

連結会計情報の利用メカニズム

NAKANO, Takayuki / 中野, 貴之

(出版者 / Publisher)

法政大学キャリアデザイン学部

(雑誌名 / Journal or Publication Title)

Bulletin of the Faculty of Lifelong Learning and Career Studies / 法政大学キャリアデザイン学部紀要

(巻 / Volume)

7

(開始ページ / Start Page)

301

(終了ページ / End Page)

327

(発行年 / Year)

2010-03

(URL)

<https://doi.org/10.15002/00007367>

連結会計情報の利用メカニズム

法政大学キャリアデザイン学部准教授 中野 貴之

第1節 はじめに

本研究の目的は、投資家が、いかに各種連結会計情報を収集・分析し、企業グループに対する理解を深め、投資意思決定を下しているのかという一連のメカニズムを、投資専門家の企業分析実務を観察・記述することで、できる限り網羅的に解き明かしていくことである。

投資家は、会計情報という地図を頼りに各社の事業構造を理解し、企業との情報格差、すなわち情報非対称性の溝を埋めていく。企業グループに関しては、連結会計情報という地図を頼りに溝を埋めていくわけである。ただし、そのプロセスは企業グループの態様に応じて、一様ではないと考える。

たとえば、小規模専門企業グループと大規模多角化企業グループとを比較すると、後者の事業構造の方が複雑である。後者の分析に関し、投資家は、通常、連結財務諸表という「全体地図」に加えて、セグメント情報等の「分割地図」を併用し、企業グループに対する理解を深めていくといわれている。前者と後者を比較すると、分割地図を併用する分、投資家は後者に関してより複雑な分析を強いられる、と推測する。

投資家は、大規模多角化企業グループであるほど、連結財務諸表という集約情報（全体地図）と、セグメント情報等の分割情報（分割地図）とを併用し、それらを総合的に判断の上、投資意思決定を下していると見られる。しかし投資家が企業グループに関する集約情報と分割情報をいかに総合的・複合的に利用・分析し、投資意思決定を下すに至っているのかという全貌についてはこれ

302 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

まで十分明らかにされてきていない。

先般、日本のASBJ（Accounting Standards Board of Japan：会計基準委員会）は、セグメント開示基準の国際的統合に対応すべく、企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」を公表したが、このことは、内外の投資家にとって、いかにセグメント情報等が必要不可欠かを示している。かかる状況下、企業グループ全体の集約情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報等の総合的關係性を、実態に即して明らかにしておくことは重要である。

以上の問題意識に基づいて、本研究では、投資専門家に対する聴き取り調査をもとに、日本の大規模企業グループに関して、投資家が、各種連結会計情報^①をいかに収集・分析し、投資意思決定を下しているのかというメカニズムを特定していく。

本研究の主な成果は、第1に、投資家が、いかに各種連結会計情報を収集・分析し、投資意思決定を下しているのかという全貌を明らかにしたこと、第2に、その際、株式投資家と債券投資家とでは相当異なる視点と分析手続がとられていることを明らかにしたこと、第3に、事業の多角化および国際化が進展している企業グループほど、情報非対称性の克服を図り難く、そのことが株式および債券評価に悪影響を及ぼす可能性が高いことを明らかにしたこと、以上3点である。

本研究の構成は次のとおりである。まず、本研究に先行する研究群を概観した上で、本研究において検討すべき課題を識別する。続いて、調査方法および結果を述べ、本研究を通じて得られた成果を纏めるとともに、それらのインプリケーションについて言及することとしたい。

第2節 検討課題

(1) 先行研究の検討

投資家は、集約情報たる連結財務諸表と、当該分割情報たるセグメント情報等を入手可能である。日本の証券市場に参加する投資家は、これらの情報をいかに利用・分析し、投資意思決定を下すに至っているのかどうか。

まず、連結財務諸表の有用性を検証した主な研究として、井上（1998）、石

川 (2000)、山地 (2000)、山形・國村 (2003)、向 (2006) および矢内 (2006) 等がある。当該研究は、日本の株式市場は近年に至るほど主に連結財務諸表の数値に基づいて価格形成されており、今日、投資家は個別財務諸表よりも連結財務諸表に重きを置いて投資意思決定を下していることを証拠付けている。

一方、日本の株式市場を対象としてセグメント情報の有用性を検証した研究に、浅野・石井 (2005)、大日方 (2005)、山地 (2005) および浅野 (2006) 等がある⁽²⁾。当該研究は、セグメント情報の株価関連性や、セグメント情報と予想利益の精度との関係等を検証し、事業セグメント情報に関しては、限定的ではあるが、投資家にとって有用な情報となっていることを証拠付けている。

これらの研究は、連結財務諸表とセグメント情報の有用性とを別の問題として検証し、両者の相互依存関係には視野が及んでいない点に特徴がある。それに対して、薄井 (2007) はこの点に踏み込み、投資家が、連結純資産・純利益等の集約情報に加え、セグメント情報を勘案の上、投資意思決定に至っていることを示唆する証拠を提示しているのである⁽³⁾。

以上の連結会計情報の利用・分析プロセスは企業グループの態様に依拠して一様ではなく、企業グループの実態が複雑であるほど、投資家は困難な分析を強いられ、そのことが投資家による意思決定に影響を及ぼす、と推測される。この点に関連して、事業の多角化または国際化が進展する企業 (グループ) ほど、投資家にとって情報非対称性を克服し難く、また経営者によるガバナンスが十分機能していないことが多く、それらを原因として、株価が割り引かれるという現象が、観察されている。かかる現象は、一般に、多角化ディスカウントあるいはコングロマリット・ディスカウントと称されている。

まず、事業の多角化に関しては、米国市場等を対象として、Lang and Stulz (1994) および Berger and Ofek (1995) をはじめ膨大な数の研究が蓄積されているが、日本市場に関しても、平元 (1994)、Lins and Servaes (1999)、中野誠・他 (2002)、中野誠・吉村行充 (2004) および井上・野間 (2007) 等によって、事業の多角化が進展しているほど、株価が割り引かれる、あるいは、資本コストが引き上げられるという現象が、観察されている。一方、事業の国際化については日本市場を対象とした研究は存在しないが、米国市場等を対象とした Danis et al. (2002) および Barnes and Hardie-Brown (2006) によっ

304 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

て事業の多角化以上に、株価が割り引かれていることが判明している。その原因は、多角化によって生じる問題点が国際化の局面ではより顕在化することにある、と推測されている⁽⁴⁾。

以上、主に日本市場に参加する投資家が、各種連結会計情報をいかに利用・分析し、投資意思決定を下しているのか、に関連する先行研究を概観してきたが、投資家による行動全般として眺めてみると、不明な部分が少なくない。

まず、各種連結会計情報の利用・分析について、投資家が、集約情報たる連結財務諸表と、当該分割情報たるセグメント情報を総合的・複合的に利用し、かつ、両情報に一定の有用性を見出していることは先行研究を通じてわかる。しかし、投資家、とくにアナリストやファンドマネージャー等の機関投資家が、連結財務諸表およびセグメント情報双方を重視していることは広く知られた事実であり、先行研究の知見は常識的な事実を科学的に裏付けた段階に留まっているといえる。むしろ、投資家は、集約情報と分割情報とをどのように使い分けているかという点が重要と考えるが、現段階ではそこまで立ち入った知見は得られてはいない。

連結会計情報の利用・分析と投資意思決定とは、投資家にとって、別の行為というよりは、一連のプロセスとして理解できる。ところが、上記先行研究の知見では、かかるプロセスが断片的に解明されるに留まっており、各種連結会計情報利用に際し、いかなる分析手順が踏まれ、投資意思決定にいかなる影響が及んでいるのか、というプロセスの全貌は明らかになっていない。本研究の主題は、先行研究の知見に深く踏み込み、かかるプロセスとそのメカニズムの全貌を解明しようとするところにある。

上記先行研究は、すべて公表財務データに基づく定量的調査に依拠している。一方、本研究の主題は広範囲に及ぶことから、公表財務データのみによってその全貌を解明するのは困難であるといえる。むしろ、定性的調査方法に依拠し、投資家による企業分析実務を直接観察し、その全貌を解明していく方が、有効性が高いと考える。

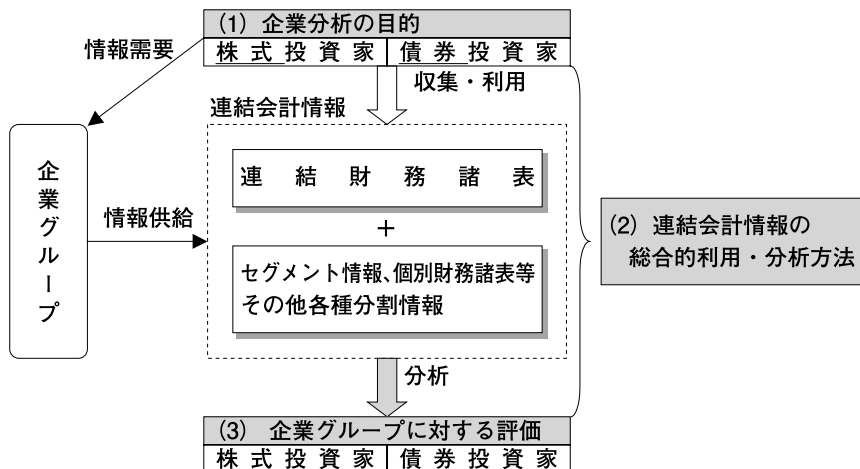
以上の理由に基づいて、本研究では、投資家による企業分析実務の内容を深く聴き取り、主に定性的に研究主題を明らかにしていくこととする。

(2) 検討課題

本研究では、投資家による連結会計情報の利用メカニズムの全貌を、次の3つのステップに分け把握していく。

- ① 企業分析の目的
- ② 連結会計情報の総合的利用・分析方法
- ③ 企業グループに対する評価

【図表1 検討課題】



① 検討課題1：企業分析の目的

最初のステップは、投資家による企業分析の目的の特定である。投資家には、企業分析を通じて達成すべき目的が事前に存在し、それらに応じて、各自の連結会計情報の利用・分析方法が決まってくると考える。

上記先行研究は主に株価関連性、すなわち株式投資家を主眼とする検証を行っているが、実際、投資家には、株式投資家のみならず債券投資家も含まれる。両者は情報需要を寄せる二大主体であり、証券発行体は当該需要に応じ法定開示あるいは自主的開示を通じた情報供給を行っているわけである。両者の投資目的は異なることから、企業分析の目的も異なって然るべきである。

以上を踏まえ、本研究では、第1に、次の点を調査・特定することとする。

検討課題1：株式投資家および債券投資家は、各々、どのような目的で企業分析を行うのかどうか、また、その際、どのような分析に重点を置いているのかどうか？

② 検討課題2：連結会計情報の総合的利用・分析方法

両投資家層は、各分析目的に従い、企業グループの集約情報と分割情報をいかに収集・分析すべきかを決めていると考える。

ここで集約情報とは連結財務諸表のことである。一方、当該分割情報には、セグメント情報の他、個別財務諸表およびその他自主的開示情報が含まれる。

上記先行研究により、株式投資家は個別財務諸表よりも連結財務諸表に重きを置いていることが判明しているが、日本では親会社単体の個別財務諸表が公表されており、連結財務諸表の一部を構成していることから、親会社の個別財務諸表は分割情報の1つである。また、セグメント情報や個別財務諸表等の法定開示情報の他、投資家は、製品別情報等各種分割情報を自主的に収集・分析している可能性がある。

以上を踏まえ、本研究では、第2に、次の点を調査・特定することとする。

検討課題2：株式投資家および債券投資家は、各々、集約情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報、個別財務諸表およびその他情報を、どのように総合的・複合的に利用・分析しているのかどうか？

③ 検討課題3：企業グループに対する評価

はじめに述べたとおり、かかる利用・分析プロセスは企業グループの態様に応じて、一様ではないと考える。

たとえば、小規模専門企業グループと大規模多角化企業グループとを比較すると、連結会計情報の利用・分析プロセスは後者の方が複雑かつ困難であることから、分析コストおよび投資意思決定上の不確実性は高くなると推測できる。同じく、開示姿勢が後向きであるとき、情報非対称性の溝を埋め難く、同様の事態が生じるであろう。

このように連結会計情報の収集、利用および分析過程において、困難や不確実性を伴うほど、結果として、株式投資家および債券投資家による意思決定に負の影響が及ぶと推測する。

以上を踏まえ、本研究では、第3に、次の点を調査・特定することとする。

検討課題3：企業グループの態様あるいは開示姿勢によって、投資家による企業評価にどのような影響が及ぶのかどうか？

本研究では、投資専門家のうち、とくに証券アナリストを対象とした聴き取り調査を行い、これらの検討課題を明らかにしていく。

第3節 調査方法

(1) 調査概要

調査の概要は以下のとおりである。

- 方法
 - 個別訪問に基づく聴き取り調査
- 対象
 - 証券アナリスト30名

担当	アナリストとしての立場	所属
株式担当者 (16名)	セルサイド・アナリスト (9名) バイサイド・アナリスト (7名)	証券会社、調査研究所、信託銀行、 投資顧問会社
債券担当者 (14名)	セルサイド・アナリスト (6名) バイサイド・アナリスト (3名) 格付アナリスト (5名)	証券会社、投資顧問会社、格付会社

● 実施期間

2007年7月26日～2008年3月7日

本研究では、連結会計情報の利用メカニズムの全貌を把握することを目的とし、財務諸表利用者の分析実務を深く観察・記述することを意図したため、聴き取り調査という定性的調査方法を選択した。

調査対象者は、財務諸表分析およびIRに精通した証券アナリストとし、個別株式および債券担当者を半々程度とする構成とした。債券担当者には証券会

308 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

社および投資顧問会社等のアナリストの他、格付会社のアナリストも加えている。

(2) 主要質問事項

調査対象者には、各検討課題を把握すべく、主に以下の質問を行った。

① 企業分析の目的

●業務上、どのような目的で企業分析を行っているのかどうか？

② 連結会計情報の総合的利用・分析方法

●連結会計情報とセグメント情報をいかに相互に利用・分析しているのかどうか？

●連結会計情報と個別財務諸表をいかに相互に利用・分析しているのかどうか？

③ 企業グループに対する評価

●②のプロセスにおいて困難や不確実性を伴うのは、どのような企業グループか？

●②のプロセスにおいて困難や不確実性を伴うほど、投資意思決定にどのような影響が及ぶのかどうか？「多角化ディスカウント」現象は実際に生じているか、生じているとすればどのようなことが原因となっているのかどうか？

第4節 調査結果

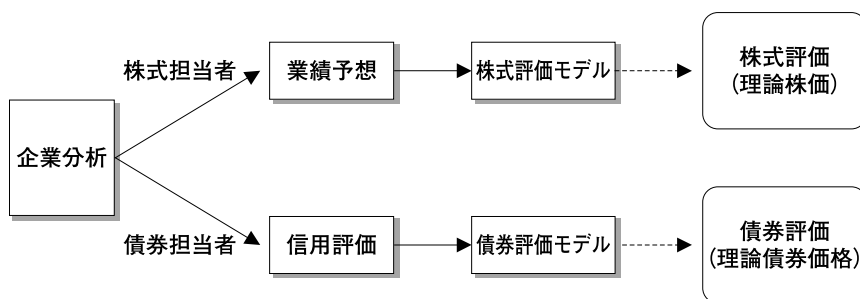
以下、上記検討課題別に調査結果を述べる。

(1) 検討課題1：企業分析の目的

株式および債券担当者の分析目的は明確に異なるが、両担当者同士の見解は本質的に一致している、というのが検討課題1の全般的結果である。

まず株式担当者の見解では、企業分析は業績予想値（将来純利益、フリーキャッシュフロー等）を得るために行う。株式アナリストまたは機関投資家の主たる業務では、特定の株式評価モデルに基づいて各株式の本源的価値を推定し、実際株価と比較の上、割安状態にあるか否かを判断する⁽⁵⁾。株式評価モデ

【図表2 企業分析の目的】



ルには特定の業績予想値を代入する必要があるため、企業分析を通じた業績予想は不可欠な業務として位置付けられるのである（株式担当者13名）。

一方、債券担当者の見解によれば、企業分析は、社債券発行体の信用リスクを評価するために行うということに尽きる（債券担当者14名）。信用リスクの評価は、特定の社債券が所定の期間内に償還されないリスクを評価することである。

これらのことを踏まえた上で、株式担当者と債券担当者とは、業務における企業分析の重要度が事実上異なっている。

上述のとおり、株式評価は、①業績予想→②株式評価モデル→③本源的価値推定、というステップを踏む必要があり、①のステップを精緻に行っているかどうか投資成果、ひいては自らの業務成績に直結する。したがって株式担当者にとって、①のための企業分析は常に重要かつ不可欠な業務として位置づけられる。

一方、債券担当者にとって企業分析の目的は信用リスク評価であることから、債務不履行の可能性が高まるほど企業分析の重要度が高まる、という非対称的な傾向がある。たとえば、社債券発行体が財務危機に陥っているとき、債務不履行となる可能性がどの程度あるかを、入念な企業分析を通じて正確に把握する必要性が生じる。それに対して、債務不履行の可能性がほとんどないことがわかっているとき、信用リスクを測るため、必要以上に企業分析を行う必要はないといえる（債券担当者3名）。

以上のとおり、企業分析は、株式担当者にとっては業績動向に拘わらず絶え

310 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

ず重要かつ不可欠であるのに対して、債券担当者にとっては債務不履行の可能性が高まるほど重要性が増すという性格を有しているのである。

(2) 検討課題2：連結会計情報の総合的利用・分析方法

検討課題2の主題は、株式および債券投資家は、以上の分析目的に従い、集約情報（連結財務諸表）と当該分割情報（セグメント情報および個別財務諸表等）をいかに相互に利用・分析しているかを特定することである。

① 連結財務諸表とセグメント情報

(ア) 両者の基本的関係

最初に、連結財務諸表とセグメント情報の相互利用に関する調査結果である。

まず、調査対象者は、一般的に、連結財務諸表とセグメント情報の関係を次のように理解している。セグメント情報の中心は営業利益計算過程（売上高－営業費用＝営業利益）を示す箇所であり、これは連結損益計算書上の営業利益計算に対応する。したがって、セグメント情報は主に連結損益計算書上の営業利益計算を事業別・地域別に切り分けた内訳情報であり、連結営業利益の理解を深めるために存在している、というのが大方の見方である（図表3参照）。

その上で、株式担当者は業績予想を正確に行うために、一方、債券担当者は信用リスク評価を正確に行うために、セグメント情報を用いる。両担当者による具体的利用・分析方法は以下に述べるとおりである。

株式担当者は業績予想値を得るため、一般的に2期～3期程度先までの予想連結損益計算書を作成している。セグメント情報はこの作成過程で利用する。この過程は、業種および各アナリストの考え方に応じて多様ではあるが、化学等、事業の多角化が進展したメーカーを例にとると、次の手順を踏むのが一般的である（図表4参照）。

[1] セグメント別売上高の予想

各事業セグメント別売上高を予想する（価格×数量）。その際、公表セグメント区分では大括りすぎるため、主要製品別にセグメントを組み替えるのが

【図表3 連結財務諸表とセグメント情報の関係】

連結損益計算書		事業種類別セグメント情報			
I 売上高	×××		A事業	B事業	計
II 売上原価	×××	I 売上高及び営業利益			
売上総利益	×××	売上高			
III 販売費及び一般管理費	×××	(1) 外部顧客に対する			
営業利益	×××	売上高	××	××	××
IV 営業外収益	×××	(2) セグメント間の内部			
V 営業外費用	×××	売上高又は振替高	××	××	××
VI 特別利益	×××	計	××	××	××
VII 特別損失	×××	営業費用	××	××	××
当期純利益	×××	営業利益	××	××	××
		II 資産、減価償却費、			
		減損損失及び資本的支出			
		資産	××	××	××
		減価償却費	××	××	××
		減損損失	××	××	××
		資本的支出	××	××	××
		所在地別セグメント情報			
			日本	米国	計
		I 売上高及び営業利益			
		売上高			
		(1) 外部顧客に対する			
		売上高	××	××	××
		(2) セグメント間の内部			
		売上高又は振替高	××	××	××
		計	××	××	××
		営業費用	××	××	××
		営業利益	××	××	××
		II 資産	××	××	××

一般的である。

[2] セグメント別限界利益率の予想

[1]の限界利益率を予想する。売上高総利益率および売上高営業利益率等を用いることもあるが、設備投資等の影響を取り除くため、売上高 EBITDA 率（減価償却費控除前営業利益／売上高）を用いるのが一般的である。

[3] セグメント別 EBITDA の予想

[1]セグメント別売上高に[2]セグメント別限界利益率（売上高 EBITDA 率）を乗じることによって、セグメント別 EBITDA を算定する。

[4] 連結営業利益の予想

[3]セグメント別 EBITDA を全集計し、連結 EBITDA を算定する。連結

312 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

EBITDA から減価償却費等固定費を控除し、連結営業利益を算定する。

[5] 連結純利益の予想

営業外損益以下項目の予想は連結ベースで行っていく。上記[1]～[4]のプロセスほど手間をかけず、連結純利益までを予想する。

[1]～[5]の具体的手法は多様ではあるが、セグメント別予想という「部分」を積み上げ、予想連結損益計算書という「全体」を完成する、という大枠自体は株式担当者全員に共通する（株式担当者16名）。

一方、債券担当者は信用リスク評価のためセグメント情報を利用するが、その方法は株式担当者ほど統一的ではない。

【図表 4 株式担当者による総合的分析方法】

事業セグメント

	X1年							X2年								
	A事業			B事業				計	A事業			B事業				計
	a製品	b製品	c製品	d製品	e製品	f製品	a製品		b製品	c製品	d製品	e製品	f製品			
[1] 売上高 単価 (円) × 数量 (個)	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××
[2] 限界利益率 (%)	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××
[3] 減価償却控除前営業利益 (EBITDA) [1]×[2]	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××	×××

予想連結損益計算書

	X1年	X2年	
[1] 売上高	×××	×××	← セグメント (製品・サービス) 別予想
[3] 減価償却費等控除前営業利益 (EBITDA) (EBITDA)	×××	×××	
[4] 減価償却費等固定費	×××	×××	← 連結企業ベース予想
[4] 営業利益	×××	×××	
営業外収益	×××	×××	
営業外費用	×××	×××	
特別利益	×××	×××	
特別損失	×××	×××	
[5] 当期純利益	×××	×××	

(注)

- これらのワークシートは、分析作業のイメージを示すべく作成したものであり、実際のワークシートはこれよりも相当詳細なものが用いられている。

まず、上記と類似の方法により予想連結財務諸表を作成している者は全体の半数弱である（債券担当者6名）。ただ、その場合も株式担当者とは異なり、売上高および限界利益率等を相当保守的に見積もり、業績がどこまで落ち込む可能性があるかを見極めるために行うという見解が多い。また、セグメント別営業利益と連結営業利益の時系列推移を観察し、安定的かどうかを確認する程度で留め（債券担当者5名）、債務不履行の可能性が高まったときに限って予想連結財務諸表を作成するという者もいる（債券担当者3名）。

この他、セグメント別支払能力を見極めるため、セグメント別フリーキャッシュフロー（営業利益＋減価償却費＋減損損失－資本的支出）を求めるという意見もあった（債券担当者4名）。とくに、事業会社が金融業を擁する場合に、業法（銀行法、証券法および保険法）の規制により、金融業のキャッシュフローを他の事業分野では使用できないことから、セグメント別分析が必要である。

株式担当者は、セグメント別予想を積み上げ、連結業績予想値を得るという一直線の分析を全般的に行っている。一方、債券担当者は、信用リスク評価のため、予想連結財務諸表の作成、過去のセグメントデータの観察およびセグメント別支払能力の把握等を必要に応じて複線的に行っているといえる。

（イ）セグメント情報の利用度および問題点

現在、セグメント情報として、（A）事業セグメント情報（事業種別セグメント情報）と（B）地域セグメント情報（所在地別セグメント情報）がある。上記分析作業の際、調査対象者はこれらセグメント情報をどのように利用しているのか。図表5の選択肢（（a）～（e））に基づき回答を求めたところ、半数以上が「（a）事業セグメント情報の方が重要である」を選択した。

本回答の真意は、各セグメント情報の重視・利用度は事業構造によって決まる、ということである。セグメント情報のうち、（A）事業セグメントは「事業の多角化」、（B）地域セグメントは「事業の国際化」の状況を示している。

（a）に半数以上の回答が集中しているのは、日本の企業グループには、事業の多角化に比して、必ずしも国際化が進展していないところが多いためである。もちろん、自動車および工作機械等、（b）の側面が重要な業種に関しては、地域セグメント情報を中心とした分析が行われている。

ただし、事業の多角化・国際化双方が進展しているケースは困難な分析を強

【図表5 セグメント情報の重視・利用度】

	株 式	債 券	計
(a) 事業セグメント情報の方が重要である	9	10	19
(b) 地域セグメント情報の方が重要である	0	0	0
(c) 事業と地域セグメント情報の重要度は同程度であり、両情報を利用する。	2	0	2
(d) その他	4	2	6
(e) 非回答	1	2	3

いられる。調査対象者の多くは、(A) 事業セグメント中心に業績予想等を行い、(B) 地域セグメントを補完的に利用している（株式担当者8名、債券担当者4名）。

公表セグメント情報は、(A) 事業別および (B) 地域別に一次集計しているに過ぎないが、このようなケースでは両者をクロス集計したマトリクス情報が有用である。当該マトリクス情報を自主的に開示している企業も見られるが、決算説明会等の場において定性的にしか説明しない企業や取材を通じて情報入手を図るケースもある（株式担当者2名、債券担当者2名）。

この他、地域セグメント情報自体の問題点について、次の意見が個別に示された。

- フリーキャッシュフローの算定に必要な減価償却費および資本的支出が開示されておらず、債券分析では必然的に事業セグメント情報を利用せざるをえない（債券担当者）
- 日本で製造し海外で販売するとき、日本側に高利益率の製造利益が計上され、海外の側に低利益率の販売利益が計上されることがある（この逆もある）。このような場合、地域セグメント情報を分析したからといって海外展開の真の姿を捉えることはできない（株式担当者）。

これらの見解は、事業の国際化が進展しているケース、あるいは事業の多角化・国際化双方が進展しているケースでは、そうでない場合に比べ、投資家による分析に困難な面があるということを示している。

② 連結財務諸表と個別財務諸表

続いて、連結財務諸表と個別財務諸表の相互利用に関する調査結果である。株式担当者は、連結財務諸表を重視し個別財務諸表に比重を置かない、という見解が大勢を占める。これは、今日、投資家は連結財務諸表に重きを置いているという、先行研究の知見どおりである⁽⁶⁾。

同じく債券担当者も連結財務諸表を中心とした分析を行っている。ところが、債務不履行の懸念が生じ精緻な分析が必要なケースでは連結財務諸表に加え、個別財務諸表の分析が必要である、という見解が多い（債券担当者7名）。

この点、債務は企業グループではなく法的会社ベースで負う、というのが本質的理由である。たとえば親会社と子会社双方が起債し、その後、親会社が財務危機に陥ったとき、子会社資産への請求権は子会社債権者が有しており、親会社は子会社資産を用いて自らの債務を弁済することができない⁽⁷⁾。したがって、本来、債券担当者は、連結財務諸表ではなく、個別財務諸表に基づき信用評価を行うのが原則である、と調査対象者は指摘している（債券担当者4名）。

それにも拘らず、調査対象者は、連結グループベースで信用評価を行う必要性が近年高まってきている、とも指摘している（債券担当者5名）。その理由は、子会社支援等、グループベースの資金管理体制の構築が進展しており、グループ全体として信用評価を行う必要性が高まってきているためである。

以上のとおり、株式および債券担当者双方にとって、連結財務諸表の利用度・重要度は高まってきているが、債務不履行の可能性が高まった際、債券担当者は個別財務諸表を重視した分析を行うなど、個別財務諸表に対する両担当者の考え方は本質的に異なっている。

(3) 検討課題3：企業グループに対する評価

検討課題3の主題は、以上の連結会計情報の利用・分析に際し、困難や不確実性を伴う企業グループほど、投資意思決定に負の影響が及ぶかどうかを特定することである。

① 分析困難な企業グループ

最初に、どのような企業グループの分析が難しいか、についての調査結果を

316 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

見る。

前述のとおり、株式および債券担当者とも、事業の多角化および国際化が進展していたり、あるいは債権関係が複雑であったりする場合に、セグメント情報や個別財務諸表等の分割情報を併用し、投資判断を下す必要性が生じる。調査対象者からは、全般的に、これらの分割情報を用いる必要性が高い企業グループほど、分析が難しく、分析精度も落ちるという見解が示された。

たとえば、専門企業は1セグメント（事業）のみの分析で済むのに対して、セグメント数が10に及ぶとき、単純に言えば、専門企業の10倍の労力を要することになる。つまり、1銘柄の分析を終えるのに、事実上、10社分の分析をしなくてはならず、事業の多角化および国際化が進展している分だけ、分析の手間が多くなる⁽⁸⁾。

さらに分析が困難になるのは、いわゆる非関連多角化企業グループ、すなわちこれらの事業群が非関連業種で構成されているときである。売上高および限界利益率の予想に際し、各業種固有の要因は重要であることから、アナリストの分析スキルは一般的に担当業種に特化しており⁽⁹⁾、アナリストとしてのキャリアを積んでいない者ほど、分析可能な業種は限られる。ところが、非関連多角化企業グループの場合、(a) 運輸業、(b) 住宅・不動産業、(c) レジャー業および (d) 金融業等の異業種を、同時に分析することを強いられるのである。通常、これらの業種を1人のスキルで分析するのは不可能であり、もし単独で行うとすれば、専門企業の分析に比べ精度が落ちるのは明らかである⁽¹⁰⁾（株式担当者3名）。

以上の見解は企業グループの事業構造そのものを問題にしているが、この他、企業の開示姿勢も影響を及ぼす。たとえば、高利益率の事業を秘匿すべく、事業の実態と乖離した大括りのセグメント区分を示したり、あるいは、セグメント区分を頻繁に変更する事例が見受けられる。アナリストにとって、これらのケースは分析が難しく、個別取材を通じて必要な情報入手を行わない限り、分析は困難であるという見解も示された（株式担当者2名、債券担当者4名）。

この他、純粋持株会社に関しては、その事業活動を理解するためには傘下の主要事業会社の個別財務諸表が必要であるが、制度上はセグメント情報のみの

開示であり、これだけではとても分析不可能であるとの見解も示された（株式担当者2名、債券担当者2名）。

以上のとおり、調査対象者が指摘したのは、分析が容易のため事業構造を明確に理解できる企業グループと、これとは対照的に、分析が困難を極めるため事業構造を十分理解できない企業グループとが、厳然と存在しているということである。

② 投資意思決定に対する影響

続いて、連結会計情報の利用・分析プロセスにおいて、このように困難や不確実性を伴うほど、投資意思決定に対してどのような影響が及ぶのかどうか。調査対象者には、多角化ディスカウント、すなわち多角化が進展する企業ほど株価が割り引かれている、という現象を具体例として示し、分析の困難性と株式・債券評価の関連性について意見を求めた。

まず、株式担当者は全般的に多角化ディスカウントの存在を肯定した。その原因については、上述のとおり、多角化が進展した企業は、(a) 分析に手間がかかり、情報非対称性が緩和し難くなる分、本来の企業価値よりも低く評価される⁽¹¹⁾（株式担当者11名）、(b) 多くの事業分野を擁し、経営者によるガバナンスが十分に働いていないために企業価値が毀損し、株価が低下している⁽¹²⁾（株式担当者2名）、という2つの見解を株式担当者は示した。

ここで調査対象者の多くは、(a) に原因を求めている。このことは、複雑な分析を強いられるとき、調査対象者自身が、実際、業績および株価予想に際し負の評価を下しているということを示している。この点、企業グループの態様、あるいは消極的な開示姿勢によって、株式評価に負の影響が及ぶことは明らかであるといつてよい。

一方、一部債券担当者は、株式担当者同様、事業の多角化の進展によって、(a) 情報非対称性を緩和し難くなること、(b) 経営ガバナンス能力が低下すること、は債券評価に対しても負の影響を及ぼすとの見解を示した。

これらのうち (b) 経営ガバナンス能力が低下すれば、業績低迷により支払能力に悪影響が及び、ひいては債券評価に対しても負の影響が及ぶであろう、との見解を少なからぬ債券担当者が示した⁽¹³⁾（債券担当者7名）。また、

318 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

(a) については次のような見解が示された(債券担当者1名)。

投資家と発行体との情報非対称性の問題は何も株式投資に限ったことではない。債券投資の立場から見ても、多角化企業に関して情報が不足するために、各部門が本来負っているリスクよりも過大に見積もっている可能性がある。すなわち、情報非対称性を原因として、債券も本来の評価よりも引き下げられている可能性がある、というのである⁽¹⁴⁾。

以上のとおり、調査対象者は企業グループの態様あるいは消極的な開示姿勢が、株式および債券双方の評価に負の影響を及ぼすとの見解を示したのである。

なお、一部調査対象者は、多角化ディスカウント等、投資家によって負の評価を下されている企業グループはどのような行動を採るべきかについて意見を述べた(株式担当者6名)。まず、投資家との情報非対称性を自ら緩和すべく、積極的な情報開示を行うことは当然であるが、それだけでは解消に至らず、二重投資部門や不採算部門の整理統合等、経営組織自体の再編に着手しない限り、解消に至るのは難しいであろう、という見解が大勢を占めた。

第5節 考察

(1) 本研究の知見

本調査の結果、上記検討課題について知見を得た。本調査の結果を要約すれば、次のとおりである。

① 検討課題1：企業分析の目的

- (a) 株式担当者にとって業績予想値を得ることが目的であり、業務上、絶えず重要かつ不可欠である。
- (b) 債券担当者にとって信用リスクを評価することが目的であり、とくに債務不履行の可能性が高まるほど重要性が増す傾向がある。

② 検討課題2：連結会計情報の総合的利用・分析方法

②-1：連結財務諸表とセグメント情報

- (a) 株式担当者は、2期～3期先程度先までの業績予想値を得る過程でセグメント情報を利用する。すなわち、株式分析においては、セグメン

ト別予想という「部分」を積み上げ、予想連結損益計算書という「全体」を完成させていくのである。

- (b) 一部債券担当者は信用リスクを評価すべく同様の方法に依拠するが、一方、通常はセグメント別営業利益等の時系列推移を観察するに留め、債務不履行の可能性が高まったときのみ予想連結財務諸表を作成するという者もいる。

②-2：連結財務諸表と個別財務諸表

- (a) 株式担当者は基本的に連結財務諸表を重視し、個別財務諸表に比重を置いていない。
- (b) それに対して、債券担当者は、債務は法会社ベースで負っていることを理由として、個別財務諸表を重視した分析を行う傾向がある。

③ 検討課題3：企業グループに対する評価

- (a) 株式担当者は、事業の多角化が進展している企業ほど、(ア) 情報非対称性を克服し難いこと、および(イ) ガバナンスが十分機能していないことが多いことを理由として、多角化ディスカウントの存在を肯定する。ただし、調査対象者の多くは(ア)を原因としてあげた。
- (b) 債券担当者も、同様の要因により、債券評価に悪影響が及ぶとの見解を示した。
- (c) 多角化ディスカウントを解消するには、積極的な情報開示を行うことが1つの方策にはなるが、経営組織の再編成に着手しない限り難しいであろう、という意見が大勢を占めた。

(2) 連結会計情報の利用メカニズム

前述のとおり、これらの検討課題は、①企業分析の目的、②連結会計情報の総合的利用・分析方法および③企業グループに対する評価という、投資家による分析・投資判断のプロセスの全貌把握を目指したものであり、聴き取り調査を通じて、概ね明らかにすることが出来たと考える。

これらのメカニズムは、①～③のプロセスが一体となっているとあってよい。株式担当者および債券担当者とは、①企業分析の目的が明確に異なっており、それらに応じて、②において実施される分析手法は異なっている。ただ

320 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

し、いずれも、事業の多角化あるいは国際化が進展していたり、あるいは、債権関係が複雑であるなど、企業グループの態様が複雑多岐に渡ることを原因として、②のプロセスが困難あるいは不確実性を伴うほど、③の評価に負の影響が及んでくる、という点では共通している。

株式担当者と債券担当者の分析目的はたしかに異なっているが、企業グループ下の各事業の内実を見定めるといふ点では共通しており、②のプロセスにおいて事業の内実を把握し難かったり、あるいは、経営ガバナンスが十分に機能していないことが把握された場合には、株式、債券双方の評価に対して負の影響が及ぶということである。

今般の調査において、複数の調査対象者が述べていたが、上場企業、とくに伝統のある大規模企業群の中には、多角化ディスカウントの現象を問題視しているところが少なくない。日本の証券市場が国際化し、海外資本による買収の脅威にさらされる中、必要以上に株価が安値に陥っていることはリスクとなる。

日本企業はIFRS (International Financial Reporting Standards : 国際財務報告基準) を全面採用し、海外からみたときの市場の透明度が上がる分、このようなリスクはさらに高まる状況にあるといえる。このような状況下、企業が、投資家による連結会計情報利用のメカニズムを理解し、かかる視点で自らの経営戦略を立案し、積極的な情報開示を行うとともに、必要な経営組織再編を図っていくことは、重要な課題であると考えられる。

(3) 本研究をめぐる課題

最後に本研究をめぐる課題を考えたい。

調査対象者の多くは多角化経営を問題とし、連結会計情報の利用・分析と証券評価のメカニズムを浮き彫りにしたが、現在、日本企業は事業の選択と集中を進展させ、野放図な多角化経営は収束に向かいつつあるのに対して、むしろ著しい勢いで進展を見せているのは事業の国際化の方である。

一部調査対象者は、地域セグメント情報はいくつかの問題点を抱えており、事業の国際化は、事業の多角化以上に、情報非対称性の克服が難しい可能性がある⁽¹⁵⁾。前述のとおり、事実、Danis et al. (2002) は、これを裏付ける証拠

を得ている。この点、事業の国際化の局面において、連結会計情報の利用・分析上、どのような問題が生じ、かつ、投資意思決定上どのような影響が及ぶのかを、事業の多角化との対比の上に、さらに考察を加えることは重要である。

本研究では、定性的調査方法に基づいて、投資家による連結会計情報の利用メカニズムの全貌解明に努めてきたが、さらに本研究の知見を踏まえて、事業の多角化および国際化によって、日本の企業グループは、実際、株価が割り引かれているのかどうか、またそれはどのようなメカニズムに従っているのかどうかという点を、大量サンプルによる定量的調査方法に基づいて、より厳密に検証する必要がある。本定性的調査方法に基づく知見およびインプリケーションは、それらの定量的調査方法に基づく証拠と相俟ってより説得力をもつことになると思われる。

それらの研究については今後の課題とする。

[注]

- (1) 本研究では連結会計情報という用語を、企業グループの集約情報（連結財務諸表）および当該分割情報（セグメント情報、個別財務諸表等）双方を含むものとして一貫して使用している。
- (2) なお、米国市場を対象とした研究をはじめ、海外ではセグメント情報に関して数多くの研究が蓄積されているが、本研究の主眼は、日本の証券市場において、投資家が連結会計情報をいかに利用・分析しているかという点にあるため、取り上げないこととする。海外の研究動向については、大日方（2005）および薄井（2007）等を参照のこと。
- (3) また、Peter and Guochang（2003）は、セグメント情報を、連結財務諸表の「代替情報」ではなく、「増分情報」として捉えるモデルを構築し、利益率や成長率が異なる複数の事業を有する企業ほど、セグメント情報が増分情報になりうることを実証している。
- (4) なお、これらの研究とは対照的に、Bodnar et al.（1999）は、事業の国際化は多角化よりも高く評価されている、との実証結果を示している。
- (5) Palepu et al.（2000）も、「ほとんどのセルサイド、バイサイドのアナリストにとって証券分析の主要な目標は、依然としてミスプライスされている株式を選び出すことにある」（p.13-2）と述べている。

322 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

- (6) 株式担当者が示した個別的意見は次のとおり要約できる。

近年、日本企業のグループ経営が著しく進展しており、それに応じてIR資料は連結企業グループベースで作成するのが通例になっている。このような状況下、とくに大規模企業グループの分析は連結財務諸表に基づいて行うのが合理的であり、株価形成は、連結純利益等、連結業績値に基づいている、というのである（株式担当者8名）。

ただし、小規模企業、および、建設等特定業種に関してはグループ経営が進展しておらず、IR資料も依然として親会社単体ベースである。このような企業に関してはむしろ親会社単体資料を中心に分析を行った方が合理的である（株式担当者10名）。

- (7) この点に関連して、純粹持株会社を頂点とする企業グループにおいて、「構造劣後」という現象、すなわち、傘下の事業子会社の格付よりも、親会社として頂点に立つ、純粹持株会社の格付の方が低くなる、という現象が生じている。

構造劣後が生じる原因は、子会社資産に対する請求権は子会社債権者が有し、親会社たる純粹持株会社側はその残余資産に対して請求権を有するに過ぎないためである。

- (8) セグメントが10に及び、專業企業の10倍の労力を掛けたとしても、投資対象としては1銘柄の分析を終えたに過ぎないため、アナリストはそのような企業を分析するよりも、專業企業10社の分析を行うことを選好する、と述べる者もいた（株式担当者）。
- (9) Thomas (2001) も同様の見解を示している (p. 375)。
- (10) たとえば、鉄道業は非関連分野への多角化が進展しており、アナリストとしてのキャリアが浅い者には一般論として分析は困難である、と述べる者もいた（株式担当者）。

また、多角化あるいは国際化企業の場合、IRは、地理的にも遠い、各事業担当者から把握した情報を間接的に伝えており、直接本社が事業を運営していることが多い專業企業に比べて、情報の信頼性や適時性も劣る、との見解を示す者もいた（株式担当者）。

- (11) たとえば、次のような見解が示された。

● 株式担当者

多角化ディスカウントが生じるのは、外部から見て「わかりにくい」た

めである。株式投資家は予想利益を立てる。このとき、情報が不足し、不透明な部分があるほど、保守的・慎重な評価を下さざるを得ない。単品企業のように営業利益が伸びるということが外部から把握できるとき、企業側も隠しようがないし、実績値に反映される可能性が高いが、多セグメント企業は、営業利益が伸びたとしても、外部からすべての部門の状況を把握できないため、他の部門に回す可能性などが否定できない。この結果、予想利益は慎重になり、株価は実態よりも低めにプライシングされる。

● 株式担当者

多角化ディスカウントが生じるのは、わかりにくさということに尽きる。たとえば、専門企業の典型である、自動車業は、北米において問題が生じれば全社の業績への影響が著しいと誰もが認識し、投資家はただちに売りの行動に出る。一方、非関連多角化企業の特定の分野に問題が生じたとしても、他の好調な事業分野がその影響を打ち消すかも知れず、影響が大きいかわかりにくいことをただちに判断できない。その結果として、投資行動が遅れ、売るべき時に売れないという事態も生じかねない。このような点を投資家は懸念し、株価を割り引いているものとする。

(12) たとえば、次のような見解が示された（株式担当者）。

ある企業は自社が多角化ディスカウントに陥っていると認識しており、開示の充実化を図り、セグメント情報をはじめとして非常に細かい単位まで開示を行っている。それにも拘らず株価は割り引かれており、情報開示の問題が多角化ディスカウントの本質的理由ではないと考える。事業構造が重複しており、それらの整理が行われていないことが原因の1つである。赤字子会社の整理統合等を迅速に進めるべきである。

(13) ただし、債券担当者からは、負の相関をもつ事業群を適切に配置すれば、むしろ全社のリスクを引き下げ、格付に対して好影響を及ぼすとして、条件付ながら多角化を積極的に評価する見解も示された（債券担当者5名）。債券担当者は、債務不履行の可能性を問題にしているため、異業種事業群がリスクを相殺し合う限りでは多角化経営を積極的に評価するのである。

ところが、多角化企業において経営ガバナンスが十分に機能していないことは、債券担当者の立場から見ても問題である、というのである。たとえば、次の意見が示された（債券担当者）。

324 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

多角化経営は推奨される面があるものの、現在、債券担当者の立場からも、収益力の高い、本業に回帰することが推奨される。多角化経営の長所は、負の相関性をもつ事業群を擁することによって、ボラティリティを下げることである。ところが、多角化企業は、多くの赤字部門を抱え込む傾向があり、これは債券担当者の立場からもマイナスに見る。

(14) 具体的には次のような見解が示された（債券担当者）。

投資家と発行体との情報の非対称性は、何も株式投資に限ったことではない。債券の立場からも、多角化企業に関しては情報が不足するために、各部門が、本来負っているリスクよりも過大に見積もっている可能性がある。

デフォルトリスクの観点から、多角化が評価されるのは、各事業の利益が負の相関関係をもち、全社的利益の推移を安定させるからであるといわれるものの、債券評価の際、各事業の相関をプラスに捉えて、リスクを低く見積もっているとかかるといって、一般的に、そのようなことはない。むしろ、いくつもの事業があり、それらのリスクが不透明であるという場合、リスクを多めに見積もる。これらのことを踏まえると、多角化企業のリスクは、各事業の本来のリスクを足し合せたものよりも、過大に評価されている可能性が高い。

(15) しかも、新たなセグメント情報開示基準である、企業会計基準第17号「セグメント情報等の開示に関する会計基準」ではいわゆるマネジメントアプローチが導入され、もし、自社の経営意思決定において事業の多角化が第一義的に重要であるならば、地域セグメントの開示は必要ではなくなる。

[参考文献]

Berger, P. G. and E. Ofek (1995), "Diversification's Effect on Firm Value," *Journal of Financial Economics* 37 (1) : 39-65.

Barnes E. and G. Hardie-Brown (2006), "The Diversification Puzzle: Revisiting the Value Impact of Diversification for UK Firms," *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (9) and (10) : 1508-1534.

Bodnar, G. M., C. Tang and J. Weintrop (1999), "Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification,"

- Working Paper, Johns Hopkins University.
- Denis, D. J., D. K. Denis and K. Yost (2002), “Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value,” *Journal of Finance* 57 (5) : 1951–1979.
- Lang, L. H. P. and R. M. Stulz (1994), “Tobin’s q, Corporate Diversification, and Firm Performance,” *Journal of Political Economy* 102 (6) : 1248–1280.
- Lins, K. and H. Servaes, “International Evidence on the Value of Corporate Diversification,” *Journal of Finance* 54 (6) : 2215–2239.
- Palepu, K. G., P. M. Healy and V. L. Bernard, *Business Analysis & Valuation, Second Edition*, South–Western College Publishing. (斎藤静樹監訳 (2001) 『企業分析入門〔第2版〕』、東京大学出版会)
- Peter, F. C. and Z. Guochang (2003), “Heterogeneous Investment Opportunities in Multiple–Segment Firms and the Incremental Value Relevance of Segment Accounting Data,” *Accounting Review* 78 (2) : 397–428.
- Thomas S., “Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts’ and Earnings Announcements,” *Journal of Financial Economics* 64: 373–396.
- 浅野敬志 (2006)、「Proprietary cost とセグメント情報の有用性」、『会計』169 (5) : 707–722.
- 浅野敬志・石井康彦 (2005)、「事業区分方法の選択とセグメント情報の有用性」、『会計』168 (5) : 704–718.
- 石川博行 (2000)、『連結会計情報と株価形成』、千倉書房 : 193–239.
- 井上達男 (1998)、「会計数値に基づく企業価値の実証研究——東証一部上場3月決算企業を対象として——」、『会計』153 (6) : 44–56.
- 薄井彰 (2007)、「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」、『国際会計研究会年報 2006年度』 : 61–74.
- 大日方隆 (2005)、「セグメント情報の Value Relevance——鉄道業のケース——」、『経済学論集』71 (2) : 2–57.
- 中野誠・久保直也・吉村行充 (2002)、「多角化企業の財務構造とバリュエーション」、『証券アナリストジャーナル』40 (12) : 76–91.
- 中野誠・吉村行充 (2004)、「多角化企業のバリュエーション」、『証券アナリストジャーナル』42 (1) : 80–93.
- 平元達也 (2002)、「事業の多角化と企業価値」、『現代ファイナンス』12 : 31–55.

326 法政大学キャリアデザイン学部紀要第7号

向伊知郎 (2006)、「連結財務情報の有用性——目的適合性と信頼性——」、『会計』
170 (3) : 339-348.

矢内一利 (2006)、「連結財務諸表の情報の優位性に関する分析」、辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価——実証分析によるアプローチ——』、早稲田大学
産業経営研究所 : 39-59.

山形武裕・國村道雄 (2003)、「わが国の会計ビッグバン期における連結情報の株価
関連性の変化」、『現代ディスクロージャー研究』4 : 21-32

山地範明 (2000)、『連結会計の生成と発展 [増補改訂版]』、中央経済社 : 283-297.

山地範明 (2005)、「地域別セグメント情報の予測能力——我が国における検証
——」、『JICPA ジャーナル』17 (9) : 44-49.

付記 本研究は科学研究費補助金・基盤研究 C (課題番号21530479) の成果の一部で
ある。

ABSTRACT**Mechanism for utilizing consolidated accounting information****Takayuki NAKANO**

The objective of this study is to comprehensively clarify how investors gather and analyze consolidated accounting information, become familiar with corporate groups, and decide to invest in them, by observing and describing investment experts' analysis of companies.

This study clarified (1) how investors glean and analyze consolidated accounting information and decide to invest in them, (2) that equity investors and credit investors have quite different viewpoints and analytical methods, and (3) that diversified and globalized corporate groups cannot overcome information asymmetric easily, and this probably produces adverse effects on the evaluation on shares and credits.