

四半期キャッシュ・フロー情報を任意開示した企業の特徴

松 本 紗矢子

北海道情報大学

An Empirical Study of Firms That Voluntarily Disclose Quarterly
Cash Flow Information: Evidence from Japan

Sayako MATSUMOTO

Hokkaido Information University

平成26年 3 月

北海道情報大学紀要 第25巻 第 2 号別刷

〈論 文〉

四半期キャッシュ・フロー情報を任意開示した企業の特徴

松本 紗矢子*

An Empirical Study of Firms That Voluntarily Disclose Quarterly
Cash Flow Information: Evidence from Japan

Sayako MATSUMOTO*

要旨

2011年4月1日以後開始する連結会計年度及び事業年度から四半期開示が簡素化されることとなり、第1四半期と第3四半期のキャッシュ・フロー情報は任意開示となった。本論文は、わが国市場の2012年3月期の3月決算企業を対象として、第1四半期と第3四半期のキャッシュ・フロー情報を任意開示した企業としなかった企業を比較し、その特性について分析した。

その結果、任意開示企業の方が非開示企業よりもROAが高く、投資機会集合が大きいことが明らかとなった。

Abstract

Beginning on April 1, 2011, policies related to quarterly disclosures were simplified. Since that date, disclosures of first- and third-quarter cash flows have become voluntary. In this study, I compared firms that voluntarily disclosed information related to their first- and third-quarter cash flows in the fiscal year ending in March of 2012 with those that did not. Further, I identified and evaluated the characteristics of these disclosing firms in the context of the Japanese stock market. Results show that firms that voluntarily disclose information regarding their first- and third-quarter cash flows have higher returns-on-assets (ROA) and larger investment opportunity sets than firms that choose not to disclose information related to their first- and third-quarter cash flows.

キーワード

四半期キャッシュ・フロー情報 (quarterly cash flow information), 任意開示 (voluntary disclosure), 四半期開示 (quarterly disclosure)

*北海道情報大学 経営情報学部 先端経営学科 専任講師,

Lecturer, Faculty of Business Administration and Information Science, Hokkaido Information University

1 はじめに

2006年6月に成立した金融商品取引法に基づき、2008年4月1日以後開始する連結会計年度及び事業年度から、わが国上場企業において、本格的な四半期報告制度が導入された。その際、四半期貸借対照表や四半期損益計算書とともに、四半期キャッシュ・フロー計算書も開示が義務付けられることとなった。

近年、企業を取り巻く経営環境は厳しくなっており、足元の業績動向をよりタイムリーに投資者へ提供する目的で導入された四半期報告制度であったが、決算作業に要する時間や開示にともなうコストなど、企業側の事務負担の増大に対する懸念がしばしば指摘されることとなった。また、時を同じくして2008年4月から内部統制報告制度が導入されたことも、企業側の負担に拍車をかけることとなった。

四半期開示に対する風当たりの強さを反映するかのように、2010年6月には、閣議決定された「新成長戦略」に「四半期報告の大幅な簡素化」が盛り込まれ、2010年度中に所要の改正が行われることとなった。2010年8月に開催された、企業会計基準委員会 (ASBJ: Accounting Standards Board of Japan) が属する財務会計基準機構 (FASF: Financial Accounting Standards Foundation) 内の基準諮問会議においても、「四半期財務諸表に関する会計基準」を見直すことが適当であるとの提言がなされた。

このような経緯から、2011年3月には「四半期財務諸表に関する会計基準」及び「四半期財務諸表に関する適用指針」が改正され、2011年4月1日以後開始する連結会計年度及び事業年度から適用されることとなった。2008年4月から本格的に導入された

四半期報告制度は、わずか3年後の2011年4月から簡素化されることとなったのである。簡素化の主な項目の1つとしてあげられるのが、四半期キャッシュ・フロー計算書について、第1四半期と第3四半期の開示を任意開示とした点である（「四半期財務諸表に関する会計基準」第5-2項、第6-2項）¹⁾。

本論文の目的は、①第1四半期と第3四半期のキャッシュ・フロー情報を任意開示した企業にどのような財務的特徴があるのか、さらに②第1四半期と第3四半期のキャッシュ・フロー情報を任意開示した目的は何か、を検証することである。

以下では、第2節で仮説の設定と変数について述べ、第3節でサンプル企業とコントロール企業の選択について説明するとともに、平均値と中央値の差の検定結果を提示する。第4節では回帰モデルを推定し、第5節で要約と今後の課題について述べる。

2 仮説の設定と変数の説明

情報開示に対する経営者のインセンティブの1つとして情報の非対称性の緩和があげられる (Diamond and Verrecchia, 1991, Lang and Lundholm, 1993, Healy and Palepu, 2001 など)。株式市場において、企業と投資者との間には情報の非対称性が存在している。好業績の企業であるほど、情報の非対称性を緩和して自社を投資者から適切に評

¹⁾ このほかの主な変更点としては、①四半期損益計算書、及び四半期包括利益計算書 (または四半期損益及び四半期包括利益計算書) の開示対象期間における当該期間 (3ヶ月) 表示の任意開示化 (「四半期財務諸表に関する会計基準」第7項 (2), 第7-2項), ②1株当たり純資産額や発行済株式総数などの注記項目の削除 (「四半期財務諸表に関する会計基準」第19項 (9), 第25項 (7), 及び「四半期財務諸表に関する会計基準」第19項 (10), 第25項 (8)) などがあげられる。

価してもらうため、より自主的に情報を公表するインセンティブを有すると考えられる。四半期キャッシュ・フロー情報に関しても、好業績である企業ほど自発的に開示し、投資者へ自社の利益に対する信頼性をアピールしようとするだろう。そこで、好業績の企業ほど、四半期キャッシュ・フロー情報を任意開示するという仮説（シグナリング仮説）について検証する²⁾。

2012年3月期の第1四半期と第3四半期における自己資本利益率 (ROE) と総資産利益率 (ROA) を業績指標として選び、これらの指標により、企業のシグナリング仮説を検証する³⁾。ROE は「2012年3月期の第1四半期 (第3四半期) の当期純利益÷期首自己資本×100」から算定され⁴⁾、ROA は「2012年3月期の第1四半期 (第3四半期) の事業利益÷期首総資産×100」から計算される⁵⁾。ROE の分子である当期純利益と ROA の分子である事業利益はともに、第1四半期 (第3四半期) の値を月数調整 (12ヶ月換算) している⁶⁾。ここで、好業績である企業ほど、四半期キャッシュ・フロー情報を任意開示するのであれば、開示企業の方が非開示企業よりも、ROE と ROA はともに

高いことが予想される。

さらに、本論文では、株主 (principals) と経営者 (agent) におけるエイジェンシー費用仮説についても検証する。経営者は株主の利益と整合的でない行動をとる可能性があるため、株主と経営者の間のエイジェンシー関係には、エイジェンシー費用が生じる (Leftwich et al., 1981)。投資機会集合 (investment opportunity set) が大きく成長性の高い企業ほど、経営者の裁量行動を誘発し、エイジェンシー費用が増加する可能性がある (須田他, 2004b, 95 頁)。そのまま企業が手を打たなければ、賢明な投資者はエイジェンシー費用の増加を織り込んだ証券投資を行って、その結果、資本コストが増大しかねない。そうならないためにも、経営者は、自主的に情報開示を行おうとするインセンティブを有するだろう。そこで、投資機会集合が大きく成長性の高い企業ほど、四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示を行うという仮説 (エイジェンシー費用仮説) を設定する。

本論文では、投資機会集合の代理変数として、Kallapur and Trombley (1999) や須田他 (2004b) などに依拠して、純資産株価比率 (BPR) を用いる⁷⁾。さらに、成長性の代理変数として、増収率 (SG) を用いる。ここで、BPR は「2012年3月期の第1四半期 (第3四半期) の純資産額÷(各四半期末日の株価×期末発行済株式数)」として算定され、SG は「[2012年3月期の第1四半期 (第3四半期) の売上高−2011年3月期の第1四半期 (第3四半期) の売上高] ÷2011年3

²⁾ 会計情報を任意開示した企業の特徴について分析したわが国の研究として、須田他 (2004a, 2004b) などがあげられる。須田他 (2004b) は、中間連結財務諸表の任意開示企業の特徴について、シグナリング仮説やエイジェンシー費用仮説などに基づき分析している。本論文は、仮説の設定に際し、須田他 (2004b) も参考にした。

³⁾ 他の指標として、「配当総額÷自己資本」で算定される自己資本配当率なども考えられるが、四半期配当を行う企業は稀であるため、分析対象とはしていない。

⁴⁾ ROE に関して、分母がマイナスの企業はサンプルから除外している。

⁵⁾ 本論文での事業利益は、「営業利益+受取利息・配当金等の金融収益」としている。

⁶⁾ 後述の推定結果は、分子に3ヶ月ベースの値を用いても同様の結果が得られる。

⁷⁾ 投資機会集合の他の指標として、トービンの q など考えられるが、四半期ベースで算定すると後述のサンプルより3分の2程度、減ってしまうために、本論文では純資産株価比率 (BPR) を用いることとした。

月期の第1四半期(第3四半期)の売上高×100」から計算される。投資機会集合が大きく成長性の高い企業ほど、四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示を行うのであれば、開示企業の方が非開示企業よりも、SGは大きくBPRは小さいことが予想される。

3 サンプルの選択

3-1 サンプル企業の選択

本論文では、2012年3月期の第1四半期と第3四半期において、キャッシュ・フロー情報を任意開示した企業をディスクロージャーに積極的なサンプルと捉える⁸⁾。サンプル抽出要件は以下の4つである。

- ① わが国市場上場の3月決算企業である(ただし、金融・保険業を除く)。
- ② 決算期の変更を行っていない。
- ③ 2012年3月期の第1四半期と第3四半期のいずれもキャッシュ・フロー情報を任意開示している。
- ④ 必要な四半期財務情報が『日経NEEDS-FinancialQUEST』(日経メディアマーケティング株式会社)からすべて

⁸⁾ 『日経NEEDS-FinancialQUEST』(日経メディアマーケティング株式会社)を利用して、2012年3月期の3月決算企業(ただし、金融・保険業を除く)の第1四半期と第3四半期に関して、営業活動によるキャッシュ・フロー、投資活動によるキャッシュ・フロー、及び財務活動によるキャッシュ・フローの値がどれだけ入手できるかについて調べたところ、第1四半期において、営業活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は420社、投資活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は418社、財務活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は416社、第3四半期に関して、営業活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は425社、投資活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は425社、財務活動によるキャッシュ・フローを開示していた企業は424社あった。なお、基本的に連結財務データを使用しているが、連結データが存在しない場合には、親会社単独データで代用している。

入手可能である。

上記の条件を満たすサンプルは399社であった。しかしながら、後述するコントロール企業の選択において、総資産の規模が近似している(70%~130%の範囲内である)コントロール企業を見つけられなかった場合は除外したため、最終的に本論文のサンプルは、延べ366社から構成されている⁹⁾。

サンプルの業種分布を表1に示している。表1の各業種全体に占めるサンプルの割合(n/N)を見ると、電気機器が23.1%と最も多く、次いで食品業が21.2%となっている。逆に、少ないのは、建設業、電気・ガス業、陸運業であり、ともに5.0%である。また、サンプル全体に占める各業種サンプルの割合は、電気機器が48社(13.1%)で最も多く、次いで、卸売業の44社(12.0%)である¹⁰⁾。

⁹⁾ 中間連結財務諸表の任意開示による経済効果を分析した須田他(2004a, 90-91頁)では、コントロール企業の選択に際して、同一業種に属するA社・B社・C社・D社があり、A社とB社とC社の資産規模はほぼ等しいものの、D社の資産規模は極端に小さいとしたとき、A社とB社がサンプル企業で、それぞれに対応するコントロール企業を選択する場合、A社のコントロール企業をC社にして、B社のコントロール企業をD社とすると、「同一規模の企業」という条件を満たすことができなくなるため、そのような場合は、A社とB社のコントロール企業をC社にしている。その結果、須田他(2004a)では、サンプル企業が116社でコントロール企業が92社となっている。本論文においても同様に、サンプル企業を399社、コントロール企業を366社として頑健性のチェックを行ったが、後述の結果と同様の結果となった。

¹⁰⁾ なお、399社の場合27業種で、その内訳は、水産・農林業1社、建設業7社、食品業20社、繊維製品6社、パルプ・紙1社、化学31社、医薬品11社、石油・石炭製品1社、ガラス・土石製品12社、鉄鋼6社、非鉄金属5社、金属製品7社、機械31社、電気機器50社、輸送用機器20社、精密機器5社、その他製品14社、電気・ガス業3社、陸運業3社、海運業2社、空運業1社、倉庫・運輸関連業6社、通信業38社、卸売業44社、小売業26社、不動産業10社、サービス業38社であった。

表1 サンプルの業種

業種	2012年3月期 3月決算企業 (N：社数)	サンプル		n/N (%)
		実数 (n：社数)	サンプル全体に 占める割合(%)	
①建設業	140	7	1.9	5.0
②食品業	85	18	4.9	21.2
③繊維製品	40	6	1.6	15.0
④化学	169	28	7.7	16.6
⑤医薬品	41	8	2.2	19.5
⑥ガラス・土石製品	50	9	2.5	18.0
⑦鉄鋼	46	6	1.6	13.0
⑧非鉄金属	34	5	1.4	14.7
⑨金属製品	66	7	1.9	10.6
⑩機械	182	30	8.2	16.5
⑪電気機器	208	48	13.1	23.1
⑫輸送用機器	93	18	4.9	19.4
⑬精密機器	35	5	1.4	14.3
⑭その他製品	67	13	3.6	19.4
⑮電気・ガス業	20	1	0.3	5.0
⑯陸運業	60	3	0.8	5.0
⑰海運業	14	1	0.3	7.1
⑱倉庫・運輸関連業	37	4	1.1	10.8
⑲通信業	199	36	9.8	18.1
⑳卸売業	251	44	12.0	17.5
㉑小売業	132	26	7.1	19.7
㉒不動産業	55	9	2.5	16.4
㉓サービス業	172	34	9.3	19.8
	2,196	366	100.0	16.7

(注)水産・農林業、鉱業、パルプ・紙、石油・石炭製品、ゴム製品、空運業には、該当サンプルがなかったため記載していない。

3-2 コントロール企業の選択

サンプル企業と対比するためのコントロール企業の抽出要件は以下の5つである。

- ① わが国市場上場の3月決算企業である(ただし、金融・保険業を除く)。
- ② 決算期の変更を行っていない。
- ③ 2012年3月期の第1四半期と第3四半期のいずれもキャッシュ・フロー情報を開示していない。
- ④ 必要な四半期財務情報が『日経NEEDS-FinancialQUEST』(日経メディアマーケティング株式会社)からすべ

て入手可能である。

- ⑤ 2012年3月期の第1四半期期首において資産規模が近似しており、その規模がサンプル企業の70%~130%の範囲内にある¹¹⁾。

上記の要件を課したところ、366社のコントロール企業が選択された。サンプル企業とコントロール企業の最も大きな違いは、第1四半期と第3四半期のキャッシュ・フ

¹¹⁾ 規模の影響を調整するために、本論文では、Myers et al. (2007) と首藤 (2010) を参考に規模がサンプル企業の70%~130%の範囲内にあることを要件として課した。

ロー情報を開示しているか否かである。ここで、本論文ではサンプル企業を四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業とし、コントロール企業を非開示企業とする。

3-3 平均値と中央値の差の検定

本論文では、シグナリング仮説とエイジェンシー費用仮説に基づいて、4つの変数について検証する。自己資本利益率 (ROE)、総資産利益率 (ROA)、増収率 (SG)、純資産株価比率 (BPR) について、開示企業と非開示企業の平均値と中央値を計算し、それぞれの有意差を検定する。平均値についてはt検定を、中央値についてはウィルコクソン検定を行う。

表2は、記述統計量と差の検定結果を提示したものである。四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業を1、非開示企業0で示している。第1四半期の結果についてみると、自己資本利益率 (ROE) は、開示企業の方が非開示企業よりも、平均値と中央値ともに両側5%水準で有意に大きいことがわかる。総資産利益率 (ROA) については、開示企業の方が非開示企業よりも、平均値では、両側1%水準で有意に大きく、中央値では両側5%水準で有意に大きいことがわかった。したがって、開示企業は、非開示企業よりもROEとROAに関して、好業績であるといえる。

増収率 (SG) についても、平均値と中央値ともに、非開示企業より開示企業の方が大きい。両企業間に有意差は観察されなかった¹²。純資産株価比率 (BPR) について

¹² 表2の注記4の通り、第3四半期の増収率 (SG) は累積値ベース (9ヶ月) で算定している。3ヶ月ベースで計算した場合でも頑健性のチェックを行ったが、累積値ベースと同様に、SGの平均値と中央値は、非開示企業より開示企業の方が大きいも

は、平均値と中央値ともに、開示企業の方が非開示企業よりも両側1%水準で有意に小さいことがわかった。したがって、成長性の面では有意差が得られなかったものの、投資機会集合については、開示企業の方が非開示企業よりも大きいといえる。

第3四半期に関しては、ROEの平均値の差の検定において非有意であるものの、中央値の差の検定では両側5%水準で開示企業の方が非開示企業よりも有意に大きい¹³。ROAに関しては、両側1%水準で、平均値と中央値ともに任意開示企業の方が非開示企業よりも大きく、BPRに関しては、平均値で両側1%水準、中央値では両側5%水準で任意開示企業の方が非開示企業よりも小さいことがわかる。

上記の結果から、四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業は、非開示企業よりも、①好業績であり、②投資機会集合が大きいことがわかる。

4 推定結果

前述の結果から、四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業と非開示企業では、ROEとROA及びBPRに関して有意差が得られた。これらの変数を用いて総合的に任意開示の決定要因を分析するため下記のような回帰モデル (1)、(2) を設定する¹⁴。

$$\text{Disclosure} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROE} + \beta_2 \text{BPR} \quad (1)$$

$$\text{Disclosure} = \beta_0 + \beta_1 \text{ROA} + \beta_2 \text{BPR} \quad (2)$$

の、両企業間に有意差は観察されなかった。

¹³ ROEも投資機会の代理変数とみなした場合、第1四半期と第3四半期のROEの中央値の差の検定結果は、投資機会集合について、開示企業の方が非開示企業よりも大きいとするBPRの結果と総合的である。

¹⁴ モデルの設定に際して、須田他 (2004b) を参考にした。第2節を参照されたい。

表2 平均値の差の検定結果 (t値) と中央値の差の検定結果 (z値)

第1四半期	観測値	平均	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値	t検定のt値	p値	WC検定のz値	p値
(a) 自己資本利益率 (ROE)												
非開示企業	0	366	2.3548	-179.6909	-0.5640	4.3727	9.6307	210.6667	2.2135 *	0.0272	2.2991 *	0.0215
開示企業	1	366	5.5159	-73.9496	1.0977	5.4641	11.0538	88.3117				
(b) 総資産利益率 (ROA)												
非開示企業	0	366	3.5369	-51.5235	0.7260	3.5442	7.0997	56.7831	2.8923 **	0.0039	2.4337 *	0.0149
開示企業	1	366	5.3855	-31.0598	1.4604	4.3705	8.1350	93.8356				
(c) 増収率 (SG)												
非開示企業	0	366	2.0915	30.9896	-72.3694	-7.7007	0.6072	8.4164	0.4381	0.6614	1.3975	0.1623
開示企業	1	366	2.9299	19.4879	-51.2599	-5.3948	1.3889	9.4932	178.7078			
(d) 純資産株価比率 (BPR)												
非開示企業	0	366	1.4905	0.8841	0.1107	0.8751	1.3106	1.9115	5.8868	0.0025	-2.7679 **	0.0056
開示企業	1	366	1.3053	0.7610	0.0578	0.7889	1.1287	1.6693	-3.0367 **	0.0025	-2.7679 **	0.0056
第3四半期												
(a) 自己資本利益率 (ROE)												
非開示企業	0	366	4.8086	58.2241	-458.8235	0.9392	4.7407	9.1044	977.5124	0.7901	2.2215 *	0.0263
開示企業	1	366	5.6382	12.6854	-62.9750	2.1029	5.5705	10.8233	50.2122			
(b) 総資産利益率 (ROA)												
非開示企業	0	366	4.6930	6.9493	-51.5210	1.9836	4.3503	7.6149	35.3482	0.0056	2.5885 **	0.0096
開示企業	1	366	6.1237	6.9797	-22.7747	2.8197	5.4387	8.8509	43.7678			
(c) 増収率 (SG)												
非開示企業	0	366	1.8720	16.5525	-61.9880	-4.1371	1.4738	7.1711	158.5362	0.8504	0.3235	0.7463
開示企業	1	366	2.0876	14.2922	-53.7438	-3.8884	1.6351	7.6380	113.0556			
(d) 純資産株価比率 (BPR)												
非開示企業	0	366	1.6552	0.9481	0.0476	0.9898	1.4813	2.0344	5.7387	0.0063	-2.4539 *	0.0141
開示企業	1	366	1.4757	0.8201	0.0611	0.9189	1.3341	1.8716	-2.7394 **	0.0063	-2.4539 *	0.0141

***: 両側0.1%有意, **: 1%有意, *: 5%有意

(注1) 平均値の差の検定は, 「開示企業」 - 「非開示企業」の検定結果である。

(注2) 中央値の差の検定は, 「開示企業」 - 「非開示企業」の検定結果であり, 例えば, 「開示企業」の方が「非開示企業」より大きい(小さい)場合に+(-)を付している。

(注3) 第1四半期と第3四半期におけるROEとROAはともに月数調整(12ヶ月換算)している。

(注4) SGは累積ベースで算定している。

従属変数である Disclosure は、2012年3月期の第1四半期(第3四半期)の四半期財務諸表を任意開示した企業は1、非開示企業は0で示している。プロビット・モデルを利用して結果を推定する。モデルの推定に先立ち、独立変数の相関係数について調べた結果を表3で示している。

表3 相関係数

	ROE	ROA	BPR
第1四半期			
ROE	1.0000		
ROA	0.6137	1.0000	
BPR	-0.0787	-0.2267	1.0000
第3四半期			
ROE	1.0000		
ROA	0.2971	1.0000	
BPR	-0.0347	-0.2932	1.0000

(注) Pearson相関係数である。

ROEとROAはともにBPRとマイナスの相関となっており、投資機会集合が大きい企業ほど、収益率が大きいことが示唆される。また、表3を見る限りでは、ROEとBPR、及びROAとBPRに関して、多重共線性を懸念しなければならないほど高水準の相関係数は見あたらない。

次の表4は、モデル1とモデル2の推定結果を示したものである。表4のモデル1を見ると、第1四半期において、ROEの係数は両側5%水準でプラス有意であり、BPRの係数は両側1%水準でマイナス有意になっている。第3四半期において、ROEの係数は非有意になっているものの、BPRの係数は両側1%水準でマイナス有意になっている。モデル2を見ると、第1四半と第3四半期はともに、ROAの係数が両側5%水

表4 プロビット分析の推定結果

第1四半期									
変数	モデル1				モデル2				
	係数	標準誤差	t値	p値	係数	標準誤差	t値	p値	
定数項	0.2094	0.0940	2.2269	0.0260	0.1405	0.1024	1.3715	0.1702	
ROE	0.0049	0.0025	1.9612 *	0.0499					
ROA					0.0133	0.0059	2.2625 *	0.0237	
BPR	-0.1640	0.0576	-2.8468 **	0.0044	-0.1427	0.0589	-2.4237 *	0.0154	
			R ²	0.0130			R ²	0.0144	
第3四半期									
変数	モデル1				モデル2				
	係数	標準誤差	t値	p値	係数	標準誤差	t値	p値	
定数項	0.2245	0.0952	2.3579	0.0184	0.0928	0.1151	0.8068	0.4198	
ROE	0.0002	0.0011	0.1731	0.8626					
ROA					0.0149	0.0073	2.0603 *	0.0394	
BPR	-0.1444	0.0531	-2.7182 **	0.0066	-0.1109	0.0556	-1.9936 *	0.0462	
			R ²	0.0075			R ²	0.0117	

***: 両側0.1%有意, **: 1%有意, *: 5%有意

(注1) モデル1: $Disclosure = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 BPR$

モデル2: $Disclosure = \beta_0 + \beta_1 ROA + \beta_2 BPR$

(注2) R²はMacFaddenのR²である。

準でプラス有意, BPR の係数は両側 5%水準でマイナス有意になっている。

これらの結果から, 2012 年 3 月期において四半期キャッシュ・フロー情報を任意開示した企業は, 特に ROA が高く, また, 投資機会集合の大きい企業であったという傾向が示唆される。

5 今後の課題

本論文は, 四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示が始まった 2012 年 3 月期を分析対象として, 四半期キャッシュ・フロー情報を第 1 四半期と第 3 四半期に開示したわが国市場の企業について, シグナリング仮説とエイジェンシー費用仮説の点から分析を行った。

本論文では, とりわけ ROA に関して好業績であり, 投資機会集合が大きい企業が四半期キャッシュ・フロー情報を提供していることがわかった。すなわち, 企業は ROA について好成績であれば, 自社を適切に投資者に評価してもらいたいというインセンティブを有し, また, 投資機会集合が大きいほどエイジェンシー費用削減のため, 自主的に情報を提供しようとするのであろう。

本論文は, 2012 年 3 月期のみを分析対象としているため, 今後, データが蓄積されるにつれ, 四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業と非開示企業の特徴について, さらに検証を重ねる必要がある。四半期キャッシュ・フロー情報の開示企業は増えていくのか減っていくのかについても注視したい。また, 本論文においては, 四半期キャッシュ・フロー情報の任意開示企業と非開示企業の利益の質の違いについては踏み込めていない。利益調整研究の観点か

ら, 四半期キャッシュ・フロー情報の開示企業と非開示企業で裁量的発生高に違いがみられるのか, 興味をもたれるところである。さらに, 株式市場において, 四半期キャッシュ・フロー情報の開示企業と非開示企業について, 投資者は区別をして実際の証券投資に役立てているのかについても分析していく必要がある。

(参考文献)

- [1] Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia (1991) “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital” *The Journal of Finance*, Vol. 46, No.4, pp. 1325-1359.
- [2] Healy, P. M. and K. G. Palepu (2001) “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Iss.1-3, pp. 405-440.
- [3] Kallapur, S. and M. A. Trombley (1999) “The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth”, *Journal of Business, Finance, and Accounting*, Vol. 26, Iss.3-4, pp. 505-519.
- [4] Lang, M. and R. Lundholm (1993) “Cross-Sectional Determinants of Analyst Rating of Corporate Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 31. No.2, pp. 246-271.
- [5] Leftwich, R. W., R. L. Watts, and J. L., Zimmerman (1981) “Voluntary Corporate Disclosure : The Case of Interim Reporting,” *Journal of Accounting Research*, Vol.19, Supplement, pp. 50-77.

- [6] Myers, J. N., L. A. Myers, and D. J. Skinner (2007) “Earnings Momentum and Earnings Management,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 22. No. 2, pp. 249-284.
- [7] あらた監査法人 (2011) 『四半期報告書の実務〈第3版〉』中央経済社。
- [8] 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証—』中央経済社。
- [9] 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能—理論と実証—』白桃書房。
- [10] 須田一幸・乙政正太・松本祥尚 (2004a) 「中間連結財務諸表の任意開示による経済効果」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 71-92 頁。
- [11] 須田一幸・乙政正太・松本祥尚 (2004b) 「中間連結財務諸表を任意開示した企業の特徴」須田一幸編著『ディスクロージャーの戦略と効果』森山書店, 93-105 頁。

〈謝辞〉本稿の作成にあたり、大阪市立大学・石川博行先生から貴重なご意見をいただいた。ここに記して感謝申し上げます。もちろん、ありうべき誤謬はすべて筆者の責任である。

〈付記〉本稿は平成 24 年度～25 年度科学研究費補助金（研究活動スタート支援：課題番号：24830068）による研究成果の一部である。