

# キャッシュ・フロー情報の予測能力-利益情報との比較において-

メタデータ	言語: jpn 出版者: 明治大学経理研究所 公開日: 2009-04-15 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 蔣, 飛鴻 メールアドレス: 所属:
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10291/4697">http://hdl.handle.net/10291/4697</a>

# キャッシュ・フロー情報の予測能力

## —利益情報との比較において—

蒋 飛 鴻

キーワード: 財務報告の目的, キャッシュ・フロー, 利益, 将来キャッシュ・フローの予測, 予測能力

### 目 次

1. はじめに
2. 先行研究のレビュー
3. リサーチ・デザイン
4. 調査の結果と分析
5. むすび

#### 1. はじめに

アメリカの財務会計基準審議会 (Financial Standards Board, FASB) は, 財務会計概念ステートメント (Statement of Financial Accounting Concepts, SFAC) の第1号『営利企業の財務報告の基本目的』において, 「財務報告は, 投資者, 債権者その他の情報利用者が, 当該企業への正味キャッシュ・インフローの見込額, その時期およびその不確実性をあらかじめ評価するのに役立つ情報を提供しなければならない」 [SFAC 第1号 (1978), para. 37] と述べている。言い換えると, 将来キャッシュ・フローの予測に役立つ情報の提供が財務報告の1つの目的であるというのである。

、それでは, 将来キャッシュ・フローの予測に役立つ情報とは, いったいどのような情報であろうか。FASBのSFAC第1号は「企業の将来のキャッシュ・フローおよび良好なキャッシュ・フローを生み出す企業の能力についての投資者, 債権者その他の情報利用者の関心は,

企業のキャッシュ・フローに関する直接的な情報よりもむしろ稼得利益に関する情報についての関心と主として結びつくことになる」[SFAC 第 1 号 (1978), para. 43] と述べている。つまり、FASB は将来キャッシュ・フローの予測に役立つ情報を現在利益としているのである。

しかしながら、FASB は、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) の中で、キャッシュ・フロー計算書の目的の第 1 として、「会社が将来プラスの正味キャッシュ・フローを生み出す能力を評価すること」[SFAS 第 95 号 (1987), para. 5] を挙げている。キャッシュ・フロー計算書によって提供されるキャッシュ・フローの実績値、すなわち現在キャッシュ・フローが、将来キャッシュ・フローの予測に有用であると考えられているのである。

このように、現在利益と現在キャッシュ・フローのどちらが将来キャッシュ・フローの予測に役立つのかについて、FASB の概念ステートメントと基準書との間に違いがみられる。そしてそれについては、アメリカをはじめ多くの国々で議論が行われ、実証研究も一致した結論を見い出してはいない。

そこで、中国のデータを用いて将来キャッシュ・フローの予測において、現在利益と現在キャッシュ・フローのどちらが優れているかを調査することにする。キャッシュ・フロー計算書が主要財務諸表の 1 つとして導入されている中国においては、将来キャッシュ・フローの予測に直接焦点を当てた実証研究はまだ行われていないからである。なお、中国では個別キャッシュ・フロー計算書と連結キャッシュ・フロー計算書の両方が開示されており、それが諸外国には見られない特徴となっているので、両者の比較をも試みることにする。

## 2. 先行研究のレビュー

本節では、将来キャッシュ・フローを予測する際に、現在利益と現在キャッシュ・フローのどちらが有用であるかという観点から、アメリカ、イギリスおよび日本で行われてきた研究のうち、Greenberg et al. (1986), Bowen et al. (1986), Arnold et al. (1991), Finger (1994), 斎藤 (1996) および土田 (2000) の研究を概観することにする。

これまで、将来キャッシュ・フローの予測において、現在利益と現在キャッシュ・フローのどちらが優れているかを検証するために、①将来キャッシュ・フローとの回帰分析および②将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較という方法を用いて研究が行われてきた。

では、本調査に関連させてこれらの研究の概要をみていくことにする。

Greenberg et al. (1986) は、1963 年から 1982 年までの 157 社を対象に、将来キャッシュ・フローの予測において、現在利益と現在キャッシュ・フローのどちらが優れているかを評価しようとした。そのため、現在利益または現在キャッシュ・フローを独立変数、1 期

先から5期先までのキャッシュ・フローを従属変数とした回帰分析を行った。その結果、すべての場合において、現在キャッシュ・フローを独立変数とした場合のモデルの決定係数よりも現在利益を独立変数とした場合の決定係数のほうが高くなっていることが分かった。この研究は、将来キャッシュ・フローの予測指標として、現在キャッシュ・フローよりも現在利益が優れているというFASBのSFAC第1号の主張を支持したものになっている。

他方、Bowen et al. (1986)は、1971年から1981年までの324社を対象に、1期先および2期先のキャッシュ・フローの予測を行った。その際に、将来キャッシュ・フローを予測するための指標として現在利益と現在キャッシュ・フローのそれぞれを用い、両者の誤差の比較を通じて、将来キャッシュ・フローを予測するための指標としての優劣を検証した。その結果、現在キャッシュ・フローを用いた場合の予測誤差のほうが低かった。将来キャッシュ・フローの予測指標として、現在キャッシュ・フローが優れているという結論が得られた。Bowen et al. (1986)の研究では、FASBのSFAC第1号の主張と違った結果が得られたのである。

その後Arnold et al. (1991)は、1965年から1984年までの171社を対象に、何種類かの現在キャッシュ・フロー変数および現在利益変数の間の相関関係を調査し、1期先および2期先のキャッシュ・フローの予測を行った。その結果、現在キャッシュ・フローと現在利益とは異なる情報特性をもっており、将来キャッシュ・フローの予測においては、現在利益が必ずしも現在キャッシュ・フローよりも優れているとは言えないことが明らかになった。

またFinger (1994)は、1935年から1987年までの50社を対象に、1期先、4期先および8期先の将来キャッシュ・フローの予測を行った。分析方法としては、Greenberg et al. (1986)のような回帰分析を実施したうえで、Bowen et al. (1986)のような予測誤差の比較を行った。その結果、4期先および8期先の予測についてはほとんど差がなかった。しかし、1期先の予測においては、現在利益よりも現在キャッシュ・フローを予測指標として用いた場合の誤差のほうが小さく、1期先の予測においては、予測指標としては現在キャッシュ・フローのほうが優れていると言える。

日本では、将来キャッシュ・フローの予測の観点から、現在利益と現在キャッシュ・フローを直接比較した研究として、斎藤(1996)、土田(2000)がある。また、そのほかに、モデルの精緻化を検討する斎藤(1999)の研究がある。そのうち、斎藤(1996)は分析対象を1987年から1994年までの石油精製会社9社に限定して、将来キャッシュ・フローとの回帰分析および将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較という2種類の分析を行った。その結果、将来キャッシュ・フローの予測指標として、現在利益は現在キャッシュ・フローよりも優れているとは言えなかった。

また土田(2000)は、1987年から1999年までの企業を対象に、現在キャッシュ・フローと現在利益より1期先および2期先のキャッシュ・フローの予測を行った。この研究も、将

来キャッシュ・フローとの回帰分析および将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較という2種類の分析を行っている。その結果、多くの場合において、将来キャッシュ・フローの予測指標としては、現在利益よりも現在キャッシュ・フローのほうが優れていることが検証された。土田(2000)の研究においても、FASBのSFAC第1号の主張と違った結果が得られたのである。

以上の先行研究の結果から、将来キャッシュ・フローの予測指標として、現在利益が必ずしも現在キャッシュ・フローより優れていると言えないことが明らかになった。FASBのSFAC第1号の主張と違った結果が得られたのである。

中国では、1998年度決算期からキャッシュ・フロー計算書の公表が義務づけられた。そこで、中国企業のキャッシュ・フロー計算書において提供される現在キャッシュ・フロー情報の有用性を考えていくためには、それが将来キャッシュ・フローの予測に有用であるか否かが検討されなければならない。そこで本調査では、先行研究のレビューの結果を踏まえて、上海証券取引所の企業をサンプルとし、先行研究に倣って同様の分析を行うことにする。

### 3. リサーチ・デザイン

本調査では、有意水準を5%として、「将来キャッシュ・フローの予測指標として現在キャッシュ・フローより現在利益が有用である」という仮説が棄却できるかどうかを検証することにする。

検証するにあたっては、本調査では、1998年度決算期から2002年度決算期を分析期間とし、連結、個別キャッシュ・フロー計算書を開示している268社を分析対象企業とする。また、同一企業でも、年度が異なれば別サンプルとみなす。なお、これらの会社はすべて上海証券取引所A株<sup>(1)</sup>上場企業である。データ源としては、上海証券報に掲載されている決算報告書を用いることにする。

分析対象とする利益数値およびキャッシュ・フロー数値は、①営業利益(OI)、②経常利益(P)、③当期純利益(NI)、④営業キャッシュ・フロー(CFO)、および⑤フリー・キャッシュ・フロー(CFAI)である。ここで、①、②および③は利益数値であり、④および⑤はキャッシュ・フロー数値である。なお、フリー・キャッシュ・フロー(CFAI)は営業キャッシュ・フローに投資キャッシュ・フローを加味して算定したものである<sup>(2)</sup>。

分析方法としては、先行研究で多く用いられている①将来キャッシュ・フローとの回帰分析、および②将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較という2つのものを用いることにする。これら2つの分析を行うことにより、現在利益と現在キャッシュ・フローのいずれが将来キャッシュ・フローの予測指標としてより優れているかを検証することができる<sup>(3)</sup>。

①の将来キャッシュ・フローとの回帰分析は、利益数値とキャッシュ・フロー数値のいずれが、将来キャッシュ・フローとより強い相関関係をもっているかどうかを検証することによって、予測指標としての優劣を比較するものである。具体的には、 $t$ 期の利益数値あるいはキャッシュ・フロー数値を独立変数とし、 $t+1$ 期あるいは $t+2$ 期のキャッシュ・フロー数値を従属変数とした回帰モデルを用い、回帰分析の結果から得られた決定係数を比較することにする。決定係数の高い方が、将来キャッシュ・フローの説明力も高い。その結果によって、将来キャッシュ・フローの予測指標として利益数値とキャッシュ・フロー数値のどちらかが優れていると判断することができる。なお、これを式で表わすと以下のようになる。

$$Y_{i,t+n} = a + bX_{i,t}$$

$Y_{i,t+n}$  :  $i$ 社の $t+n$ 期のCFOまたはCFAI

$X_{i,t}$  :  $i$ 社の $t$ 期のOI, P, NI, CFO, またはCFAI

$n$  : 1または2

次に、②の将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較は、1年後または2年後の各利益数値と各キャッシュ・フロー数値の予測誤差率の大小を比較することによって、各変数の予測能力を比較する。式で表わすと以下のようになる。

$$\text{絶対予測誤差率} = \frac{|Y_{i,t+n} - X_{i,t}|}{X_{i,t}}$$

具体的には、各社の $t$ 期の営業利益(OI)、経常利益(P)、当期純利益(NI)、営業キャッシュ・フロー(CFO)、およびフリー・キャッシュ・フロー(CFAI)と、 $t+1$ 期あるいは $t+2$ 期の利益あるいはキャッシュ・フローのそれとの差額を計算したうえで、2期間のうちの第1期のデータで割り、絶対値をとる<sup>(4)</sup>。上式に基づき絶対予測誤差率をサンプルごとに算定したうえで、その中央値<sup>(5)</sup>を計算し、比較する。誤差率の低い方が、将来キャッシュ・フローの予測指標として優れていると判断できる。

#### 4. 調査の結果と分析

本調査では、前節で説明した①将来キャッシュ・フローとの回帰分析、および②将来キャッシュ・フローの予測誤差の比較という2つの分析方法を用いて、調査を試みことにする。そこで本節においては、表1から表4を用いて簡単に調査結果を紹介する。表1および表

2は、回帰分析による1期先、2期先の個別、連結データの結果をまとめたものである。

表1 1期先予測の分析結果

1期先個別CFO		1期先個別CFAI	
$CFO_{t+1}=33,924,273+0.810CFO$ <t=34.568 <sup>***</sup> >	$R^2=0.530$	$CFAI_{t+1}=101,467,439+1.409CFO$ <t=35.987 <sup>***</sup> >	$R^2=0.548$
$CFO_{t+1}=19,574,758+0.414CFAI$ <t=24.874 <sup>***</sup> >	$R^2=0.368$	$CFAI_{t+1}=67,862,790+0.780CFAI$ <t=29.313 <sup>***</sup> >	$R^2=0.445$
$CFO_{t+1}=73,118,522+0.305OI$ <t=5.054 <sup>***</sup> >	$R^2=0.023$	$CFAI_{t+1}=165,929,874+0.607OI$ <t=5.898 <sup>***</sup> >	$R^2=0.031$
$CFO_{t+1}=46,430,550+0.485P$ <t=6.870 <sup>***</sup> >	$R^2=0.042$	$CFAI_{t+1}=121,608,999+0.849P$ <t=7.033 <sup>***</sup> >	$R^2=0.043$
$CFO_{t+1}=43,701,359+0.541NI$ <t=7.600 <sup>***</sup> >	$R^2=0.051$	$CFAI_{t+1}=114,520,037+0.996NI$ <t=8.099 <sup>***</sup> >	$R^2=0.057$
1期先連結CFO		1期先連結CFAI	
$CFO_{t+1}=43,469,984+0.867CFO$ <t=40.784 <sup>***</sup> >	$R^2=0.611$	$CFAI_{t+1}=120,186,935+1.482CFO$ <t=38.568 <sup>***</sup> >	$R^2=0.583$
$CFO_{t+1}=28,709,370+0.477CFAI$ <t=32.489 <sup>***</sup> >	$R^2=0.498$	$CFAI_{t+1}=86,768,842+0.854CFAI$ <t=34.790 <sup>***</sup> >	$R^2=0.530$
$CFO_{t+1}=128,880,273+0.117OI$ <t=4.356 <sup>***</sup> >	$R^2=0.017$	$CFAI_{t+1}=263,287,483+0.219OI$ <t=4.713 <sup>***</sup> >	$R^2=0.020$
$CFO_{t+1}=68,536,592+0.768P$ <t=12.913 <sup>***</sup> >	$R^2=0.136$	$CFAI_{t+1}=171,616,954+1.184P$ <t=11.811 <sup>***</sup> >	$R^2=0.115$
$CFO_{t+1}=60,418,527+1.152NI$ <t=13.808 <sup>***</sup> >	$R^2=0.152$	$CFAI_{t+1}=163,216,187+1.708NI$ <t=12.346 <sup>***</sup> >	$R^2=0.125$

\*\*\* : 0.01 以下で有意、\*\* : 0.05 以下で有意、\* : 0.10 以下で有意。

表2 2期先予測の分析結果

2期先個別CFO		2期先個別CFAI	
$CFO_{t+2}=44,486,715+0.806CFO$ <t=26.307***>	$R^2=0.465$	$CFAI_{t+2}=119,194,837+1.515CFO$ <t=29.601***>	$R^2=0.522$
$CFO_{t+2}=26,889,422+0.467CFAI$ <t=18.823***>	$R^2=0.307$	$CFAI_{t+2}=72,285,059+0.972CFAI$ <t=24.079***>	$R^2=0.419$
$CFO_{t+2}=79,923,009+0.278OI$ <t=4.192***>	$R^2=0.020$	$CFAI_{t+2}=179,841,060+0.652OI$ <t=5.590***>	$R^2=0.036$
$CFO_{t+2}=46,308,866+0.550P$ <t=6.548***>	$R^2=0.050$	$CFAI_{t+2}=104,570,829+1.247P$ <t=8.504***>	$R^2=0.082$
$CFO_{t+2}=49,070,879+0.526NI$ <t=6.379***>	$R^2=0.048$	$CFAI_{t+2}=119,741,426+1.109NI$ <t=7.493***>	$R^2=0.064$
2期先連結CFO		2期先連結CFAI	
$CFO_{t+2}=61,356,171+0.876CFO$ <t=31.106***>	$R^2=0.549$	$CFAI_{t+2}=143,843,800+1.649CFO$ <t=33.627***>	$R^2=0.585$
$CFO_{t+2}=45,378,448+0.513CFAI$ <t=24.205***>	$R^2=0.424$	$CFAI_{t+2}=101,128,411+1.023CFAI$ <t=28.965***>	$R^2=0.511$
$CFO_{t+2}=140,525,325+0.087OI$ <t=3.059***>	$R^2=0.010$	$CFAI_{t+2}=287,028,340+0.209OI$ <t=4.098***>	$R^2=0.019$
$CFO_{t+2}=74,299,121+0.774P$ <t=11.768***>	$R^2=0.148$	$CFAI_{t+2}=168,444,044+1.438P$ <t=12.137***>	$R^2=0.155$
$CFO_{t+2}=63,021,879+1.198NI$ <t=12.870***>	$R^2=0.172$	$CFAI_{t+2}=148,884,607+2.205NI$ <t=13.155***>	$R^2=0.177$

\*\*\* : 0.01 以下で有意、\*\* : 0.05 以下で有意、\* : 0.10 以下で有意。

まず、表1により、1期先の個別CFOと個別CFAIを従属変数とした場合の分析結果をみてみよう。表1によると、利益数値であるOI、P、NIとキャッシュ・フロー数値であるCFO、CFAIのいずれの反応係数も、1%水準で統計的に有意なものとなっている。5つの変数のすべてが1期先のキャッシュ・フロー数値(CFOとCFAI)と強い結びつきを有しているのである。

しかしながら、決定係数をみてみると、利益数値とキャッシュ・フロー数値とは大きく異なっている。独立変数を利益数値とすると高くてもNIの5%程度である。それに対して、キャッシュ・フロー数値は37~55%である。



さらに、1期先の連結CFOと連結CFAIを従属変数とした場合についてみてみよう。キャッシュ・フロー数値を予測する場合に利益数値よりもキャッシュ・フロー数値のほうの決定係数が高いことは、個別のCFO、CFAIの場合と同じである。しかし、全体としてしてみると、決定係数は連結の場合のほうが明らかに高いと言える。

表2は、2期先のCFOとCFAIを従属変数とした場合の分析結果をまとめたものである。これによると、すべての検証期間において、1期先の個別、連結のそれぞれを用いた場合と同様の結果が得られている。全体的に、キャッシュ・フロー数値であるCFOとCFAIを独立変数とした場合が、利益数値であるOI、P、NIのそれよりも決定係数が高くなっている。

表3および表4は予測誤差率の調査結果を示したものである。

表3 1期先予測誤差率の中央値

		予測指標 (t=n)					
			OI	P	NI	CFAI	CFO
予測される 数値 t=n+1	CFO	個別	2.154	1.071	1.183	1.170	0.647
		連結	1.406	1.042	1.286	0.966	0.549
	CFAI	個別	3.630	1.916	2.136	2.107	1.050
		連結	2.355	1.839	2.323	1.753	0.935

表4 2期先予測誤差率の中央値

		予測指標 (t=n)					
			OI	P	NI	CFAI	CFO
予測される 数値 t=n+2	CFO	個別	1.933	1.054	1.183	1.270	0.663
		連結	1.432	1.085	1.364	1.126	0.632
	CFAI	個別	3.714	1.914	2.219	2.197	1.115
		連結	2.739	1.055	2.541	1.912	1.049

表3の1期先の予測誤差をみてみよう。全体としてみると、利益数値よりもキャッシュ・フロー数値のほうが低い。利益数値の中でもOIはとくに高い。キャッシュ・フロー数値でもCFAIは利益数値Pよりも悪い結果となっている。また個別と連結を比較してみると、全体としては連結のほうが低くなっており、唯一の例外はNIである。表4の2期先の予測誤差についてみてみると、全体としては、1期先の予測誤差と同様な分析結果となっている。

と言える。

本調査の目的は、将来キャッシュ・フローの予測指標として現在キャッシュ・フロー数値と現在利益数値のどちらが有用かを検証することであった。

表1から表4の分析結果を概観してみると、まず、表1と表2で示された将来キャッシュ・フローとの回帰分析においては、1期先、2期先ともに、個別、連結CFOと強い関係をもっているのは、当期のCFOとCFAIであるという調査結果が得られた。1期先、2期先ともに、当期のキャッシュ・フロー数値は、将来キャッシュ・フローとより強い関係をもっていると言える。つまり、1期先、2期先のキャッシュ・フローを予測するためには、個別、連結ともに現在のキャッシュ・フロー数値のほうが優れているのである。表3と表4で示された将来キャッシュ・フローの予測誤差率の比較においても、利益数値よりもキャッシュ・フロー数値のほうが誤差率が低い。将来キャッシュ・フローの予測指標として現在利益よりも現在キャッシュ・フローのほうが有用であるという結果が得られたのである。

本調査の結果は、将来キャッシュ・フローの予測指標として、現在キャッシュ・フローよりも現在利益が優れているというFASBのSFAC第1号の主張を支持できないものになっている。

また、全体的に、個別、連結ともに将来キャッシュ・フローの予測において有用な情報であると検証された。しかし概して、個別キャッシュ・フロー情報を用いた場合よりも連結のほうの決定係数が高く、モデルの説明力が高いと言える。このような現象はどのように解釈すればよいのであろうか。これは、中国においては従来、個別財務諸表が重視されてきたが、会計基準の国際的調和化に伴って、連結会計情報のほうが注目されるようになってきたからであると思われる。

## 5. むすび

本調査は、1998年度決算期から2002年度決算期を分析期間とし、連結、個別キャッシュ・フロー計算書を開示している企業を分析対象にして、将来キャッシュ・フローの予測指標として現在キャッシュ・フロー数値か現在利益数値のいずれが有用かどうかを検証しようとしたものである。調査対象としたのは2期先までであるが、将来のキャッシュ・フローを予測するためには、現在利益ではなく現在キャッシュ・フローが優れている指標であることが明らかにされた。

最近、企業価値と関連した研究が多い<sup>(6)</sup>。河(2001)は、会計利益の構成項目をキャッシュ・フロー、短期の発生項目、および長期の発生項目に分解したうえ、これら3つの構成項目による予測モデルを構築した。その結果、期待外会計利益、期待外運転資本および期待外キャッシュ・フローは、ともに企業価値と有意に関連しているという結果が得られてい

る。このように、利益とキャッシュ・フローともに企業の予測において重要な情報であると言える。今後、本調査のような単純なモデルではなく、企業価値評価モデルを用いて、キャッシュ・フロー情報と企業価値との関連性を研究する必要がある。

また、連結情報、個別情報ともにモデルの説明力が高いという検証結果が得られた。しかし、企業の多角化および国際化の進展につれ、中国企業は自国の証券取引所のみならず、国際資本市場においても資金調達をする必要がある。したがって、企業の経済実態を表わす連結キャッシュ・フロー情報の必要性がますます高まっていくことが予測される。これは、英米諸国や日本などの国々にも見られるような国際会計基準の調和化の結果と一致している。しかし、個別キャッシュ・フロー情報が高い有用性をもっていることも十分に検証されていると言える。したがって、現段階では、連結、個別のいずれかではなく、両方を開示することが必要である。個別情報と連結情報の比較という問題についてもさらに実証的証拠を蓄積していかなければならない。

## 注

- (1) 中国では、国内の証券取引所に上場している株式会社が発行している株式を、国内資金による A 株および海外資金による B 株の 2 種類に分ける。そのほかには、香港証券取引所で上場されている H 株およびニューヨーク証券取引所で上場されている N 株がある。
- (2) フリー・キャッシュ・フローは、厳密には、ある事業がもたらす営業キャッシュ・フローから、その事業の存続に必要な投資キャッシュ・フローを差し引いた金額として計算される。ここでは、簡便法として営業キャッシュ・フローから投資キャッシュ・フローを差し引いて算出する。
- (3) ここでの説明は、土田 (2000) に従っている。
- (4) 絶対値をとっているのは、今年度と次年度の差の大きさだけを比較し、正、負という差の向きを問題にしないためである。
- (5) 調査結果が対象サンプルの極端な値によって変わってくる恐れがあるため、ここでは中央値によって予測を行うことにする。
- (6) 割引キャッシュ・フローモデル、残余利益モデルを用いて企業評価を予測しようとした研究として、Ohlson (1995)、Penman and Sougiannis (1998)、藤井・山本 (1999)、竹原・須田 (2004) などが挙げられる。

## 参考文献

- Arnold, Clubb, Manson and Wearing, The Relationship between Earnings, Funds Flows and Cash Flows: Evidence for the UK, *Accounting and Business Research*, Vol.22, No.85 (Winter 1991), pp.13-19.
- Bowen, Burgstahler and Daley, Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow, *The Accounting Review*, Vol.61, No.4 (October 1986), pp.713-725.
- Finger, The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow, *Journal of Accounting, Research*, Vol.32, No.2 (Autumn 1994), pp.210-223.
- FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No.1, *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, November 1978

- FASB, Statement of Financial Accounting Standards No.95, *Statement of Cash Flows*, November 1987
- Greenberg, Johnson and Ramesh, Earnings versus Cash Flow as a Predictor of Future Cash Flow Measures, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.1, No.4 (Fall 1986), pp.266-277.
- Ohlson, Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2 (Spring 1995), pp.661-687.
- Penman and Sougiannis, A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.3(Fall 1998), pp.343-383.
- 斎藤孝一「石油精製業における利益とキャッシュ・フローの評価」,『南山経営研究』第10巻第3号(1996年3月), 507~524 ページ。
- 斎藤孝一「キャッシュ・フロー予測研究の再検討」,『南山経営研究』第14巻第1・2号(1999年9月), 79~95 ページ。
- 河 栄徳「キャッシュ・フローの予測能力と価値関連性」,『早稲田商学』第390号(2001年9月), 235~253 ページ。
- 藤井秀樹・山本利章「会計情報とキャッシュ・フロー情報の株価説明力に関する比較研究」,『会計』第156巻第2号(1999年2月), 14~29 ページ。
- 竹原 均・須田一幸「フリーキャッシュフローモデルと残余利益モデルの実証研究—株価関連性の比較—」,『現代ディスクロージャー研究』第5号(2004年9月), 23~35 ページ。
- 土田俊也「将来キャッシュ・フローの予測指標にかんする実証的評価」,『経済理論』第295号(2000年5月), 109~125 ページ。