



親会社利益と連結利益の情報内容比較(武田隆二博士 記念号)

桜井, 久勝

(Citation)

国民経済雑誌, 166(5):89-109

(Issue Date)

1992-11

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00174885>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00174885>



親会社利益と連結利益の情報内容比較

桜 井 久 勝

I は じ め に

財務諸表上の経常利益や当期純利益のような情報項目が、株価変動や出来高などの証券市場の変数に対して、統計的に有意な関連性をもつとき、それらの項目は「情報内容 (information content)」を有するとされる。

法律上の個々の企業に関しては、現行の発生主義会計利益で測定した企業業績と、東京市場での株価変動の間の関連性について、これまで多数の実証分析が蓄積されてきた。この結果、現在までに判明している事実は次のように要約することができる。

(1) 企業が公表する個別財務諸表上の実績利益数値のうち、事前の予想と相違する部分の割合が大きいほど、株価もまた同一方向へ、よりいっそう大きく変化するという明白な相関関係が存在している。ただし市場は、会計以外の代替情報源泉から企業の経営成績を予想して株価形成に反映させるため、会計利益と首尾一貫した上述のような株価変化の大部分は、実際の利益発表よりも前に生じている。

(2) しかし決算発表前に市場が形成する利益の予想は決して完全ではなく、発表される利益数字には依然として予想外の部分が残されているため、個別企業の実績利益が発表される時点で、顕著な株価反応や出来高の増加が発生し、市場で最終的な株価調整が行われる。

したがって法律上の個々の企業について測定された会計利益は、上述の意味で、情報内容を有すると結論づけることができるであろう。

このようにわが国では、法律上の個別企業ごとの利益測定が実務的にも重視

されてきたため、会計利益と株価変動の実証的関連性の分析もまた、個別企業の利益数値を中心に行われてきた。他方、ニューヨーク市場に関する分析は、アメリカで公表される会計利益がもっぱら連結決算上の利益であり、通常は親会社単独の利益数値は公表されないため、連結利益を対象として進められている。このようなアメリカのディスクロージャー制度と比べて、わが国では親会社単独の財務諸表と連結財務諸表の両方が公表される点に特徴がある。したがって株価変動との実証的関連性の分析に際しては、親会社単独利益と連結利益という2組の情報項目が入手できることになる。

本稿の目的は、わが国におけるこのような制度上の特徴を利用して、親会社単独の利益と連結利益の間で、情報内容の有無や強弱を比較することである。すなわち親会社の単独利益と株価変動の間で観察される上述のような実証的関連性が、連結利益と株価変動との間にも存在するか。また株価変動との関連性は、親会社単独利益と連結利益のいずれが、よりいっそう強力であるかという問題が実証的に分析される。

実務上は依然として連結利益よりも個々の企業利益の方が重視されていると思われるが、後述の実証結果は、株価変動との関連性に関する限り、親会社単独利益よりも連結利益の方が、よりいっそう強力であることを示している。

II 連結財務諸表の制度化

わが国では長らく、財務諸表といえば法律上で独立した個々の企業の個別財務諸表をいい、連結財務諸表は相対的に新しい会計情報である。証券取引法により、所定の企業に対して、連結財務諸表の作成と公開が強制されるようになったのは、1977年4月1日以降に開始する事業年度からである。武田〔1975, 5頁〕によれば、わが国における連結財務諸表の制度化の歴史は、次の4つの段階に区分して考えることができる。すなわち①制度化前史（1961～1964年）、②第1期（1965～1970年）、③第2期（1971～1976年）および④第3期（1977年以降）がそれである。

制度化前史とされる1961～1964年の期間は、アメリカの証券市場でADR (American Depositary Receipts) 方式で株式を売出した一部の日本企業だけが、SECの会計基準に準拠して連結財務諸表を作成し、アメリカの市場で公開していた時期である。そのような日本企業の最初はソニー（1961年6月）であり、東芝（1962年2月）がこれに続いた（武田 [1977], 4頁）。しかしその他の大部分の日本企業は、依然として個別財務諸表だけを作成し続けていた。

個別財務諸表を中心とする当時の会計制度に対して、連結財務諸表の導入の必要性を認識させる最初の契機となったのは、1964～1965年に多発した粉飾決算と企業倒産であった。その粉飾決算の多くは、子会社や関連会社との間の支配従属関係を悪用した、いわゆる「押し込み販売」等による未実現利益の計上などの手段によって行われていた。連結財務諸表では、そのような未実現利益は相殺消去されるため、この粉飾手法が無意味になってしまうことは周知のところである。そこで子会社を利用した粉飾決算を予防する手段として、連結財務諸表の導入が検討されるようになった。これが制度化の第1期である。制度化の検討結果は、1967年5月に企業会計審議会により「連結財務諸表に関する意見書」として公表された。しかし当時は連結制度の経験がほとんどなかった経済界からの強い反対のため、結局、制度化は見送られることになった（武田 [1977], 6-11頁）。

第2期が、粉飾決算の予防手段として連結財務諸表の導入が検討された時期であったのに対し、第3期は、わが国のディスクロージャー制度を充実させて国際的な水準に高めるという観点から、連結財務諸表の制度化が推進された時期である。この時期は、資本取引の自由化や証券市場の国際化に対応して、1971年3月に証券取引法が改正されたことに始まる。その改正に付された、連結財務諸表制度の採用に関する付帯決議に応じるため、企業会計審議会に対して諮問が行われ、その結果は1975年6月に企業会計審議会によって公表された「連結財務諸表の制度化に関する意見書」として結実することになる（武田 [1977], 11-12頁）。

1977年に始まる第3期は、この意見書が実践に移される時期である。意見書に基づいて連結財務諸表制度が強制されるようになったのは、1977年4月1日以降に開始する事業年度からであるから、3月末日を決算日とするわが国の多くの企業にとって、最初の連結財務諸表は1978年3月期に関するものである。本研究でも、この最初の年度の連結財務諸表から実証分析のサンプルに含めている。しかし現在に到るまで、連結財務諸表の制度は決して同質的に継続されてきたわけではなく、初期の特例措置が段階的に廃止される形で、徐々に制度の高度化が図られている。この点は後述のサンプル選択規準とも関連するので、3月決算企業に着目して、連結財務諸表制度の進化を概観しておこう。

1978年3月期から1983年3月期までは、連結財務諸表制度の定着が図られる時期である。当時のわが国の企業にとって、連結決算の実務は相対的に未成熟であったことを考慮して、この時期には次の2つの点で、制度運用上の緩和措置がとられた。ひとつは、連結財務諸表が有価証券報告書の添付書類とされたが、その提出期限たる決算日後3か月以内に連結財務諸表を作成できないときは、決算日後4か月以内に提出すればよいという特例が認められたことである。いまひとつは、「連結財務諸表原則」において非連結子会社や関連会社への投資勘定に対して適用すべきこととされている持分法の規定が、強制適用ではなく任意選択とされたことである。

しかし連結決算制度の定着に伴い、これら2つの特例は順に廃止されていった。まず1984年3月期からは、持分法が強制適用に移された。また1989年3月期からは、連結財務諸表の提出期限に関する特例が廃止され、有価証券報告書と同時に提出すべきことが原則とされるようになった。ただし1989年3月期と1990年3月期については、過渡的に従来どおり決算日後4か月以内の提出も容認されていた。その過渡的措置が廃止され、連結財務諸表が有価証券報告書と同時に提出されるようになったのは、1991年3月決算期からである。

III 本研究のサンプル

本研究のサンプルは、次の6つの要件をすべて満たす延べ2,456個の企業の年度である。同一企業であっても年度が異なれば別個のサンプルとして取り扱われていることに注意されたい。

要件1. 東京証券取引所第一部上場企業（ただし銀行・証券・保険を除く）の1979年3月から1990年3月までの事業年度であること。

したがって本研究では、連結財務諸表の作成と公開が強制されるようになった最初の時点から12年間にわたってサンプルが抽出されることになる。企業が最初に連結財務諸表を公表したのは1978年3月期であるが、本研究では経営成績の動向を対前年度比較で把握するため、1978年の財務諸表は1979年との比較に利用される結果、1979年3月期が最初のサンプル抽出年度となる。なお各企業が東証第一部上場であるか否かは、各事業年度の決算日をもって判定する。

要件2. 当該事業年度とその直前年度が、いずれも3月末日を決算日とする1年間であること。

前述のとおり、本研究では企業の経営成績の動向を対前年度比較で判断する。このため当期と前期はともに1年でなければならない。最近、3月末決算以外の多くの企業が決算日を3月末に変更してきた。したがってこれらの企業については、変更年度とその翌年度について、サンプルに含まれないことになる。

要件3. 連結財務諸表を公表していること。

上場企業の中には、子会社や関連会社を有しないか、また有していても親会社に比べて小規模なため、重要性の原則により連結財務諸表の作成を要しない企業も数多く存在する。これに対し本研究は、同一のサンプル集団について、親会社単独と連結の両方の決算の間で、株価動向との関連性を比較しようとするものであるから、サンプル企業は個別財務諸表だけでなく連結財務諸表をも公表していなければならない。

要件4. 該当の非連結子会社や関連会社がある場合には、持分法を適用して

いること。

持分法の適用は「連結財務諸表原則」で明確に規定されているところであるが、1984年3月期の前までは特例措置により、その採用が任意とされた。したがって任意適用期間に持分法を採用していなかった企業の連結財務諸表は、不完全な情報であるだけでなく、持分法が強制されるようになった期間の連結財務諸表と厳密には比較可能でない。このため本研究では、1983年3月期およびそれ以前の期間から抽出するサンプルは、持分法を任意適用してきた企業のみ限定した。この結果、1979～1983年までのサンプルは激減し、1984年以降は持分法の強制によってサンプル数が著しく増加することになる。

要件5。貸借対照表の資本の部の金額がマイナスでないこと。また資本の部の金額を分母として計算した自己資本純利益率が、当期と前期について100%を超えないこと。

本研究では企業の経営成績を自己資本純利益率によって計測し、親会社単独決算と連結決算のそれぞれについて、この比率を〔当期純利益÷貸借対照表の資本の部の金額〕として計算する。したがって分母とされる資本の部の金額が、債務超過によりマイナス数値となっている場合には、算定された比率の経済的意味を解釈することは困難であるから、それらの企業はサンプルから除去される。また分子の純利益額に比べて分母の自己資本額が小さいときには、算出される自己資本純利益率が著しく大きくなってしまいうから、算出した自己資本純利益率が100%を超える企業もサンプルから除去している。

要件6。親会社単独決算の発表月を月次0と定義するとき、月次-72から+3までの75か月間について、月々の株価変動に基づく投資収益率が計算可能であること。

これは株価変動に反映された一般経済情報の影響部分を、市場モデルの適用を通じて除去した残差をもって、企業別情報としての会計情報と株価変動の関連性を分析するのに必要な要件である。この手法の適用方法は、第V節で詳述する。この要件が課される結果、上場後6年未満の企業はサンプルに含まれな

いことになる。

これらの要件をすべて満たす延べ 2,456 個のサンプルの年度別分布は次のとおりである。

表1 サンプルの年度別分布

1979年3月期	29	1983年3月期	46	1987年3月期	343
1980年3月期	33	1984年3月期	51	1988年3月期	359
1981年3月期	37	1985年3月期	316	1989年3月期	390
1982年3月期	42	1986年3月期	334	1990年3月期	476

IV 自己資本利益率による経営成績

投資者にとって、財務諸表が伝達する最も重要な企業情報は、経営成績の動向である。企業の経営成績を把握するためには、投下された資本額に対する得られた利益の割合として計算される資本利益率が一般的に用いられている。その資本利益率には総資本利益率（ROA: return on asset）および自己資本利益率（ROE: return on equity）という2つの代表的な尺度がある。

ROAは、総資産額を分母とする利益率であり、分子には経常利益、または〔営業利益＋受取利息・配当金〕が用いられる。他方、ROEは自己資本額を分母とし、当期純利益額を分子とする利益率である。本研究では、個別企業または企業集団の経営成績を把握する尺度として、財務諸表から算定される自己資本純利益率（ROE）を用いる。ROAではなくROEを用いる理由は、主として次の2つである。

第1に、ROAは、その計算で分母とされる総資産が他人資本と自己資本のいずれで調達されているにかかわらず、企業が経営活動に用いている総資産額について計算された利益率である。したがってこの比率は、株主とは別個の存在として認識された、いわば企業独自の観点からする収益性の指標である。これに対しROEは、株主に帰属する拠出資本と留保利益を分母として計算する利益率であるから、株主を中心とする投資者保護の観点から会計情報の公開

を分析する場合には、ROAよりもよりいっそう適切な業績尺度であると考えられる。

第2の理由は、連結損益計算書における項目の配列順序に起因する。表2は、損益計算書の経常利益以下の部分の様式を、個別企業の場合と連結の場合を対比する形で要約して示したものである。連結損益計算書では、個別損益計算書にはない連結特有の3項目が最後の部分で追加されている。すなわち①少数株主損益、②連結調整勘定当期償却額、および③持分法による投資損益がそれである。

したがってもしROAで企業集団の業績を把握しようとして、比率計算の分子に連結上の経常利益またはその類似項目を用いると、連結決算特有の3つの損益項目が反映されないことになる。これらの損益項目を反映させるには、連結損益計算書での当期純利益を分子とするROEによって経営成績を把握する必要がある、これと首尾一貫させるために、親会社単独の経営成績についても、個別財務諸表から算出されるROEを指標として用いるのである。

そのROEは、親会社単独の場合と連結の場合の両方について、具体的には次の手続を経て計算される。まず最初に、個別損益計算書と連結損益計算書に掲載された当期純利益額を、期末の発行済株式数で割算して、1株当たり利益(EPS: earnings per share)を導出する。次いで自己資本についても、個別と連結それぞれの期末の貸借対照表における資本の部の金額を、期末の発行済株

表2 連結損益計算書の様式

(個別損益計算書)	(連結損益計算書)
経常利益	経常利益
特別利益・特別損失	特別利益・特別損失
税引前当期純利益	税金等調整前当期純利益
法人税及び住民税	法人税及び住民税額
	少数株主損益
	連結調整勘定当期償却額
	持分法による投資損益
当期純利益	当期純利益

式数で割算して、1株当り帳簿価値（BPS: book value per share）を算定する。そしてこれらの1株当り数値を用いて、親会社単独と連結のそれぞれについて、 $[ROE = EPS \div \text{期末BPS}]$ として当期の自己資本純利益率を算定するのである。

なおROEの計算に際して1株当り数値を用いたのは、時価発行増資による自己資本の変化から生じる利益率の対前年度比較の攪乱を回避するためである。またROE計算の分母には、通常、期首と期末の平均数値を用いるのが一般的であるが、前期末と当期末で連結対象に含まれる子会社が相違するとき、期首と期末の貸借対照表は比較可能ではなくなる。したがってROE計算の分母には、連結範囲に関して当期のEPSと首尾一貫した期末のBPSを用いることとする。

このようにして親会社単独と連結のそれぞれについて、当期のROEが算定されると、次に当期ROEを前期ROEと比較して、その変化分が当期の新情報として特定されることになる。これは当期ROEが投資者の意思決定にとって重要な業績指標であるとしても、その全体が株価形成にとって意味をもつのではなく、公表された財務諸表から算定されるROEのうち新情報となるのは、事前の予想と相違する部分だけであることを考慮したものである。すなわち当期ROEについての事前の予想が、前期の実績ROEを基礎として形成されるとすれば、当期ROEのうち新情報たる部分は、 $[\text{当期ROE} - \text{前期ROE}]$ として計算すればよいことになる。この結果、本研究では各サンプルについて、親会社単独の情報変数と連結上の情報変数が、次式に従って計算されている。

親会社単独の情報 = 当期の親会社ROE - 前期の親会社ROE

連結の情報 = 当期の連結ROE - 前期の連結ROE

この計算結果がプラスであれば、当期の業績が前期に比べて向上したこと、逆にマイナスであれば悪化したことを意味することは言うまでもない。多くのサンプルについては、親会社単独でみてプラス・グループに属するならば、連結上もプラス・グループに属していると思われるが、親会社単独の場合と連結

の場合で情報変数の符号が異なるサンプルも存在するはずである。たとえば親会社の個別財務諸表上は業績が向上していても、企業集団でみれば連結財務諸表上の業績が悪化している場合がこれである。

そこで本研究では、2,456 個のサンプルを、親会社単独の情報変数の符号でグループ分類した場合と、連結の情報変数の符号でグループ分類した場合について、各グループの株価動向を比較する。また自己資本純利益率でみた業績変化率と株価変化率の間の関連性の強弱についても、親会社単独と連結の場合で比較を行うことにする。

V 株価動向の測定

会計情報の変数との関連性が検証されるべき株価動向は、各年度の親会社単独の決算発表月を月次 0 として定義した場合の、月次 -11 から +3 までの 15 か月間について 1 か月単位で追跡することとする。本研究のサンプルはすべて 3 月末決算企業であり、その多くは決算月後 2 か月目に親会社の決算発表を行っているから、この 15 か月間は通常、各事業年度中の 6 月から翌年 8 月までに相当する。1 か月単位の株価動向は、 $[(\text{当月中の配当権利落額} + \text{当月末株価} - \text{前月末株価}) \div \text{前月末株価}]$ として日本証券経済研究所が計測している株式投資収益率を用いる。

さて、このような株価変化をもたらした情報を、一般経済情報と企業別情報に大別した場合、本研究がとりあげている自己資本純利益率は企業別情報である。したがってこの情報と株価動向の関連性を分析するには、株価変化から生じた投資収益率全体のうちから、一般経済情報に起因すると推定される部分を、分析上のノイズと見なして除去する必要がある。

この目的で最も広く用いられる手法は、市場モデルに基づく残差分析である。したがって本研究でも、この手法を用いて次の手順で一般経済情報の影響部分を除去する。

まず第 1 に、市場における個々の銘柄の株価形成を記述するモデルとして、

次式の市場モデルを仮定し、調査対象期間直前の60か月（月次-71から-12）のデータを用いて、モデルのパラメータを最小2乗法で推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

ただし R_{it} と R_{mt} はそれぞれ、月次 t におけるサンプル企業 i と東証第1部市場全体 m の投資収益率である。この結果、サンプル別の市場モデルが次のように特定される。

$$E(R_{it}) = a_i + b_i \cdot E(R_{mt})$$

次の表3は、本研究のサンプルについて、推定結果の平均値を年度別に示したものである。

表3 市場モデルの推定結果

年度	サンプル	a	t_a	b	t_b	決定係数
1979	29	0.005	0.329	1.165	5.222	0.298
1980	33	0.006	0.299	1.215	5.064	0.286
1981	37	0.005	0.326	1.422	4.184	0.222
1982	42	0.002	0.078	1.313	3.540	0.182
1983	46	0.001	0.002	1.371	3.639	0.199
1984	51	0.002	0.088	1.294	3.428	0.180
1985	316	0.005	0.333	0.653	2.178	0.096
1986	334	0.006	0.411	0.641	2.137	0.090
1987	343	0.009	0.611	0.650	2.394	0.098
1988	359	0.010	0.572	0.558	2.089	0.081
1989	390	0.014	0.836	0.546	2.286	0.093
1990	476	0.016	1.014	0.511	1.941	0.070
	2456	0.010	0.613	0.656	2.342	0.100

次に、上で推定された市場モデル式に、調査対象期間（ $t = -11$ から $+3$ ）の実際の R_{mt} を代入して、各月の期待リターン $E(R_{it} | R_{mt})$ を算定する。

$$E(R_{it} | R_{mt}) = a_i + b_i R_{mt}$$

定義により、一般経済情報は市場の全銘柄に影響を及ぼす情報であり、 R_{mt} はそれら全銘柄の株価変化を総合して算定された市場全体の投資収益率である。したがって各月の期待リターン $E(R_{it} | R_{mt})$ は、その一般経済情報が銘柄 i の

株価に影響を及ぼした部分を測定していることになる。

そこで最後に、調査対象月の銘柄別の実際の投資収益率 R_{it} から、上記の期待リターンを次式のように控除すれば、一般経済情報の影響を除去した後の、企業別情報の影響部分 e_{it} を測定できるのである。

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it} | R_{mt}) = R_{it} - (a_t + b_t R_{mt}) \quad t = -11 \sim +3$$

会計情報の変数との関連性の調査で用いられるべき株価変動の尺度は、この残差リターン e_{it} である。

なおこの手法の利用に関して、わが国では市場モデルの当てはまりが必ずしも良好でないため、株価変動を描写するモデルとしての妥当性がしばしば問題にされている。事実、表 3 に示された年度別の推定結果を見ても、サンプル数が増加する 1985 年以降は、モデルの決定係数が低くなっている。これはサンプル中に、市場モデルの当てはまりが悪い企業が多く含まれているためであると思われる。

したがって本研究では、市場モデルに基づく上記の方法と並行して、市場モデルには依存しない「市場リターン控除法」による残差リターンをも算定することとする。この方法のもとでは、各月の残差リターンが次のように計算される。

$$e_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad t = -11 \sim +3$$

すなわち一般経済情報の影響は、市場全体の株価指数の変化率に現れると考えて、銘柄別の投資収益率 R_{it} から市場全体の投資収益率 R_{mt} を控除した残差 e_{it} をもって、企業別情報に起因する株価変化部分と見なすのである。

もし市場モデルに基づく場合と市場リターン控除法の場合で、分析結果が基本的に異ならなければ、本研究の発見事項はきわめて頑強であると判断できるであろう。

VI 情報変数の符号と株価変化方向の対応

これまでの説明により、会計情報の変数と株価動向の測定尺度が特定された

ので、次に両者の間の関連性についての分析結果を提示する。まず最初は、親会社単独および連結会計上の情報変数の符号と、株価変化の方向との対応関係ないしそのタイミングである。

この関係を明らかにするため、2,456個のサンプルのそれぞれについて、当期の自己資本純利益率を前期のそれと対比することにより、利益率の変化がプラスのグループとマイナスのグループに分類する。親会社単独の情報変数を用いれば、1,165個のサンプルがプラス・グループに帰属し、残りの1,291個がマイナス・グループに分類される。また連結上の情報変数によれば、プラスとマイナスのグループに分類されるサンプル数は、それぞれ1,147個と1,309個である。

次に、これらのグループ別の平均的な株価動向を追跡するため、各サンプルの残差リターン e_{it} を月次-11から+3までの月別に平均し、得られた平均値を月次-11から順に月次Tまで累計して、次式の累積平均残差 (CAR: cumulative average residual) を導出する。

$$CAR_T = \sum_{t=-11}^T \left(\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N e_{it} \right) \quad T = -11 \sim +3$$

表4は、このようにして算定されたCARを、月次-11から+3についてグループ別に示したものである。表はまず、累計される残差リターンが市場モデルに基づくものか (①～⑤)、市場リターン控除法によるものか (⑥～⑩) で、左右に二分されている。①欄はサンプル全体についてのCARであり、②欄と③欄はそれぞれ、親会社単独の情報項目によって分類されたプラス・グループとマイナス・グループの株価動向を表している。他方、④欄と⑤欄は連結上の情報変数によるプラスとマイナス・グループのCARである。

また表の下半分は、②～⑤のグループ別のCARから、①欄のサンプル全体のCARを控除した後の数値を列挙している。したがってこれら下半分の数値は、サンプル全体の株価動向と対比した場合の、各グループ別の相対的な株価動向を表すことになる。市場モデルに基づく場合について、そのような相対的

表 4 グループ別の累積平均残差

サン プル	市場モデルに基づく場合					市場リターン控除法による場合				
	全体	親+	親-	連結+	連結-	全体	親+	親-	連結+	連結-
	2456	1165	1291	1147	1309	2456	1165	1291	1147	1309
	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩
-11	0.015	0.021	0.009	0.023	0.007	0.025	0.032	0.018	0.033	0.018
-10	-0.003	0.012	-0.016	0.013	-0.017	0.010	0.027	-0.006	0.028	-0.003
-9	0.000	0.015	-0.013	0.018	-0.016	0.015	0.033	-0.002	0.034	0.003
-8	0.001	0.023	-0.018	0.024	-0.018	0.023	0.049	0.000	0.048	0.005
-7	-0.005	0.009	-0.019	0.012	-0.021	0.035	0.054	0.017	0.056	0.015
-6	0.007	0.030	-0.015	0.034	-0.018	0.047	0.077	0.020	0.079	0.020
-5	-0.008	0.021	-0.034	0.020	-0.033	0.038	0.074	0.005	0.071	0.010
-4	-0.002	0.034	-0.037	0.032	-0.031	0.042	0.083	0.004	0.077	0.018
-3	0.002	0.041	-0.034	0.041	-0.032	0.051	0.095	0.012	0.089	0.024
-2	-0.015	0.037	-0.061	0.037	-0.060	0.043	0.098	-0.007	0.092	0.007
-1	-0.011	0.049	-0.066	0.047	-0.063	0.052	0.118	-0.007	0.108	0.015
0	0.029	0.088	-0.025	0.090	-0.025	0.087	0.153	0.028	0.148	0.047
1	0.041	0.092	-0.005	0.093	-0.005	0.113	0.170	0.063	0.165	0.077
2	0.024	0.074	-0.020	0.076	-0.021	0.102	0.155	0.055	0.152	0.066
3	0.004	0.059	-0.045	0.066	-0.050	0.100	0.159	0.047	0.156	0.057
		②-①	③-①	④-①	⑤-①		⑦-⑥	⑧-⑥	⑨-⑥	⑩-⑥
-11		0.007	-0.006	0.009	-0.007		0.008	-0.007	0.009	-0.007
-10		0.015	-0.013	0.016	-0.014		0.017	-0.016	0.018	-0.013
-9		0.015	-0.013	0.018	-0.016		0.018	-0.017	0.019	-0.012
-8		0.021	-0.019	0.023	-0.020		0.026	-0.023	0.025	-0.018
-7		0.015	-0.013	0.018	-0.016		0.020	-0.018	0.021	-0.020
-6		0.023	-0.021	0.028	-0.024		0.030	-0.027	0.032	-0.027
-5		0.029	-0.026	0.028	-0.025		0.036	-0.033	0.033	-0.028
-4		0.035	-0.036	0.034	-0.030		0.041	-0.037	0.036	-0.024
-3		0.039	-0.036	0.039	-0.034		0.044	-0.039	0.038	-0.027
-2		0.052	-0.047	0.051	-0.045		0.055	-0.050	0.049	-0.036
-1		0.061	-0.055	0.058	-0.051		0.066	-0.059	0.056	-0.037
0		0.060	-0.054	0.061	-0.054		0.066	-0.059	0.061	-0.040
1		0.051	-0.047	0.052	-0.046		0.056	-0.051	0.051	-0.036
2		0.050	-0.045	0.051	-0.045		0.052	-0.047	0.049	-0.036
3		0.055	-0.050	0.062	-0.054		0.059	-0.053	0.056	-0.043

図1 親会社情報による集団の株価動向
(市場モデル)

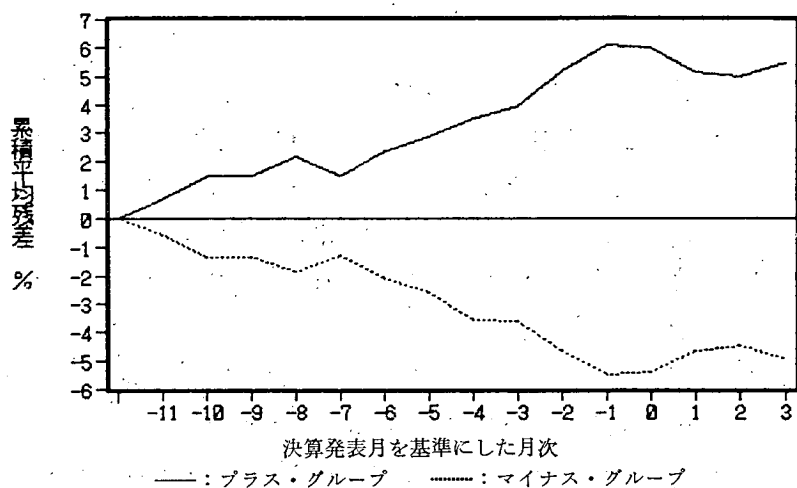
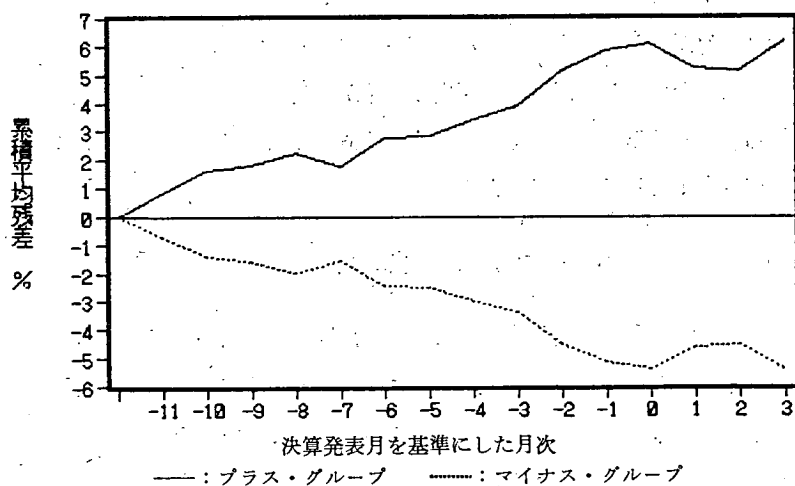


図2 連結情報による集団の株価動向
(市場モデル)



な株価動向を図示したのが、図 1 と 2 である。市場リターン控除法の場合も結果は同様であるから、図示は省略した。これらの図表から次の事実が明らかである。

第 1 に、親会社単独の情報変数と連結上の情報変数のいずれが用いられるかにかかわらず、自己資本純利益率が対前年比較で向上したグループは株価も上昇しており、逆に利益率が悪化したグループは株価も徐々に低下していることがわかる。したがって個別財務諸表と同様に、連結財務諸表もまた、投資者が興味をもつ企業活動の諸側面をうまく測定しており、「情報内容」を有するものと判断できる。

第 2 に、親会社単独の場合も連結の場合も、自己資本純利益率をもつ情報内容の大部分は事前に株価に織り込まれているが、そのタイミングは微妙に相違する。すなわち親会社単独情報の場合は、CAR が月次 -1 でピークに達しているのに対し、連結情報の場合のピークは月次 0 である。この原因は、連結財務諸表の提出期限に関して、有価証券報告書と同時ではなく、それより 1 か月遅い決算日後 4 か月以内に提出すればよいという特例措置がとられたことに求められるであろう。

なお CAR がそれぞれ上記の月次でピークに達した後は、もはや明確な方向性は認められない。したがって本調査の結果から見る限り、東証第 1 部市場は連結情報の織り込みについても、親会社単独情報と同様に効率的であることを、第 3 の発見事項として指摘できよう。

VII 情報変数と株価変化率の大きさの相関

連結財務諸表の会計変数と株価変化の間の符号の対応関係が確認されると、次に両者の間の大きさの相関関係が問題になる。また株価変化との相関関係は、親会社単独の情報変数と連結の情報変数のいずれがよりいっそう強力であるかということにも興味をもたれる。

そこで本研究ではまず、株価変動を従属変数とし、親会社単独ないし連結決

算上の情報項目を独立変数とする次式のクロスセクション回帰分析を実施する。

$$Z_i = a_0 + a_1 X_i$$

$$Z_i = b_0 + b_1 Y_i$$

ただし X_i と Y_i はそれぞれ、親会社単独と連結上の自己資本純利益率の対前年比較によって導出された、前述のような情報項目である。また左辺の Z_i は、サンプル別に月次の残差リターンを累計して得られる株価変動の変数である。その累計は月次 -11 から開始されるが、どの月次まで累計するかについては若干の問題がある。

本研究では、親会社単独決算の発表月を月次0としているので、親会社単独の情報項目との関連性を調査する場合には、月次0までの残差リターンが累計されなければならない。他方、連結決算の発表月はサンプルによって大きく異なっている。制度的には、連結財務諸表は有価証券報告書の添付書類とされ、原則として両者は同時に提出すべきことになっているから、有価証券報告書の提出月（決算日後3か月内）たる月次+1までの株価変動を従属変数とするのが1つの方法である。しかしサンプル抽出期間の全体にわたり、連結財務諸表の提出期限に関する特例ないし経過措置がとられており、決算日後4か月以内に提出することも認められているので、それらの企業については月次+2までの株価変動を累計する必要がある。このため本研究では、月次0まで、月次+1まで、および月次+2までという3通りの累計期間をすべて採用し、回帰結果を比較することとした。

もし現行の発生主義会計で測定された親会社単独または連結決算上の自己資本純利益率が、対前年度比較で大きく向上している企業ほど、株価もまた大きく上昇するという関係が存在するならば、上記の回帰式のパラメータ a_1 および b_1 が統計的に有意なプラスの値をとるであろう。また親会社単独と連結の情報項目のいずれが株価変動とよりいっそう強力に関連しているかは、回帰式の決定係数を比較することによって判断できる。

親会社単独または連結決算上の情報項目のそれぞれに対する回帰結果は、表

5のとおりであった。第1に、親会社単独の情報に対する勾配係数 a_1 は、すべてのケースにおいてその t 値が両側検定での1%有意水準の棄却限界値 2.576 を超えて、統計的に有意にプラスの値をとっている。これは親会社の利益率の改善が大きいほど、株価上昇率も大きいことを示すものであり、この点は、従来の多くの実証研究においてすでに確認されているところである。

第2に、連結決算の情報変数のパラメータ b_1 もまた、統計的に有意にプラスであることがわかる。したがって連結決算上の自己資本純利益率の向上程度が大きいほど、株価上昇率も高く、連結財務諸表が有意な「情報内容」をもつことが明らかである。

第3に、親会社単独情報よりも連結情報の方が、回帰式の決定係数がよりいっそう大きいことが注目されなければならない。すなわち株価変動との関連性は、親会社単独情報よりも連結情報の方が、よりいっそう強力になっているのである。

このことからただちに次のような興味深い問題が生じる。すなわち企業間で

表5 回帰分析の結果 (N=2,456 カッコ内は t 値)

	親会社単独			連結決算			単独・連結の両方			
	a_0	a_1	R^2	b_0	b_1	R^2	c_0	c_1	c_2	R^2
$\rho(X, Y)=0.675$										
●市場モデル残差の場合										
月次0	0.0290 (3.56)	0.4308 (4.45)	0.076	0.0299 (3.66)	0.3668 (5.50)	0.118	0.0298 (3.65)	0.1329 (1.01)	0.3049 (3.37)	0.118
月次1	0.0413 (4.85)	0.3679 (3.64)	0.050	0.0421 (4.94)	0.3215 (4.61)	0.082	0.0420 (4.93)	0.0987 (0.72)	0.2755 (2.92)	0.080
月次2	0.0248 (2.80)	0.4026 (3.83)	0.056	0.0255 (2.89)	0.3445 (4.76)	0.087	0.0255 (2.88)	0.1212 (0.85)	0.2880 (2.94)	0.086
●市場リターン控除法の場合										
月次0	0.0877 (11.9)	0.4839 (5.53)	0.119	0.0887 (12.0)	0.4064 (6.74)	0.178	0.0885 (12.0)	0.1595 (1.35)	0.3321 (4.07)	0.181
月次1	0.1137 (15.4)	0.4249 (4.86)	0.091	0.1145 (15.6)	0.3518 (5.84)	0.133	0.1144 (15.6)	0.1490 (1.26)	0.2824 (3.46)	0.136
月次2	0.1030 (13.6)	0.4400 (4.90)	0.093	0.1038 (13.7)	0.3610 (5.83)	0.132	0.1037 (13.7)	0.1603 (1.32)	0.2863 (3.41)	0.135

の株価変動のバラツキを説明するという点からみた場合、親会社単独情報を所与としてもなお、連結情報は追加的な説明能力を有するか。また逆に、親会社単独情報は、連結情報を所与としてもなお、追加的な説明能力を有するかという問題がそれである。そのような追加的な説明力がある場合、その項目は「増分情報内容 (incremental information content)」を有するといわれる。わが国では親会社決算と連結決算の両方の財務諸表が公表されているので、このことは制度的にも重要な問題である。

この問題に取り組むアプローチとして有名なのは、Beaver et al. [1982] が原価主義利益と時価主義利益の相互の増分情報内容の分析に用いた、いわゆる二段階 (two stage) 回帰分析である。この方法のもとでは、 X および Y という 2 組の情報変数がある場合に、まず Y を X に対して回帰した場合の残差 V を、 Y のうち X とは関連しない独自の情報部分として抽出し、 X と V の 2 変数を独立変数とした重回帰が行われる。そして 変数 V の係数が統計的に有意であれば、情報 X を所与としても Y が増分情報内容を有するものと判断される。逆に、 X を Y に対して回帰した場合の残差 W の係数が有意であれば、 Y を所与として X が増分情報内容を有すると結論づけられるのである。

しかしこの方法が、 X と Y の両方をそのまま独立変数とする重回帰分析と同一であることは、すでに Christie et al. [1984] によって証明されているところである。したがって本研究では、次式に従った通常の重回帰分析を行う。

$$Z_i = c_0 + c_1 X_i + c_2 Y_i$$

もし Y が増分情報内容を有するならば、 X を独立変数とする単回帰よりも上記の重回帰の方が、決定係数が高くなるであろうし、 X が増分情報内容を有するならば、 Y を独立変数とする単回帰よりも重回帰の決定係数の方が高くなるであろう。

表 5 には、重回帰分析の結果もあわせて掲載されている。従属変数として市場モデルの残差リターンと市場リターン控除法のいずれが用いられるかにかかわらず、またどの月次までの残差リターンが累計されるかにかかわらず、6 通

りの重回帰結果は基本的に一致している。すなわち親会社単独情報 X のパラメータ c_1 が統計的に有意でないのに対し、連結情報 Y のパラメータ c_2 は、統計的に有意にプラスである。また親会社単独情報を用いた単回帰よりも重回帰の方が決定係数が明らかに高いのに対し、連結情報を用いた単回帰と重回帰の決定係数は、ほとんど同じである。

したがってこのことから、連結情報は親会社単独情報を所与としても増分情報内容を有するが、親会社単独情報は連結情報があれば、何ら株価変動を追加的に説明する能力を有しないものと判断することができよう。このことは、連結財務諸表が親会社の個別財務諸表をも含めて作成されるものであり、連結上の業績は親会社の業績によって大きく左右される場合が多いことを考えれば、きわめて常識的な結論である。事実、親会社単独情報 X と連結情報 Y の相関係数は、0.675という非常に高い値に達している。

VIII 結 論

1978年3月期から連結財務諸表の公表が強制されるようになって以来、すでに15回の公表が行われた。本研究は、そのような連結財務諸表と個別財務諸表の両方を公表している企業をサンプルとして、親会社単独の資本利益率と連結上の資本利益率の間で、株価変動との関連性を比較することを通じて、連結財務諸表が株価変動に対してどのような情報内容を有するかを実証的に分析した。得られた発見事項は次のとおりである。

(1) 個別財務諸表の場合と同様に連結財務諸表についても、企業が公表する実績利益率数値のうち、事前の予想と相違する部分の割合が大きいほど、株価もまた同一方向へ、よりいっそう大きく変化するという明白な相関関係が存在している。したがって連結財務諸表もまた「情報内容」を有するといえる。

(2) 利益業績と首尾一貫した株価変動の大部分は、連結上の決算発表よりも前に生じているが、そのタイミングは親会社単独情報が株価に織り込まれる時期より、約1か月後まで継続している。これは連結財務諸表の提出期限に関す

る特例措置に起因すると考えられる。

(3) 株価変動との関連性は、親会社単独の利益率よりも連結利益率の方がよりいっそう強力であり、連結上の利益情報を所与とすれば、親会社単独の利益情報は、何ら「増分情報内容」を有しない。

これらの発見事項のうち、特に第2点については、1991年3月期から連結財務諸表の提出期限の経過措置も廃止され、最近では親会社単独決算と同時に連結決算を発表する企業が増加していることが注目される。したがって連結情報が株価に織り込まれる時期も、やがて親会社情報と同じになるであろう。

その時点で、連結財務諸表以外に親会社単独情報をも並行して公表する必要があるか否かは、別途に検討を要する問題である。商法上の配当制限や社債発行制限の遵守を確認するために個別財務諸表が必要なことは言うまでもない。しかし上記の第3の発見事項は、少なくとも証券市場への情報提供の機能に関する限り、連結財務諸表だけで十分であることを示唆するものである。

引用文献・参考文献

- Beaver, Willam H., Paul A. Griffin and Wayne R. Landsman, "The Incremental Information Content of Replacement Cost Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 4, No. 2 (July 1982), pp. 15-39.
- Christie, Andrew A., Michael D. Kennelly, J. William King and Thomas F. Schaefer, "Testing for Incremental Information Content in the Presence of Collinearity," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 6, No. 3 (December 1984), pp. 205-217.
- 伊藤邦雄「連結決算制度に対するわが国証券市場の学習効果」会計、第142巻第1・2号(1992年7・8月), 75-87頁および108-120頁。
- 桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房, 1991年。
- 武田隆二『連結財務諸表』国元書房, 1977年。

〔付記〕 本稿は、澤村正麿学術奨励基金(平成4年度)の援助を受けた研究成果の一部である。

