

## 決算情報の有意性に関する一考察

— 99 年 3 月期決算における連結決算情報 vs. 個別決算情報 —

濱田弘樹

釧路公立大学

### I はじめに

今日、わが国金融・証券市場の抜本的改革、いわゆる日本型ビッグバンの進展で、企業環境は市場のグローバル化を一段と加速する状況にある。こうした中、会計ディスクロージャーに関する制度も大幅改訂が図られた。とりわけ、2000 年 3 月期決算より会計ビッグバン第一弾である連結主体の開示制度が施行され、企業の対応と企業会計に及ぼす影響が注目されている。格付けや株価など様々な形で勝ち組・負け組なる企業序列が顕在化するが、これらの根拠は企業連結による企業価値・評価によって行われる。これらに連動する形で、99 年 3 月期に早くも連結決算を前倒しする企業が多数見受けられた。

### II 会計変革の現状

会計ビッグバンを受けて、会計制度の転換期を迎えるわが国の現状について整理しておこう。まず、1999 年 3 月期決算において新連結会計、税効果会計、及び研究開発費の三基準が導入・実施となった。翌 2000 年 5 月は国際会計基準 (IAS) に関する二つの重要決定がなされた。第一に、国際資本市場ルールを規定する証券監督者国際機構 (IOSCO) が各国証券監督者に対して次のような勧告を行って

いる。外国企業が自国において資金調達する際、IAS 基準の財務諸表の使用を容認するという適用勧告を行ったのである。第二に、不統一な各国会計基準を IAS に調和させるために、会計基準設定主体の協力を得て IAS を作成する組織改正に関する指針を盛り込んだのである。

99 年から 2001 年にかけて世紀を跨ぐ会計基準の改正及び新基準導入への動きには、不透明と批判の的であったわが国会計基準に公正性・透明性を確保させ、IAS や米国 SEC 基準などグローバル基準に近接させる狙いがある。前述の IOSCO や IASC の決定がわが国会計制度に波及する影響は今後さらに拍車がかかると思われる。ここ数年の新会計基準の主要な論点は次の 5 つである。①連結会計、②税効果会計、③研究開発費、④金融商品、及び⑤退職給付会計である。①～③は既述のとおり、99 年 3 月期決算から第一弾として金融機関を皮切りに導入・実施へと移された。連結会計導入は従来個別企業中心だったディスクロージャーが企業連結中心に移行したことで、企業会計全体に最大の効果を発揮するものと考えられる。

連結財務諸表は個別財務諸表において備わる B/S・P/L を連結範囲にて作成し、それに連結キャッシュ・フロー計算書

(CFS)を加えて、企業グループ全体の財務状況を把握することを可能にしている。その際の連結範囲も議決権比率からより実質的な支配力基準に変更された。子会社・関連会社への損失飛ばしや連結外しといった不透明な会計操作の排除を目指した点で効果を発揮すると考えられる。同時に、連結主体の開示制度への対応は、直接・間接的に企業の国際競争力の向上と効率的経営を後押しし、現在の本格的なグループ再編や事業の組換えを促進する起爆剤となっている。

なお、その他連結決算以外の制度変更による多大な影響について、紙面の制約上詳述できないが要旨について触れておこう。2000年3月期決算より導入の税効果会計は、金融機関等における不良債権の有税償却を可能にするとともに、益金・損金算入額を決定する確定決算主義を脱するものである。これにより税法による会計支配を緩める効果がある。同じく研究開発費はその範囲を明確化するとともに、複数年繰延償却を発生時一括費用処理に一本化し、国際間の財務諸表の比較可能性を向上させる。2000年9月中間期及び翌年3月期決算以降、その第二段階として金融商品の時価評価会計及び退職給付会計の導入がスキームとして決定している。

### Ⅲ 連結会計の論点と問題

証取法規定の公開会社、いわゆる上場会社（店頭公開を含む）は2000年3月期決算から有価証券報告書において本格的な連結決算書の開示が要請される<sup>(1)</sup>。その目的は企業の真の経営実体をグループ全体の業績により判断することにある。

これは商法規定の枠組みによって連結子会社等を捕捉するのではなく、同じ企業グループの事業部門として把握するところに従来との違いがある。

この論理に則れば、企業グループ本体、すなわち本社親会社のトップ経営者はグループ全体の株主に対するコミットメントを行い、結果として企業グループ本体の株価にそれが反映される。そして、従来本体のみの業績によって企業株価（本体の）が決定されるのではなく、連結グループ全体の業績によって株価（本体の）が左右されるため、連結経営の重視や連結業績の改善が不可欠となる。したがって、トップ経営者は親会社の業績のみならず、本社親会社及び子会社・関連会社の双方を含めた連結グループ全体に責任を持つ。

会計制度の変更に対応する形で、商法は第274条の3で親会社の監査役権限を充実し、子会社への調査権限を強化している。また、監査等に関する商法特例法<sup>(2)</sup>第7条第三項で、子会社調査権の強化に関する改正を実施している<sup>(3)</sup>。トップ経営者が連結グループの業績全体にコミットメントする以上、子会社及び関連会社に対する経営責任を同様に負うのである。

以上、連結会計情報はグループ全体に対する経営者の責任遂行についても明確にする。こうした現状を鑑み、次節では99年3月期決算の状況について分析を行う。連結開示スキームに対するわが国企業の対応と連結会計情報と個別会計情報の比較からその特徴を考察する。また、情報提供の視点から、連結会計情報が投資意思決定に及ぼす影響、すなわちわが国証券市場において株価の反応となって現れ

るか分析を試みる。

#### IV 99 年 3 月期決算の状況

##### ① ROE、EG、EPS

99 年 3 月期決算における連結決算及び個別決算状況を理解するにあたり、次の 2 点に関する分析結果を提示し検討する。とりわけ、投資家に対する会計情報として、連結及び個別業績との関係を捉えるために、分析対象を製造業・非製造業に区別せずに東証 1 部上場企業を幅広く抽出すること、そして投資意思決定に注目すべき判断尺度として収益性・成長性・投資効率に主眼を置いた一般指標を用いることにした。ROE (自己資本利益率)<sup>(4)</sup>、EG (対前年度純利益成長率)<sup>(5)</sup>、及び EPS (一株当たり利益) に限定し分析を行った。これは 1998 年 4 月以降、わが国の資本及び外国為替取引の自由化が外国人投資家比率を上昇させ、企業に対する選別尺度となると想定し選択した。

急速にグローバル化しつつある企業の価値判断尺度は、従来の売上高や経常利益といった単純な量的尺度でなく、資本コストや投資効率を考慮した適正な利益規模 (率) や将来の期待 (成長性) といった質的尺度を重視する傾向が強い。投資家にとって高リターンの企業は、彼らが拠出した株主資本を効率的に運用する企業に他ならないという点で、これらは理に適った指標である。したがって、連結業績に関して以上の指標の Best10 及び Worst10 の順位付けを行った。

前述の連結決算は 99 年 3 月期に金融機関を手始めとし、翌 2000 年 3 月期以降が実質一般企業の連結決算元年となる。しかしながら、一般企業の連結決算への正

式移行にあたって、次のような企業の思惑が見え隠れする。それは、2000 年の連結元年から巨額な損失の計上 (従来、子会社に隠れていた損失) を嫌って、1999 年 3 月期決算において連結決算を前倒しする企業が相当数に上ることである。すなわち、1999 年 3 月期決算状況は、過去における負の遺産の一掃があり、2000 年 3 月期から体裁を整えた連結業績を開示するという思惑がある。99 年は正式導入前であるので、あくまで有価証券報告書においては個別決算書が主要財務諸表と位置付けられる。しかし、有報巻末にて補足的な位置付けで連結財務諸表が開示されていたり、アニュアルレポートや自主的な公表などが行われている<sup>(6)</sup>。

分析対象企業の全 99 社について、ROE、EG、及び EPS の各項目ごとの連結における順位 (Best10 及び Worst10) は図表 1 のようになる。ROE 及び EG の単位は %、EPS は小数点以下を切り捨てた円表示とする。連結決算数値の順位に加え個別決算数値における順位もつけてある。また連単倍率と業績の関係をみるため、売上連単 (倍率) と利益連単 (倍率) を示してある。売上連単倍率が 1.0 を下回ることは常識的に無いので問題ないが、利益連単倍率の場合は次の注意が必要である。利益連単で 1.0 以上の企業は本体個別業績が利益を計上し、連結事業の収支 0 もしくは利益貢献をしている。なお損失面でのプラス値、例えば本体個別業績の損失に対して連結事業で収支 0 及びその数倍の損失発生については本分析では省いている。0 以上 1.0 未満の企業は、本体個別業績が利益を計上し連結周辺事業が足を引っ張るものの、グループ全体で損失

図表 1 ROE、EG、及び EPS の上位・下位 10 企業

| ROE   |    |         |        |        |          |          |
|-------|----|---------|--------|--------|----------|----------|
| 順位    | 業種 | 企業名     | 連 (%)  | 個 (%)  | 売上<br>連率 | 利益<br>連率 |
| 1     | 1  | 本田技研    | 17.3   | 12.8   | 2.10     | 2.22     |
| 2     | 16 | 富士重工    | 16.8   | 7.3    | 1.46     | 1.79     |
| 3     | 44 | ソフトバンク  | 13.2   | 4.3    | 2.60     | 3.19     |
| 4     | 3  | 任天堂     | 12.3   | 10.3   | 1.23     | 1.26     |
| 5     | 24 | ドコモ     | 12.1   | 6.3    | 2.10     | 2.22     |
| 6     | 2  | ユニチャーム  | 11.7   | 11.3   | 1.18     | 1.14     |
| 7     | 10 | ローソン    | 11.5   | 8.0    | 1.23     | 2.02     |
| 8     | 34 | TDK     | 11.0   | 5.1    | 1.74     | 2.13     |
| 9     | 5  | ベネッセ    | 10.9   | 9.7    | 1.35     | 1.16     |
| 10    | 80 | SME     | 10.9   | 0.4    | 2.09     |          |
| WORST |    |         |        |        |          |          |
| 99    | 93 | 丸紅      | ▲ 33.3 | ▲ 4.8  | 1.10     | ▲ 5.86   |
| 98    | 97 | 川崎製鉄    | ▲ 30.6 | ▲ 13.7 | 1.31     | ▲ 1.83   |
| 97    | 98 | NEC     | ▲ 18.5 | ▲ 14.9 | 1.29     | ▲ 1.13   |
| 96    | 91 | 住友金属    | ▲ 13.8 | ▲ 4.0  | 1.42     | ▲ 3.34   |
| 95    | 96 | 日立製作所   | ▲ 11.8 | ▲ 11.0 | 2.11     | ▲ 1.93   |
| 94    | 94 | ニコン     | ▲ 11.3 | ▲ 6.7  | 1.21     | ▲ 1.85   |
| 93    | 77 | 伊藤忠     | ▲ 11.2 | 0.6    | 1.12     | ▲ 15.9   |
| 92    | 99 | 三井物産    | ▲ 8.2  | ▲ 15.3 | 1.37     | ▲ 0.48   |
| 91    | 89 | 三井化学    | ▲ 6.5  | ▲ 2.4  | 1.76     | ▲ 2.79   |
| 90    | 92 | 住友商事    | ▲ 3.9  | ▲ 4.6  | 1.09     | ▲ 0.96   |
| EG    |    |         |        |        |          |          |
| 順位    | 業種 | 企業名     | 連 (%)  | 個 (%)  | 売上<br>連率 | 利益<br>連率 |
| 1     | 48 | 山之内製薬   | 5.3    | ▲ 0.6  | 1.60     | 1.65     |
| 2     | 3  | 三菱自動車   | 3.5    | 2.9    | 1.50     | 0.26     |
| 3     | 7  | マツダ     | 3.1    | 1.8    | 1.41     | 1.27     |
| 4     | 39 | ソフトバンク  | 2.9    | ▲ 0.3  | 2.60     | 3.19     |
| 5     | 5  | ドコモ     | 2.5    | 2.0    | 2.10     | 2.22     |
| 6     | 2  | 日清食品    | 2.5    | 4.0    | 1.22     | 1.50     |
| 7     | 38 | HOYA    | 2.4    | 0.3    | 1.71     | 2.05     |
| 8     | 1  | 藤田食品    | 2.3    | 13.6   | 1.38     | 0.51     |
| 9     | 6  | NTT     | 1.8    | 1.8    | 1.59     | 1.56     |
| 10    | 88 | 三井物産    | 1.5    | ▲ 2.1  | 1.37     | ▲ 0.48   |
| WORST |    |         |        |        |          |          |
| 99    | 99 | アドバン    | ▲ 8.7  | ▲ 7.0  | 1.11     | 1.21     |
| 98    | 97 | 東京エレクトロ | ▲ 6.8  | ▲ 5.4  | 1.18     | 0.29     |
| 97    | 93 | 川崎製鉄    | ▲ 6.2  | ▲ 4.3  | 1.31     | ▲ 1.83   |
| 96    | 92 | ニコン     | ▲ 5.6  | ▲ 3.4  | 1.21     | ▲ 1.85   |
| 95    | 95 | NEC     | ▲ 4.0  | ▲ 4.8  | 1.29     | ▲ 1.13   |
| 94    | 94 | 日立製作所   | ▲ 3.5  | ▲ 4.5  | 2.11     | ▲ 1.93   |
| 93    | 98 | 松下電器    | ▲ 2.9  | ▲ 6.2  | 1.42     | 8.76     |
| 92    | 77 | オムロン    | ▲ 2.8  | ▲ 1.3  | 1.46     | 0.43     |
| 91    | 63 | 住友金属    | ▲ 2.7  | ▲ 1.1  | 1.42     | ▲ 3.34   |
| 90    | 47 | 丸紅      | ▲ 2.5  | 0.3    | 1.10     | ▲ 5.86   |
| EPS   |    |         |        |        |          |          |
| 順位    | 業種 | 企業名     | 連 (円)  | 個 (円)  | 売上<br>連率 | 利益<br>連率 |
| 1     | 1  | 任天堂     | 606    | 481    | 1.23     | 1.26     |
| 2     | 5  | ローソン    | 444    | 219    | 1.23     | 2.02     |
| 3     | 17 | ユニバー    | 436    | 93     | 2.79     | 4.71     |
| 4     | 15 | ソフトバンク  | 358    | 112    | 2.60     | 3.19     |
| 5     | 2  | キーエンス   | 348    | 343    | 2.22     | 1.01     |
| 6     | 8  | TDK     | 345    | 162    | 1.74     | 2.13     |
| 7     | 11 | 本田技研    | 313    | 140    | 2.10     | 2.22     |
| 8     | 4  | ベネッセ    | 302    | 261    | 1.35     | 1.16     |
| 9     | 67 | SME     | 295    | 7      | 2.09     |          |
| 10    | 6  | SMC     | 290    | 209    | 1.25     | 1.26     |
| WORST |    |         |        |        |          |          |
| 99    | 98 | 日立製作所   | ▲ 102  | ▲ 53   | 2.11     | ▲ 1.93   |
| 98    | 99 | NEC     | ▲ 97   | ▲ 86   | 1.29     | ▲ 1.13   |
| 97    | 90 | 丸紅      | ▲ 79   | ▲ 14   | 1.10     | ▲ 5.86   |
| 96    | 95 | ニコン     | ▲ 49   | ▲ 27   | 1.21     | ▲ 1.85   |
| 95    | 93 | 川崎製鉄    | ▲ 35   | ▲ 19   | 1.31     | ▲ 1.83   |
| 94    | 16 | KDDI    | ▲ 25   | 95     | 1.30     | ▲ 0.26   |
| 93    | 81 | 伊藤忠商事   | ▲ 24   | 2      | 1.12     | ▲ 15.9   |
| 92    | 94 | 住友商事    | ▲ 21   | ▲ 22   | 1.09     | ▲ 0.96   |
| 91    | 97 | 三井物産    | ▲ 21   | ▲ 43   | 1.37     | ▲ 0.48   |
| 90    | 88 | 住友金属    | ▲ 19   | ▲ 6    | 1.42     | ▲ 3.34   |

計上には至っていない。▲ 1.0 以上 0 未満の企業は、本体個別の利益を連結事業が全て食い潰してしまっている。▲ 1.0 以下の企業は、本体個別業績が利益計上するに対して、連結事業でその倍以上の損失を計上している。以上の 4 タイプに分かれる。最後に株価は 3 月期の決算短信が公表された前後の 2 週間の平均株価である。

図表 1 全体を概観すると、ROE、EG、及び EPS の Best10、Worst10 について共通する特徴として、一部の例外を除き軽薄短小型といわれる企業ほど上位に占める傾向に対し、重厚長大産業のような企業は下位に位置する傾向が顕著となる。これら下位企業は 1998 ～ 99 年の内需景気の低迷に左右されるという特性がある。加えて、2000 年の会計ビックバンを見据え、証券市場の圧力に対して財務内容の早期是正措置を背景としたリストラ及び構造改革の真只中にある。したがって、この際特別損失を計上しておこうとする会計政策的な内容でもある。

また EG の Best10 においても、個別決算数値でマイナス成長が見られたことから、同 3 月期の経営環境は相当厳しい状況にあったと推測できる。なお、新聞紙上では 99 年 3 月期決算に関する総括として、上場 1763 社の経常利益が 98 年に比べ平均 21.1 % 減益 (2 期連続)、32 業種のうち 17 業種で経常減益、4 業種で経常赤字に陥っているとしている。

## ② 連結業績 vs. 個別業績

前倒して作成された連結決算が相当厳しい状況を垣間見せる理由に、2000 年の会計制度変更を睨み、言わば駆け込み的

ともいえる企業の是正措置がある。すなわち、企業の連結情報開示に対する危機意識がそれほどまでに現実的であるとも読み取れる。不健全な財務内容を放置することは、最終的に本社親会社の株価下落及び社債の格付低下として市場の厳しい審判が下されることになる。企業はこのことを強烈に意識するゆえに、連結グループ経営に邁進せざるを得なくなる。それでは、ともに公表された個別・連結業績を同じく企業会計情報として捉える場合、99年3月期の状況は投資家等の情報利用者にどう映るのであろうか。連結業績と個別業績の3項目（ROE、EG、及びEPS）の上位・下位企業について対比したのが図表2である。

図表2 個別数値と連結数値における格差の拡大

|         |    | Best<br>1 | Worst<br>1 | 差<br>(B-W) | 格差<br>(連結/個別) |
|---------|----|-----------|------------|------------|---------------|
| ROE (%) | 個別 | 12.8      | ⇔ ▲ 15.3   | 28.1       | 1.80          |
|         | 連結 | 17.3      | ⇔ ▲ 33.3   | 50.6       |               |
| EG (%)  | 個別 | 13.6      | ⇔ ▲ 7.0    | 20.6       | 0.68          |
|         | 連結 | 5.3       | ⇔ ▲ 8.7    | 14.0       |               |
| EPS (円) | 個別 | 481       | ⇔ ▲ 88     | 567        | 1.25          |
|         | 連結 | 606       | ⇔ ▲ 102    | 708        |               |
|         |    | 1~3       | 1~3        |            |               |
| ROE (%) | 個別 | 11.5      | ⇔ ▲ 14.6   | 26.1       | 1.66          |
|         | 連結 | 15.8      | ⇔ ▲ 27.5   | 43.3       |               |
| EG (%)  | 個別 | 6.8       | ⇔ ▲ 5.5    | 12.3       | 0.90          |
|         | 連結 | 3.9       | ⇔ ▲ 7.2    | 11.1       |               |
| EPS (円) | 個別 | 371       | ⇔ ▲ 61     | 432        | 1.36          |
|         | 連結 | 495       | ⇔ ▲ 93     | 588        |               |
|         |    | 1~5       | 1~5        |            |               |
| ROE (%) | 個別 | 10.9      | ⇔ ▲ 12.4   | 23.3       | 1.54          |
|         | 連結 | 14.3      | ⇔ ▲ 21.6   | 35.9       |               |
| EG (%)  | 個別 | 5.1       | ⇔ ▲ 5.0    | 10.1       | 1.39          |
|         | 連結 | 5.3       | ⇔ ▲ 8.7    | 14.0       |               |
| EPS (円) | 個別 | 319       | ⇔ ▲ 49     | 368        | 1.39          |
|         | 連結 | 438       | ⇔ ▲ 72     | 510        |               |

ROE、EG、及びEPSの3項目について、個別業績と連結業績のそれぞれを比較しその格差を算出してみた。上位企業と下位企業の比較では、Best1vs.Worst1（1位企業同士）、Best1～3（平均）vs.Worst1～3（平均）（1～3位の平均値）、Best1～5（平均）vs.Worst1～5（平均）（1～5位の平均値）について行った。例えば、

Best1vs.Worst1の比較において、個別ROEが12.8vs.▲（マイナス）15.3であり、その差は28.1であるのに対して、連結ROEで17.3vs.▲ 33.3でありその差は50.6に拡大する。業績面で連結決算数値と個別決算数値を比べた場合、その格差は最大1.80（＝50.6÷28.1）倍にまで拡大する。Best1vs.Worst1及びBest1～3vs.Worst1～3のEG（0.68及び0.90）を除いて、ROEとEPSは個別情報に比べ連結情報での格差が鮮明化する傾向にある。

厳しい経済環境と連結会計制度を見越した財務内容の是正という思惑が99年3期決算に作用したとしても、明らかにこの分析結果は、情報観点において連結決算情報が個別会計情報を上回る形で企業間格差を映し出すことが分かる。昨今、企業の評価尺度として注目されるROEとEPSであるが、情報を受け止める側である投資家等にとってこれはどう評価されているといえるのであろうか。

そこで、次の視点に立って分析を続ける。連結決算数値が個別決算数値に比べてより鮮明に企業を峻別する情報を提供するならば、99年3月期決算における連結会計情報の公表時点の前後で、これら3項目に関する上位企業及び下位企業の株価差異も広がる傾向にあるかについて分析を試みた。まず分析方法について、連結ROE、EG、及びEPSの上位企業と下位企業の区分からはじめる。グラフのX軸には、時系列の分析期間を設定した。そして、連結決算概況（見通し及び最終結果）が公表された99年の4月第4週から6月第4週までの約2ヶ月間（合計9週間）にわたって株価変動を追跡する。

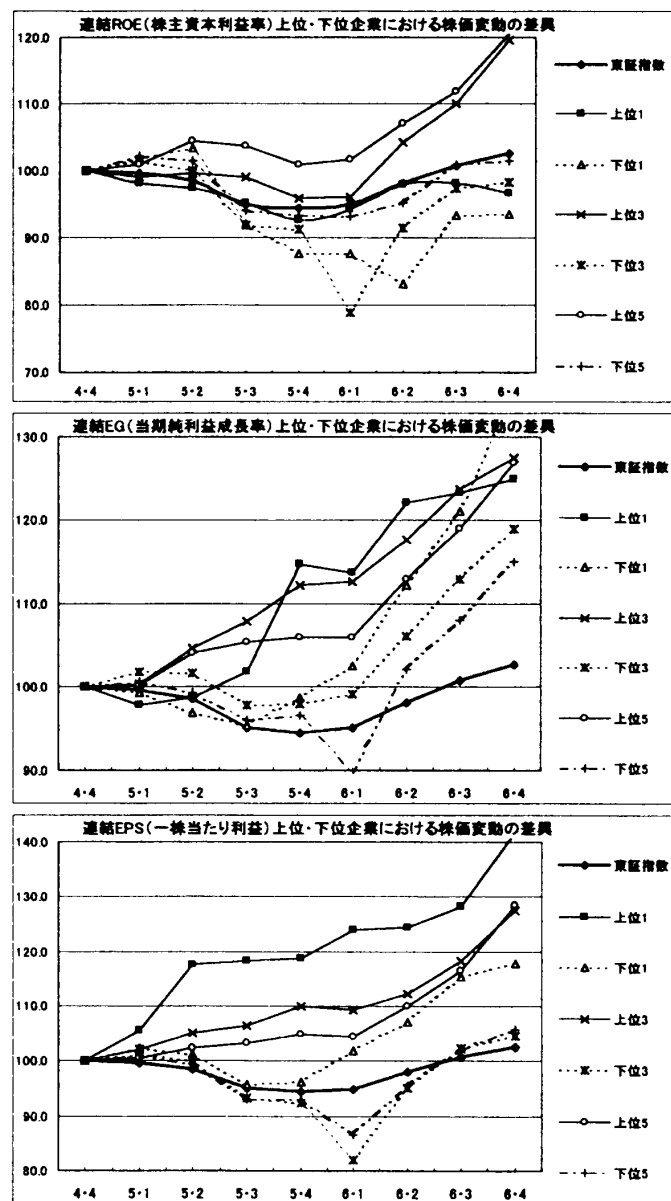
99年時点において、個別決算数値を主

と位置付ける旧会計制度において、その時点の連結決算数値は企業実体把握の上で補足的情報に過ぎない。ただし、翌年の決算スキームに連結決算が正式決定していることと、わが国証券市場への海外投資家の参入によって情報利用者に連結決算情報の重要性が十分認識されているものとする。また情報開示の日程は個々の企業により異なるが、3 月期決算情報を公表する企業であれば、締め日から平均 50 数日程度で明らかになることが多い。よって、ほぼ分析期間内に収まることになる。

Y 軸は、4 月第 4 週時点の株価（平均値）を 100 とする場合、それ以降の株価上昇率（下降率）を表している<sup>(9)</sup>。株価変動は週の平均値を用い、東証指数（TOPIX）と 3 項目についてそれぞれグラフにプロットした。企業価値の判断に注目指標として挙げた ROE、EG、及び EPS の上位企業と下位企業、すなわち上位 1、上位 3（1～3 位の平均値）、上位 5（1～5 位の平均値）、下位 1、下位 1～3（同）、及び下位 1～5（同）の 7 項目、合計 19 凡例について 9 週間の株価変動をプロットした。上位 1・下位 1 は当該企業の平均株価に基づき、4 月第 4 週時点の株価を 100 として以降の変動をプロットした。

また上位 3、下位 3、上位 5、及び下位 5 の株価平均値は、株価を単純平均せずに修整を施した。というのは、株価の大きさは企業ごとに異なるため、1～3 位または 1～5 位の企業株価を単純平均すると平均値を歪めてしまう<sup>(10)</sup>。よって上位 1～3 位（ここでは説明のために A、B、C とする。）の株価平均値は次のように算出する。各々 A、B、C について 4 月第 4 週

図表 3 連結業績と株価変動の関係



時点の株価を 100 として 9 週間の変動状況を算出する。例えば、5 月第 1 週の株価変動が A = 102、B = 99、C = 103 であれば、それら 3 社の平均値は 101.33 となる。

ROE、EG、及び EPS の 3 項目の上位・下位企業に関して 7 項目、合計 19 凡例についてプロットしたのが、三つのグラフ

からなる図表 3 である。連結 ROE と株価変動に関するグラフの凡例は、上位 1 が本田技研で下位 1 は丸紅である。上位 3 は上位 1 に富士重工とソフトバンクを、下位 3 は下位 1 に川崎製鉄と NEC を加えた株価平均値である。上位 5 は上位 3 に任天堂とドコモを、下位 5 は下位 3 に住友金属と日立製作所を加えている。

連結 EG と株価変動に関するグラフの凡例は、上位 1 が山之内製薬で下位 1 はアドバンテストである。上位 3 は上位 1 に三菱自工とマツダを、下位 3 は下位 1 に東京エレクトロンと川崎製鉄を加えた株価平均値である。上位 5 は上位 3 にソフトバンクとドコモを、下位 5 は下位 3 にニコンと NEC を加えている。

最後の連結 EPS と株価変動に関するグラフの凡例は、上位 1 が任天堂で下位 1 は日立製作所である。上位 3 は上位 1 にロームとソニーを、下位 3 は下位 1 に NEC と丸紅を加えた株価平均値である。上位 5 は上位 3 にソフトバンクとキーエンスを、下位 5 は下位 3 にニコンと川崎製鉄を加えている。

連結決算数値が企業選別に有用な情報を提供するならば、上位及び下位企業の株価格差も拡大するが、その分析結果から次のように解釈できる。連結 ROE の上位企業（上位 1,3,5）と下位企業（下位 1,3,5）の株価推移を見ると、5 月第 4 週～6 月第 1 週にかけて拡大傾向を示すが、それ以降は逆に縮小し格差が狭まる傾向にある。連結 EG の上位及び下位企業はともに株価上昇の傾向をたどり、連結 ROE のような株価格差の拡大傾向はそれほど顕著でなかった。連結 EPS の結果は前半の 6 月第 1 週までは ROE と同じ格

差の拡大傾向がみられ、それ以降は極端な拡大傾向は認められない。逆に下位企業にも株価の上昇傾向が見られた。

決算状況の分析は次の事実を裏付ける。連結 ROE 及び EPS から、連結決算の準備に備えてきたと思われる企業や経営スピードの点で小回りの利く企業ほど連結で高い評価を得られる傾向にある。逆に、企業規模が巨大で過大な設備償却に陥りやすい業種、リストラ及び構造改革中の企業ほど連結評価は低くなる。したがって、投資家等の会計情報利用者が企業選別を行う点において、連結決算数値の方が格差の拡大が顕著で印象度が強い。ただし、99 年 3 月期決算公表前後において、わが国証券市場の株価変動に企業選別が行われているという明確な根拠までは見出せなかった。

## V むすびと課題

本稿は次のことを目的とする。21 世紀を迎え、わが国固有の会計制度における移行期の現状を把握・理解することにある。そして企業経営の質的転換に最大の効果をもたらす連結開示制度について、移行期における企業決算状況を分析しその特徴を明示することにある。また、市場のグローバル化が主張されているが、会計情報の観点から連結決算数値が個別決算数値に比べて如何なる特徴を持つかを分析した。

99 年決算の分析から、環境変化への早期対応こそが好調な（連結）業績の裏付けといえる。そして軽薄短小型産業の好調ぶりとは対照的に重厚長大型産業の限界を確認したに過ぎない。連結決算は業績の印象度を高める点で明確だが、企業の政策的思

惑から一時の現象とみる可能性もある。なぜなら、環境適応能力を身に付ければ企業の規模や形態は問わないはずだからである。その意味で実際の解釈は、2000年3月期決算以降の推移を慎重に見極めなければならない。

分析の反省点として、会計情報の利用者が連結決算数値の中で何に着眼するかは本稿で深く論及しなかった。今回、市場のグローバル化（海外投資家比率の上昇）に絡んで、ROEやEPSなど投資効率（収益性）に主眼を置いたが、同様にEVA、キャッシュ・フローなど必要に応じて選択する必要がある。また、例えば生産性<sup>(1)</sup>、安全性に関する連結分析も十分考えられる。これらは今後の研究で整理、論及に努めるつもりである。

最後に、証取法適用の上場企業は連結経営へ急速にシフトしていくが、連結形態に多様性と複雑な会社関係が存在する。持株会社、会社分割、及び上場廃止などの選択肢がある。事実、関係強化と切り離しの両面で子会社選別が進行中である。連結と一括りにされるが、この多様性が本社親会社と連結子会社の関係を複雑にする。独立心が強く親子で上場する企業が多数存在する。その場合、本社親会社と連結子会社の株主の利益背反が起きないとは断言できない。それらを未整理なまま同じ土俵で議論することはできない。また、連結開示制度において、株価決定要因は本体個別の業績でなく、グループ全体の業績が左右するという論理は、わが国の実態を反映しているかどうか詳細な分析が必要である。したがって、親・子会社関係の整理を含め将来の研究課題である。

今日、会計の国際的調和化により連結情報重視の姿勢が打ち出されるが、単に制度上の要請からみるのではなく、情報有意性の観点から研究の積み重ねが不可欠と思われる。その意味で本稿の分析結果は、2000年3月期以降の連結財務諸表の情報有意性を検討する上で1つの示唆を与えるものと考えられる。

## 注

- (1)既に金融機関、とりわけ銀行は1999年3月期決算から要求されている。金融監督庁は長銀・日債銀の破綻以降、連結外しの温床とみなされた銀行系列のリース会社やファイナンス会社等のノンバンクについて、子会社及び関連会社として決算に含めるよう義務づけた。従来、銀行は独占禁止法により企業株式の保有を5%未満に規定されてきたが、新基準は銀行と同一の議決権行使に同意する株主及びグループ会社の持株と併せて50%超を占める場合や、役員の派遣、資金調達額の過半数を融資する場合の実質支配基準を導入している。結果、99年7月現在、銀行の連結対象会社は大幅に拡大している。なお、これで銀行の経営実態が完全に把握されるわけではない。というのは、純粋な融資先は連結範囲から外され、銀行が実質支配する会社かそれとも純粋な融資先かの判定基準が公認会計士の判断に任されるからである。
- (2)正式には、株式会社の監査等に関する商法の特例に関する法律である。
- (3)ただし、商法は次の点で明文規定がない。商法の枠組みを越えて子会社に対する経営的な指導が可能かどうかについて、親会社の内部監査機能として子会社監査権を付与するかどうかについて、以上の2点は明確な規定がなされていない。
- (4)分析中の連結ROEは連結純利益÷連結期末株主資本、個別ROEは個別純利益÷個別期末株主資本により算出。
- (5)連結純利益成長率＝（当期連結純利益－前期連結純利益）÷当期末連結純利益。
- (6)分析対象企業は50音順で次の以下の99社である。アイシン精機、旭化成、旭硝子、味の素、アドバンテスト、アルプス電機、いすゞ自動車、伊藤忠商事、エーザイ、SMC、NEC、NTT、NTTドコモ、NTTデータ、荏原、王子製紙、オムロン、

オリンパス光学、花王、川崎重工、川崎製鉄、キーエンス、京セラ、クボタ、クラレ、KDD、コマツ、三洋電機、塩野義製薬、資生堂、シャープ、信越化学工業、新日本製鉄、スズキ、住友化学工業、住友金属、住友商事、住友電気工業、ソニー、ソニーミュージックエンタテインメント、ソフトバンク、第一製薬、大正製薬、大日本印刷、武田薬品工業、中外製薬、帝人、DDI、TDK、テルモ、デンソー、東海旅客鉄道、東京エレクトロン、東芝、東レ、凸版印刷、トヨタ自動車、豊田自動織機製作所、ニコン、西日本旅客鉄道、日産自動車、日清食品、日本ガイシ、日本製紙、日本たばこ産業、日本通運、日本電信、日本郵船、任天堂、パイオニア、東日本旅客鉄道、日立製作所、藤沢薬品工業、富士重工、富士通、富士写真フイルム、ベネッセコーポレーション、HOYA、本田技研工業、松下電器産業、松下寿電子工業、松下通信工業、マツダ、丸紅、三井物産、三井化学、三菱化学、三菱自動車工業、三菱重工業、三菱商事、三菱電機、ミネベア、村田製作所、ヤマト運輸、山之内製薬、ユニチャーム、リコー、ロームの一部上場企業。

(7)ドコモは無額面株、NTTは額面 50,000 円株、 $k=1,000$  円

(8)KDDは額面 500 円株。

(9)比較のため上位企業は実線を、下位企業は点線で表してある。

(10)100 円台と 10,000 円台の株価がある場合、その単純平均することの意味はさほどない。絶対額が大きい方に歪められてしまうため。

(11)通常、生産性指標は連結数値の方が下がる。なぜなら、本社親会社が主力とする中核事業とその他周辺事業を考慮すれば、中核事業は生産性が高く、周辺事業にリストラ等の転向・転籍が多いためである。

## 参考文献

- [1]井出正介・高橋文郎「株主価値創造革命」(東洋経済新報社、1998 年)
- [2]加藤盛弘「将来事象への会計認識の拡大」『産業経理』第 56 巻第 2 号 (1996)
- [3]菊地誠一『連結経営におけるキャッシュ・フロー計算書』(中央経済社、1998 年)
- [4]武田安弘『連結財務諸表要説』(税務経理協会、1998 年)
- [5]中北徹・佐藤真良『グローバル・スタンダードと国際会計基準』(経済法令研究

会、1999 年)

[6]濱田弘樹「キャッシュ・フローの重要性和株式リターンとの関連性」『財務管理研究(年報)』(日本財務管理学会、1999 年 3 月)

[7]若杉明「会計情報有用性の確保」『会計』第 147 巻第 6 号 (1995 年)

[8]若杉明「投資情報としての財務諸表の有用性」『企業会計』第 47 巻第 7 号 (1995 年)

[9]A.ブラック・P.ライト・J.E.バックマン著、井出正介監訳『株主価値追求の経営—キャッシュフローによる企業改革—』(東洋経済新報社、1998 年)

[10]R.ヒース著、鎌田信夫・藤田幸男訳『財務報告と支払能力の評価』(国元書房、1982 年)

[11]R.L.ワッツ・J.L.ジーマン著、須田一幸訳『実証理論としての会計学』(白桃書房、1993 年)

[12]T.コーブランド、T.カラー・J.ミュリン著、伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』(日本経済新聞社、1999 年) 他

本稿は、日本財務管理学会第 12 回部会(創価大学 6 月 3 日主催)における報告内容を加筆修正したものである。原稿執筆時点は 2000 年 9 月である。