場合、その係数は有意な値とはならず、決定係数の上昇もみられない。

以上の結果から、利益情報および他のキャッシュ・フロー項目の情報を所与としてもなお、株価変動を追加的に説明する能力を有するのは投資 CF ということになる。言い換えると、最も増分情報内容が豊富なキャッシュ・フロー項目が投資 CF であるといえよう。

そして、この投資 CF の有用性を支持する結果は、次のように解釈できる。まず、すでに述べたように、本研究のサンプルが継続企業の前提に不確実性が存在する企業であることから、固定資産の売却を進めて投資 CF が前年に比べて増加した企業は、債務の返済のために資金捻出の必要性に迫られたようにみなされたのではないかということである。また、投資額を減らしたために、今後の事業の継続がいつそう困難になるとみなされたということもあるかもしれない。すなわち投資家は、単に前期に比べてキャッシュ・フローが増加したか否かという過去の実績ではなく、将来のキャッシュ・フローの見通し（本研究のサンプル企業の場合、比較的近い将来と考えられるが）を考慮して、意思決定を行っていると考えられる。そして、その最も重要な手がかりとなるのが投資 CF であるということであろう。

また、キャッシュ・フロー計算書の分析では、導入期から成長期にかけて企業の投資 CF のマイナス幅は拡大していくが、成熟期から衰退期にかけて投資 CF はマイナスから<sup>18</sup>プラスに転じる傾向があるといわれる。本研究のように、継続企業の前提に不確実性が存在する企業において、投資 CF と株価変動との間に負の関連性が発見されたことは、上述のような投資 CF の傾向があてはまっているとともに、投資家がキャッシュ・フローの傾向を理解して意思決定を行っていると考えられることもできよう。

## 6. 営業 CF に代わる変数の分析

一般に、キャッシュ・フロー計算書において最も重要な情報であると考えられてきたのは営業 CF の情報であろう。しかし、前節の結果はその考えとは一致せず、利益情報や投資・財務 CF の情報に対して、営業 CF の情報は増分情報内容を有しないという結果になった。しかしキャッシュ・フロー計算書には、営業 CF 以外にも、有用ではないかと考

18 営業 CF、投資 CF および財務 CF の符号は、「導入期」→「成長期」→「成熟期」→「衰退期」という企業ライフサイクルとの関連で説明される。詳細は、永田〔2010, 149-166頁〕を参照。



えられる情報項目が存在する。そこで本節では、営業 CF に代わる変数として、①営業活動によるキャッシュ・フローの「小計」欄の数値、および②「営業 CF + 投資 CF」の数値を取り上げてみたい。

### 営業活動によるキャッシュ・フローの「小計」

「連結財務諸表規則」に示されている、連結キャッシュ・フロー計算書の営業活動の区分は表7のようになっている。なお、本研究のサンプル企業はほとんどが間接法でキャッシュ・フロー計算書を作成しているが、スペースの関係上、ここでは直接法によった場合の様式を示す。

これによると、営業 CF には、企業の主たる営業活動に伴う収支だけでなく、損害賠償金の支払額のような項目が含まれていることがわかるが、こうした臨時的な収支は有用な情報ではないと思われる。また、法人税等の支払額も含まれているが、これは過年度の課税所得に基づいて確定した法人税等の、当期における支払額を意味しているので、当期においてはすでに情報内容を失っているかもしれない。こうした項目を除外した営業活動の収支は、表7の5行目にある「小計」欄の数値である。

そこで、営業 CF に代えて、営業活動によるキャッシュ・フローの小計欄の数値を説明変数とし、同様の分析を行った結果が次の通りである。なお、小計欄の数値（subtotal of cash flow from operating、SCFO と表記する）の期待外部分は USCFO と表記する。

表7 営業活動の区分

営業活動によるキャッシュ・フロー	
営業収入	× × ×
原材料又は商品の仕入れによる支出	△ × × ×
人件費の支出	△ × × ×
その他の営業支出	△ × × ×
小計	× × ×
利息及び配当金の受取額	× × ×
利息の支払額	△ × × ×
損害賠償金の支払額	△ × × ×
...	× × ×
法人税等の支払額	△ × × ×
営業活動によるキャッシュ・フロー	× × ×

表8 回帰分析の結果（「小計」欄の数値による）

CR = -0.232 + 0.083 × USCFO (t=2.195**)	R <sup>2</sup> = 0.022
CR = -0.169 + 2.640 × UE - 0.115 × USCFO (t=6.256***) (t= -0.309)	R <sup>2</sup> = 0.202
CR = -0.167 + 2.433 × UE - 0.105 × USCFO - 0.387 × UCFI (t=5.747***) (t= -0.286) (t= -2.536**)	R <sup>2</sup> = 0.227
CR = -0.158 + 2.360 × UE + 0.092 × USCFO + 0.361 × UCFI (t=5.348***) (t=0.239) (t=1.995**)	R <sup>2</sup> = 0.216
CR = -0.163 + 2.345 × UE - 0.013 × USCFO - 0.312 × UCFI + 0.164 × UCFI (t=5.346***) (t= -0.034) (t= -1.726*) (t=0.769)	R <sup>2</sup> = 0.225
*** は 1 % 有意    ** は 5 % 有意    * は 10 % 有意	

この結果は、UCFO を説明変数とした場合とほぼ同じである。また、決定係数については、UCFO を用いたときよりもむしろ低下しているケースがある。よって、営業活動の区分の小計欄の数値も、有用な情報とはなり得ていないという結果になった。

#### フリー・キャッシュ・フロー

次に、営業 CF と投資 CF の合計額を取り上げる。この数値は、企業が営業活動によって生み出した資金から、税金や設備投資など必要な支出を済ませた後、自由に使える金額として企業に残る資金増加の純額を意味するので、一般に「フリー・キャッシュ・フロー (free cash flow : 以下、FCF)」とよばれている。実際にこの数値を FCF として開示している企業もあり、投資者にとって注目されている情報であると考えられる。

そこで、営業 CF に代えて、この FCF を説明変数として同様の分析を行った結果が表 9 の通りである。なお、FCF の期待外部分は UFCF と表記する。

もし、営業 CF と投資 CF の合計額が FCF であるならば、企業にとって自由に使える資金が増加したということはグッド・ニュース (good news) と考えられ、株価は上昇するはずである。しかし表 9 の結果によると、UFCF の符号は負の値になっている。また、その結果は投資 CF を説明変数とした場合のそれとほとんど同じである。よって、少なく

19 先行研究では、Bowen et al. [1987] において、営業 CF と投資 CF の合計額が、キャッシュ・フロー変数の一つとして取り上げられている。

20 企業価値評価において、割引キャッシュフロー法 (DCF 法) を用いる場合、FCF の割引現在価値が用いられる。ただし、自己資本と他人資本を区別せず、企業全体の価値を評価しようとする場合には、DCF 法で用いる FCF は利息の支払額を控除する前の金額でなければならない。このように、営業 CF と投資 CF の合計額がそのまま用いられるわけではないことに注意が必要である (桜井 [2010, 104-107 頁] を参照)。

21 たとえば、ソフトバンク株式会社は、有価証券報告書の第 2 【事業の状況】の中の「キャッシュ・フローの状況」において、営業 CF と投資 CF の合計額をフリー・キャッシュ・フローとして開示している。

表9 回帰分析の結果 (FCF による)

$CR = -0.228 - 0.364 \times UFCF$ ( $t = -2.296^{**}$ )	$R^2 = 0.025$
$CR = -0.164 + 2.558 \times UE - 0.332 \times UFCF$ ( $t = 6.730^{***}$ ) ( $t = -2.355^{**}$ )	$R^2 = 0.227$
$CR = -0.160 + 2.477 \times UE - 0.252 \times UFCF + 0.170 \times UCFE$ ( $t = 6.297^{***}$ ) ( $t = -1.450$ ) ( $t = 0.798$ )	$R^2 = 0.225$
*** は 1 % 有意    ** は 5 % 有意	

とも本研究のサンプル企業については、営業 CF と投資 CF の合計額は FCF とはみなされておらず、またその数値に投資 CF 以上の情報内容は存在しないといえるであろう。

この結果は次のように解釈できる。通常の企業において、営業 CF で投資 CF のマイナスをカバーできているか否かは、投資者の意思決定において重要な指標となるはずである。しかし、本研究のサンプルのように、継続企業の前提に不確実性が存在する企業については、投資の原資が営業活動によって企業が生み出したものであるか、外部から調達したものであるかにかかわらず、投資支出額を増加させることこそが、事業活動を継続していくための要因であると投資者に評価され、その企業の株価が上昇したと考えることができる。たとえば、営業 CF が不足<sup>22</sup>していても、借入や増資によって資金を增強し、経営再建のために投資を増加させることは、投資者にとってグッド・ニュースと受け取られたのであろう。他方、営業 CF の大小によらず、投資 CF が増加すること（すなわち、固定資産の売却収入等が増加した企業）は、債務返済のための資金捻出の必要性に迫られているか、あるいは投資の減少により将来の事業継続が難しくなっていくといったバッド・ニュース (bad news) と受け取られ、株価が下落したものと考えることができる。そしてこの結果も、投資者が過去の実績ではなく、将来のキャッシュ・フローの見通しを考慮して、意思決定を行っているものと解釈することができるであろう。

## 7. 結 論

本稿は、継続企業の前提に不確実性が存在する企業をサンプルとして、キャッシュ・フロー情報の有用性について考察した。その結果は、次のようにまとめることができる。

①キャッシュ・フロー計算書において報告される営業 CF、投資 CF および財務 CF の

22 たとえば三菱自動車工業株式会社の2006年度の有価証券報告書における、継続企業の前提に関する注記の中では、資本増強策や借入等の計画が説明された後、「資本増強・資金調達策により得る資金は、当社グループが「三菱自動車再生計画」を実行するにあたっての基礎となる、研究開発及び設備投資資金として最大限活用されることとなる」と記述されている。

数値には、いずれも株価変動と統計的に有意な関連性が存在する。よって、キャッシュ・フロー計算書には、情報内容があるといえる。

- ②ただし、利益情報を所与とした場合、営業 CF には株価変動を追加的に説明する能力は認められなかった。よって、営業 CF には利益情報に対する増分情報内容の存在が明らかとはならなかった。
- ③利益情報、および他のキャッシュ・フロー計算書の情報項目を所与としてもなお、株価変動を追加的に説明する能力が認められたのは投資 CF であった。よって、最も明白な増分情報内容の存在が確認されたのは投資 CF であった。

当初、継続企業の前提に不確実性が存在する企業については、収入が支出を上回っていることが重要であると考えられた。よって、投資 CF と株価変動との間に明白な負の関連性が発見されたことは、当初の問題意識とは結果が異なっている。しかし、これは投資者が過去の実績ではなく、将来のキャッシュ・フローの見通しを考慮して意思決定を行っているためであると解釈することができた。よって、当該企業においてキャッシュ・フロー情報は重要であり、その中で最も有用な情報が投資 CF であるということがいえるであろう。

ただし、本研究は課題が残されている。本稿では、株価変動のデータの入手できる企業として、サンプルを東京証券取引所第 1 部および 2 部に上場する企業に限定したが、実際にはマザーズやジャスダックといった新興企業向けの市場に上場する企業においても、継続企業の前提に関する注記が記載された企業が存在する。よって、株価データが入手可能であれば、こうした企業にもサンプルを拡大して分析を行うべきであろう。また、3 節でも述べたように、継続企業の前提に関する開示制度は 2009 年 3 月に改正されている。よって、改正の前後で研究結果が異なるか否か、検証する必要があると思われる。

さらに、本研究のサンプル企業は、企業ライフサイクルでいえば衰退期にあたる企業が多いと考えられるが、その衰退期の企業において投資 CF が有用な情報であることが明らかになった。しかし、他のライフサイクルのステージにある企業、たとえば導入期の企業において同様の結果が得られるか否かは明らかではない。よって今後は、企業のライフサイクルと関連づけた、キャッシュ・フロー情報の有用性についても考察していく必要があると思われる。

23 須田・渡辺 [2010] では、企業ライフサイクルの衰退段階において、キャッシュ・フロー情報（営業 CF）が、利益情報を上回る情報内容をもっていることを示す結果が得られている。

## 引用文献・参考文献

- 井上達男「財務悪化企業におけるキャッシュ・フロー情報の優位性」會計、第167巻4号（2005年4月）、23-35頁。
- 浦山剛史「継続企業の前提に関する開示規定の改正が開示判断に及ぼす影響に関する実証研究」日本会計研究学会第70回大会自由論題報告、2011年9月。
- 鎌田信夫『キャッシュ・フロー会計の原理（新版第2版）』税務経理協会、2006年。
- 黒川行治・高橋正子「SEC 連結基準適用会社における資金情報の有用性（その1）（その2）」三田商学研究（慶應義塾大学）、第35巻3号・5号（1992年8月・12月）、41-51頁・22-48頁。
- 桜井久勝・百合草裕康・蜂谷豊彦『キャッシュ・フロー会計と企業評価（第2版）』中央経済社、2006年。
- 桜井久勝『財務諸表分析（第4版）』中央経済社、2010年。
- 桜井久勝『財務会計講義（第12版）』中央経済社、2011年。
- 須田一幸・渡辺正和「企業のライフサイクルとキャッシュフロー情報の有用性」産業経理、第70巻3号（2010年10月）、59-72頁。
- 土田俊也「連結キャッシュ・フロー情報と株価形成」経済理論（和歌山大学）、第296号（2000年7月）、25-47頁。
- 永田靖『キャッシュ・フロー会計情報論—制度的背景と分析手法—』中央経済社、2010年。
- 百合草裕康『キャッシュ・フロー会計情報の有用性』中央経済社、2001年。
- 渡邊和矩『財務報告とキャッシュ・フロー情報の研究—財務報告情報の有用性との関連で—』東京経済情報出版、2010年。
- Ali, A., "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operations, and Cash Flows," *Journal of Accounting Research*, Vol.32, No.1, Spring 1994, 61-74.
- Bowen, R. M., D. Burgstahler and L. A. Daley, "The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows," *The Accounting Review*, Vol.62, No.4, Spring 1987, 723-747.
- Cheng, A. and S. Yang, "The Incremental Information Content of Earnings and Cash Flows from Operations Affected by Their Extremity," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30, No.1&2, January/March 2003, 73-116.
- Dechow, P. M., "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.18, No.1, July 1994, 3-42.
- FASB, SFAS No.95, *Statement of Cash Flows*, November 1987.
- Livnat, J. and P. Zarowin, "The Incremental Information Content of Cash-Flow Components," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.13, No.1, May 1990, 25-46.
- Rayburn, J., "The Association of Operating Cash Flow and Accruals with Security Returns," *Journal of Accounting Research*, Vol.24, Supplement 1986, 112-138.