

Title	SEC連結基準適用会社における資金情報の有用性(その2)
Sub Title	Usefulness of Cash Flow Information in Japanese Firms which Provide the SEC Standard Consolidated Statements (2)
Author	高橋, 正子(Takahashi, Masako) 黒川, 行治(Kurokawa, Yukiharu)
Publisher	
Publication year	1992
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.35, No.5 (1992. 12) ,p.22- 48
JaLC DOI	
Abstract	<p>SEC連結基準採用会社をサンプルとし,産業効果モデルによって推定した残差リターンに基づく累積平均残差CARを計算し,決算発表された会計情報の内容とCARとの関係を分析することにより,会計情報の有用性の有無・程度を検討する。会計情報としては,(1)連結利益,(2)個別利益,(3)連結営業キャッシュ,(4)個別営業キャッシュ,(5)連結投資キャッシュ,(6)連結財務キャッシュ,(7)個別投資キャッシュ,(8)個別財務キャッシュの8種類である。なお,すべて1株当たりの数値に換算し,また対前期比を計算することにより実際値と予想値との乖離を求め,期待外の結果とする。分析は4つのパートから構成されている。(1)利益情報と営業キャッシュ情報との比較 上記(1)~(4)の4つの情報について,対前期比がプラスの場合,その情報内容が好材料(good news)と判断し,逆にマイナスの場合,悪材料(bad news)と判断して,情報の好悪とCARとの関係を月毎の変動の形にグラフ化する。その結果,利益情報の好悪は,営業キャッシュ情報の好悪よりもCAR(株価)との関連性が強い。とくに,連結利益情報がかつとも顕著であり,逆に,個別営業キャッシュ情報の好悪は株価に関して殆ど差異をもたらしていない。(2)投資キャッシュと財務キャッシュ情報の有用性 上記(5)~(8)の4つの情報について,対前期比が増加であるか減少であるかを当該情報の情報内容として,CARとの関係を月毎の変動の形にグラフ化する。その結果,連結または個別の投資キャッシュが増加する場合,-3月まではCARは殆ど上昇しない。また,連結または個別の財務キャッシュが減少する場合,-3月まではCARは殆ど上昇しない。連結財務キャッシュが減少する場合,+1月から+3月までのCARの上昇が顕著である。(3)数量化I類モデルによる会計情報の有用性の分析 数量化I類モデルにより,総合的に会計情報のCARへの影響を検討する。その結果,-3月で決定係数が最大となり,情報の好悪(増減)に対するCARの反応差が最も大きくなる。また,資金情報の利益情報に対する追加情報の有用性についてみると,営業キャッシュにはそれほど大きな追加情報内容がないが,投資キャッシュには連結・個別ともに追加情報内容がある。また,個別財務キャッシュには追加情報内容がないが,連結財務キャッシュには追加情報の有用性がある。(4)回帰モデルによる会計情報の有用性の分析 分析(1)~(3)までは,会計情報の内容を名義測度でとらえ,当期の会計数値を予想(前期値)と比較し,その好悪あるいは増減としての情報の有用性を分析したが,ここでは,会計情報の内容を比例測度でとらえ,対前期比の数値そのものあるいは対数変換するにとどめた会計情報を扱う。その結果,連結利益は決算月前および決算発表月前に有用で,CARに対して+にはたらく。営業キャッシュ情報には,連結・個別ともに有用性が低い。また,投資キャッシュ,財務キャッシュ情報は,連結・個別ともに有用であり,とくに,連結財務キャッシュ情報が決算月以後および決算短信発表月以後のCARに対して影響が最も有意で,分析(2)と同様マイナスにはたらく。最後に,日本基準の連結会計制度上,作成・開示が義務付けられていない連結キャッシュ情報は有用であることが判った。</p>
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19921225-04056213

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

SEC 連結基準適用会社における 資金情報の有用性 (その 2)

高橋 正子
黒川 行治

<要 約>

SEC 連結基準採用会社をサンプルとし、産業効果モデルによって推定した残差リターンに基づく累積平均残差 CAR を計算し、決算発表された会計情報の内容と CAR との関係进行分析することにより、会計情報の有用性の有無・程度を検討する。会計情報としては、①連結利益、②個別利益、③連結営業キャッシュ、④個別営業キャッシュ、⑤連結投資キャッシュ、⑥連結財務キャッシュ、⑦個別投資キャッシュ、⑧個別財務キャッシュの 8 種類である。なお、すべて 1 株当たりの数値に換算し、また対前期比を計算することにより実際値と予想値との乖離を求め、期待外の結果とする。

分析は 4 つのパートから構成されている。

(1) 利益情報と営業キャッシュ情報との比較

上記①～④の 4 つの情報について、対前期比がプラスの場合、その情報内容が好材料 (good news) と判断し、逆にマイナスの場合、悪材料 (bad news) と判断して、情報の好悪と CAR との関係を月毎の変動の形にグラフ化する。その結果、利益情報の好悪は、営業キャッシュ情報の好悪よりも CAR (株価) との関連性が強い。とくに、連結利益情報をもっとも顕著であり、逆に、個別営業キャッシュ情報の好悪は株価に関して殆ど差異をもたらしていない。

(2) 投資キャッシュと財務キャッシュ情報の有用性

上記⑤～⑧の 4 つの情報について、対前期比が増加であるか減少であるかを当該情報の情報内容として、CAR との関係を月毎の変動の形にグラフ化する。その結果、連結または個別の投資キャッシュが増加する場合、-3 月までは CAR は殆ど上昇しない。また、連結または個別の財務キャッシュが減少する場合、-3 月までは CAR は殆ど上昇しない。連結財務キャッシュが減少する場合、+1 月から +3 月までの CAR の上昇が顕著である。

(3) 数量化 I 類モデルによる会計情報の有用性の分析

数量化 I 類モデルにより、総合的に会計情報の CAR への影響を検討する。その結果、-3 月で決定係数が最大となり、情報の好悪 (増減) に対する CAR の反応差が最も大きくなる。また、資金情報の利益情報に対する追加情報の有用性についてみると、営業キャッシュにはそれほど大きな追加情報内容がないが、投資キャッシュには連結・個別ともに追加情報内容がある。また、個別財務キャッシュには追加情報内容がないが、連結財務キャッシュには追加情報の有用性がある。

(4) 回帰モデルによる会計情報の有用性の分析

分析(1)～(3)までは、会計情報の内容を名義測度でとらえ、当期の会計数値を予想 (前期値) と比較し、その好悪あるいは増減としての情報の有用性を分析したが、ここでは、会計情報の内容を比例測度で

とらえ、対前期比の数値そのものあるいは対数変換するにとどめた会計情報を扱う。その結果、連結利益は決算月前および決算発表月前に有用で、CARに対して+にはたらく。営業キャッシュ情報には、連結・個別ともに有用性が低い。また、投資キャッシュ、財務キャッシュ情報は、連結・個別ともに有用であり、とくに、連結財務キャッシュ情報が決算月以後および決算短信発表月以後のCARに対して影響が最も有意で、分析(2)と同様マイナスにはたらく。最後に、日本基準の連結会計制度上、作成・開示が義務付けられていない連結キャッシュ情報は有用であることが判った。

<キーワード>

連結会計、個別会計、キャッシュ・フロー、利益、株価、残差リターン、期待リターン、産業効果モデル、累積平均残差、ランダム・ウォーク・モデル、好材料、悪材料

<「その1」(三田商学研究35巻3号)の内容>

I. 問題の所在

II. 過去の研究方法の概略

- 2-1 残差リターンと期待外利益
- 2-2 残差リターンの算定方法
- 2-3 期待外利益の算定方法
- 2-4 会計情報の種類・計算方法

III. 分析の方法とサンプル

- 3-1 累積平均残差CAR (cumulative average residual)
- 3-2 利益情報とキャッシュ情報
- 3-3 分析対象サンプル

IV. 分析結果1——利益情報と営業キャッシュ情報の分析——

図4-1~4-8に条件1によって全サンプルを分類したグループ別のCARの平均値の動きと有意差検定の結果を示す。図4-1~4-8はどの図においても-12月の値が原点で0となるわけだが、それは省略してある。なお、条件2によるサンプルの結果は、全サンプルとほぼ同じであったので、重複を避ける意味で省略する。さて、これらの結果以下の知見が得られた。

(1) 利益情報

図4-1より、利益情報に関しては、明らかに、個別利益にかかわらず、連結利益が良い場合にCARが上昇し、連結利益が悪い場合にCARは低下している。

とくに、連結利益が悪い場合、個別利益の良し悪しにかかわらず-3月に株価が反応してCARの下落幅が大きい。

(2) 営業キャッシュ情報

図4-2より、営業キャッシュ情報に関しては、連結営業キャッシュが良い場合、個別営業キャッシュにかかわらず、CARが上昇している。しかし、有意な差異があるとは言えない。

(8) 個別営業キャッシュ情報

図4-8より、個別営業キャッシュ情報に関しては、個別営業キャッシュの良し悪しによるCARの有意な差異は全くない。

(9) 全体を比較して、利益情報の好悪は、営業キャッシュ情報の好悪よりも株価との関連性が強い。とくに、連結利益情報をもっとも顕著であり、逆に、個別営業キャッシュ情報の好悪は株価に関して殆ど差異をもたらさない。

V. 分析結果2——投資キャッシュと財務キャッシュ情報の分析——

前節までは、キャッシュ情報といった場合、利益情報との対応から営業キャッシュに限定して分析を進めてきた。しかし、キャッシュ情報には、営業活動からのキャッシュ・フローの他に、投資活動からのキャッシュ・フローと財務活動からのキャッシュ・フローの2つがあり、それらも営業活動からのキャッシュ・フローとならぶ重要な情報とされている。キャッシュ・フローに関する財務表において、営業、投資および財務の3大分類がなされているのがその証左である。そこで、本節では、投資活動からのキャッシュ・フローと財務活動からのキャッシュ・フローの情報内容を分析してみることにする。営業活動からのキャッシュ・フローを「営業キャッシュ」と呼んだように、投資活動からのキャッシュ・フローと財務活動からのキャッシュ・フローをそれぞれ、「投資キャッシュ」、「財務キャッシュ」と呼ぶ。

また、営業キャッシュと同様の方法で、1株当たり利益の公表数値上で用いられたと思われる株式数を用いて1株当たり投資キャッシュと1株当たり財務キャッシュとを計算する。1株当たりの利益の値が公表された時、前期以前の値が遡って修正されている場合には、前期の1株当たりキャッシュも計算し直し、当期の値と前期の値を比較することも、前節の分析と同じである。

ところで、利益と営業キャッシュは、当期の値と前期の値とを比較し、当期のそれが、前期のそれよりも増加（減少）していれば、好材料=good news（悪材料=bad news）と判断して、情報の好悪のCARへの影響を分析したのであるが、投資キャッシュと財務キャッシュでは、単に当期のそれらの値が前期の値よりも増加（減少）しているならば好材料=good news（悪材料=bad news）とは解釈しがたい。たとえば、発行株式数が一定と仮定し、前期に700億円投資支出があり、当期に900億円の投資支出があった場合、投資キャッシュは200億円の支出増加、したがって投資からのキャッシュ・フローとしては前期比200億円の減少なので、「投資キャッシュは減少（マイナス）」という情報になる。この投資キャッシュの減少をはたして悪材料であるとみなせるかどうかということである。

同様に、財務キャッシュの場合、他の条件が等しいとして当期の借入支出を前期よりも増加させ

表 6-1 株式投資収益率の4変数(連結利益・個別利益・連結営業キャッシュ・個別営業キャッシュ)による説明モデル〔モデル2〕

		月次(t)																	
		-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
連 結 利 益	good news 係数符号	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	range	2.060	2.589	3.656	4.583	6.875	8.408	10.625	14.527	18.119	19.685	20.863	21.328	22.796	23.504	21.424	26.979	30.080	23.326
	偏相関係数	0.082	0.066	0.069	0.063	0.068	0.065	0.103	0.125	0.142	0.140	0.139	0.131	0.130	0.127	0.108	0.129	0.139	0.131
個 別 利 益	good news 係数符号	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-
	range	0.699	1.190	0.235	3.203	3.142	4.983	4.088	3.255	3.395	3.259	1.712	2.295	1.196	1.057	0.530	3.510	1.510	1.220
	偏相関係数	0.029	0.031	0.005	0.048	0.041	0.053	0.041	0.029	0.027	0.024	0.012	0.015	0.007	0.006	0.003	0.017	0.007	0.006
連 結 〃	good news 係数符号	-	-	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	range	1.237	0.563	0.270	0.195	1.322	2.349	3.983	3.207	3.943	4.294	4.266	4.950	6.483	7.940	6.185	4.895	5.112	5.325
	偏相関係数	0.061	0.018	0.006	0.004	0.021	0.040	0.048	0.034	0.038	0.038	0.035	0.038	0.046	0.053	0.038	0.029	0.029	0.029
個 別 〃	good news 係数符号	+	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	range	0.502	0.252	0.901	0.816	0.387	1.354	2.367	1.942	2.567	3.380	3.800	4.127	4.666	4.453	4.329	4.351	5.653	6.130
	偏相関係数	0.025	0.008	0.021	0.015	0.006	0.026	0.028	0.021	0.025	0.034	0.031	0.032	0.033	0.030	0.027	0.026	0.032	0.034
決 定 係 数	0.0106	0.0128	0.0094	0.0185	0.0234	0.0321	0.0307	0.0353	0.0430	0.0408	0.0360	0.0337	0.0320	0.0310	0.0215	0.0241	0.0306	0.0274	

モデルの結果である。まず、情報の好悪とCARの符号から得られる観察結果は次の通りである。

- (1) 連結利益はすべての期間を通じて、情報の好悪とCARすなわち株式反応の符号が一致している。
- (2) 個別利益は+4月以降、情報の好悪とCARの符号が一致しない。
- (3) 連結営業キャッシュは-7月以降、情報の好悪とCARの符号が一致している。
- (4) 個別営業キャッシュは-7月以降、情報の好悪とCARの符号が一致しない。

Range（情報の好悪のCAR反応への影響の大きさ）と偏相関係数（当該情報以外の情報の影響を除いたCARと当該情報との相関）が大きい場合、当該情報に対してCAR（したがって株価）が、反応していると考えられる。また、それらの値が大きく変化した月に、当該情報に対する株価反応が顕著であると思われる。Rangeと偏相関係数の大きさから得られる観察結果は次の通りである。

- (5) 連結利益の好悪は、他の3つの情報の好悪と比較し、CARに対してきわだって大きな差異をもたらしている。
- (6) 連結利益の好悪に対して、株価は-7，-4，-3月に反応している。
- (7) 個別利益の好悪に対して、株価は-6月に反応している。
- (8) 連結営業キャッシュの好悪に対して、株価は-7，-6，+1，+2月に反応している。
- (9) 全体についてみると、-3月で決定係数が最大となり、情報の好悪に対するCARの差異が最も大きくなる。

6-2 8変数（利益・営業・投資・財務キャッシュ情報（連結・個別））による説明モデル

第V節同様、利益情報と営業キャッシュ情報に対して、投資と財務キャッシュ情報を追加して数量化I類モデルを作成し、情報の好悪あるいは増加・減少情報とCARの動向との関係を分析する。表6-2がその結果である。情報の好悪（増減）とCARの符号から得られる観察結果は次の通りである。

- (1) 連結利益はすべての期間を通じて、情報の好悪とCARすなわち株式反応の符号が一致している。
- (2) 個別利益は+3月以降、情報の好悪とCARの符号が一致しない。
- (3) 連結営業キャッシュは-10月以降、情報の好悪とCARの符号が一致している。
- (4) 個別営業キャッシュは-7月以降、情報の好悪とCARの符号が一致しない。
- (5) 連結投資キャッシュと個別投資キャッシュの増加情報（投資抑制あるいは投資資産売却増加）に対して、CAR（株価）はそれぞれ1～2期を除きマイナスの反応を示す。
- (6) 連結財務キャッシュの増加情報に対して、株価は+1月まではプラスの反応を示すが+2月以降マイナスの反応に変わる。

表6-2 株式投資収益率の8変数(利益・営業・財務キャッシュ情報(連結・個別))による説明モデル[モデル4]

		月次(t)																	
		-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
連結 利益	good news 係数符号	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	range	2.150	2.904	3.614	4.346	6.848	8.250	10.449	14.051	17.199	18.928	20.564	21.011	22.035	22.810	20.509	26.069	28.684	28.886
	毎相関係数	0.085	0.074	0.068	0.064	0.087	0.082	0.101	0.120	0.134	0.133	0.135	0.128	0.125	0.121	0.102	0.123	0.135	0.127
個別 利益	good news 係数符号	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-
	range	0.962	0.585	0.599	2.399	2.206	3.910	2.901	1.878	1.977	2.012	0.488	1.082	0.131	0.226	0.180	4.137	2.276	1.835
	毎相関係数	0.040	0.014	0.012	0.036	0.029	0.045	0.028	0.017	0.016	0.015	0.003	0.007	0.001	0.001	0.001	0.020	0.011	0.008
連結 営業 キャッシュ	good news 係数符号	-	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	range	0.957	0.597	0.895	0.697	2.126	3.765	4.894	4.087	4.535	4.584	5.000	5.259	5.929	7.074	4.753	3.474	4.479	4.336
	毎相関係数	0.045	0.018	0.020	0.012	0.032	0.050	0.056	0.042	0.042	0.039	0.039	0.038	0.040	0.045	0.028	0.019	0.024	0.023
個別 営業 キャッシュ	good news 係数符号	+	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	range	0.173	0.510	1.263	1.349	0.734	2.126	2.979	2.046	2.172	4.016	4.283	5.215	5.750	5.617	5.636	5.369	7.005	7.563
	毎相関係数	0.008	0.016	0.029	0.024	0.011	0.029	0.035	0.021	0.020	0.034	0.034	0.038	0.039	0.036	0.034	0.030	0.039	0.040
連結 投資 キャッシュ	good news 係数符号	+	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	range	0.057	0.249	1.875	2.779	2.549	2.011	2.641	3.459	4.774	4.060	2.726	3.514	4.630	4.014	4.241	5.066	3.337	3.989
	毎相関係数	0.003	0.007	0.039	0.045	0.036	0.025	0.028	0.033	0.042	0.032	0.020	0.024	0.029	0.024	0.024	0.027	0.017	0.020
連結 財務	good news 係数符号	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
	range	1.227	5.276	6.946	6.334	5.674	5.679	6.075	6.504	6.091	4.102	5.279	3.815	0.505	1.446	4.046	3.251	0.775	1.907
	毎相関係数	0.054	0.146	0.143	0.102	0.079	0.070	0.065	0.061	0.052	0.032	0.038	0.026	0.003	0.009	0.022	0.017	0.004	0.009
個別 投資 キャッシュ	good news 係数符号	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	range	1.622	2.173	0.210	0.518	2.435	3.008	4.398	3.116	1.698	3.007	4.004	5.692	5.245	5.163	5.549	4.007	5.449	5.028
	毎相関係数	0.074	0.064	0.005	0.009	0.036	0.039	0.049	0.031	0.015	0.025	0.031	0.040	0.034	0.032	0.032	0.022	0.029	0.026
個別 財務	good news 係数符号	-	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-	-	+	+	-	-
	range	0.591	1.659	1.185	0.697	2.187	0.563	1.119	0.456	2.178	1.555	0.333	1.233	0.144	0.613	1.818	0.916	0.840	1.430
	毎相関係数	0.026	0.047	0.025	0.011	0.031	0.007	0.012	0.004	0.019	0.012	0.002	0.008	0.001	0.004	0.010	0.005	0.004	0.007
決定係数	0.0217	0.0440	0.0415	0.0377	0.0379	0.0455	0.0447	0.0485	0.0557	0.0483	0.0419	0.0394	0.0362	0.0340	0.0246	0.0263	0.0325	0.0321	0.0291

(7) 個別財務キャッシュについてのCARの動向は安定していない。

次に、Rangeと偏相関係数の大きさから得られる観察結果は次の通りである。

(8) 連結利益の好悪は、他の7つの情報の好悪と比較し、CARに対してきわだって大きな差異をもたらしている。

(9) 連結利益の好悪に対して、株価は-7, -4, -3月に反応している。

(10) 個別利益の好悪に対して、株価は-6月に反応している。

(11) 連結営業キャッシュの好悪に対して、株価は-7, -6, +2月に反応している。

(12) 連結投資キャッシュの好悪に対して、株価は-3月に反応している。

(13) 連結財務キャッシュの好悪に対して、株価は-10月に反応している。

(14) 個別投資キャッシュの好悪に対して、株価は-2, -1, 0月に反応している。

(15) 全体についてみると、-3月で決定係数が最大となり、情報の好悪（増減）に対するCARの差異が最も大きくなる。

6-3 資金情報の利益情報に対する追加情報の有用性

数量化I類モデルの決定係数の比較を行うことにより、利益情報の好悪に追加して、営業資金情報の好悪さらに投資と財務情報の増減という情報内容が、どの程度CAR（したがって株価）反応に対して有用性をもつものであるかを検討してみる。表6-3が説明変数を変えた各数量化I類モデルの決定係数の一覧表である。

モデル〔1〕～〔4〕は連結と個別の両情報を含めた説明モデル、モデル〔5〕～〔8〕は連結情報のみによる説明モデル、そしてモデル〔9〕～〔12〕は個別情報のみによる説明モデルである。また、モデル〔1〕,〔5〕,〔9〕は利益情報のみ、モデル〔2〕,〔6〕,〔10〕は利益+営業キャッシュ、モデル〔3〕,〔7〕,〔11〕は利益+営業キャッシュ+投資キャッシュ、そしてモデル〔4〕,〔8〕,〔12〕は利益+営業キャッシュ+投資キャッシュ+財務キャッシュの各情報を取り込んだモデルである。なお、モデル〔13〕は、個別の4情報と連結利益情報の合計5変数によるモデルで、これは、SEC連結基準を採用せず日本固有の連結基準を採用している場合、連結資金情報は開示されないの、もし、日本基準と同様に連結資金情報がなかったとしたらどの程度CARに対する有用性（決定係数）が減少するかを見ようとするためのものである。

(1) 営業キャッシュ

モデル〔2〕と〔1〕,モデル〔6〕と〔5〕およびモデル〔10〕と〔9〕のそれぞれを比較すると、決定係数の増分は全期間を通じて0.001程度で、営業キャッシュは、利益情報に対してそれほど大きな追加情報内容を持つとは言えない。

(2) 投資キャッシュ

表 6-3 数量化 I 類モデルの決定係数の比較

番号	モデル	変数の数	月次(1)																	
			-11	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6
1	利益情報 (連結利益・個別利益)	2	0.007	0.012	0.009	0.018	0.023	0.031	0.028	0.034	0.042	0.039	0.035	0.032	0.030	0.028	0.020	0.023	0.029	0.026
2	(1) + 営業キャッシュ (連結・個別)	4	0.011	0.019	0.009	0.019	0.023	0.032	0.031	0.035	0.043	0.041	0.036	0.034	0.031	0.022	0.024	0.024	0.031	0.027
3	(2) + 投資キャッシュ (連結・個別)	6	0.019	0.023	0.020	0.028	0.032	0.040	0.040	0.044	0.051	0.047	0.040	0.039	0.036	0.024	0.026	0.026	0.032	0.029
4	(3) + 財務キャッシュ (連結・個別)	8	0.022	0.044	0.042	0.038	0.038	0.046	0.049	0.049	0.056	0.048	0.042	0.039	0.036	0.025	0.026	0.026	0.033	0.029
5	連結利益情報	1	0.006	0.011	0.009	0.016	0.021	0.023	0.027	0.033	0.041	0.039	0.034	0.032	0.030	0.020	0.023	0.023	0.029	0.026
6	(5) + 連結営業キャッシュ	2	0.009	0.012	0.009	0.016	0.022	0.028	0.028	0.034	0.042	0.039	0.035	0.033	0.031	0.021	0.023	0.023	0.030	0.026
7	(6) + 連結投資キャッシュ	3	0.012	0.017	0.019	0.024	0.029	0.035	0.036	0.041	0.049	0.044	0.038	0.036	0.034	0.022	0.025	0.025	0.031	0.027
8	(7) + 連結財務キャッシュ	4	0.014	0.039	0.040	0.036	0.035	0.042	0.041	0.047	0.055	0.046	0.040	0.037	0.034	0.023	0.025	0.025	0.031	0.027
9	個別利益情報	1	0.001	0.008	0.004	0.014	0.015	0.021	0.017	0.018	0.021	0.019	0.015	0.014	0.012	0.008	0.006	0.006	0.010	0.009
10	(9) + 個別営業キャッシュ	2	0.001	0.008	0.005	0.014	0.015	0.021	0.017	0.018	0.021	0.019	0.015	0.014	0.012	0.008	0.006	0.006	0.010	0.009
11	(10) + 個別投資キャッシュ	3	0.009	0.018	0.009	0.016	0.020	0.027	0.025	0.023	0.025	0.023	0.018	0.018	0.015	0.010	0.008	0.008	0.011	0.010
12	(11) + 個別財務キャッシュ	4	0.009	0.019	0.013	0.019	0.021	0.029	0.026	0.027	0.030	0.025	0.019	0.019	0.016	0.010	0.008	0.008	0.011	0.010
13	(12) + 連結利益	5	0.015	0.022	0.017	0.023	0.029	0.038	0.037	0.042	0.049	0.044	0.039	0.036	0.033	0.022	0.025	0.025	0.031	0.028

モデル〔3〕と〔2〕、モデル〔7〕と〔6〕およびモデル〔11〕と〔10〕のそれぞれを比較すると、決定係数の増分は0月以前において0.004~0.013程度あり、営業キャッシュと比べて投資キャッシュは、追加情報内容を持つと言えよう。なお、連結と個別のそれぞれの決定係数の増分がほぼ等しく、両者の間には大きな情報の有用性の相違は無さそうである。

(3) 財務キャッシュ

モデル〔4〕と〔3〕を比較すると、決定係数の増分は-3月以前において0.002~0.012程度あり、財務キャッシュは、追加情報内容を持つと言えよう。なお、連結と個別のそれぞれの決定係数の増分をみると、個別（モデル〔12〕と〔11〕）では、-3月で0.005と目立つ程度で、他の月ではそれ程と大きな増分はない。他方、連結（モデル〔8〕と〔7〕）では0.005~0.014程度の増分があることから、個別財務キャッシュではなく、連結財務キャッシュこそが追加情報内容を持つと言えよう。

(4) 連結情報と個別情報

モデル〔4〕と〔8〕あるいはモデル〔4〕と〔12〕を比較すると、全期間を通じて、連結・個別併用モデルと連結4変数モデルとの間の決定係数の差は0.001程度で、連結情報に追加する情報内容を個別情報はそれほどもっていないと言えそうである。他方、連結・個別併用モデルと個別4変数モデルとの間の決定係数の差は0.013~0.029もあり、連結情報が情報内容に富んでいることが判る。

(5) 連結資金情報

モデル〔13〕と〔4〕を比較すると、-2月以降では、決定係数の差は、0.002程度で大きな差異がないのに対し、-3月以前では、0.007~0.025と大きく、-3月以前には連結資金情報には追加情報内容があると言える。

したがって、SEC基準が連結資金情報の公表を義務付けていることには、大きな意味がある。

Ⅶ. 分析結果4 —重回帰モデルによる会計情報の有用性の分析—

重回帰モデルを用いて、累積平均残差CARの変動を連結および個別の利益・キャッシュの変動に回帰させ、会計情報の有用性を定量的に分析する。前3節の分析結果をふまえて、CARは、-11から6月（決算発表後6ヶ月）までの18ヶ月間の累積（Aモデル）だけでなく、-2月（決算月）と0月（決算短信発表月）を境としてその前後を比較するために、-3月（決算前月）までの9ヶ月間の累積（Bモデル）と-2月（決算月）以後の9ヶ月間の累積（Cモデル）、および-1月（決算短信発表前月）までの11ヶ月間の累積（Dモデル）と0月（決算短信発表月）以後の7ヶ月間の累積（Eモデル）の5タイプのモデルを構築した。

7-1 オリジナルデータによる会計情報の有用性の分析

全決算例の連結利益以下8種の1株当たり利益・キャッシュの変動量を説明変数として重回帰分析を行った結果を表7-1に示す。この分析により以下の知見が得られた。

(1) 利益情報

①～③より、利益情報は連結、個別ともに-3月以前より-2月以後、-1月以前より0月以後の方が説明力はあるが、その相関は-3月以前および-1月以前には+（増加しているという利益情報に対して、CARは上昇し、減少の情報に対してCARは下降している）であるが、-2月以後および0月以後は殆ど-（増加しているという利益情報に対して、投資収益率は下降し、減少の情報に対して収益率は上昇している）である。-2月と0月とを比較すると連結利益、個別利益ともに-2月前後の説明力の方が高い。とくに説明力が高いのは、-2月以後のCARに対してで、どの利益情報も減少するとCARは上昇する。個別利益は0月以後の説明力も有意である。全体として、個別利益の方が連結利益よりCARとの相関は高い。

(2) 営業キャッシュ情報

④～⑥より、個別営業キャッシュ情報は非常に説明力が低い。連結営業キャッシュ情報は個別営業キャッシュ情報より説明力があるが、その中で高いのは0月前後である。-1月以前は減少、0月以後は増加がCARの上昇に寄与する。

(3) 利益情報に対する営業キャッシュ情報の追加情報量

②⑤⑦、③⑥⑧および④⑦⑨から、個別利益に対する個別営業キャッシュのもつ追加情報は殆ど認識できないが、連結利益に対して連結営業キャッシュの追加情報量は0月前後に説明力が上がることでわかる。

(4) 連結投資キャッシュ・財務キャッシュ情報

⑦と⑩、⑦と⑪より連結利益・営業キャッシュに対する追加情報は、連結投資キャッシュ単独には認められないが、連結財務キャッシュはとくに、-2月以後、0月以後減少がCARの上昇に有意に寄与する。また、②⑤⑦と⑫～⑭より、単独では有意にはたらかなかった連結投資キャッシュ情報も、財務キャッシュ情報と結合するととくに-2月以後、0月以後顕著に説明力を上げる。連結投資キャッシュ情報は連結営業キャッシュ情報と相関が高く、連結営業キャッシュ情報が無い場合に有意性が高い。また、連結投資キャッシュ・財務キャッシュともに全モデルにおいて減少がCARの上昇に寄与する。

(5) 個別投資キャッシュ・財務キャッシュ情報

⑧と⑮より個別利益・営業キャッシュ情報に追加すると、個別投資キャッシュ情報は全期間に対して説明力を上げるが、期間を分けると、-3月以前、-1月以前には説明力を上げる。中でも-3月以前の個別投資キャッシュ情報は有意である。⑧と⑯より個別財務キャッシュについても投資

キャッシュと同様ではあるがそれほど顕著ではない。また、③⑥⑧と⑰～⑲より、個別投資キャッシュ情報と財務キャッシュ情報とを結合した場合も同様の傾向にある。CARに対し、個別投資キャッシュ情報は殆ど減少がCARの上昇に寄与するが、財務キャッシュ情報は、-3月以前、-1月以前には増加、-2月以後、0月以後は減少がCARの上昇に寄与する。

(6) 利益情報・営業キャッシュ情報に対する投資キャッシュ情報・財務キャッシュ情報の追加情報量

⑨と⑳より利益・営業キャッシュ情報に追加すると、投資キャッシュ情報は全期間に対して説明力を上げるが、期間を分けると、-3月以前、-1月以前には説明力を上げる。この際、連結投資キャッシュ情報は増加がCARの上昇に寄与するが、個別投資キャッシュ情報は減少がCARの上昇に寄与する。中でも-3月以前、-1月以前の個別投資キャッシュ情報は有意である。⑨と㉑より利益・営業キャッシュ情報に追加すると、財務キャッシュ情報は他のモデルは説明力を上げるが、0月以後は説明力を大きく下げる。全体に、連結財務キャッシュ情報は減少が、個別財務キャッシュ情報は殆ど増加がCARの上昇に寄与する。中でも0月以後の連結財務キャッシュ情報は有意である。①④⑨と㉒～㉔および㉕より、投資キャッシュ・財務キャッシュの結合情報を利益情報、営業キャッシュ情報、利益・営業キャッシュ情報それぞれに追加した場合、説明力を上げることができる。この際、個別財務キャッシュ情報は増加がCARの上昇に寄与するが、他は逆である。中でも全期間および、-2月以後、0月以後の連結財務キャッシュ情報は常に有意である。

(7) わが国会計制度による開示情報に対する連結キャッシュ情報の追加情報量

㉖と㉗よりわが国会計制度による開示情報に連結キャッシュ情報を追加すると、全期間の説明力が上がるが、その内容はとくに0月以後に顕著であることがわかる。

(8) 変数減少法による最も有意なモデル

㉘より、-3月以前、-1月以前には個別投資キャッシュの減少がCARの上昇に寄与するモデル、-2月以後は連結財務キャッシュ・連結投資キャッシュと連結利益、0月以後は連結財務キャッシュ・連結投資キャッシュと個別利益がすべて減少がCARの上昇に寄与するモデルが選択された。変数の中でも最も有意性が高いのは連結財務キャッシュである。

表7-1 CARに対する1株当たり

被説明変数	説明変数	オリジナルデータ								
		回帰式 F値	(1) 連利	(2) 結 個利 別益	(3) 連結営業 キャッシュ	(4) 個別営業 キャッシュ	(5) 連結投資 キャッシュ	(6) 連結財務 キャッシュ	(7) 個別投資 キャッシュ	(8) 個別財務 キャッシュ
①	A 全期間	0.03	+	-						
	B -11~-3	1.22	+	+						
	C -2~+6	2.01	-	-						
	D -11~-1	0.37	+	+						
	E 0~+6	1.62	+	-						
②	A 全期間	0.00	-							
	B -11~-3	1.99	+							
	C -2~+6	2.55	-							
	D -11~-1	0.38	+							
	E 0~+6	1.01	-							
③	A 全期間	0.03								
	B -11~-3	2.09								
	C -2~+6	*3.88		*						
	D -11~-1	0.74								
	E 0~+6	*3.19		○						
④	A 全期間	0.01								
	B -11~-3	0.18								
	C -2~+6	0.15								
	D -11~-1	0.47								
	E 0~+6	1.06								
⑤	A 全期間	0.00								
	B -11~-3	0.35								
	C -2~+6	0.29								
	D -11~-1	0.93								
	E 0~+6	1.92								
⑥	A 全期間	0.01								
	B -11~-3	0.13								
	C -2~+6	0.03								
	D -11~-1	0.07								
	E 0~+6	0.02								
⑦	A 全期間	0.00								
	B -11~-3	1.23								
	C -2~+6	1.49								
	D -11~-1	0.70								
	E 0~+6	1.57								
⑧	A 全期間	0.02								
	B -11~-3	1.12								
	C -2~+6	1.95		*						
	D -11~-1	0.41								
	E 0~+6	1.60		○						
⑨	A 全期間	0.02								
	B -11~-3	0.73								
	C -2~+6	1.07								
	D -11~-1	0.41								
	E 0~+6	1.28								
⑩	A 全期間	0.04								
	B -11~-3	1.23								
	C -2~+6	1.10								
	D -11~-1	0.63								
	E 0~+6	1.07								
⑪	A 全期間	0.20								
	B -11~-3	0.90								
	C -2~+6	○2.48								
	D -11~-1	0.47								
	E 0~+6	2.17								
⑫	A 全期間	0.75								
	B -11~-3	1.01								
	C -2~+6	*2.62								
	D -11~-1	0.69								
	E 0~+6	*2.45								
⑬	A 全期間	0.84								
	B -11~-3	1.08								
	C -2~+6	○3.47								
	D -11~-1	0.35								
	E 0~+6	*3.21								

[注] 符号は係数の符号, **は1%, *は5%, ○は10%水準での有意性を示す。

利益・キャッシュの重回帰分析 (1)

被説明変数 CAR	説明変数	オリジナルデータ								
		回帰式 F値	(1) 連利	(2) 結 個 別 益 利 益	(3) 連 結 営 業 キャッシュ	(4) 個 別 営 業 キャッシュ	(5) 連 結 投 資 キャッシュ	(6) 連 結 財 務 キャッシュ	(7) 個 別 投 資 キャッシュ	(8) 個 別 財 務 キャッシュ
A 全期間	0.99				-			○ -		
B -11~-3	0.84				-			-		
⑭ C -2~+6	○2.36				-			*	-	
D -11~-1	0.84				-			-		
E 0~+6	*2.67				+			-	*	-
A 全期間	0.48					+				-
B -11~-3	1.94					-			○	-
⑮ C -2~+6	1.31			*	-	+			-	-
D -11~-1	1.06				+	-			-	-
E 0~+6	1.11			○	-	+			-	-
A 全期間	0.05				-					+
B -11~-3	1.55				+					+
⑯ C -2~+6	1.73			○	-	-				-
D -11~-1	0.56				+	-				+
E 0~+6	1.26			○	-	-				-
A 全期間	0.36				-					-
B -11~-3	1.72				+					+
⑰ C -2~+6	1.38			○	-	-				-
D -11~-1	0.85				+	+				+
E 0~+6	1.04			○	-	-				-
A 全期間	0.48				-					-
B -11~-3	*2.30				+					+
⑱ C -2~+6	1.85			○	-	-				-
D -11~-1	1.14				+	-				+
E 0~+6	1.39			○	-	-				-
A 全期間	0.42					-				-
B -11~-3	1.97					+			○	-
⑲ C -2~+6	0.58					-			-	+
D -11~-1	1.06					+			-	+
E 0~+6	0.30					-			+	-
A 全期間	0.31		+		-			+		
B -11~-3	1.26		+		-			+		
⑳ C -2~+6	0.76		-		-			+	○	-
D -11~-1	0.81		+		-			+	○	-
E 0~+6	0.88		+		+			+	-	
A 全期間	0.29		-	+	-					-
B -11~-3	0.93		+	+	-					+
㉑ C -2~+6	1.33		-	-	+					+
D -11~-1	0.50		-	+	-					+
E 0~+6	0.88		-	-	+			○	-	+
A 全期間	0.64		-	-	-			○	-	-
B -11~-3	1.21		+	+	-			-		+
㉒ C -2~+6	1.38		-	-	-			*	-	+
D -11~-1	0.81		+	+	-			-		+
E 0~+6	1.46		-	-	+			*	-	+
A 全期間	1.32		-	-				○	-	+
B -11~-3	1.52		+	+				-		+
㉓ C -2~+6	*1.81		-	-				*	-	+
D -11~-1	0.82		+	+				-		+
E 0~+6	1.83		-	-			○	*	-	+
A 全期間	0.85				-			○	-	+
B -11~-3	1.34				-	+		-		+
㉔ C -2~+6	1.23				-	-		*	-	+
D -11~-1	1.02				-	+		-		+
E 0~+6	1.55				+	-		*	-	+
A 全期間	0.32		+	-						-
B -11~-3	1.53		+	+						+
㉕ C -2~+6	1.11		-	-						-
D -11~-1	0.70		+	+						+
E 0~+6	0.87		+	-						+
A 全期間	有意ナシ	(1)	(3)	(4)	(2)	(5)	(7)	(8)	(6)	
B -11~-3	*4.81	(7)	(3)	(4)	(1)	(2)	(5)	*	(6)	
㉖ C -2~+6	*3.47	○ -	(5)	(3)	(4)	○ -	** -	(1)	(2)	
D -11~-1	○2.94	(1)	(4)	(7)	(2)	(3)	(6)	○ -	(5)	
E 0~+6	*3.50	(2)	○ -	(4)	(5)	○ -	** -	(1)	(3)	

㉖は変数減少法による () 内数字はフルモデルからの削除順。

表7-2 CARに対する1株当たり

被説明変数CAR	説明変数	変換後										
		回帰式 F値	(1) 連利	結 益	(2) 個 利	別 益	(3) 連結営業 キャッシュ	(4) 個別営業 キャッシュ	(5) 連結投資 キャッシュ	(6) 連結財務 キャッシュ	(7) 個別投資 キャッシュ	(8) 個別財務 キャッシュ
①	A 全期間	1.77		+		-						
	B -11~-3	*3.98	○	+		+						
	C -2~+6	0.40		+								
	D -11~-1	○2.60		+		+						
	E 0~+6	0.41		+		-						
②	A 全期間	○3.55	○	+								
	B -11~-3	**7.79	**	+								
	C -2~+6	0.33		+								
	D -11~-1	*5.22	*	+								
	E 0~+6	0.68		+								
③	A 全期間	1.46				+						
	B -11~-3	*4.93			*	+						
	C -2~+6	0.01				-						
	D -11~-1	2.62				+						
	E 0~+6	0.08				+						
④	A 全期間	0.41					+					
	B -11~-3	0.61					+					
	C -2~+6	0.20					+					
	D -11~-1	0.41					+					
	E 0~+6	0.24					+					
⑤	A 全期間	0.72					+					
	B -11~-3	1.22					+					
	C -2~+6	0.18					+					
	D -11~-1	0.75					+					
	E 0~+6	0.39					+					
⑥	A 全期間	0.01						+				
	B -11~-3	0.17						+				
	C -2~+6	0.05						-				
	D -11~-1	0.03						+				
	E 0~+6	0.00						+				
⑦	A 全期間	1.94	○	+			+					
	B -11~-3	*4.14	**	+			+					
	C -2~+6	0.22		+			+					
	D -11~-1	○2.75	*	+			+					
	E 0~+6	0.47		+			+					
⑧	A 全期間	0.73				+						
	B -11~-3	○2.48			*	+						
	C -2~+6	0.03				-						
	D -11~-1	1.31				+						
	E 0~+6	0.04				+						
⑨	A 全期間	1.03		+		-						
	B -11~-3	○2.18		+		+						
	C -2~+6	0.28		+		-						
	D -11~-1	1.44		+		+						
	E 0~+6	0.29		+		-						
⑩	A 全期間	1.62	○	+			+					
	B -11~-3	**4.30	*	+			+					
	C -2~+6	0.20		+			+		*			
	D -11~-1	*2.62	○	+			+		+			
	E 0~+6	0.31		+			+		+			
⑪	A 全期間	1.29	○	+			+					
	B -11~-3	**4.11	*	+			+				+	
	C -2~+6	1.45		+			-			*	+	
	D -11~-1	○2.39	*	+			+			*	+	
	E 0~+6	1.32		+			+			○	-	
⑫	A 全期間	1.24	○	+			+					
	B -11~-3	**3.61	*	+			+					
	C -2~+6	1.13		+			-			*	+	
	D -11~-1	○2.10	○	+			+				+	
	E 0~+6	1.12		+			-			○	-	
⑬	A 全期間	1.63		+								
	B -11~-3	**4.67	*	+								
	C -2~+6	1.49		+						*	+	
	D -11~-1	*2.73	*	+							+	
	E 0~+6	1.49		+						○	-	

[注] 符号は係数の符号, **は1%, *は5%, ○は10%水準での有意性を示す。

利益・キャッシュの重回帰分析 (2)

被説明変数 CAR	説明変数	変換後							
		回帰式 F 値	(1) 連利	(2) 結 個利 別益	(3) 連結営業 キャッシュ	(4) 個別営業 キャッシュ	(5) 連結投資 キャッシュ	(6) 連結財務 キャッシュ	(7) 個別投資 キャッシュ
A 全期間	0.74				+		-		
B -11~-3	*2.86				+		○		
⑭ C -2~+6	1.40				-		-	*	
D -11~-1	1.47				+		-	-	
E 0~+6	1.30				-		-	○	
A 全期間	0.56			+		-			-
B -11~-3	○2.11		*	+		-			-
⑮ C -2~+6	0.06			-		-			+
D -11~-1	1.23			+		-			-
E 0~+6	0.11			+		+			+
A 全期間	0.67			+		+			
B -11~-3	*3.35		○	+		+			*
⑯ C -2~+6	0.35			+		-			-
D -11~-1	1.73			+		+			+
E 0~+6	0.21			+		-			-
A 全期間	0.51			+		+			-
B -11~-3	*2.53			+		+			+
⑰ C -2~+6	0.27			+		-			-
D -11~-1	1.34			+		+			+
E 0~+6	0.17			+		-		+	-
A 全期間	0.68			+					-
B -11~-3	*3.30		○	+					○
⑱ C -2~+6	0.31			+				+	+
D -11~-1	1.79			+				+	+
E 0~+6	0.23			+				+	-
A 全期間	0.30					+			-
B -11~-3	○2.19					+			*
⑲ C -2~+6	0.36					-			-
D -11~-1	1.17					+			+
E 0~+6	0.18					-		+	-
A 全期間	0.85	+		-	+	-			
B -11~-3	*2.18	+		+	+	-	○		
⑳ C -2~+6	0.21	+		-	+	-	+		+
D -11~-1	1.37	+		-	+	-	-		-
E 0~+6	0.24	+		-	+	-	-		+
A 全期間	0.76	+		-	+	-			+
B -11~-3	*2.32	+		+	+	-			+
㉑ C -2~+6	0.81	+		-	+	-			+
D -11~-1	1.35	+		+	+	-			+
E 0~+6	0.70	+		-	+	-			+
A 全期間	0.68	+		-	+	-			+
B -11~-3	○1.92	+		+	+	-			+
㉒ C -2~+6	0.64	+		-	-	-	○		-
D -11~-1	1.12	+		+	+	-			+
E 0~+6	0.60	+		-	+	-	○		-
A 全期間	0.87	+		-		-			+
B -11~-3	*2.48	+		+		-			+
㉓ C -2~+6	0.78	+		-		-	○		+
D -11~-1	1.45	+		-		-	○		+
E 0~+6	0.79	+		-		-	○		+
A 全期間	0.47				+	-			+
B -11~-3	1.67				+	-			+
㉔ C -2~+6	0.74				-	+			+
D -11~-1	0.88				+	-			+
E 0~+6	0.70				+	-	○		+
A 全期間	0.81	+		-		-			-
B -11~-3	*2.52	+		+		+			○
㉕ C -2~+6	0.43	+		-		-			-
D -11~-1	1.54	+		-		-			+
E 0~+6	0.31	+		-		-		+	-
A 全期間	○3.55	○	+	(2)	(3)	(4)	(7)	(6)	(1)
B -11~-3	**6.42	*	+	(3)	(5)	(1)	*	(4)	(2)
㉖ C -2~+6	*3.96	(7)		(4)	(1)	(6)	(5)	*	(2)
D -11~-1	*3.91	*	+	(1)	(5)	(4)	○	(3)	(2)
E 0~+6	○3.22	(7)		(3)	(1)	(5)	(6)	○	(4)

㉖は変数減少法による () 内数字はフルモデルからの削除順。

7-2 変換後データによる会計情報の有用性の分析

CARの変動と比較すると、1株当たり利益やキャッシュ（とくにキャッシュ）の変動は大きい。しかし、利益やキャッシュが10倍変動したからといって、株価が10倍変動すると推量するとは考え難い。そこで、単調関係は崩さずに利益やキャッシュの大きな変動を圧縮するために、1株当たり利益・キャッシュの変動に次式の変換を施した。変換前のオリジナルデータをX、変換後データをX' とすると

$$X' = \begin{cases} \log_{10} X + 9 & X > 10, \\ X & -10 \leq X \leq 10, \\ -\log_{10} |X| - 9 & -10 > X. \end{cases} \quad [\text{式7-1}]$$

全決算例の連結利益以下8種の1株当たり利益・キャッシュの変動量の変換後の値を説明変数として重回帰分析を行った結果を表7-2に示す。この分析より以下の知見が得られた。

(1) 利益情報

①～③より、利益情報は連結、個別ともに-2月以後より-3月以前、0月以後より-1月以前の方が説明力はある。0月と-2月とを比較すると、連結利益、個別利益ともに-2月前後の説明力の方が高い。全体として、連結利益の方が個別利益よりCARとの相関は非常に高く、④以降も、総てのモデルにおいて増加がCARの上昇に寄与するが、個別利益は有意性の高い-3月以前に増加がCARの上昇に寄与する以外は他の変数に引かれて寄与の方向が変動する。

(2) 営業キャッシュ情報

④～⑥より、個別営業キャッシュ情報は非常に説明力が低い。連結営業キャッシュ情報は個別営業キャッシュ情報より説明力があるが、その中で高いのは0月前後である。連結営業キャッシュ情報は増加がCARの上昇に寄与する。

(3) 利益に対する営業キャッシュ情報の追加情報量

②⑤⑦、③⑥⑧および④⑦⑨から、連結、個別ともに利益に対する営業キャッシュのもつ追加情報は殆ど認識できない。

(4) 連結投資キャッシュ・財務キャッシュ情報

⑦と⑩より連結利益・営業キャッシュ情報に追加すると、連結投資キャッシュ情報は-3月以前、-1月以前に減少がCARの上昇に寄与する形で説明力を上げる。一方、⑦と⑩より連結財務キャッシュは-3月以前にも増加がCARの上昇に寄与するが、むしろ-2月以後、0月以後減少がCARの上昇に寄与する形で有意に説明力を上げる。また、②⑤⑦と⑫～⑭より、連結投資キャッシュ・財務キャッシュの結合情報はほぼそれぞれの単独の結果をあわせたはたらきをしているが、比較すると財務キャッシュの方が強力で、とくに-2月以後、0月以後顕著に説明力を上げる。

(5) 個別投資キャッシュ・財務キャッシュ情報

⑧と⑮より個別利益・営業キャッシュ情報に追加すると、個別投資キャッシュ情報は0月以後増

加がCARの上昇に寄与してわずかに説明力を上げるだけである。一方、⑧と⑯より個別財務キャッシュは全モデルに対して説明力を上げるが、とくに-3月以前に増加がCARの上昇に寄与する形で有意に説明力を上げる。また、③⑥⑧と⑰～⑲より、個別投資キャッシュ情報と財務キャッシュ情報とを結合した場合、殆どのモデルについて説明力を上げる。ただし、もともと説明力の低い個別営業キャッシュ単独情報に追加した場合を除き、その変化は顕著ではない。

(6) 利益情報・営業キャッシュ情報に対する投資キャッシュ情報・財務キャッシュ情報の追加情報量

⑨と⑳より利益・営業キャッシュ情報に追加すると、投資キャッシュ情報はとくに-3月以前、-1月以前に減少がCARの上昇に寄与し有意に説明力を上げる。この際、とくに連結投資キャッシュ情報が有意である。⑨と㉑より利益・営業キャッシュ情報に追加すると、財務キャッシュ情報は-2月前後、0月以後で説明力を上げる。全体に、個別財務キャッシュ情報は増加がCARの上昇に寄与するが、連結財務キャッシュ情報は-3月以前、-1月以前は増加が、-2月以後、0月以後は減少がCARの上昇に寄与する。①④⑨と㉒～㉔および㉕より、投資キャッシュ・財務キャッシュの結合情報は、もともと説明力の低い営業キャッシュ情報単独に対してはどの場合も大きく説明力を上げるが、利益情報、利益・営業キャッシュ情報それぞれに追加した場合、-2月以後、0月以後に説明力を上げることができる。この際、連結財務キャッシュ情報は減少がCARの上昇に有意に寄与する。

(7) わが国会計制度による開示情報に対する連結キャッシュ情報の追加情報量

㉖と㉗よりわが国会計制度による開示情報に連結キャッシュ情報を追加すると、-2月以後および0月以後に説明力が上がるのがわかる。

(8) 変数減少法による最も有意なモデル

㉘より、連結利益は全期間のCARの上昇に増加が寄与して有意であるが、-3月以前、-1月以前には連結利益の他に連結投資キャッシュがCARの上昇に減少が寄与するモデル、-2月以後および0月以後は連結財務キャッシュが単独でCARの上昇に増加が寄与するモデルが選択された。

7-3 会計情報の有用性に関する共通性

7-1と7-2との結果は必ずしも同一ではない。利益、キャッシュの会計情報に関して、7-1のオリジナルな情報は比例尺度としての金額を重んじた場合であり、7-2の変換後の情報は、前期より増加か減少かという二分に近い判断を基準としている。しかし、統計的に有意な結果を比較すると、相互に矛盾はしていない。重回帰分析の説明力に関し、統計的に有意な結果の共通事項は次の通りである。

(1) 利益情報について、連結利益は-3月以前、-1月以前に有用で、CARの上昇に対して増加が寄与する。

(2) 営業キャッシュ情報については連結、個別ともに有用性が低い。

(3) 投資キャッシュ情報、財務キャッシュ情報は連結個別ともに有用である。個別財務キャッシュのみが-3月以前のCARの上昇に増加が寄与する。最も有意なのは-2月以後及び0月以後のCARの上昇に減少が寄与する連結財務キャッシュである。

(4) 現行の日本基準の連結会計制度上開示が義務づけられていない連結キャッシュ情報は有用である。

(5) -2月以後および0月以後のCARの上昇に対しては、減少が寄与する連結財務キャッシュが最も有用である。

また、有意な結果に限定して、その差異に注目すると、変換後は連結利益情報がとくに-3月以前、-1月以前のCARの上昇に増加が寄与して有用性を示すのに対して、オリジナルな場合は連結財務キャッシュ情報がとくに-2月以後、0月以後のCARの上昇に減少が寄与してその有用性が顕著である。なお、変換後も連結財務キャッシュの有用性は失われていない。この結果は連結財務キャッシュの変動が大きいことを考慮すると、変換することにより連結利益の重要性が相対的に上がったと考えられよう。また、全体にオリジナルモデルは-2月以後、0月以後に有意な結果が得られているのに対し、変換後は-3月以前、-1月以前に有意な結果が得られている。

VIII. 解 釈

8-1 名義測度でとらえた情報内容と株価反応

会計情報の内容が、予想に対して(対前期比)好材料か悪材料か、あるいは、増加か減少かというものであるとした場合のCARの動向にしたがって株価反応への影響を分析したIV~VI節の結果について、検討してみよう。

(1) 連結利益情報が株価反応に対する情報内容に富んでおり、とくに-3月(3月決算でいえば2月に相当)にそれが顕著であるということがいえるが、この現象について、「問題の所在」で触れたことを勘案すると、次のような解釈が可能であろう。

① 連結利益情報にアナウンスメント効果がある。期中においてもすでにそれが何らかの形で滲み出していると考ええる。

②-① 連結利益が会社の実態を示す適切な業績指標である。会社の実態は、別の情報として、期中に市場に滲み出していると考ええる。

②-② 連結利益情報は会社の将来の実態、業績を予測する適切な指標である。会社の株価は將

来の実態を先取りして変動する。

(2) 資金情報としては、営業キャッシュ、投資キャッシュおよび財務キャッシュの3項目が代表的な指標である。これらの資金情報の有用性をみると、すでに利益情報が存在していることを前提とすると、営業キャッシュには殆ど追加の情報内容がない。しかし、投資キャッシュと財務キャッシュには、利益情報に追加する情報内容がある。

(3) 投資キャッシュ情報についてみると、平均的には、投資キャッシュが減少（投資活動が拡大）しているとCAR（株価）は上昇し、反対に投資キャッシュが増加（投資活動が抑制あるいは投資資産の売却）しているとCAR（株価）は上昇しないか下降する。ところが、この動向は-3月までで、-2月以後になると投資キャッシュが増加している場合でもCARは上昇する。したがって、期中の投資活動の活発・不活発の情報が期中においてすでに市場に流布されており、投資活動が活発（不活発）だとCAR上昇（下降）という形で期中の株価動向に同時平行的に反映していくと解釈することができよう。

(4) 財務キャッシュ情報についてみると、平均的には、財務キャッシュが増加（借入・社債発行が増加等）しているとCAR（株価）は上昇し、反対に財務キャッシュが減少（返済・社債償還が増加等）しているとCAR（株価）は上昇しないか下降する。ところが、この動向もまた-3月までで、-2月以後になると財務キャッシュが減少している場合でもCARは上昇する。とくに、連結財務キャッシュが減少している場合の+1（3月決算でいえば6月に相当）～+3月（同じく8月）のCARの上昇は顕著で、+2月では財務キャッシュが増加している場合のCARと殆ど差異がなくなる。この減少を解釈すると、期中の財務活動の活発・不活発の情報が期中においてすでに市場に流布されており、期中の資金調達が活発（不活発）だと期中の株価も同時平行的にそれが反映されて上昇していく（上昇しないか下降する）が、しかし翌期になると、前期の資金返済が好感されてその情報が株価上昇としてCARに反映しだす。しかも+1月というのは、有価証券報告書の発表月であり、「資金返済」情報が好材料としての効果を発揮するのは財務諸表公表後ということになる。

(5) 連結投資キャッシュと連結財務キャッシュには、利益情報に追加する情報があると推定されることから、SEC基準が連結資金情報の公表を義務付けていることは、大きな意味があるといえる。

8-2 比例測度でとらえた情報内容と株価反応

次に、会計情報の内容を、予想に対して（対前期比）どの程度良かったのか（悪かったのか）あるいは増加（減少）したのかを、量そのものすなわち比例測度値で受け取ったとした場合のCARの動向したがって株価反応への影響を分析したⅦ節の結果について、検討してみよう。

(1) 比例尺度情報は決算月以後（-2月以後）および決算短信発表月以後（0月以後）の株価反応に対する説明力があるのに対し、情報をより増加か減少かの二分に近い形に変換した場合は、決算月

前(-3月以前)および決算短信発表月前(-1月以前)の株価反応に対する説明力がある。これは、利益・キャッシュの正確な数値ではなく、だいたいの傾向をあらわす情報が決算発表以前に市場に滲み出していることをあらわしていると解釈できよう。

(2) 連結利益情報が決算月前(-3月以前)および決算短信発表月前(-1月以前)の株価反応に対する情報内容に富んでいる(8-1(1)参照)。

(3) 資金情報の中では、営業キャッシュには殆ど追加の情報内容がない。しかし、投資キャッシュと財務キャッシュには、利益情報に追加する情報内容がある。

(4) 投資キャッシュ情報についてみると、平均的には、投資キャッシュの減少がCARの上昇に寄与する。が、投資キャッシュ情報は財務キャッシュ情報を補完し、単独ではあまり顕著に有意ではない。これは、財務的裏付けなしに投資活動は行えないからと解釈することができよう。

(5) 財務キャッシュ情報についてみると、決算月前は個別財務キャッシュが増加することがCARの上昇に寄与しているが、決算月以後および決算短信発表月以後は連結財務キャッシュが減少することが、CARの上昇に大きく寄与している。この意味するところは、8-1(4)に加えて、連結資金返済の情報は期中には市場に流布され難いことが挙げられる。

(6) 連結投資キャッシュと連結財務キャッシュには、利益情報に追加する情報がある。その内容は連結ベースで、前期の活発な調達活動が当期の活発な投資活動に転じると株価が上昇する、と解釈でき、8-1(5)で述べたように、日本基準の連結会計制度に資金情報の開示を付け加えることには意義がある。逆に、1995年度に予定されているように、SEC基準を排し日本基準を現行のまま強制するのならば、ディスクロージャー制度の後退にもなりかねないといえる。(完)

参考文献

- (1) Bowen, R. M., Burgstahler, D., and Daley, L. A., "The Incremental Information Content of Accrual Versus Cash Flows", *The Accounting Review*, Vol. 62, No.4 (October 1987) pp. 723-747
- (2) 伊藤邦雄「連結決算制度に対するわが国証券市場の学習効果」『会計』第142巻第1号および第2号, 1992年。
- (3) Livnat, J., and Zarowin, P., "The Incremental Information Content of Cash-flow Components", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13. (1990) PP. 25-46
- (4) 桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991年。

(訂正)「SEC連結基準適用会社における資金情報の有用性(その1)『三田商学研究』第35巻3号, 1992年8月, P. 48

$$〔式3-5〕(誤) CAR_T = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \sum_{t=-11}^T e_{it} \rightarrow (正) CAR_T = \sum_{t=-11}^T e_{it}$$

(付記) 当研究は、平成4年度慶應義塾学事振興資金による研究補助を受けている。また、当研究の成果ならびに責任は、①テーマの設定から解釈・結論まで2人の間で密接に議論をし、意見の相違は全くないこと、②データの収集、分析プログラムの開発といった物理的作業も平等に分担したこと等を通じ、完全にシェアされている。しかし、学界によっては著者名の順序に特別な意味を持たせている場合もあることを鑑み、「その1」と「その2」で、著者名の順序を入れかえ、上記の事情を示した。