

# 連結財務情報の利益の質と価値関連性

## — 日本の会計基準のIFRSsへの収斂の中で —

向 伊知郎

The purposes of this paper are to examine whether the adoption of the IFRSs in Japan increases earnings quality and value relevance of consolidated financial reporting, and to find the relationship between earnings quality and value relevance. I focus on consolidated financial data of Japanese listed companies. Earnings quality is analyzed from the accruals quality. Value relevance is analyzed from two points of view. First, I use the Abnormal Earnings Model and the Cash Flow Model and measure the business valuation of the samples. Second I use the Return Model and find the relationship between the price-returns and consolidated income information. The results of our tests show that the high quality of the income information causes an increase of business valuation, however the earnings quality of Japanese listed companies does not increase in spite of developing international convergence of Japanese accounting standards and the earnings quality does not influence on the business valuation.

### I. はじめに

現在、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board, IASB）が設定および容認したIFRSs<sup>1)</sup>への会計基準の国際的収斂が進行している。日本では、1997年以降、国際市場で受け入れられる会計制度の構築に向けて、大改革（会計ビッグ・バン）が進められてきた。2001年に日本の会計基準の設定主体として設立された企業会計基準委員会（Accounting Standards Board of Japan, ASBJ）は、2005年1月に、IASBとの間で共同プロジェクトを立ち上げることに合意して、3月より会計基準の国際的収斂に向けて積極的に活動を開始した。ASBJは、2007年にIASBとの間で東京合意を締結し<sup>2)</sup>、2008年末までにIFRSsとの重要な相違を解消し、2011年6月までにIFRSsとの残りの相違を解消することを表明した。ASBJがIFRSsとの相違の解消に向けて会計基準の設定およ

び改訂を行った結果、2008年12月に、ヨーロッパ共同体（European Community, EC）委員会は、日本の会計基準がEUで採用されているIFRSsと同等であると認めることを公表した<sup>3)</sup>。ここから、現在の日本の会計基準は、IFRSsに完全に収斂していないが、ほぼ同等の内容になっていると解釈される。

IASBの目的の1つは、公共の利益のために、高品質の、理解可能なかつ強制力のある単一の国際的な会計基準を設定することにある。その会計基準は、財務諸表およびその他の財務報告において、高品質の、透明性がありかつ比較可能な情報を要求し、世界の資本市場への参加者およびその他の情報利用者が経済的意思決定を行うのに役立つものである<sup>4)</sup>。ここから、高品質な会計基準であるIFRSsに従って作成される連結財務諸表は、高品質な連結財務情報を提供し、高品質な連結財務情報は価値関連性の高いものとなると考えられる。

本研究では、日本の会計基準のIFRSsへの収斂が進むにつれて、日本の企業が公表する連結財務情報が高品質のものとなり、その結果、主要な情報利用者である投資者の投資意思決定に有用な情報提供となっているかについて価値関連性の視点から検討する。具体的には、連結財務情報の質は利益の質 (earnings quality / quality of earnings) に焦点を当てて、価値関連性は連結財務情報の企業価値の説明力と株価変化の説明力に焦点を当てる。日本の会計基準のIFRSsへの収斂が、連結財務諸表の利益の質および価値関連性に変化を生じさせているか否か、並びに利益の質の変化と価値関連性との間に何らかの関係があるか否かについて分析する。

## II. 先行研究

Ewert and Wagenhofer (2005) は、経営者の裁量的行動を制限するような厳格な会計基準 (tighter accounting standards) が、利益管理 (earnings management) を小さくして、資本市場に対していっそう目的適的な情報を提供するかについて分析している。分析モデルは、利益の分散および利益と株式リターンとの回帰分析に基づいている。分析結果では、厳格な会計基準は企業実態を反映した利益を表示することになり、いっそう高い質の情報を提供することが明らかになった<sup>5)</sup>。

Bartov, Goldberg and Kim (2005) は、IFRSs, アメリカの会計基準およびドイツの会計基準を適用したドイツの企業の連結財務諸表を対象として、利益と株式リターンとの関係、また会計基準をIFRSsまたはアメリカの会計基準へ変更した企業を対象として、会

計基準変更前後における利益と株式リターンとの関係について分析した。分析結果では、IFRSsまたはアメリカの会計基準による利益は、ドイツの会計基準による利益以上に株式リターンの説明力が高く、利益の質が高いことが明らかになった。ただし、IFRSsとアメリカの会計基準との間では、いずれの利益の質が高いかは明らかでないとしている<sup>6)</sup>。

Barth, Landsman and Lang (2008) は、IFRSsの適用が会計情報の質にどのような影響を及ぼすかについて、利益の平準化、損失の適時認識および価値関連性から検討した。本研究は、21カ国の企業を対象として、IFRSsの適用前後における連結財務諸表数値から分析した。利益の平準化は、利益とキャッシュ・フローの変化のばらつきおよび営業キャッシュ・フローと発生項目に関する重回帰分析の結果から分析された。損失の適時認識は、多額の損失額を説明変数に加えて、IFRSsの適用前後においてその説明変数が有意か否かから分析された。価値関連性は、純資産と当期純利益を用いた分析モデルおよび株式リターンモデルの変形モデルから分析された。分析結果では、IFRSsを適用していない企業に比較して、IFRSsの適用企業の連結財務諸表数値は、利益の平準化が小さく、目標値への利益管理が少なく、適時に損失認識が行われかつ企業価値説明力および株価利益倍率の説明力がより高くなっていることが示された<sup>7)</sup>。

Paananen and Lin (2009) は、ドイツの企業を対象として、IASの選択適用期間 (2000年から2002年)、IFRSsの選択適用期間 (2003年から2004年) およびIFRSsの強制適用期間 (2005年から2006年) の3つの期間における連結財務諸表数値の特徴について分析している。会計情報の質の定義およびその分析手法

は、Barth, Landsman and Lang (2008)のものを援用している。分析結果では、2005年にIFRSsの適用が強制されて以降、会計情報の質は低下しており、利益の平準化および損失の適時認識が会計情報の価値関連性に関する分析結果を裏付けるものとなっていることが明らかになった<sup>8)</sup>。

### Ⅲ. リサーチ・デザイン

#### 1. 利益の質の評価

利益の質に関する研究は、1990年代前半からアメリカにおいて盛んに行われてきたが、利益の質の定義は必ずしも明確でない<sup>9)</sup>。本研究では、Shipper and Vincent (2003) による分類の中から、利益の質を「利益、キャッシュおよび発生項目の関係」に着目して定義する<sup>10)</sup>。そこでは、発生項目を裁量的発生項目と非裁量的発生項目に分離して、裁量的発生項目の大きさおよびばらつきばらつきの小さな状態が高品質の利益として定義される<sup>11)</sup>。

発生項目の推定モデルには、Jones (1991) 等に代表される分析モデルがあるが、本研究では、「会計のファンダメンタルズからの裁量的発生項目の見積もり」と「発生項目対キャッシュの関係の見積もり」の分析モデルを統合して発展させたMcNichols (2002) の分析モデルを用いる。(1)式で示されるMcNichols (2002)の分析モデルの特徴は、会計ファンダメンタルズを含んだJones (1991) 等の分析モデルに、営業キャッシュ・フローが比較的操作されにくい情報である点に着目して改良されているところにある。そこで、(1)式から推定された発生項目の質を測定することによって、利益の質を分析する。

発生項目の質は、発生項目を裁量的発生項

目と非裁量的発生項目に分離した上で、裁量的発生項目の変化の大きさおよびばらつきばらつきから分析する。非裁量的発生項目は(2)式から測定され、発生項目が(3)式のように裁量的発生項目と非裁量的発生項目から構成されることから、裁量的発生項目は(1)式の残差  $\varepsilon_t$  から測定される。

$$\frac{ACC_t}{Asset_{t-1}} = a_1 \frac{CFO_{t-1}}{Asset_{t-1}} + a_2 \frac{CFO_t}{Asset_{t-1}} + a_3 \frac{CFO_{t+1}}{Asset_{t-1}} + a_4 \frac{\Delta REV_t}{Asset_{t-1}} + a_5 \frac{PPE_t}{Asset_{t-1}} + \varepsilon_t \dots (1)$$

$$\frac{NDACC_t}{Asset_{t-1}} = b_1 \frac{CFO_{t-1}}{Asset_{t-1}} + b_2 \frac{CFO_t}{Asset_{t-1}} + b_3 \frac{CFO_{t+1}}{Asset_{t-1}} + b_4 \frac{\Delta REV_t}{Asset_{t-1}} + b_5 \frac{PPE_t}{Asset_{t-1}} \dots (2)$$

$$DACC_t = ACC_t - NDACC_t \dots (3)$$

- 但し ACC<sub>t</sub> : t期における発生項目  
 NDACC<sub>t</sub> : t期における非裁量的発生項目  
 DACC<sub>t</sub> : t期における裁量的発生項目  
 Asset<sub>t-1</sub> : t-1期資産合計額  
 ΔREV<sub>t</sub> : t期におけるt-1期からの売上高変化額  
 PPE<sub>t</sub> : t期における有形固定資産合計額  
 CFO<sub>t</sub> : t期における営業キャッシュ・フロー

先行研究では、発生項目は会計利益と営業キャッシュ・フローの差額として計算されていた。本研究では、発生項目を以下の2つの方法で計算する<sup>12)</sup>。

(1) 当期純利益と営業キャッシュ・フローの差額 (ACC1)

(2) 経常利益と営業キャッシュ・フローの差額 (ACC2)

利益の質の測定は、Francis, LaFond, Olsson and Shipper (2005) を参考に、(4)式で示される重回帰分析モデルにより行う。

(1)式における残差  $\varepsilon$  の過去 5 年間の標準偏差 (AQ) が、発生項目の質を表すと考えられる。発生項目の質を表す AQ を被説明変数として、それに影響を及ぼす説明変数を用いて重回帰分析を行うことで、残差  $v_t$  が裁量的発生項目の質を表すことになる。

$$AQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Size}_t + \alpha_2 \sigma(\text{CFO})_t + \alpha_3 \sigma(\text{REV})_t + \alpha_4 \text{OpCycle}_t + \alpha_5 \text{NegEarn}_t + v_t \dots (4)$$

但し  $AQ_t$  : t 期における発生項目の質 (過去 5 年間の残差  $\varepsilon_t$  の標準偏差)

$\text{Size}_t$  : t 期における期末総資産額の自然対数

$\sigma(\text{CFO})_t$  : t 期以前の過去 5 年間の営業キャッシュ・フローの標準偏差)

$\sigma(\text{REV})_t$  : t 期以前の過去 5 年間の売上高の標準偏差

$\text{OpCycle}_t$  : t 期における 1 日あたり売上債権と棚卸資産の合計額の対数

$\text{NegEarn}_t$  : t 期以前の過去 5 年間の赤字発生率

$v_t$  : t 期における裁量的発生項目の質

## 2. 企業価値の評価

企業価値の評価は、割引配当モデル

(Discounted Dividend Model, DDM) をもとの、(5)式で示されるクリーン・サープラス (Clean Surplus) 関係から開発された割引超過利益モデル (Discounted Abnormal Earnings Model, DAEM) と割引キャッシュ・フローモデル (Discounted Cash Flow Model, DCFM) を用いる<sup>14)</sup>。

$$\text{DIV}_t = \text{BV}_{t-1} + \text{NI}_t - \text{BV}_t \dots (5)$$

但し  $\text{DIV}_t$  : t 期における配当金

$\text{NI}_t$  : t 期における当期純利益

$\text{BV}_t$  : t 期における純資産

DAEM は、(8)式のとおりである。これは、(6)式に(7)式で示される超過利益 (Abnormal Earnings, AE) 概念を代入することによって、企業価値を純資産と超過利益の割引現在価値の合計額から計算するモデルである。DAEMによる計算では、将来にわたる利益および純資産簿価の金額が必要となり、実務に適用する上では現実的でない。したがって、本研究では、利益として経常利益と当期純利益を取り上げて、1年後の実際の利益を用いたモデル(9)式および(10)式と、簡略型モデル(11)式および(12)式により企業価値を評価する<sup>15)</sup>。

$$\text{MV}_f = \text{BV}_f + \sum_{t=1}^{\infty} a \frac{\text{AE}_t}{(1+r_e)^t} \dots (6)$$

$$\text{AE}_t = E_t - r_e \text{BV}_{t-1} \dots (7)$$

$$\text{MV}_f = \text{BV}_f + \sum_{t=1}^{\infty} a \frac{E_t - r_e \text{BV}_{t-1}}{(1+r_e)^t} \dots (8)$$

$$\text{MV}_t = \text{BV}_f + a \frac{\text{NI}_{t+1} - r_e \text{BV}_t}{(1+r_e)^{t+1}} \dots (9)$$

$$\text{MV}_t = \text{BV}_f + a \frac{\text{OI}_{t+1} - r_e \text{BV}_t}{(1+r_e)^{t+1}} \dots (10)$$

$$\text{MV}_t = \text{BV}_f + \text{NI}_t \dots (11)$$

$$\text{MV}_t = \text{BV}_f + \text{OI}_t \dots (12)$$

但し  $MV_t$  : t 期における企業価値  
 $E_t$  : t 期における利益  
 $AE_t$  : t 期における超過利益  
 $OI_t$  : t 期における経常利益  
 $r_e$  : 資本コスト

$$MV_t = BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} a \frac{(CFO - I + i)_t - r_e BV_{t-1}}{(1 + r_e)^t} \quad \dots (14)$$

$$MV_t = FA_t + \sum_{i=1}^{\infty} a \frac{(CFO - I + i)_t - r_{WACC} FA_{t-1}}{(1 + r_{WACC})^t} \quad \dots (15)$$

$$MV_t = FA_t + a \frac{(CFO - I + i)_{t+1} - r_{WACC} FA_t}{(1 + r_{WACC})^{t+1}} \quad \dots (16)$$

DCF<sub>M</sub>は、将来の予想フリー・キャッシュ・フロー（FCF）を予想資本コストで割引くことによって、現在の企業価値を評価するモデルである。DCF<sub>M</sub>も、DDMに基づいて、利益に(13)式を代入することによって導かれる<sup>16)</sup>。ただし、DCF<sub>M</sub>では、将来価値であるFCFの数値が、企業の事業投資によって得られるキャッシュ・フローに限られているため、株主価値を計算するためには、金融投資からのキャッシュ・フローの価値を加算して、債権者にとっての企業価値である有利子負債の金額を差し引く必要がある。また、FCFは、企業全体による事業活動の成果であることから、株主および債権者のすべての資金提供者の期待利益率で割り引く必要があり、資本コストは、株主資本と負債の両方の資本コストから計算された加重平均資本コスト（ $r_{WACC}$ ）を用いる。そこから、株主価値の計算には、(14)式の純資産に代えて、正味金融資産が用いられて、DCF<sub>M</sub>による企業価値は、(15)式から計算される。

DCF<sub>M</sub>による計算にも、CFOをはじめとした将来にわたる財務情報が必要であることから、これを実務に適用する上では現実的でない。したがって、本研究では、1年後の実際のCFO等を用いたモデル(16)式により企業価値を評価する。

$$E_t = CFO_t - I_t + i_t \quad \dots (13)$$

但し  $I_t$  : t 期における現金投資額  
 $i_t$  : t 期における正味金融収支額  
 $FA_t$  : t 期における正味金融資産  
 $r_{WACC}$  : 加重平均資本コスト

### 3. 株価変化の評価

株価変化と財務情報の関係について分析する代表的なモデルには、Easton and Harris (1991) によるリターンモデルがある。これは、純資産簿価に基づいた株主価値の評価モデルと、利益に基づいた株主価値の評価モデルから開発されたモデルである。リターンモデルは、市場リターンを説明する利益の能力を推定するモデルであり、(17)式のとおりである。

$$\Delta MV_t / MV_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta E_{it} / MV_{t-1} + \alpha_2 E_{it} / MV_{t-1} + e_t \quad \dots (17)$$

但し  $\Delta MV_t = MV_t - MV_{t-1}$   
 $\Delta E_t = E_t - E_{t-1}$

ここで、利益として、経常利益および当期純利益を用いるとすると、リターンモデルは、(18)式および(19)式のようになる。

$$\begin{aligned} \Delta MV_t / MV_{t-1} = & a_0 + a_1 \Delta NI_t / MV_{t-1} \\ & + a_2 NI_t / MV_{t-1} + e_t \quad \dots \quad (18) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta MV_t / MV_{t-1} = & a_0 + a_1 \Delta OI_t / MV_{t-1} \\ & + a_2 OI_t / MV_{t-1} + e_t \quad \dots \quad (19) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{但し } \Delta NI_t &= NI_t - NI_{t-1} \\ \Delta OI_t &= OI_t - OI_{t-1} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MV_t = & \alpha + \beta_1 (d_h \times B_t) + \beta_2 (d_h \times NI_t) \\ & + \beta_3 (d_l \times B_t) + \beta_4 (d_l \times NI_t) + \gamma \quad \dots \quad (23) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MV_t = & \alpha + \beta_1 (d_h \times B_t) + \beta_2 (d_h \times OI_t) \\ & + \beta_3 (d_l \times B_t) + \beta_4 (d_l \times OI_t) + \gamma \quad \dots \quad (24) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{但し } d_h &: \text{高品質の利益企業なら } 1 \\ d_l &: \text{低品質の利益企業なら } 1 \end{aligned}$$

#### 4. 利益の質と価値関連性

利益の質と価値関連性の関係は、2つの視点から分析する。

第1は、利益の質が異なることによって企業価値の評価に相違が生じるか否かに関する分析である。これは、高品質の利益と判断された企業群と低品質の利益と判断された企業群とに分けて、企業価値の評価に用いられる純資産と利益の変数が有意となっているか否かから分析する。分析モデルは、(20)式から(24)式のとおりである。

$$\begin{aligned} NV_t = & \alpha + \beta_1 (d_h \times B_t) + \beta_2 \left( d_h \times \frac{NI_{t+1} - r_e BV_t}{(1+r_e)^{t+1}} \right) \\ & + \beta_3 (d_l \times B_t) + \beta_4 \left( d_l \times \frac{NI_{t+1} - r_e BV_t}{(1+r_e)^{t+1}} \right) + \gamma \\ & \dots \quad (20) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} NV_t = & \alpha + \beta_1 (d_h \times B_t) + \beta_2 \left( d_h \times \frac{OI_{t+1} - r_e BV_t}{(1+r_e)^{t+1}} \right) \\ & + \beta_3 (d_l \times B_t) + \beta_4 \left( d_l \times \frac{OI_{t+1} - r_e BV_t}{(1+r_e)^{t+1}} \right) + \gamma \\ & \dots \quad (21) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} NV_t = & \alpha + \beta_1 (d_h \times FA_t) \\ & + \beta_2 \left( d_h \times \frac{(CFO - I + i)_{t+1} - r_{WACC} FA_t}{(1+r_{WACC})^{t+1}} \right) \\ & + \beta_3 (d_l \times FA_t) \\ & + \beta_4 \left( d_l \times \frac{(CFO - I + i)_{t+1} - r_{WACC} FA_t}{(1+r_{WACC})^{t+1}} \right) + \gamma \\ & \dots \quad (22) \end{aligned}$$

第2は、利益の質が異なることによって、株価変化に相違が生じるか否かに関する分析を行う。これは、(4)式の残差  $v_t$  をもとに利益の質を10分位に分類して、AQRankを求めた上で、利益の質が向上することにより、株価変化がプラスに大きくなるか否かについて分析する。分析モデルは、(25)式および(26)式のとおりである。

$$\begin{aligned} \Delta MV_t / MV_{t-1} = & \alpha + \beta_1 \Delta NI_t / MV_{t-1} \\ & + \beta_2 NI_t / MV_{t-1} + \gamma \text{AQRank} + e_t \quad \dots \quad (25) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta MV_t / MV_{t-1} = & \alpha + \beta_1 \Delta OI_t / MV_{t-1} \\ & + \beta_2 OI_t / MV_{t-1} + \gamma \text{AQRank} + e_t \quad \dots \quad (26) \end{aligned}$$

#### IV. サンプルと記述統計

分析対象企業は、東京証券取引所への上場企業の中の3月決算企業とする。日本では、1999年4月1日に始まる会計期間(2000年3月期・1999年度)から連結財務諸表の作成が義務づけられた。各分析モデルでは、前年度と翌年度の連結財務情報も用いられることから、分析期間は2001年3月期(2000年度)から2010年3月期(2009年度)までの10年間とする。各企業の財務データは、日経NEEDS-CDROMから、株価は株価CD-ROMから取得した。各年度のはずれ値を除外した後のサンプル企業数は、図表4-1のとおりである。



連結財務情報の利益の質と価値関連性

図表 4-1 サンプル企業数

年度	企業数		
	発生項目の質	裁量的発生項目の質	価値関連性
	ACC	AQ(ACC)	MV
200103	1,449	1,351	1,117
200203	1,465	1,371	1,157
200303	1,519	1,393	1,197
200403	1,524	1,402	1,203
200503	1,552	1,420	1,245
200603	1,575	1,445	1,246
200703	1,565	1,453	1,288
200803	1,592	1,455	1,238
200903	1,636	1,483	1,222
201003	1,637	1,498	1,254

(1)式による利益の質の分析に関連して、発生項目の推定に用いる変数の記述統計は、図表 4-2 のとおりである<sup>17)</sup>。各発生項目の大きさおよび標準偏差は、全般的に、経常利益と営業キャッシュ・フローの差額から計算した発生項目 (ACC2) よりも当期純利益と営業キャッシュ・フローの差額から計算した発生項目 (ACC1) の金額の方が負に大きい。

(4)式による裁量的発生項目の質の推定に関する変数の記述統計は、図表 4-3 のとおりである。過去 5 年間の営業キャッシュ・フローの標準偏差 ( $\sigma$ CFO) は、2001年 3 月期以降 2003年 3 月期にかけて増加していたが、その後 2006年 3 月期にかけて減少し、それ以降再度上昇している。過去 5 年間の売上高の標準偏差 ( $\sigma$ REV) は、2001年 3 月期から 2008年 3 月期にかけて、比較的安定していたが、2009年 3 月期以降、大幅な上昇を示している。

図表 4-4 および図表 4-5 は、価値関連性に関する分析に用いる変数の記述統計である。図表 4-4 は、(9)式から(12)式および(16)式による企業価値の評価分析に用いる変数の記述統計である。ここで、残余経常利益、残余当期純利益およびフリー・キャッシュ・フローの割引現在価値は、次期の実際の経常利益、当期純利益および営業キャッシュ・フロー等

図表 4-2 発生項目の推定に関する変数

年度	項目	(当期純利益 - CFO) ÷ 前期総資産	(経常利益 - CFO) ÷ 前期総資産	前期CFO ÷ 前期総資産	当期CFO ÷ 前期総資産	次期CFO ÷ 前期総資産	売上高の変化 ÷ 前期総資産	償却性資産 ÷ 前期総資産
		ACC1	ACC2	CFO <sub>t-1</sub>	CFO <sub>t</sub>	CFO <sub>t+1</sub>	ΔREV	PPE
200103	平均値	-0.031	0.008	0.051	0.046	0.048	0.088	0.331
	中央値	-0.035	-0.002	0.052	0.048	0.048	0.040	0.306
	標準偏差	0.088	0.083	0.063	0.086	0.089	0.280	0.189
200203	平均値	-0.041	-0.011	0.045	0.047	0.058	-0.021	0.321
	中央値	-0.040	-0.015	0.048	0.047	0.055	-0.024	0.301
	標準偏差	0.062	0.060	0.065	0.071	0.076	0.183	0.188
200303	平均値	-0.045	-0.014	0.045	0.056	0.057	0.032	0.199
	中央値	-0.046	-0.019	0.047	0.057	0.058	0.010	0.174
	標準偏差	0.065	0.063	0.066	0.074	0.092	0.210	0.154
200403	平均値	-0.033	-0.006	0.053	0.056	0.060	0.049	0.199
	中央値	-0.035	-0.013	0.057	0.059	0.058	0.024	0.174
	標準偏差	0.064	0.064	0.091	0.091	0.153	0.191	0.167
200503	平均値	-0.030	0.002	0.057	0.061	0.061	0.084	0.193
	中央値	-0.029	-0.003	0.058	0.057	0.060	0.046	0.169
	標準偏差	0.076	0.066	0.072	0.116	0.232	0.268	0.140
200603	平均値	-0.023	0.013	0.056	0.057	0.062	0.094	0.192
	中央値	-0.027	0.001	0.057	0.058	0.060	0.049	0.169
	標準偏差	0.083	0.082	0.069	0.099	0.166	0.238	0.137
200703	平均値	-0.021	0.012	0.049	0.055	0.053	0.094	0.189
	中央値	-0.024	0.004	0.054	0.056	0.056	0.059	0.166
	標準偏差	0.076	0.076	0.069	0.085	0.227	0.190	0.141
200803	平均値	-0.028	0.005	0.049	0.052	0.083	0.054	0.179
	中央値	-0.029	-0.002	0.053	0.054	0.051	0.039	0.160
	標準偏差	0.080	0.067	0.072	0.079	0.600	0.178	0.132
200903	平均値	-0.069	-0.019	0.051	0.071	0.124	0.560	0.280
	中央値	-0.047	-0.020	0.056	0.051	0.067	-0.057	0.161
	標準偏差	0.206	0.202	0.075	0.279	0.447	7.905	1.285
201003	平均値	-0.066	-0.040	0.053	0.079	0.092	-0.032	0.208
	中央値	-0.058	-0.036	0.054	0.070	0.062	-0.089	0.167
	標準偏差	0.103	0.087	0.076	0.121	0.412	1.103	0.276

図表 4 - 3 裁量的発生項目の質の推定に関する変数

年度	項目	期末総資産の 自然対数	過去 5 年間 CFO標準偏差	過去 5 年間 売上高標準 偏差	売上債権と棚卸 資産の合計額の 対数	過去 5 年間の 赤字発生回数
		Size	$\sigma$ CFO	$\sigma$ REV	OpCycle	NegEarn
200103	平均値	11.363	0.039	0.095	4.397	1.000
	中央値	11.116	0.032	0.067	4.382	0.000
	標準偏差	1.503	0.029	0.123	0.726	1.272
200203	平均値	11.311	0.039	0.096	4.356	1.193
	中央値	11.069	0.031	0.067	4.335	1.000
	標準偏差	1.504	0.030	0.106	0.724	1.364
200303	平均値	11.272	0.040	0.092	4.342	1.248
	中央値	11.049	0.032	0.066	4.320	1.000
	標準偏差	1.497	0.036	0.092	0.714	1.379
200403	平均値	11.288	0.035	0.087	4.347	1.076
	中央値	11.051	0.027	0.065	4.331	1.000
	標準偏差	1.497	0.029	0.083	0.714	1.236
200503	平均値	11.311	0.036	0.087	4.366	0.943
	中央値	11.068	0.027	0.065	4.340	1.000
	標準偏差	1.490	0.029	0.083	0.703	1.134
200603	平均値	11.358	0.035	0.088	4.384	0.822
	中央値	11.120	0.027	0.064	4.367	0.000
	標準偏差	1.509	0.028	0.087	0.718	1.079
200703	平均値	11.292	0.036	0.087	4.373	0.606
	中央値	11.107	0.027	0.064	4.375	0.000
	標準偏差	1.455	0.036	0.090	0.700	0.975
200803	平均値	11.277	0.036	0.093	4.372	0.505
	中央値	11.082	0.027	0.067	4.376	0.000
	標準偏差	1.468	0.031	0.095	0.707	0.954
200903	平均値	11.229	0.040	0.122	4.302	0.774
	中央値	11.044	0.030	0.080	4.318	0.000
	標準偏差	1.462	0.037	0.145	0.719	1.041
201003	平均値	11.234	0.042	0.146	4.292	0.893
	中央値	11.046	0.033	0.100	4.300	1.000
	標準偏差	1.464	0.039	0.170	0.714	1.105

図表 4 - 4 企業価値の評価に関する変数

年度	項目	期末株価 (3ヵ月後)	純資産	正味金融 資産	残余経常 利益	残余当期 純利益	フリー・ キャッシュ・ フロー *1)	当期純利益	当期経常 利益
		MV	BV	FA	AE(OI)	AE(NI)	AE(FCF)	NI	OI
200103	平均	0.478	0.406	0.037	0.029	0.001	0.011	0.023	0.046
	中央値	0.341	0.389	0.060	0.022	0.007	0.011	0.022	0.038
	標準偏差	0.426	0.207	0.398	0.044	0.050	0.062	0.064	0.043
200203	平均	0.438	0.428	0.024	0.038	0.009	0.023	0.013	0.030
	中央値	0.302	0.412	0.048	0.031	0.011	0.023	0.016	0.025
	標準偏差	0.427	0.211	0.407	0.042	0.042	0.060	0.065	0.045
200303	平均	0.433	0.438	0.040	0.049	0.022	0.030	0.024	0.038
	中央値	0.335	0.425	0.055	0.040	0.020	0.028	0.024	0.033
	標準偏差	0.338	0.213	0.403	0.045	0.040	0.053	0.076	0.046
200403	平均	0.612	0.454	0.101	0.059	0.030	0.018	0.043	0.048
	中央値	0.468	0.440	0.131	0.048	0.025	0.019	0.037	0.040
	標準偏差	0.511	0.206	0.385	0.051	0.041	0.063	0.051	0.045
200503	平均	0.623	0.462	0.123	0.063	0.030	0.013	0.050	0.056
	中央値	0.506	0.452	0.150	0.054	0.028	0.017	0.043	0.048
	標準偏差	0.460	0.203	0.368	0.050	0.047	0.070	0.050	0.043
200603	平均	0.717	0.478	0.168	0.062	0.032	0.005	0.049	0.058
	中央値	0.564	0.468	0.199	0.053	0.030	0.012	0.045	0.050
	標準偏差	0.533	0.195	0.359	0.051	0.046	0.089	0.062	0.044
200703	平均	0.700	0.477	0.165	0.056	0.027	0.007	0.054	0.057
	中央値	0.564	0.466	0.206	0.047	0.025	0.010	0.049	0.051
	標準偏差	0.494	0.194	0.358	0.055	0.050	0.075	0.068	0.051
200803	平均	0.501	0.484	0.133	0.029	0.000	0.009	0.052	0.056
	中央値	0.415	0.474	0.181	0.027	0.008	0.012	0.046	0.048
	標準偏差	0.333	0.194	0.370	0.045	0.044	0.063	0.048	0.045
200903	平均	0.455	0.491	0.083	0.033	0.011	0.029	0.017	0.032
	中央値	0.368	0.477	0.113	0.031	0.015	0.034	0.021	0.031
	標準偏差	0.311	0.211	0.384	0.050	0.046	0.066	0.064	0.053
201003	平均	0.416	0.492	0.127	0.049	0.023	0.030	0.027	0.033
	中央値	0.337	0.484	0.169	0.043	0.022	0.029	0.027	0.032
	標準偏差	0.283	0.202	0.379	0.041	0.037	0.066	0.060	0.055

\*1) FCF:  $(CFO - I + i)_{t+1} - r_{WACC} \cdot FA_t$



図表 4 - 5 株価変化の説明力に関する変数

年度	項目	株式リターン	当期純利益	当期経常利益	差額当期純利益	差額経常利益
		$\Delta MV_t / MV_{t-1}$	NI	OI	$\Delta NI$	$\Delta OI$
200103	平均	0.037	-0.011	0.114	0.002	0.029
	中央値	0.020	0.032	0.105	0.004	0.017
	標準偏差	0.350	0.232	0.125	0.260	0.094
200203	平均	-0.110	-0.015	0.072	-0.014	-0.044
	中央値	-0.115	0.022	0.069	-0.010	-0.028
	標準偏差	0.255	0.160	0.110	0.212	0.096
200303	平均	0.079	0.007	0.107	0.036	0.034
	中央値	0.027	0.038	0.097	0.006	0.013
	標準偏差	0.351	0.187	0.117	0.237	0.126
200403	平均	0.749	0.065	0.153	0.057	0.035
	中央値	0.606	0.068	0.136	0.023	0.022
	標準偏差	0.644	0.122	0.111	0.205	0.088
200503	平均	0.162	0.057	0.116	0.019	0.026
	中央値	0.131	0.056	0.109	0.011	0.016
	標準偏差	0.306	0.068	0.076	0.080	0.060
200603	平均	0.188	0.046	0.105	0.001	0.010
	中央値	0.146	0.054	0.101	0.005	0.010
	標準偏差	0.360	0.083	0.062	0.089	0.037
200703	平均	-0.103	0.038	0.078	0.013	0.005
	中央値	-0.136	0.043	0.078	0.004	0.006
	標準偏差	0.319	0.079	0.067	0.118	0.046
200803	平均	-0.261	0.041	0.087	-0.004	-0.003
	中央値	-0.270	0.046	0.085	-0.002	-0.002
	標準偏差	0.196	0.051	0.062	0.069	0.054
200903	平均	-0.132	-0.014	0.062	-0.072	-0.064
	中央値	-0.142	0.023	0.068	-0.041	-0.046
	標準偏差	0.237	0.123	0.107	0.121	0.101
201003	平均	0.184	0.023	0.097	0.064	0.018
	中央値	0.104	0.050	0.105	0.017	0.009
	標準偏差	0.359	0.202	0.206	0.265	0.208

の金額をもとに、残余利益モデル (Residual Income Model, RIM) により筆者が推定した各企業の資本コストを用いて計算している<sup>18)</sup>。

図表 4 - 5 は、(18)式および(19)式による株価変化の説明力の分析に用いる変数の記述統計である。株式リターンが、2007年3月期から3年間にわたりマイナスを示しているのと同時に、当期純利益および経常利益の変化額も2008年3月期から2年間にわたりマイナスを示している。これは、リーマン・ショックの影響と考えられる。

## V. 分析結果

発生項目の推定および発生項目の質の分析結果は、図表 5 - 1、図表 5 - 2 および図表 5 - 3 のとおりである。図表 5 - 1 は、発生

項目の推定モデルの説明力を示している。発生項目の推定モデルの説明力は、当期純利益から計算した発生項目 (ACC1) および経常利益から計算した発生項目 (ACC2) のいずれの計算方法による場合も比較的高かった。

図表 5 - 2 は、(1)式を用いて図表 5 - 1 から測定された裁量的発生項目を表す残差  $\varepsilon$  の過去5年間の標準偏差 (AQ) を示しており、裁量的発生項目のばらつきについての計算結果である。そこで、これらの裁量的発生項目のばらつきについて、(4)式から裁量的発生項目の質を推定した結果は、図表 5 - 3 のとおりである。

図表 5 - 3 は、当期純利益から計算された発生項目 (ACC1) と経常利益から計算された発生項目 (ACC2) におけるそれぞれの裁量的発生項目の質に関する分析結果である。そこでは、経常利益から計算した発生項目の

図表 5 - 1 発生項目の推定結果

年度	項目	当期純利益から計算した発生項目(ACC1)			経常利益から計算した発生項目(ACC2)		
		偏回帰係数	T値		偏回帰係数	T値	
200103	CFO <sub>t-1</sub>	0.229	8.496	[**]	0.334	13.136	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.846	-42.461	[**]	-0.765	-40.646	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.064	3.276	[**]	0.101	5.517	[**]
	ΔREV	0.042	7.760	[**]	0.062	12.197	[**]
	PPE	-0.069	-6.522	[**]	-0.124	-12.363	[**]
	定数項	0.005	1.996	[**]	0.042	19.503	[**]
	R <sup>2</sup>	0.612		[**]	0.608		[**]
200203	CFO <sub>t-1</sub>	0.182	8.767	[**]	0.185	9.168	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.665	-34.699	[**]	-0.487	-26.066	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.187	10.560	[**]	0.270	15.646	[**]
	ΔREV	0.067	9.654	[**]	0.118	17.267	[**]
	PPE	-0.104	-11.717	[**]	-0.171	-19.779	[**]
	定数項	-0.007	-3.661	[**]	0.024	13.143	[**]
	R <sup>2</sup>	0.486		[**]	0.475		[**]
200303	CFO <sub>t-1</sub>	0.166	8.454	[**]	0.283	14.851	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.667	-33.623	[**]	-0.604	-31.366	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.089	5.707	[**]	0.115	7.634	[**]
	ΔREV	0.045	7.609	[**]	0.072	12.587	[**]
	PPE	-0.044	-5.386	[**]	-0.086	-10.826	[**]
	定数項	-0.013	-7.343	[**]	0.015	8.987	[**]
	R <sup>2</sup>	0.473		[**]	0.467		[**]
200403	CFO <sub>t-1</sub>	0.212	11.732	[**]	0.306	17.766	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.699	-34.388	[**]	-0.687	-35.471	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.204	17.596	[**]	0.212	19.179	[**]
	ΔREV	0.063	9.829	[**]	0.085	14.066	[**]
	PPE	-0.106	-14.141	[**]	-0.141	-19.765	[**]
	定数項	0.001	0.352	[**]	0.028	18.609	[**]
	R <sup>2</sup>	0.486		[**]	0.527		[**]
200503	CFO <sub>t-1</sub>	0.420	19.766	[**]	0.314	14.696	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.632	-33.014	[**]	-0.553	-28.685	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.017	1.967	[*]	0.118	13.557	[**]
	ΔREV	0.072	13.416	[**]	0.069	12.713	[**]
	PPE	-0.093	-10.001	[**]	-0.120	-12.755	[**]
	定数項	-0.004	-2.145	[**]	0.028	14.838	[**]
	R <sup>2</sup>	0.562		[**]	0.410		[**]
200603	CFO <sub>t-1</sub>	0.214	8.035	[**]	0.286	10.655	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.725	-30.084	[**]	-0.661	-27.253	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.083	6.022	[**]	0.155	11.171	[**]
	ΔREV	0.069	10.424	[**]	0.138	20.579	[**]
	PPE	-0.069	-6.028	[**]	-0.114	-9.871	[**]
	定数項	0.007	3.242	[**]	0.033	14.232	[**]
	R <sup>2</sup>	0.481		[**]	0.457		[**]
200703	CFO <sub>t-1</sub>	0.239	10.204	[**]	0.301	11.634	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.732	-38.076	[**]	-0.582	-27.417	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	-0.012	-2.057	[*]	-0.024	-3.736	[**]
	ΔREV	0.101	13.995	[**]	0.172	21.512	[**]
	PPE	-0.054	-5.476	[**]	-0.095	-8.655	[**]
	定数項	0.009	4.636	[**]	0.032	15.039	[**]
	R <sup>2</sup>	0.531		[**]	0.427		[**]
200803	CFO <sub>t-1</sub>	0.229	8.220	[**]	0.323	15.914	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.603	-23.343	[**]	-0.606	-32.278	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.004	1.542	[ ]	0.007	3.370	[**]
	ΔREV	0.051	5.202	[**]	0.098	13.705	[**]
	PPE	-0.034	-2.525	[*]	-0.096	-9.764	[**]
	定数項	-0.005	-2.067	[**]	0.032	18.256	[**]
	R <sup>2</sup>	0.277		[**]	0.458		[**]
200903	CFO <sub>t-1</sub>	0.302	8.514	[**]	0.165	2.870	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.642	-49.438	[**]	-0.339	-16.121	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	0.055	6.654	[**]	0.196	14.696	[**]
	ΔREV	-0.002	-4.751	[**]	-0.005	-6.396	[**]
	PPE	0.008	3.054	[**]	0.026	6.283	[**]
	定数項	-0.046	-22.466	[**]	-0.032	-9.593	[**]
	R <sup>2</sup>	0.734		[**]	0.271		[**]
201003	CFO <sub>t-1</sub>	0.209	12.575	[**]	0.236	12.899	[**]
	CFO <sub>t</sub>	-0.642	-39.893	[**]	-0.555	-31.346	[**]
	CFO <sub>t+1</sub>	-0.013	-4.339	[**]	-0.001	-0.398	[ ]
	ΔREV	-0.006	-3.586	[**]	0.007	3.587	[**]
	PPE	-0.041	-7.721	[**]	-0.039	-6.612	[**]
	定数項	-0.017	-10.537	[**]	0.000	0.033	[**]
	R <sup>2</sup>	0.767		[**]	0.609		[**]

図表 5 - 2 発生項目の質 (過去 5 年間の残差 ε の標準偏差)

年度	項目	過去 5 年間の当期純利益との発生項目の質 (標準偏差)	過去 5 年間の経常利益との発生項目の質 (標準偏差)
		AQ(ACC1)	AQ(ACC2)
200103	平均	0.032	0.029
	中央値	0.023	0.022
	標準偏差	0.045	0.026
200203	平均	0.031	0.024
	中央値	0.021	0.018
	標準偏差	0.047	0.025
200303	平均	0.031	0.025
	中央値	0.022	0.019
	標準偏差	0.039	0.027
200403	平均	0.029	0.024
	中央値	0.020	0.017
	標準偏差	0.031	0.028
200503	平均	0.029	0.022
	中央値	0.021	0.017
	標準偏差	0.030	0.019
200603	平均	0.024	0.022
	中央値	0.016	0.016
	標準偏差	0.027	0.020
200703	平均	0.025	0.023
	中央値	0.016	0.017
	標準偏差	0.029	0.021
200803	平均	0.025	0.023
	中央値	0.016	0.016
	標準偏差	0.030	0.022
200903	平均	0.034	0.037
	中央値	0.021	0.023
	標準偏差	0.047	0.069
201003	平均	0.035	0.039
	中央値	0.022	0.025
	標準偏差	0.046	0.066

質 (AQ (ACC2)) が、比較的高い説明力を有していた。ここから、経常利益から計算した発生項目の質 (AQ (ACC2)) に着目すると、2001年 3 月期以降、裁量的発生項目のばらつきが小さくなり発生項目の質が向上していたが、2009年 3 月期以降、裁量的発生項目のばらつきが大きくなり発生項目の質が下落していることが明らかになる。

次に、利益の質が連結財務情報の価値関連性と何らかの関係があるかについて分析した。最初に、図表 5 - 4 は⑳式から㉑式を用いて、図表 5 - 5 は㉒式および㉓式を用いて、利益の質が比較的高い企業と低い企業とに分けて、利益の質と企業価値の評価との関係について連結財務情報の企業価値評価への有意性から分析した結果である。企業価値の評価モデルにおける説明力は、利益の質が向上していた 2001年 3 月期以降、徐々に高まりを示してい

連結財務情報の利益の質と価値関連性

図表 5 - 3 裁量的発生項目の質の推定結果

年度	項目	過去5年間の当期純利益との発生項目の質(標準偏差)				過去5年間の経常利益との発生項目の質(標準偏差)			
		AQ(ACC1)		AQ(ACC2)		AQ(ACC1)		AQ(ACC2)	
		偏回帰係数	T値	偏回帰係数	T値	偏回帰係数	T値	偏回帰係数	T値
200103	Size	-0.001	-0.434 [ ]	0.001	1.374 [ ]				
	$\sigma$ CFO	0.432	10.292 [**]	0.459	21.712 [**]				
	$\sigma$ REV	0.040	4.028 [**]	0.040	8.017 [**]				
	OpCycle	-0.004	-1.271 [ ]	-0.003	-2.204 [ * ]				
	NegEarn	0.005	5.886 [**]	0.000	0.912 [ ]				
	定数項	0.031	3.343 [**]	0.010	2.110 [**]				
	R <sup>2</sup>	0.152	[**]	0.366	[**]				
200203	Size	0.001	0.953 [ ]	0.001	1.823 [ ]				
	$\sigma$ CFO	0.379	8.706 [**]	0.416	19.815 [**]				
	$\sigma$ REV	0.058	4.739 [**]	0.035	5.949 [**]				
	OpCycle	-0.007	-2.236 [ * ]	-0.001	-0.946 [ ]				
	NegEarn	0.005	5.938 [**]	-0.001	-1.644 [ ]				
	定数項	0.019	1.965 [**]	-0.004	-0.766 [ ]				
	R <sup>2</sup>	0.130	[**]	0.302	[**]				
200303	Size	0.002	1.649 [ ]	0.001	1.185 [ ]				
	$\sigma$ CFO	0.261	9.120 [**]	0.360	20.440 [**]				
	$\sigma$ REV	0.068	5.980 [**]	0.056	7.962 [**]				
	OpCycle	-0.008	-3.117 [**]	-0.000	-0.229 [ ]				
	NegEarn	0.006	8.105 [**]	-0.001	-1.497 [ ]				
	定数項	0.020	2.414 [**]	-0.003	-0.623 [ ]				
	R <sup>2</sup>	0.168	[**]	0.325	[**]				
200403	Size	0.003	2.789 [**]	0.004	4.358 [**]				
	$\sigma$ CFO	0.372	13.226 [**]	0.502	21.761 [**]				
	$\sigma$ REV	0.036	3.704 [**]	0.045	5.677 [**]				
	OpCycle	-0.008	-3.847 [**]	-0.006	-3.589 [**]				
	NegEarn	0.006	10.003 [**]	-0.000	-0.192 [ ]				
	定数項	0.009	1.395 [**]	-0.012	-2.350 [**]				
	R <sup>2</sup>	0.239	[**]	0.338	[**]				
200503	Size	0.003	3.055 [**]	0.003	5.316 [**]				
	$\sigma$ CFO	0.343	12.937 [**]	0.341	22.161 [**]				
	$\sigma$ REV	0.035	3.841 [**]	0.041	7.588 [**]				
	OpCycle	-0.009	-4.413 [**]	-0.006	-5.545 [**]				
	NegEarn	0.007	11.679 [**]	0.000	1.116 [ ]				
	定数項	0.012	1.946 [**]	0.000	0.062 [ ]				
	R <sup>2</sup>	0.262	[**]	0.372	[**]				
200603	Size	0.003	4.410 [**]	0.003	4.660 [**]				
	$\sigma$ CFO	0.365	16.168 [**]	0.393	24.052 [**]				
	$\sigma$ REV	0.047	6.744 [**]	0.048	9.546 [**]				
	OpCycle	-0.009	-6.071 [**]	-0.006	-5.464 [**]				
	NegEarn	0.008	15.411 [**]	0.000	0.497 [ ]				
	定数項	0.003	0.702 [ ]	0.001	0.343 [ ]				
	R <sup>2</sup>	0.389	[**]	0.427	[**]				
200703	Size	0.004	4.380 [**]	0.001	1.270 [ ]				
	$\sigma$ CFO	0.283	16.134 [**]	0.288	22.866 [**]				
	$\sigma$ REV	0.062	9.102 [**]	0.059	12.102 [**]				
	OpCycle	-0.010	-6.015 [**]	-0.003	-2.209 [ * ]				
	NegEarn	0.011	17.470 [**]	0.001	2.135 [ * ]				
	定数項	0.006	1.188 [ ]	0.010	2.663 [**]				
	R <sup>2</sup>	0.444	[**]	0.427	[**]				
200803	Size	0.003	3.994 [**]	0.001	2.067 [ * ]				
	$\sigma$ CFO	0.368	17.919 [**]	0.411	27.597 [**]				
	$\sigma$ REV	0.067	10.165 [**]	0.047	9.738 [**]				
	OpCycle	-0.008	-4.787 [**]	-0.003	-2.097 [ * ]				
	NegEarn	0.012	17.982 [**]	0.001	1.988 [ * ]				
	定数項	-0.003	-0.520 [ ]	0.001	0.167 [ ]				
	R <sup>2</sup>	0.485	[**]	0.474	[**]				
200903	Size	0.002	1.953 [ ]	0.004	1.857 [ ]				
	$\sigma$ CFO	0.332	10.927 [**]	0.427	8.662 [**]				
	$\sigma$ REV	0.084	11.181 [**]	0.103	8.520 [**]				
	OpCycle	-0.004	-1.609 [ ]	-0.002	-0.521 [ ]				
	NegEarn	0.012	11.983 [**]	0.006	3.575 [**]				
	定数項	-0.009	-1.048 [ ]	-0.030	-2.108 [**]				
	R <sup>2</sup>	0.298	[**]	0.140	[**]				
201003	Size	0.003	2.478 [ * ]	0.005	2.591 [**]				
	$\sigma$ CFO	0.398	14.077 [**]	0.518	11.729 [**]				
	$\sigma$ REV	0.059	9.495 [**]	0.073	7.523 [**]				
	OpCycle	-0.007	-2.592 [**]	-0.005	-1.229 [ ]				
	NegEarn	0.010	10.395 [**]	0.003	2.022 [ * ]				
	定数項	-0.007	-0.744 [ ]	-0.034	-2.447 [**]				
	R <sup>2</sup>	0.290	[**]	0.155	[**]				

たが、利益の質が下落する2009年3月頃から徐々に低くなっている。しかしながら、利益の質の高い企業群と利益の質の低い企業群のいずれの連結財務情報も、企業価値の評価に有意となっている。これは、企業価値自体を、利益の質の違いから説明することはできないことを示している。

最後に、図表5-6は⑤式および⑥式を用いて、利益の質の相違が株価の変化に何らかの影響を及ぼしているかについて分析した結果である。(4)式の残差  $v_t$  をもとに利益の質を10分位に分類して、AQRankを求めた上で、利益の質が向上することにより、株価がどのように変化するかについて分析した。分析結果では、多くの年度においてAQRankの符号が有意でマイナスを示していた。これは、利

益の質が高まることによって株価変化がプラスに大きくなることを表している。

図表5-4 企業価値の評価と利益の質(1)

年度	項目	HighQuality				LowQuality				修正済み 決定係数	定数項	R <sup>2</sup>
		純資産	残当 期純利益	BV	AE(ND)	純資産	残当 期純利益	BV	AE(ND)			
200103	偏回帰係数	0.899	3.047	1.131	0.737	0.063	0.063	0.313				
	T値	15.707	6.204	19.097	3.127	2.939						
200203	偏回帰係数	0.825	5.404	1.069	1.459	-0.006	0.358					
	T値	15.254	10.547	19.669	5.313	-0.278						
200303	偏回帰係数	0.534	5.220	0.843	1.945	0.052	0.414					
	T値	12.635	12.798	20.207	8.696	3.350						
200403	偏回帰係数	0.732	8.247	1.402	1.932	-0.015	0.406					
	T値	11.189	14.608	20.844	5.696	-0.575						
200503	偏回帰係数	0.836	4.415	1.108	3.447	0.060	0.450					
	T値	15.181	11.889	19.378	12.908	2.716						
200603	偏回帰係数	0.791	7.799	1.474	2.851	0.012	0.417					
	T値	10.833	12.780	22.077	9.888	0.422						
200703	偏回帰係数	0.890	7.415	1.356	2.168	0.043	0.413					
	T値	14.090	15.063	22.605	9.254	1.648						
200803	偏回帰係数	0.787	2.842	0.865	2.132	0.102	0.386					
	T値	19.352	11.222	20.412	9.110	5.436						
200903	偏回帰係数	0.704	2.686	0.807	1.358	0.063	0.379					
	T値	19.273	9.670	22.205	7.293	3.834						
201003	偏回帰係数	0.623	3.064	0.753	1.572	0.026	0.379					
	T値	17.314	9.494	21.694	7.628	1.675						
	HighQuality 金融資産	0.434	0.003	0.366	0.268	0.633	0.085					
	FCF- rFA/(1+r)	8.723	0.009	7.152	1.240	103.948						
	LowQuality 金融資産	0.370	1.110	0.577	-0.599	0.636	0.123					
	FCF- rFA/(1+r)	6.978	3.220	10.797	-3.358	95.403						
	HighQuality フリー・ キャッシュ・ フロー	0.293	0.450	0.404	0.881	0.414	0.119					
	FCF- rFA/(1+r)	6.979	1.417	10.016	3.711	89.344						
	LowQuality フリー・ キャッシュ・ フロー	0.285	0.499	0.304	0.558	0.405	0.124					
	FCF- rFA/(1+r)	8.865	1.985	9.481	2.636	76.774						
	HighQuality 修正済み 決定係数	0.326	-0.046	0.367	-0.303	0.468	0.103					
	FCF- rFA/(1+r)	7.530	-0.137	8.592	-1.261	171.038						
	LowQuality 修正済み 決定係数	0.633	4.075	1.064	1.686	0.052	0.357					
	FCF- rFA/(1+r)	9.711	8.577	18.309	5.639	2.570						
	HighQuality 純資産	0.494	5.834	0.998	3.103	-0.049	0.438					
	BV	8.062	12.454	18.856	11.310	-2.555						
	LowQuality 純資産	0.386	5.000	0.824	3.637	0.004	0.546					
	BV	9.311	16.694	15.680	19.187	0.296						
	HighQuality 残当 期純利益	0.555	6.570	1.192	3.297	-0.065	0.468					
	AE(OL)	8.180	15.828	17.879	12.199	-2.681						
	LowQuality 残当 期純利益	0.601	5.340	0.802	5.106	-0.028	0.579					
	AE(OL)	10.610	16.879	15.153	22.343	-1.433						
	HighQuality 修正済み 決定係数	0.620	6.703	1.114	4.583	-0.037	0.517					
	BV	8.778	16.302	16.788	17.399	-1.438						
	LowQuality 修正済み 決定係数	0.757	5.433	1.133	3.723	0.002	0.492					
	BV	12.067	15.560	19.125	16.894	0.073						
	HighQuality 残当 期純利益	0.647	3.599	0.780	2.714	0.067	0.449					
	AE(OL)	15.795	13.917	18.491	12.681	3.802						
	LowQuality 残当 期純利益	0.623	3.070	0.778	1.444	0.036	0.418					
	AE(OL)	16.586	13.163	21.829	8.388	2.286						
	HighQuality 修正済み 決定係数	0.537	3.290	0.653	2.471	-0.017	0.454					
	BV	14.669	13.063	18.432	13.248	-1.184						

連結財務情報の利益の質と価値関連性

図表 5 - 5 企業価値の評価と利益の質(2)

年度	項目	HighQuality		LowQuality		定数項	修正済み 決定係数	HighQuality		LowQuality		定数項	修正済み 決定係数
		純資産	当期純 利益	純資産	当期純 利益			純資産	経常 利益	純資産	経常 利益		
		BV	NI	BV	NI			Co.	R <sup>2</sup>	BV	OI		
200103	偏回帰係数	0.520	5.153	1.007	1.550	0.079	0.393	0.325	6.693	0.782	3.804	0.017	0.454
	T値	8.114	11.383	17.193	8.469	3.928		4.639	12.364	12.610	12.921	0.884	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200203	偏回帰係数	0.643	4.788	1.005	1.146	0.029	0.396	0.462	5.553	0.955	2.969	0.004	0.434
	T値	11.471	13.480	18.851	6.465	1.414		7.442	11.951	18.260	11.342	0.191	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200303	偏回帰係数	0.456	4.523	0.900	0.434	0.063	0.412	0.354	5.422	0.825	1.952	0.033	0.457
	T値	10.434	14.814	22.250	4.013	4.085		7.687	15.249	20.647	10.473	2.200	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200403	偏回帰係数	0.410	8.478	1.324	1.934	-0.002	0.450	0.439	8.441	1.193	3.519	-0.038	0.471
	T値	5.811	17.573	19.874	7.271	-0.073		6.244	16.483	18.218	11.593	-1.598	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200503	偏回帰係数	0.564	5.964	1.069	3.193	0.021	0.484	0.507	6.745	0.849	5.240	-0.026	0.550
	T値	9.312	15.546	18.230	12.971	0.995		8.282	16.584	15.363	19.508	-1.263	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200603	偏回帰係数	0.581	6.480	1.380	2.207	0.037	0.423	0.569	7.577	1.023	5.556	-0.035	0.514
	T値	7.360	13.146	19.724	10.059	1.312		7.790	16.166	14.832	17.235	-1.362	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200703	偏回帰係数	0.455	7.506	1.325	1.321	0.041	0.428	0.553	6.641	1.104	3.607	0.021	0.470
	T値	6.203	17.102	21.604	7.760	1.594		7.936	15.466	17.598	14.601	0.845	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200803	偏回帰係数	0.411	5.020	0.709	2.629	0.035	0.508	0.435	4.890	0.660	3.246	0.013	0.518
	T値	9.244	18.800	16.957	14.495	2.076		9.839	17.419	15.313	16.804	0.762	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
200903	偏回帰係数	0.576	2.727	0.763	0.587	0.096	0.383	0.555	3.195	0.751	0.927	0.069	0.404
	T値	14.529	11.563	20.771	4.604	5.745		13.895	13.145	20.730	5.756	4.295	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]
201003	偏回帰係数	0.528	3.102	0.758	0.606	0.047	0.393	0.520	3.140	0.747	0.865	0.037	0.391
	T値	14.222	12.460	22.308	5.080	3.099		13.534	11.494	21.793	6.721	2.433	
		[**]	[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]	[**]	[**]		[**]

図表 5 - 6 株価変化の説明力と利益の質

年度	項目	差額当期 純利益	当期純 利益	発生項目の 質(当期純 利益)	定数項	修正済み 決定係数	差額経 常利益	経常利益	発生項目 の質(経 常利益)	定数項	修正済み 決定係数				
		ΔNI	NI	AQRank					ΔOI			OI	AQRank	Co.	R <sup>2</sup>
		[ ]	[ ]	[ ]					[ ]			[ ]	[ ]	[ ]	[ ]
200103	偏回帰係数	0.128	-0.061	-0.016	0.108	0.019	0.565	0.634	-0.024	0.052	0.150				
	T値	2.209	-0.906	-4.303	6.545		4.834	7.104	-6.811	2.721					
		[* ]	[ ]	[**]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200203	偏回帰係数	0.159	0.363	-0.015	-0.038	0.129	0.285	0.982	-0.014	-0.108	0.280				
	T値	4.187	7.162	-5.753	-3.422		3.610	14.069	-6.114	-8.317					
		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200303	偏回帰係数	0.363	-0.085	-0.007	0.096	0.052	0.620	0.882	-0.011	0.013	0.202				
	T値	7.802	-1.414	-1.901	6.188		7.869	10.262	-3.546	0.747					
		[**]	[ ]	[ ]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200403	偏回帰係数	0.574	0.980	0.027	0.534	0.105	1.788	2.079	0.018	0.291	0.265				
	T値	6.154	6.240	4.312	17.922		8.885	13.060	3.188	8.514					
		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200503	偏回帰係数	0.273	1.349	-0.007	0.111	0.121	0.678	1.525	-0.010	0.012	0.226				
	T値	2.310	9.610	-2.501	7.280		4.400	12.654	-3.795	0.692					
		[* ]	[**]	[* ]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200603	偏回帰係数	-0.064	1.318	-0.007	0.158	0.093	2.825	1.668	-0.011	0.031	0.267				
	T値	-0.411	7.832	-1.947	8.695		10.102	9.966	-3.405	1.439					
		[ ]	[**]	[ ]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200703	偏回帰係数	-0.049	0.808	-0.009	-0.094	0.043	0.990	1.192	-0.003	-0.186	0.132				
	T値	-0.532	5.780	-2.841	-6.183		3.903	6.820	-1.110	-9.861					
		[ ]	[**]	[**]		[**]	[**]	[ ]		[**]	[**]				
200803	偏回帰係数	0.451	0.683	-0.006	-0.263	0.084	1.029	0.486	-0.008	-0.267	0.147				
	T値	5.389	6.068	-3.126	-27.331		9.703	5.258	-4.378	-23.517					
		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]	[**]		[**]	[**]				
200903	偏回帰係数	0.542	0.023	-0.002	-0.086	0.081	0.734	0.152	-0.004	-0.079	0.128				
	T値	6.837	0.297	-0.736	-7.563		9.493	2.075	-1.625	-6.255					
		[**]	[ ]	[ ]		[**]	[* ]	[ ]		[**]	[**]				
201003	偏回帰係数	0.382	-0.092	0.009	0.123	0.073	0.397	-0.012	0.014	0.119	0.056				
	T値	9.283	-1.690	2.564	8.180		6.766	-0.207	3.925	7.433					
		[**]	[ ]	[* ]		[**]	[ ]	[**]		[**]	[**]				

## VI. 結論

本研究では、日本の会計基準のIFRSsへの収斂が進むにつれて、日本の企業が公表する連結財務情報が高品質のものとなり、その結果、主要な情報利用者である投資者の投資意思決定に有用な情報提供となっているかについて検討した。連結財務情報の質は、利益の質に焦点を当てて、過去5年間の裁量的発生項目のばらつきから評価した利益の質と、企業価値の評価および株価変化の説明力との関係について分析した。

分析結果では、日本の会計基準のIFRSsへの収斂の進行は、2001年3月期以降、利益の質を比較的高めており、企業価値の説明力を少しずつ高めていたが、2009年3月期以降、利益の質が低くなるに連れて、企業価値の説明力も低下していることが明らかになった。利益の質の変化と価値関連性との関係では、利益の質の高い企業群の連結財務情報も、利益の質の低い企業群の連結財務情報も、企業価値の評価モデルでは有意となっており、利益の質と企業価値自体とは無関係であることになる。しかしながら、株価変化に関する分析では、利益の質の高い企業ほど、株価変化がプラスに大きくなっていった。

以上から、日本の会計基準がIFRSsへ収斂するに連れて、利益の質および価値関連性ともに向上するという証拠は得られなかったが、不況下で株価が低迷する中、利益の質の高い企業ほど株式リターンが大きくなっていることが明らかになった。

## 注

- 1) International Accounting Standards Board (IASB) (2007), "Introduction," *International Financial Reporting Standards (IFRSs)* IASB, p.9. (企業会計基準委員会訳 (2008)『国際財務報告基準 (IFRSs)』レクシスネクシス・ジャパン。) IFRSsとは、以下のものをいう。
  - ① IASB が設定する国際財務報告基準 (International Financial Reporting Standards, IFRS)
  - ② IASBが国際会計基準委員会 (International Accounting Standards Committee, IASC) から受け継いだ国際会計基準 (International Accounting Standards, IAS)
  - ③ IASC の 解 釈 指 針 委 員 会 (Standing Interpretations Committee, SIC) およびIASB の国際財務報告解釈指針委員会 (International Financial Reporting Interpretation Committee, IFRIC) が作成した解釈指針
- 2) 企業会計基準委員会・国際会計基準審議会 (2007)「会計基準のコンバージェンスの加速化に向けた取組への合意」8月8日。  
 企業会計基準委員会 (2007)「企業会計基準委員会と国際会計基準審議会は2011年までに会計基準のコンバージェンスを達成する『東京合意』を公表」Press Release, 8月8日。  
 プロジェクト計画表は、その後、更新されている。
- 3) Commission of the European Communities (2008), *Accounting: European Commission grants equivalence in relation to third country GAAPs*.
- 4) IASB (2001), "Preface to International Financial Reporting Standards," *International Financial Reporting Standards (IFRSs)* IASB, par.6. (企業会計基準委員会訳 (2008)『国際財務報告基準 (IFRSs)』レクシスネクシス・ジャパン。)
- 5) Ewert, R. and A. Wagenhofer (2005), "Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management," *Accounting Review*, Vol.80, No.45, pp.1101-



- 1124.
- 6) Bartov, E., S. R. Goldberg, and M. Kim (2005), "Comparative Value Relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.20, pp.95-115.
- 7) Barth, M., W. R. Landsman and M. H. Lang (2008), "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol.46, No.3, pp.467-498.
- 8) Paananen, M. and H. Lin (2009), "The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: The Case of Germany," *Journal of International Accounting Research*, Vol.8, No.1, pp.31-55.
- 9) 一ノ宮士郎 (2008) 『QOE「利益の質」分析』中央経済社, 10-15頁。
- 10) Shipper, K. and L. Vincent (2003), "Earnings Quality," *Accounting Horizons*, Vol.17 Supplement, pp.99-106.
- 11) 詳細については、以下の拙稿を参照していただきたい。  
向伊知郎 (2011b) 「日本の会計基準のIFRSsへの収斂と利益の質」『経営管理研究所紀要』(愛知学院大学) 第18号, 57-69頁。
- 12) 発生項目は、税引前当期純利益を用いても計算した。しかし、税引前当期純利益から計算した発生項目は、当期純利益および経常利益から計算した発生項目ほど高い説明力を有していなかった。  
向伊知郎 (2011b) 前掲論文。
- 13) 過去5年間の営業キャッシュ・フローの標準偏差を計算する上で、営業キャッシュ・フローの金額が入手できない期間で、連結貸借対照表と連結損益計算書情報が入手できる場合、次のように間接的に営業キャッシュ・フローを計算した。  
営業キャッシュ・フロー＝経常利益＋減価償却費－売上債権の増加－棚卸資産の増加＋仕入債務の増加
- 14) Francis, J., P. Olsson & D. R. Oswald (2000), "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates," *Journal of Accounting Research*, Vol.38 No.1, Spring, p.48.
- Penman, S. H. & T. Sougiannis (1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.15 No.3, Fall, p.348.
- 15) Francis, J., P. Olsson & D. R. Oswald, *op.cit.*, p.49.
- Penman, S. H. & T. Sougiannis, *op.cit.*, pp.348-349.
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, pp.667.
- 16) Francis, J., P. Olsson & D. R. Oswald, *op.cit.*, p.49.
- Penman, S. H. & T. Sougiannis, *op.cit.*, pp.349-350.
- Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press. (岡野光喜監訳・古倉義彦訳 (1998) 『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社。)
- Copeland, T., T. Koller, J. Murrin, McKinsey & Company, Inc. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, third ed., John Wiley & Sons Inc. (この第2版の翻訳は、次のものである。伊藤邦雄訳, 1999 『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社。)
- 17) 詳細については、以下の拙稿を参照していただきたい。  
向伊知郎 (2011b) 前掲論文。
- 18) 詳細については、以下の拙稿を参照していただきたい。  
向伊知郎 (2011a) 「会計基準の国際的収斂と資本コスト」『経営学研究』(愛知学院大学) 第20巻第2号, 1-13頁。

参考文献

- 一ノ宮士郎 (2008) 『QOE「利益の質」分析』中央経済社。
- 鎌田信夫 (1995) 『資金会計の理論と制度の研究』白桃書房。
- 鎌田信夫 (2001) 『キャッシュ・フロー会計の原理』税務経理協会。
- 企業会計基準委員会 (2007) 「企業会計基準委員会と国際会計基準審議会は2011年までに会計基準のコンバージェンスを達成する『東京合意』を公表」 Press Release, 8月8日。
- 企業会計基準委員会・国際会計基準審議会 (2007) 「会計基準のコンバージェンスの加速化に向けた取組への合意」 8月8日。
- 企業会計審議会 (2009) 「我が国における国際会計基準の取り扱いについて (中間報告)」 企業会計審議会。
- 佐藤倫正 (1993) 『資金会計論』白桃書房。
- 佐藤倫正 (1995) 「利質分析と資金計算書」『企業会計』第47巻第12号, 82-87頁。
- 佐藤倫正・中川豊隆 (2008) 「財務情報の信頼性と利質分析」友杉芳正・田中弘・佐藤倫正編『財務情報の信頼性』税務経理協会, 215-223頁。
- 向伊知郎 (2009) 「日本の会計基準の国際化と会計情報の質」『経営管理研究所紀要』(愛知学院大学) 第16号, 53-68頁。
- 向伊知郎 (2011a) 「会計基準の国際的収斂と資本コスト」『経営学研究』(愛知学院大学) 第20巻第2号, 1-13頁。
- 向伊知郎 (2011b) 「日本の会計基準のIFRSsへの収斂と利益の質」『経営管理研究所紀要』(愛知学院大学) 第18号, 57-69頁。
- 向伊知郎 (2011c) 「EU諸国会計基準のIFRSsへの収斂と利益の質」『経営管理研究所紀要』(愛知学院大学) 第18号, 71-86頁。
- 向伊知郎 (2011d) 「利益の質と資本コストの変化」『経営学研究』(愛知学院大学) 第21巻第1号, 未刊。
- 向伊知郎 (2011e) 「国際会計基準への収斂と会計情報の質」古賀智敏編『IFRS時代の最適開示制度』千倉書房, 71-87頁。
- Barth, M., W. R. Landsman and M. H. Lang (2008), "International Accounting Standards and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol.46, No.3, pp.467-498.
- Bartov, E., S. R. Goldberg, and M. Kim (2005), "Comparative Value Relevance among German, U.S., and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.20, pp.95-115.
- Commission of the European Communities (2008), *Accounting: European Commission grants equivalence in relation to third country GAAPs*.
- Copeland, T., T. Koller, J. Murrin, McKinsey & Company, Inc. (2000), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, third ed., John Wiley & Sons Inc. (この第2版の翻訳は、次のものである。伊藤邦雄訳 (1999) 『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社。)
- Daske, H., L. Hail, C. Leuz, and R. Verdi (2008), "Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences," *Journal of Accounting Research*, Vol.46 No.5, pp.1085-1142.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, Vol.77 Supplement, pp.35-59.
- Easton, P. D. & T. S. Harris (1991), "Earnings as an Explanatory Variables for Returns," *Journal of Accounting Research*, Vol.29 No.1, Spring, pp.19-36.
- Ewert, R. and A. Wagenhofer (2005), "Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management," *Accounting Review*, Vol.80, No.45, pp.1101-1124.
- Francis, J., P. Olsson and D. R. Oswald (2000), "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal

- Earnings Equity Value Estimates,” *Journal of Accounting Research*, Vol.38 No.1, Spring, pp.45-70.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Shipper (2005), “The Market Pricing of Accruals Quality,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39 No.2, pp.295-327.
- Gray, P., P. Koh, and Y. H. Tong (2009), “Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.36 No.1 & 2, pp.51-72.
- International Accounting Standards Board (IASB) 2001, “Preface to International Financial Reporting Standards,” *International Financial Reporting Standards (IFRSs)* IASB. (企業会計基準委員会訳, 2008『国際財務報告基準 (IFRSs)』レクシスネクシス・ジャパン。)
- IASB (2007), *International Financial Reporting Standards (IFRSs)* IASB. (企業会計基準委員会訳, 同訳書。)
- Jones, J. J. (1991), “Earnings Management During Import Relief Investigations,” *Journal of Accounting Research*, Vol.29 No.2, pp.193-228.
- Kaznik, R. (1999), “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management,” *Journal of Accounting Research*, Vol.37 No.1, pp.57-81.
- Kim, D. and Y. Qi (2010), “Accruals Quality, Stock Returns, and Macroeconomic Conditions,” *The Accounting Review*, Vol.85 No.3, pp.937-978.
- McNichols, M. (2002), “Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, Vol.77 Supplement, pp.61-69.
- Ohlson, J. A. (1995), “Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, pp.661-687.
- Paananen, M. and H. Lin (2009), “The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: The Case of Germany,” *Journal of International Accounting Research*, Vol.8, No.1, pp.31-55.
- Palepu, Krishna G., Victor L. Bernard, & Paul M. Healy (2000), *Business Analysis & Valuation: Using Financial statements*, second ed., South Western College Publishing. (齊藤静樹監訳, 1999『企業分析入門』東京大学出版会。)
- Penman, S. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill/Irwin. (杉本徳栄・井上達男・梶浦昭友訳 (2005)『財務諸表分析と証券評価』白桃書房。)
- Penman, S. H. and T. Sougiannis (1998), “A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.15 No.3, pp.343-383.
- Rahman, A., J. Yammeesri, and H. Perera (2010), “Financial Reporting Quality in International Settings: A Comparative Study of the USA, Japan, Thailand, France and Germany,” *The International Journal of Accounting*, Vol. 45, pp.1-34.
- Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance*, The Free Press. (岡野光喜監訳・古倉義彦訳 (1998)『株式公開と経営戦略』東洋経済新報社。)
- Shipper, K. and L. Vincent (2003), “Earnings Quality,” *Accounting Horizons*, Vol.17 Supplement, pp.97-110.
- Tendeloo, B. V. and A. Vanstraelen (2005), “Earnings Management under German GAAP versus IFRS,” *European Accounting Review*, Vol.14, No.1, pp.155-180.

(愛知学院大学経営学部)