

2003年度立命館大学社会システム研究所
プロジェクト研究成果報告書

「会計ビッグバン」と連結財務諸表 制度改定の問題点

Project No.7 連結財務分析プロジェクト報告書

2004年3月

立命館大学社会システム研究所
連結財務分析プロジェクト

「会計ビッグバン」と連結財務諸表制度改定の問題点

Project No.7 連結財務分析プロジェクト報告書

はじめに

本プロジェクトはその実施にあたり、当初次のような見通しをもって研究活動をはじめた。すなわち、「国際会計基準制度化，会計ビッグバン，連結会計の時代，時価会計の時代だと騒がれている。ところが，これが実施されると，企業経営にどのような影響が及ぶのかについては，これまであまり詳細には論じられていない。国際化対応，あるいは証券市場や投資家の求める情報の提供のためだという，いわば，建前論が言われるのみである。一体，これを運用する現場ではどのような問題が起こってくるのか，あるいは現におこりつつあるのか，これを連結会計，連結財務諸表を中心に明らかにするのが本研究の主要課題である。」第1章，第2章でこの辺りの分析を行っている。

初年度には内部の研究会を開いただけでなく，証券アナリストの「いちよし証券経済研究所」社長の近藤一仁氏よりアナリストが今回の連結財務諸表制度改定をどのように受け止めているのかに関するお話をうかがった。これはここでは補章として収載した。さらにその2001年度末に，上場企業の財務担当者，監査を行う公認会計士，財務情報の利用者代表ともいべきアナリストの三者に対するアンケート調査を行った。2002年度にこれを集計・分析した結果，果たして上記懸念は杞憂に終わらなかった。第3章がその調査結果である。アンケート結果を分析すると，ディスクロージャーの拡張，利用者指向が声高に叫ばれ，ビッグバンが遂行されたにもかかわらず，それが日本の実情に裏付けられたものであったのかどうか疑わせるものであった。もちろん，会計プロフェッションが，職域拡大とばかりに，制度改定を歓迎するのはわからないではない。企業の財務担当者も制度改定に今さら棹をさすこともないと考えていることも理解できる。だが，情報利用者を代表すると考えられるアナリストの中に制度改定に懐疑的な意見が比較的多かった。今回の制度改定の意味はどこにあったのか，改めて考えさせてくれる。この辺りをさらに分析したのが第4章である。

2003年度に予定していた補充調査は遅々として進まなかった。調査研究を進める中で出てきた疑問への答えが必ずしも出ていないとはいえない。それは事業法人が金融子会社を保有している場合，連結はどうなるのか，連結財務情報はむしろ単体のディスクロージャーよりも情報価値が落ちるのではないかと、とい

う疑問に端を発するものである。インタビューを行ってこの疑問を解いておきたいと考え、金融子会社を所有する会社にインタビューを申し込んだ。幸いにも、ソニー株式会社にはインタビューをすることができた。そのインタビューを受けた分析は本報告書では十分行えなかった。今回は印象記程度にとどまる。ソニーの分析は主として公表資料からのものである。第5章で若干これが触れられている。

補充調査が遅れた理由の一つに、われわれプロジェクトグループが、2003年度前半に、『エクセルでわかる企業分析・決算書』（東京書籍）を出版したからである（資料4参照）。これはこれでわれわれの研究成果ではあるが、副産物とでもいえるものである。しかしこれに時間をとられた。もう一つ、この著書を題材にして「梅田19時大学院連合による知の集積 インテリジェントアレー専門セミナー」（そのレジュメを資料3に添付した）という1回2時間、8回にわたる講座を研究代表者として引き受けたことも、調査が遅れた理由である。もちろんこのセミナーそのものが、われわれの研究の社会還元事業の一環であり有意義なものであったと考える。

われわれ研究グループは、今後もなんらかの形で引き続き共同研究を続けていくつもりである。そして、それを社会に還元していく予定である。このような機会と資金を与えていただいたことに感謝したい。また快くインタビューに応じていただいたソニー株式会社のIR担当の長谷川康生氏、インタビューを仲介していただきました同堀井康雄氏には改めて感謝の意を表したい。

なお、本プロジェクトのメンバーは、私の他、松本敏史（同志社大学）、原陽一（立命館大学）、奥村陽一（立命館大学）、澤邊紀生（京都大学）、富田知嗣（関西大学）、牧田正裕（立命館アジア太平洋大学）、金森絵里（立命館大学）であり、そのほか研究補助者として立命館大学大学院経営学研究科博士課程後期課程 飛田 努、同研究生 西山俊一、同前期課程徳能常弘、京都大学大学院経済学研究科博士課程後期課程 田中 伸の各君の協力を得た。

研究代表者 経営学部教授 松村 勝弘

も く じ

はじめに

第 1 章 「会計ビッグバン」と連結財務諸表制度改定（松村）

第 2 章 連結財務諸表公開の現状分析（松村）

第 3 章 アンケート調査報告書（松村他）

第 4 章 連結財務諸表中心へのディスクロージャー制度改定の問題点
アナリストの視点から考える （松村・徳能）

第 5 章 連結決算時代の経営 連結経営を考える （松村）

補章 アナリストから見た連結決算制度（近藤）

資料 1 連単倍率等業種別，製造・非製造業別推移（西山）

資料 2 アンケート調査様式

資料 3 専門セミナー・レジュメ（松村）

資料 4 『エクセルでわかる企業分析・決算書』東京書籍（共著）

（ ）内は文責ないし作成者名

第 1 章

第 1 章 「会計ビッグバン」と連結財務諸表制度改定

も く じ

- 1 . この間の環境変化と制度変化
- 2 . 「会計ビッグバン」と連結財務諸表制度

1 . この間の環境変化と制度変化

最近のわが国における会計制度改定には、めまぐるしいものがある。とりわけ、わが国では 2000 年 3 月決算より、それまでの単独主、連結従から連結主、単独従へとディスクロージャー制度が大きく変わった。しかもいわゆる時価会計への移行が進行している。さらにはキャッシュ・フロー計算書が制度化されたなどなど。いわゆる「会計ビッグバン」である。一体これがわが国企業にどのような影響を及ぼしたのであろうか。またその改定は一体何を目的として行われ、その目的は達成されたのであろうか。その目的は通常グローバル化への対応だとされる。だが一体誰のための改定だったのか。当事者は何を考えて改定したのか。必ずしも明確ではない。

「連結財務分析プロジェクト」で、われわれは、企業の財務担当者、公認会計士、証券アナリスト、という 3 つの類型の人たちに、連結会計を中心とした今回の会計制度改定に関するアンケート調査をした。その回答は三者三様である。どちらかというとな職域拡大とばかりに諸手をあげて賛成するかにみえる公認会計士、制度改定はやむを得ないと考える（とともに財界団体としてはこの際年来の主張を盛り込もうとする）企業の財務担当者、やむを得ないが若干とまどいを見せるアナリスト、といった状況が見える。

以下まず、この間の環境変化と制度変化を概括しておこう。

1) 金融ビッグバン

周知のように 1996 年 11 月時の橋本首相によりいわゆる「フリー・フェア、グローバル」をうたう金融ビッグバンが指示された。金融庁（当初は大蔵省）HP では「平成 8 年 11 月橋本総理より三塚大蔵大臣及び松浦法務大臣に対し、2001 年までに我が国金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権することを目標として、金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバンに取り組むよう指示がありました。」（「金融システム改革（日本版ビッグバン）とは」（http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb1.htm）より）という。

そこには、Free（市場原理が働く自由な市場に）の中に、「1,200 兆円の個人貯蓄の効率的運用（資産運用業務規制の見直しとディスクロージャーの充実・徹底）」が入

っており、Fair（透明で信頼できる市場に）の中に、「自己責任原則の確立のために十分な情報提供とルールの明確化（ディスクロージャーの充実・徹底）」が入っており、Global（国際的で時代を先取りする市場に）の中に、「デリバティブなどの展開に対応した法制度の整備・会計制度の国際標準化」が入っていたことを想起すべき。さらに、「iv 信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備」の中に「連結財務諸表制度の見直し」が入っていた。

(http://www.fsa.go.jp/p_mof/big-bang/bb7.htm より)

2) 「会計ビッグバン」

「会計ビッグバンの根幹は、国際会計基準（IAS：International Accounting Standards）の動きとそれに対する日本の企業会計の対応です。」（朝日監査法人 management news「会計ビッグバン - 我が国企業会計の急速なグローバル化と企業経営への影響」（http://www.asahiaudit.or.jp/b_info/letter/05/01.html）より）

言い得て妙。まさにグローバル化、さらにいえば、アングロ・アメリカナイゼーションの一環として「会計ビッグバン」は行われた。

ここで、「会計ビッグバン」の内容を整理しておこう。

単独決算から連結決算重視へ

その第1にあげられるべきは、それまでのわが国企業の決算における単独主連結従のシステムから、連結主単独従のそれへの移行である。しかも連結範囲が拡大された。すなわち形式的持株基準から実質的支配力・影響力基準への移行である。すなわち、連結等の範囲については、形式的持株基準から、実質的支配力、影響力基準が導入され、40%以上実質的所有子会社の連結、15%以上実質的所有の子会社以外の会社への持分法適用が義務づけられた。

得原価主義から時価主義への移行 - 金融商品の会計

金融商品について、それまでの取得原価主義から時価主義への移行が行われた。それは図表1にみるように、売買目的有価証券や特定金銭信託、デリバティブなどに対するものである。

(図表 1) 金融商品の評価方法及び会計処理

	保有目的	評価基準	評価差額の処理
有価証券	売買目的有価証券	時価	損益に計上 (P/L)
	満期保有目的債券	償却原価	-
	子会社，関連会社株式	原価	-
	その他有価証券 (「持ち合い株式」を含む。)	時価 (注) (2002 年3 月期 決算以降適用)	a. 資本の部に直接計上 (B/S) または b. 含み益は資本の部 (B/S)， 含み損は損益に計上 (P/L)
金銭債権		償却原価 (貸倒引当金を控除 した額)	-
特定金銭信託等		時価	損益に計上 (P/L)
デリバティブ		時価	損益に計上 (P/L)

(注) 「その他有価証券」(「持ち合い株式」を含む) への時価会計の適用時期について

2001 年3 月期決算： 評価差額に関する注記を行う。

2002 年3 月期決算： 財務諸表における時価評価処理開始。なお中間決算を行う場合は 年
9 月期中間決算より開始。

(出所) 各種資料よりあおぞら銀行調査部作成，あおぞら銀行「調査レポート」No.5,2001 年5 月より。

連結ベースのキャッシュフロー計算書の基本財務諸表への組み込み

さらに連結ベースのキャッシュフロー計算書が基本財務諸表に組み込まれた。そこで「キャッシュフロー計算書は，営業，投資及び財務の各キャッシュフローから構成されますが，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たフリーキャッシュフローは，EVA (Economic Value Added) の計算，一株当たりの期待配当にも大きく影響を与える指標でもあります。キャッシュフローを重視するキャッシュフロー経営の考え方，仕組みの構築が日本企業にとっても急務となってくるでしょう。」(前掲 (朝日監査法人 management news より)) などといわれたわけである。

退職給付会計

事業主から従業員に退職後支払われる給付金について，支給方法や積立方法の違いにかかわらず「退職給付」として一括し，同一の基準の適用を要求する包括的なものとなっている。例えば，厚生年金基金採用企業の場合，現行の退職給付に関する会計処理では，事業主の財務諸表上，各期における年金基金への拠出額が当期の費用として損益計算書に計上されるが，それ以外には年金にかかる事項は何ら認識されないことになった。しかし，実際には，年金基金が万が一破綻した場合，事業主には退職給付の支払義務があるなど，事業主は拠

出後も引き続き年金債務を負うことになるので、現行の会計処理は正確でないとの批判があった。特に、高齢化や運用実績の低迷等により年金基金の資産状況が悪化する中、事業主が債務を認識しないことに伴う問題がクローズアップされ、隠れ債務といった指摘がなされた。そこで、事業主は基本的にこうした年金債務を自らのバランスシートに計上することが義務づけられた、という。

(宮田慶一「わが国企業会計制度改革をめぐる現状と展望」『にちぎんクォーター 1999年冬季号(12月27日発行)』<http://www.boj.or.jp/wakaru/etc/kaikei.htm>より)

ここでは退職一時金と退職年金を退職給付債務ととらえ、どの程度積立資産があるか開示されるようになった。ここでは、退職給付債務から年金資産の公正価値を控除した額が「退職給付引当金」として負債計上される

税効果会計

税効果会計は、財務会計と税務会計での利益の算出方法が異なることで発生する違いの中で、一時的なズレが生じる(このズレを一時差異という)が、長期的にみれば両者の差異をならすことができるものを修正し、企業会計と税務会計の乖離を少なくしようとするものである。具体的な事例としては、減価償却費で前年に償却限度額を上回り、損金不算入とされたが、翌年に損金として認められる時に、償却限度超過額に法定実効税率を掛けて求めた値を当期調整すべき税額として計上する処理などがある。この税効果会計の導入によって、企業は税金を意識して設備の償却を今年度行うか、来年度にまわすかといった些細な事項に頭を悩ます必要がなくなった、という(「日本企業に変革を迫る会計ビッグバン」<http://isweb5.infoseek.co.jp/business/monku/kaikei/kai.index.html>より)。

そのもとでは、有税償却・引当などをすると、繰延税金資産が発生し、課税延期の優遇税制を利用すると、繰延税金負債が発生する。BIS規制をクリアしようとして、銀行がこれを多用したことは周知のところである。

研究開発費等

「重要な投資情報である研究開発費について、企業間の比較可能性を担保することが必要であり、費用処理又は資産計上を任意とする現行の会計処理は適当でない。研究開発費は、発生時には将来の収益を獲得できるか否か不明であり、また、研究開発計画が進行し、将来の収益の獲得期待が高まったとしても、依然としてその獲得が確実であるとはいえない。そのため、研究開発費を資産として貸借対照表に計上することは適当でないと判断した。」(企業会計審議会「研究開発費等に係る会計基準の設定に関する意見書」1998年3月、より)という。

このように会計改革は多岐にわたっている。これらを総称して「会計ピッ

グバン」といわれている。

3)「会計ビッグバン」の実施時期

いわゆる「会計ビッグバン」は相次いで実施された。その実施時期は2000年3月決算の連結決算から次々に行われた。図表2はその実施時期を表にしたものである。これをみると、いわゆる会計改革が矢継ぎ早に行われたことがわかる。金融ビッグバンと相まって、これが実務界に大きなインパクトを与えたことは間違いない。だからこれらを総称して「会計ビッグバン」などと大げさな表現を与えられるに至ったものと思われる。

(図表2) 会計改革の実施時期

：年度決算への適用開始 ：中間決算への適用開始

項目		2000/3	2000/9	2001/3	2001/9	2002/3
		期	中間期	期	中間期	期
新連結制度	(本格実施)	*1				
キャッシュフロー計算書						
金融商品の時価会計	流動有価証券					
	デリバティブ取引					
	その他有価証券		*2	*2		
退職給付会計			*3	*3		
税効果会計						
研究開発費等						

*1 銀行等の金融機関には、連結対象範囲拡大につき99年3月期より早期適応

*2 帳簿価額と時価との差額について税効果を適用した場合の注記が必要

*3 一定の注記を行うことにより、年の適用延期が可能

*4 朝日監査法人managementnews「会計ビッグバン - 我が国企業会計の急速なグローバル化と企業経営への影響」(http://www.asahiaudit.or.jp/b_info/letter/05/)などにより作成。

さらに、その後も相次いで 金融商品の全面時価会計、固定資産の減損会計、などが日程にのぼせられ、実務界に激震が走った。これが「会計ビッグバン」といわれるに至った原因であろう。産業界からの反発で導入時期延期が取りざたされた。企業会計審議会の先送り姿勢と自民党金融調査会企業会計小委員会で先送り批判がなされ、経済産業省も減損会計の早期導入に賛成する立場を示した、というように複雑な動きを見せた(『日本経済新聞』2001年8月9日号)。

まさに会計をめぐる情勢は混迷を極めた。私見によれば会計がこのように問題になる時期は決してよい時代ではない。アメリカの例をみても、Accounting

Journalが創刊され、会計が話題になり始めた1900ゼロ年代は、反トラストの波が高まった時期である。また会計原則運動が起こったのも、大恐慌期の1930年代である。わが国でも同じだ。わが国の1990年代はまさに「失われた10年」だといわれている時代である。

2. 「会計ビッグバン」と連結財務諸表制度

会計が騒がれる時代は決してよい時代とはいえない、と先に言った。1990年代のわが国がそういう時代だと言った。しかし子細にこれを見ても必要がある。図表3は「日経テレコン」から日経4紙で関連記事が何年に何件みられるかという件数を拾い出したものである。重複もある。だがおおよその傾向はわかるだろう。

(図表3) 日経テレコン記事件数

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
連結財務諸表	14	13	13	4	20	17	71	66	42	135	50	19	24	3
連結会計	2	2	1	3	7	8	22	49	133	73	48	27	19	4
連結経営	8	5	12	24	19	47	66	138	443	290	139	116	105	15
連結納税	2	7	4	3	42	125	147	119	195	127	175	142	50	6
連結外し・連結はずし	0	0	1	1	3	5	7	2	14	10	6	5	1	1
連結・ビッグバン	0	1	2	1	1	4	159	104	159	40	19	19	14	1
会計ビッグバン								34	92	46	22	28	33	4

これを見てまず気づくことは、「会計ビッグバン」なることばが1998年になって突然出てきていることである。またこれら用語の掲載頻度のピークは、「連結財務諸表」は2000年、「連結会計」は1999年、「連結経営」も同じく1999年であり、「連結納税」は1999年から2002年にかけて高めに推移しているが、ピークはやはり1999年である。「会計ビッグバン」のピークも1999年である。

図表4は1990年代の金融システム危機の推移を表す年表である。1997年に北海道拓殖銀行、山一証券の破綻、1998年の長銀、日債銀国有化、1999年というのは3月に公的資金が投入され危機は一服したものの、翌年には連結主体の決算に移行するという時期にあたる。

(図表 4) 金融システム危機と企業倒産の多発

年	月	事 項
1989	12	日経平均38,915円の最高値を付ける。以後株価は暴落をはじめる。
1991	6	証券不祥事（大口顧客への損失補填問題）。
1992	8	株価暴落を受け「金融行政の当面の運営方針」発表。 コスモ証券を大和銀行が救済合併。 住専問題処理先送り（三和銀行による日住清算構想を大蔵省が止める）。
1993	8	阪和銀行副頭取射殺。
1994	9	住友銀行名古屋支店長射殺。
	12	東京協和，安全信組処理スキーム案作成，両信組破綻。
1995	8	木津信組・兵庫銀行連続破綻。
	10	大和銀行ニューヨーク支店巨額損失事件発覚。
	12	住専への公的資金投入決定。
1996	11	橋本首相により「金融ビッグバン」指示。
1997	11	大手金融機関の連続破綻（三洋証券，北海道拓殖銀行，山一證券）。
1998		97年夏以降のアジア危機から98年のロシア危機，同10月のLTCM問題。
	3	大手行に公的資金1.8兆円注入。
	6	金融システム改革法成立。金融監督庁発足。
	10	長銀特別公的管理へ（12月には日債銀も）。
1999	3	大手行へ7.5兆円公的資金注入。
	6	産業再生法成立。
	8	一勸・富士・興銀，みずほグループ統合へ。
	10	住友・さくら合併発表。
2000	3	三和・あさひ・東海統合発表（5月あさひは離脱）。
	7	「そごう」民事再生法申請で倒産。
2001	11	「マイカル」破綻。
	12	青木建設破綻（それまでの銀行の各ゼネコンへの懸命の支援にもかかわらず）。
2002	10	竹中ショックと産業再生機構構想。
2003	5	りそな銀行に公的資金注入。
	12	足利銀行一時国有化。

さらに，連結財務諸表制度に関して言えば次のようなものである。すなわ
た，連結財務諸表制度改定の作業は，1995年10月20日の企業会計審議会総会
において，「連結財務諸表を巡る諸問題」を第一部会の新たな審議事項とした
ことから始まった。そして1997年の「連結財務諸表制度の見直しの意見書」
で個別情報の一層の簡素化を検討していくことが適当とされた。さらに，1999
年「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」で個別情報
の一部削除・簡素化される具体的な記載内容が公表され，そして2000年3月
決算期から連結決算主体に移行したわけである。金融システム危機と連結財務
諸表主体への移行が同時進行したわけである。

第2章

第2章 連結財務諸表公開の現状分析

も く じ

1. 連結財務諸表制度の変容と連結主への改定
2. わが国企業の連結決算の実態分析

1. 連結財務諸表制度の変容と連結主への改定

2000年3月決算から連結主，単独従となったが，それ以前から連結財務諸表は公開されていた。確かに，単独主，連結従ではあったが，従来より連結財務諸表は公開されていた。わが国ではすでに，1967年5月「連結財務諸表に関する意見書」が出されていたが，制度化されたのは1976年10月の「連結財務諸表の用語，様式及び作成方法に関する規則」いわゆる「連結財務諸表規則」からであり，連結財務諸表の作成は1977年4月1日以降に始まる会計年度，つまり78年3月決算からであった。しかも，ソニーなど当初よりSEC基準で連結財務諸表を作成していた会社にはSEC基準によることを認めていた。しかし，さきにも述べたように，当時，連結財務諸表が作成されても，単独が主たる財務諸表であり，連結はあくまで従たる位置に置かれていた。

1976年の連結会計の制度化後しばらくは，持分法の適用は企業の任意だったが，83年から強制適用になった。また1995年7月，日本公認会計士協会は監査委員会報告第52号「連結の範囲及び持分法の適用範囲に関する重要性の原則の適用に係る監査上の取扱い」を公表した。これは，連結財務諸表作成における連結の範囲や持分法の適用範囲に関する重要性の判断基準として，従来実務上広く適用されてきた，いわゆる10%基準（連結財務諸表取扱要領第13（連結範囲）および第19（持分法適用範囲））が廃止されたことに伴い，公認会計士の監査業務における連結範囲等の妥当性判断基準として示されたものである。これにより連結範囲が拡大することになった（小林公司「連結子会社等の範囲に関する新しい重要性判断基準」『企業会計』第47巻第3号，1995年3月号）。このように連結会計制度は徐々に改善されていたものの，当時，アナリストをはじめ投資家は単独数値を基準に投資行動をとっていたと思われる。

しかし，1995年7月に，当時日本の大蔵省証券局が正会員として加盟していた証券取引者監督機構（IOSCO）が，国際的資金調達のための情報開示基準として，国際会計基準委員会（IASB）の定める国際会計基準を用いる方向を明確化した。かくて日本政府は，このような国際会計基準の統一化への動

きを強く意識せざるをえなくなった。連結財務諸表制度改定の作業は、1995年10月20日の企業会計審議会総会において、「連結財務諸表を巡る諸問題」を第一部会の新たな審議事項としたことから始まった。そして1997年の「連結財務諸表制度の見直しの意見書」で個別情報の一層の簡素化を検討していくことが適当とされた。さらに、1999年「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」で個別情報の一部削除・簡素化される具体的な記載内容が公表された。そして2003年3月期には有価証券報告書の記載が連結主体となった。

2. わが国企業の連結決算の実態分析

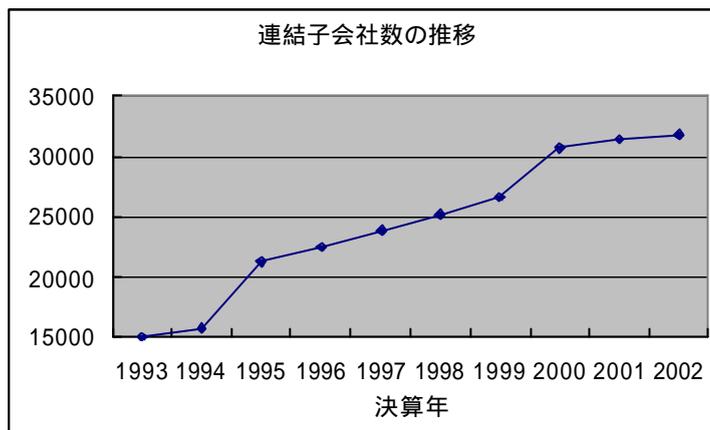
では、この間のわが国企業の財務諸表はどのようなものであったのか。たしかに、連結財務諸表は企業グループ全体の財務状況を把握するには適しているといわれる。グループ間での会計操作を排除できるといわれる。果たして実態はどうであったのか。先行研究（小野武美「連結会計の制度化と持株比率の変更 わが国上場企業の実証分析」醍醐聰編著『連結会計 体系と実態』同文館、1992年）によれば、「被投資会社のうち、業績のよいものを編入し、業績の高いものを排除するとともに、負債水準の高いものを排除し、負債水準の低いものを編入する、という傾向がみてとれた」という（139ページ）。制度が改定されるとこの辺りの事情は変わってくるのだろうか。

われわれは、日経NEEDS財務データより、東証1部上場企業のうち、1993年から2002年までの間継続して上場されており、12カ月決算データが継続して取得できる会社817社を分析対象として、いくつかの分析を試みた。

1) 連結子会社数の変遷

図表1は817社の連結子会社数の変遷をグラフ化したものである。明らかに、1995年と2000年決算で連結対象子会社数が増えている。

(図表 1) 連結子会社数の推移



前者は上記重要性の原則に関する基準の変更により対象子会社数が増えたものと思われる。2000年の場合制度改定の結果連結子会社数は増えている。これが支配力基準適用の結果なのか，別のグループ会社政策のせいなのか判断することはできない。おそらくその両方であろう。

1999年から2000年にかけて子会社数を何倍に増やしたのかを調べると図表2のようになっている。1倍未満ということは子会社数を減らした会社であり，1倍ということは子会社数に変化のなかった会社である。

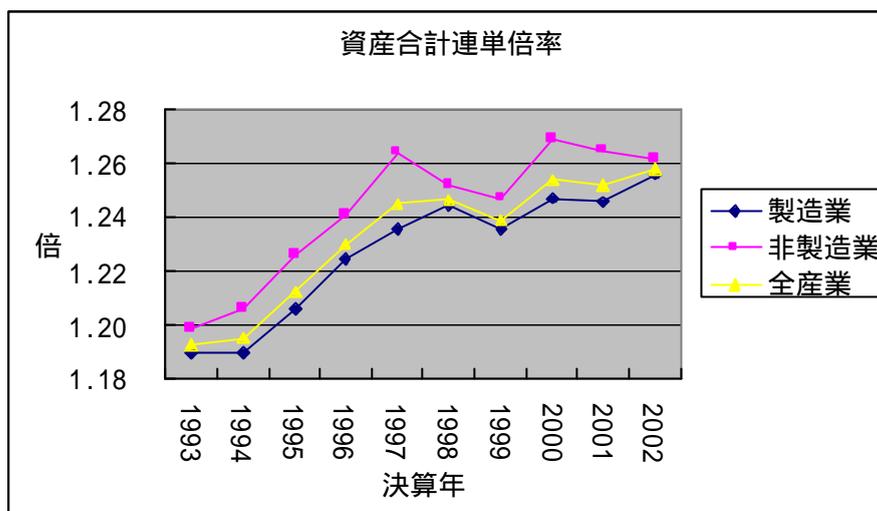
(図表 2) 1999年から2000年にかけての子会社数変化

	会社数	構成比
1倍未満	125	15.3%
1倍(変化なし)	198	24.2%
1倍超-1.2倍	233	28.5%
1.2倍超-1.5倍	136	16.6%
1.5倍超-2倍	68	8.3%
2倍超-3倍	27	3.3%
3倍超	30	3.7%
合計	817	100.0%

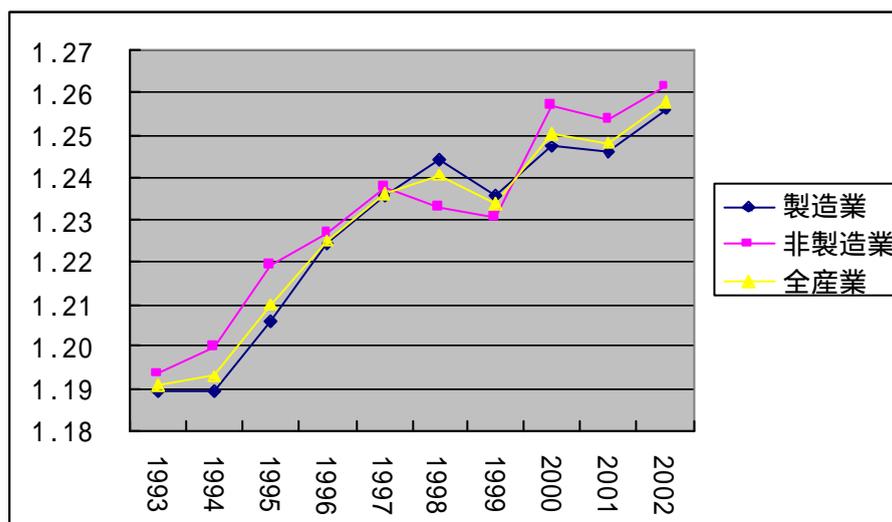
2) 資産合計連単倍率の推移

上記のように連結子会社の増加，さらには連結対象会社の入れ替えなどを反映して，資産合計の連単倍率も変化している。2000年にその連単倍率が高まっているのは，先の連結子会社数の増加と軌を一にしている。図表3は製造業と非製造業に分けて資産合計の連単倍率がどのように変化したかを表している。なお各種連単倍率の詳細な数値は巻末資料1にある。

(図表 3) 製造業と非製造業の資産合計連単倍率



(図表 4) 乾汽船を除く資産合計連単倍率



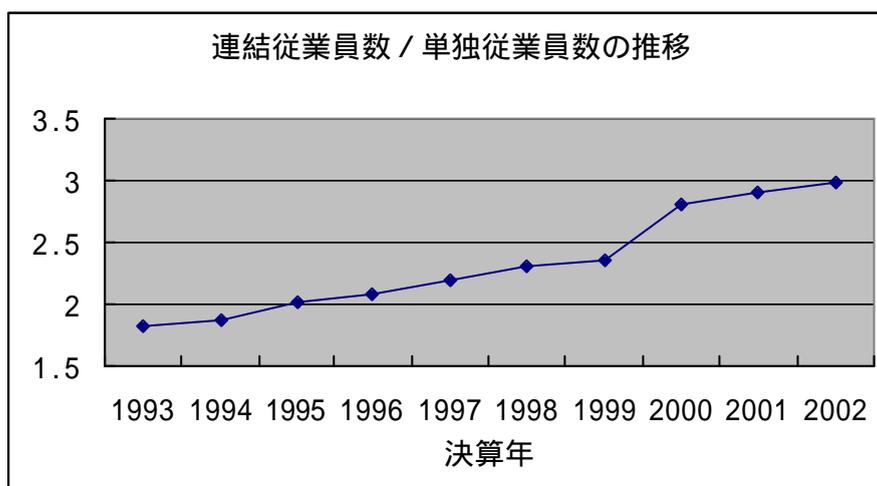
ただ、1997年に非製造業の連単倍率が高まっているのは、「乾汽船」がさまざま操作を行った結果のように見える。そこで、乾汽船を除いた816社で同様のグラフを作成してみる（図表4参照）。それでも、先の連結子会社数のグラフとは異なっている。1995年に連結子会社数が増えたのは重要性の原則の基準が変わったからであった。つまり元来重要性の基準から余り重要でないから除外されていた子会社が連結対象になったからといって、連結財務諸表の数値が急激に増えるわけではない。そこで、資産合計連単倍率との間での相違が出てきたと思われる。

図表3、4から見て取るべきことは、むしろ2000年決算で連単倍率が高ま

ったことより，1999年に連単倍率が低くなったことの方であろう。連結財務諸表制度改定を前に，何らかの実態操作が行われた可能性がある。連単倍率が低下したということは，連結ベースの資産が減少したのか，単独ベースの資産が増えたのかである。前者であれば，例えば業績の悪い連結子会社を整理したのかも知れない。後者であればあらかじめ優良子会社を親会社に吸収したのかも知れない。なお，もう少し，実態を分析する必要がある。

なお，これを補足するものとして，従業員数で「連単倍率」を見たものが参考になるかも知れない。参考までに図表5を示しておく。ここでも資産合計の連単倍率と類似の傾向が見られる。なお，連結従業員数が全企業で必ず取れるわけではなかったためデータの正確性は不確かであるが，ある程度傾向はつかめるであろう。しかもグループ会社の組み替えも行われているので，データとしてはあくまでも参考程度ではある。

(図表5) 従業員数の「連単倍率」

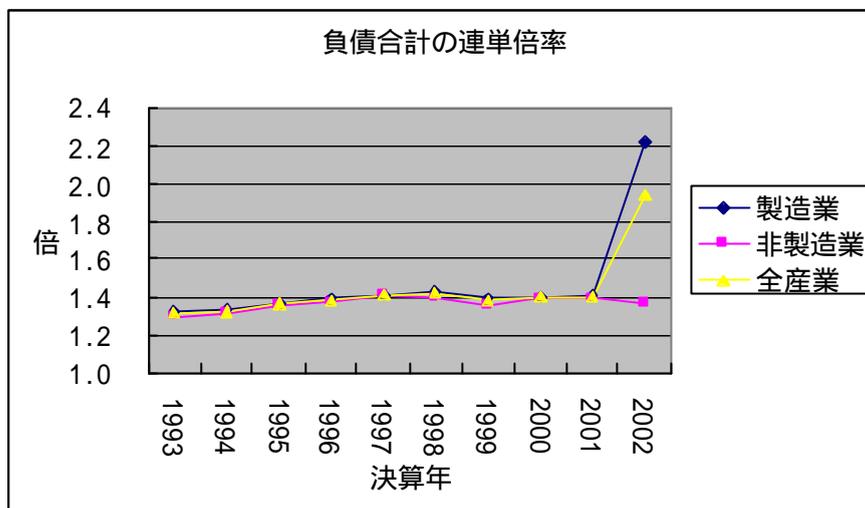


3) 負債合計の連単倍率

負債の連単倍率の推移を図表6で見てみよう。2002年に急増していることがわかる。例えば，製造業の資産の連単倍率が2001年の1.246倍から2002年の1.256倍へと微増しただけなのに，負債の連単倍率が1.408倍から2.218倍へと急増している。これは負債比率を急増させた会社が平均値を引きつった可能性がある。それはINAXトステム・ホールディングスが負債の連単倍率を2001年の1.2倍から2002年には445倍にしたことから生じている。これはアルミサッシ最大手トステムが2001年10月にINAXと統合し，それまでの事業会社

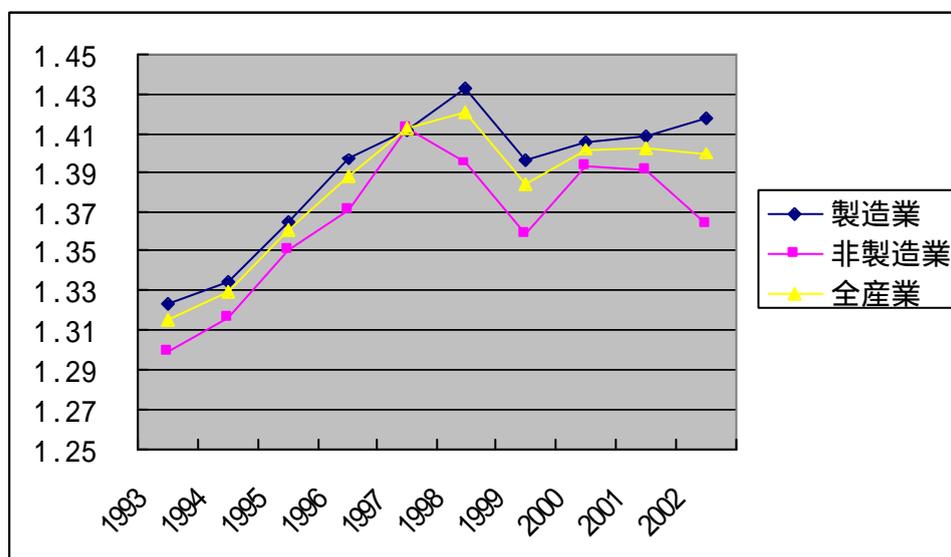
から純粋持株会社に形態を変えたからである。

(図表 6) 負債の連単倍率



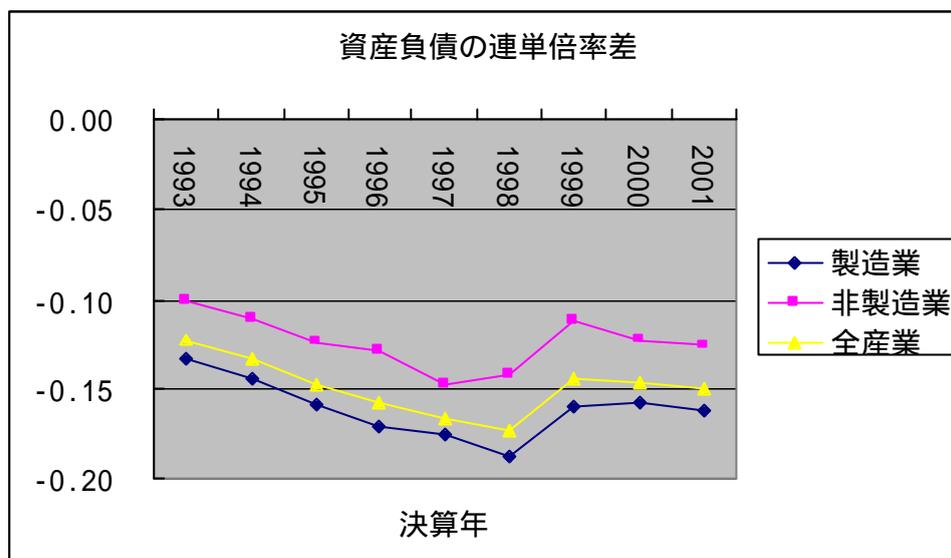
そこで当社を除いた負債連単倍率をグラフにすると、異常値が排除された変化状況がわかる。

(図表 7) I N A X トステムを除く負債連単倍率



ここで、注意すべきは、資産の連単倍率と負債の連単倍率を比べるとき、一貫して負債の連単倍率のほうが高いことである。だから、「資産の連単倍率 - 負債の連単倍率」を計算すると、一貫してマイナスとなる。

(図表 8) 「資産の連単倍率 - 負債の連単倍率」の推移



これを図式化すると図表 9 のようになる。ここでは資産の連単倍率は「 $18 \div 10$ 」で1.8倍であるが負債の連単倍率は「 $15 \div 7$ 」で2.143倍となっている。資産の連単倍率から負債の連単倍率を控除すると「 $1.8 - 2.143$ 」で -0.343となる。下記図表 9 のように、自己資本比率30%の親会社が自己資本比率11.1%の子会社を100%所有しているケースではそうなる。親会社資産の中には1の子会社株式があるが、これは連結の場合子会社資本と相殺される。その結果連結貸借対照表では自己資本比率は16.7%となる。この場合、自己資本比率は単独貸借対照表のほうが連結貸借対照表より改善されることになる。連結自己資本比率が単独自己資本比率より低いということは、換言すれば、子会社群に親会社より負債比率の高い会社があることを意味する。親会社の都合で子会社に借金が背負わされている可能性がある。だから親会社は債務保証をしなければならなくなるのであろう。また金融子会社を保有している場合も同様の問題が起こる。

図表9 資産の連単倍率と負債の連単倍率の比較

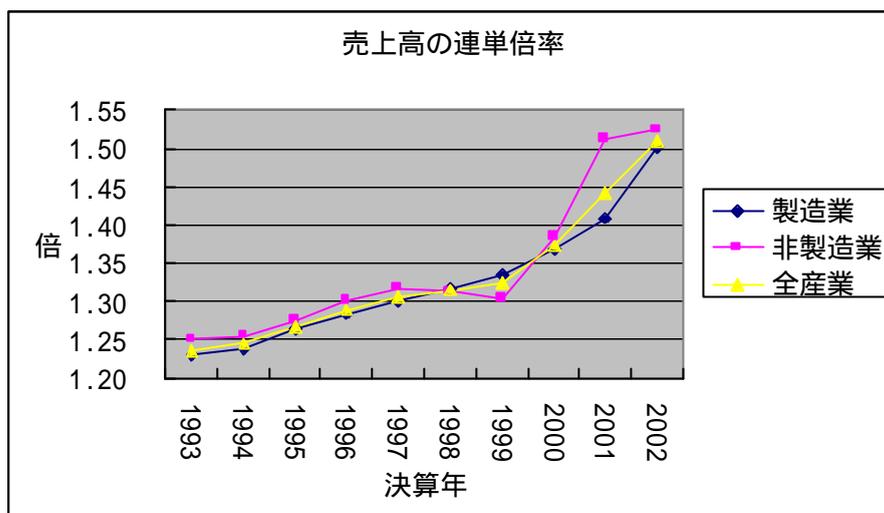
親会社単独貸借対照表				連結貸借対照表			
資 産	10	負 債	7	資 産	18	負 債	15
		資 本	3			資 本	3
自己資本比率 30.0%				自己資本比率 16.7%			
連単倍率				子会社単独貸借対照表			
資 産	1.8	資 産	9	負 債	8		
負 債	2.143			資 本	1		
資 本	1			自己資本比率 11.1%			

先行研究のいうように「被投資会社のうち、……負債水準の高いものを排除し、負債水準の低いものを編入する、という傾向」(小野, 前掲稿)があったとすれば、子会社群の中には、さらに財務状況の悪い会社があり、これが連結対象外とされ、隠されており、連結貸借対照表はもっと悪いだろうということになる。

4) 売上高の連単倍率

売上高の連単倍率は、1999年に非製造業の倍率が低下しただけで一貫して上昇し続けており、とりわけ連結決算時代に入った2000年以後その上昇率は大きい。図表10を見ると、近年売上高連単倍率が上昇していることがわかる。ただ、2001年の非製造業、2002年の製造業での倍率の上昇があまりにも大きい。その原因は、近年極端に連単倍率をあげている会社があるからである。それは持株会社制への移行に伴うものである。図表11に持株会社制への移行に伴う売上高連単倍率の極端に上昇した会社の事例をあげておく。

図表 1 0 売上高の連単倍率



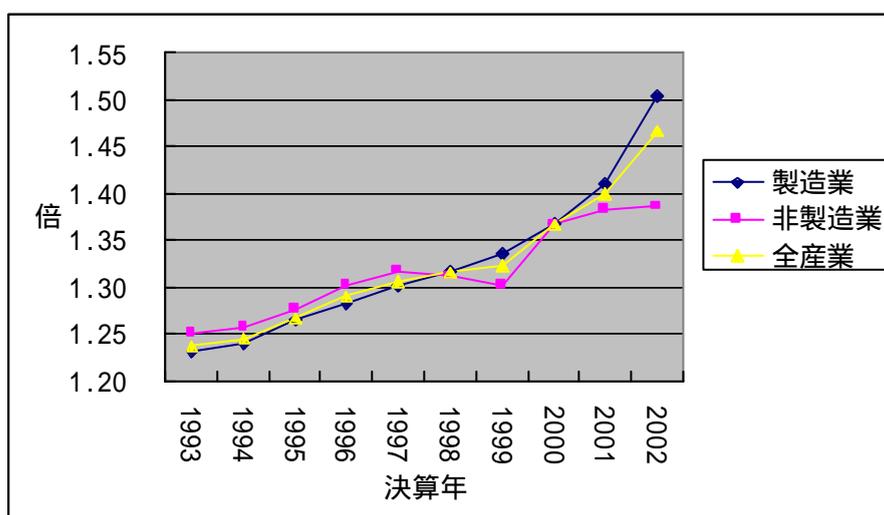
ここ数年の間に持株会社制に移行して売上高連単倍率を急上昇した会社は、NTT、岡部、セイコーなどである。図表 1 2 はこれら 3 社の数値を除いた場合の売上高連単倍率である。

図表 1 1 持株会社制移行による売上高連単倍率急上昇会社

	1999	2000	2001	2002	
NTT	1.59	6.14	35.35	37.17	99年7月持株会社体制に移行
岡部	2.56	2.77	5.31	22.14	01年7月持株会社体制に移行
セイコー	2.55	2.77	4.29	14.18	01年7月持株会社体制に移行

図表

図表 1 2 NTT、岡部、セイコーを除いた売上高連単倍率

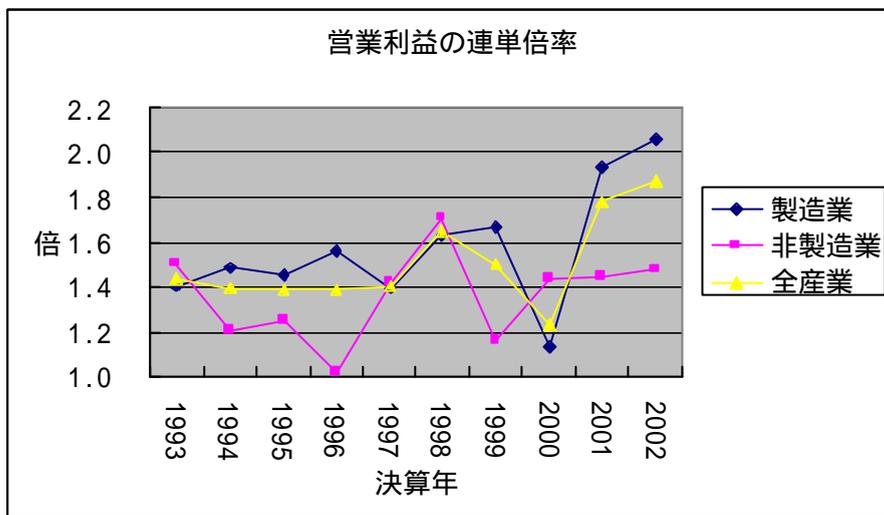


これら 3 社の数値を除いても、なお近年売上高連単倍率の上昇は大きい。これら 3 社ほど倍率を上昇させていないけれども、持株会社に移行したものもあるので、上昇している可能性がある。

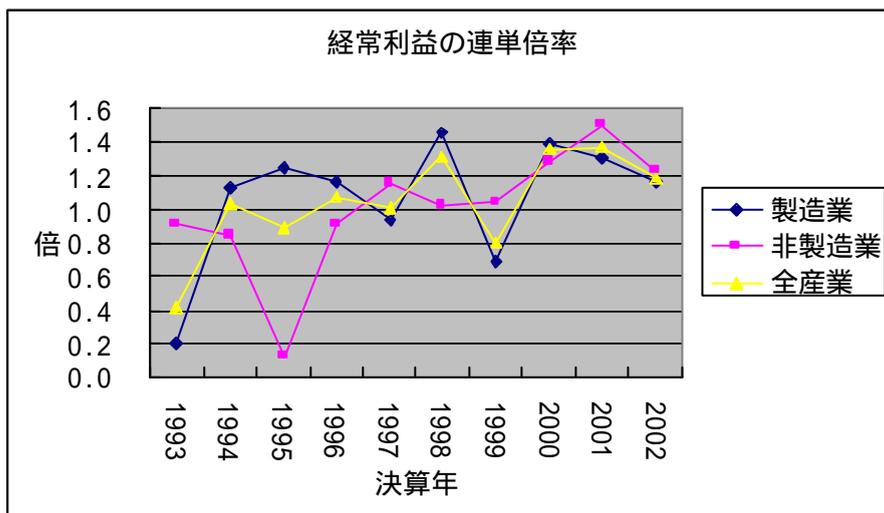
5) 営業利益・経常利益・当期利益の連単倍率

図表13, 14, 15の営業利益, 経常利益, 単独利益の連単倍率は, 業況に応じて大きく変動している。連結営業利益のほうが単独営業利益より大きいので, 倍率はすべて1を超えている。それでも倍率が大きくぶれているのは, 連結, もしくは単独のどちらかで営業赤字の会社があれば, 数値がマイナスとなってしまうその平均をとるからこのような大きなぶれになっているわけである。図表15で2002年の当期利益の連単倍率はプラスになっているが, それぞれの数値が共にマイナスなので, プラスになってしまったただけである。

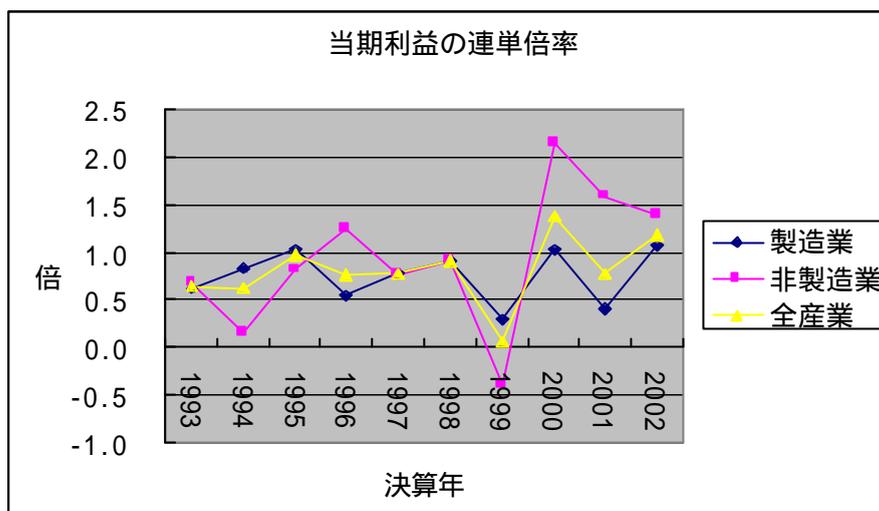
図表 1 3 営業利益の連単倍率



図表 1 4 経常利益の連単倍率



図表 1 5 当期利益の連単倍率



そこで、単独・連結共に赤字，共に黒字，単独赤字で連結黒字，単独黒字で連結赤字という4つのケースが考えられるが，それは営業利益，経常利益，当期利益のすべてにいえることである。一体どういうケースが多いのかを調べたのが次の図表16である。これを，年別に示したものが次の図表17である。これをみると，連結か単独かどちらかが赤字という場合，営業利益段階では単独赤字（187件）のほうが連結赤字（102件）より多く，つまり単独のほうが悪く，経常利益や当期利益になると，経常利益では単独赤字60件対連結赤字286件，当期利益では単独赤字114件対連結赤字556件，と連結のほうが悪い数値となっていることがわかる。良く言われるように連結より単独の業績をよく見せるための操作が行われている可能性がある。

図表 1 6 ケース別分類（全年）

		単・営業利益	単・営業利益
		+	-
連・営業利益	+	7279	187
連・営業利益	-	102	602
		単・経常利益	単・経常利益
		+	-
連・経常利益	+	7140	60
連・経常利益	-	286	684
		単・当期利益	単・当期利益
		+	-
連・当期利益	+	6187	114
連・当期利益	-	556	1313

しかも、図表17でその状況を年別に見ると、単独主の時代の1999年以前は営業利益段階では単独プラス連結マイナスというケースはそれほど多くないが、経常利益や当期利益段階では連結ではマイナスだが単独ではプラスというケースが多い。ただ、連結が主となった2000年以降はそのケースがやや減少し、逆に単独はマイナスだが連結はプラスというケースが増えてきている。つまり、単独主の時代には単独の利益を押し上げる操作が多く、連結主になってからは、単独重視の慣性が残っているものの、むしろ連結の数値を押し上げる傾向が出てきたとも見られる。

図表17 ケース別分類（年別）

営業利益	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
単+連-	11	14	10	15	8	11	15	4	1	13	102
単-連+	15	27	10	15	13	14	23	28	19	23	187
経常利益											
単+連-	33	42	36	29	14	27	54	19	4	28	286
単-連+	5	5	3	4	5	6	8	8	5	11	60
当期利益											
単+連-	65	74	68	58	47	59	84	42	23	36	556
単-連+	3	3	4	8	11	9	14	12	21	29	114

このように、営業利益、経常利益、当期利益の連単倍率の推移からだけでは見られない興味深い結果が、連結と単独の利益数値を比較することによって見ることができる。

6) 業種別各種連単倍率

業種別で見た各種の連単倍率は巻末資料1（資1-7から資1-18）に掲載してある。

業種別資産合計の連単倍率の特徴

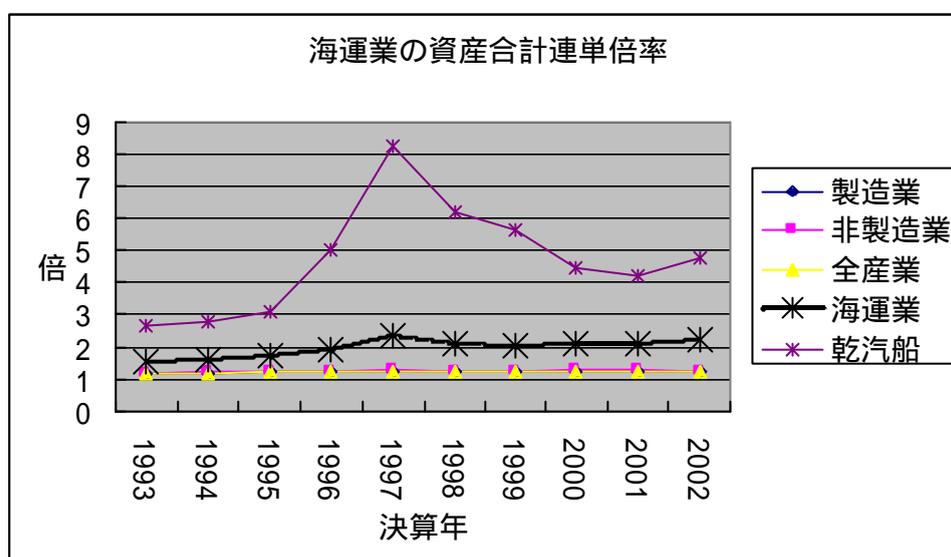
資産合計連単倍率は2002年決算期で、全産業平均1.258倍、製造業平均1.256倍、非製造業平均1.262倍であるから、いずれにせよ、1.26倍ということになる。図表18からわかるように、業種毎にもそんなに大きな開きはない。ただ、海運業のそれが2倍を超えていることがわかる。海運業独特の営業形態によるところも大きいですが、また、企業によってもかなり異なる。

海運業の中でも乾汽船のそれが大きい。これらを比較した図表を図表19と図表20に示しておく。

図表 1 8 東証業種別資産合計連単倍率（2002年決算）

ガラス・土石製品	1.24	機械	1.18	石油・石炭製品	1.22
ゴム製品	1.23	金属製品	1.28	繊維製品	1.22
サービス業	1.17	空運業	1.07	倉庫・運輸関連業	1.12
その他金融業	1.14	建設業	1.13	鉄鋼	1.28
その他製品	1.20	鉱業	1.22	電気・ガス業	1.25
パルプ・紙	1.22	小売業	1.31	電気機器	1.28
医薬品	1.15	情報・通信業	1.27	非鉄金属	1.40
卸売業	1.21	食料品	1.19	不動産業	1.18
化学	1.30	水産・農林業	1.46	輸送用機器	1.36
海運業	2.22	精密機器	1.32	陸運業	1.28

図表 1 9 資産合計連単倍率の推移



図表 2 0 海運各社の2002年決算期の資産合計連単倍率

乾汽船	4.73	商船三井	1.99	太平洋	1.21	明治海	3.80
関西汽	1.31	新和海	2.79	第一汽	1.89	郵船	1.67
共栄夕	1.48	川崎汽	2.06	飯野海	1.49		

業種別負債合計の連単倍率

図表は巻末，資 1 - 8，資 1 - 1 4 にある。2002年の負債合計連単倍率は，全産業1.94倍，製造業2.22倍，非製造業1.36倍となっているが，これを業種別に見ると，図表 2 1 のようになっている。金属製品の負債連単倍率が27倍と高くなっているのは，前述のように，INAXトステム・ホールディングスが持株会社化により負債の連単倍率を2001年の1.2倍から2002年には445倍にしたことから生じている。そのほかではやはり海運業のそれが高いことが目

立つ。海運業がグループ経営を行っているためである。

図表 2 1 東証業種別負債合計連単倍率（2002年決算）

ガラス・土石製品	1.36	機械	1.33	石油・石炭製品	1.22
ゴム製品	1.51	金属製品	27.53	繊維製品	1.40
サービス業	1.43	空運業	1.09	倉庫・運輸関連業	1.18
その他金融業	1.15	建設業	1.15	鉄鋼	1.42
その他製品	1.36	鉱業	1.37	電気・ガス業	1.28
パルプ・紙	1.30	小売業	1.47	電気機器	1.44
医薬品	1.33	情報・通信業	1.49	非鉄金属	1.49
卸売業	1.27	食料品	1.34	不動産業	1.21
化学	1.47	水産・農林業	1.51	輸送用機器	1.60
海運業	2.49	精密機器	1.51	陸運業	1.31

業種別売上高の連単倍率

業種別売上高の連単倍率も近年上昇傾向が見られるが、これも持株会社制度への移行によるところが大きい。グループ経営を行っているかどうかで違いが出てくる。電鉄会社を含む陸運業で従来から売上高連単倍率が高かったが、これなどグループ経営の結果であろう。

図表 2 2 東証業種別売上高連単倍率（1993年・2002年決算）

	1993	2002		1993	2002		1993	2002
ガラス・土石製品	1.24	1.42	機械	1.21	1.35	石油・石炭製品	1.20	1.17
ゴム製品	1.52	1.61	金属製品	1.22	2.64	繊維製品	1.28	1.54
サービス業	1.29	1.41	空運業	1.09	1.16	倉庫・運輸関連業	1.14	1.26
その他金融業	1.14	1.27	建設業	1.08	1.16	鉄鋼	1.23	1.39
その他製品	1.16	1.27	鉱業	1.47	1.41	電気・ガス業	1.18	1.23
パルプ・紙	1.19	1.33	小売業	1.22	1.28	電気機器	1.21	1.47
医薬品	1.19	1.30	情報・通信業	1.17	3.02	非鉄金属	1.32	1.48
卸売業	1.08	1.21	食料品	1.17	1.37	不動産業	1.52	1.60
化学	1.28	1.59	水産・農林業	1.36	1.63	輸送用機器	1.20	1.45
海運業	1.19	1.21	精密機器	1.24	2.24	陸運業	1.80	2.23

各種利益率の連単倍率

図表 2 3 , 2 4 - , 2 4 - 2 として、営業利益、経常利益、当期利益の1993年から2002年決算までの10年間平均の業種別連単倍率を示しておく。ここからいくつかのことを知ることができる。連単倍率がマイナスということは連結か単独のどちらかが赤字の場合に生ずる。両方ともマイナスの場合もプラスとなってしまう。建設業と鉄鋼の当期利益の連単倍率がプラスになっているが、これは連結・単独の両方の数値がマイナス（赤字）なので、連単倍率がプラスになったわけである。近年の赤字状況の下では、営業利益はともかく経常利益や当期利益の連単倍率は余り意味をもてこない

ことに図表 2 3 東証業種別営業利益連単倍率 (1993-2002年決算平均)

ガラス・土石製品	1.62	機械	1.21	石油・石炭製品	2.02
ゴム製品	1.57	金属製品	1.45	繊維製品	1.93
サービス業	1.21	空運業	1.26	倉庫・運輸関連業	1.19
その他金融業	1.24	建設業	1.17	鉄鋼	1.56
その他製品	1.16	鉱業	1.08	電気・ガス業	2.73
パルプ・紙	1.40	小売業	1.44	電気機器	2.16
医薬品	1.12	情報・通信業	1.44	非鉄金属	-0.12
卸売業	1.42	食料品	1.28	不動産業	1.25
化学	1.64	水産・農林業	1.64	輸送用機器	1.67
海運業	1.65	精密機器	1.62	陸運業	1.23

図表 2 4 東証業種別経常利益連単倍率 (1993-2002年決算平均)

ガラス・土石製品	1.11	機械	1.25	石油・石炭製品	1.58
ゴム製品	1.06	金属製品	1.32	繊維製品	1.19
サービス業	1.10	空運業	0.21	倉庫・運輸関連業	1.10
その他金融業	1.20	建設業	1.15	鉄鋼	0.66
その他製品	0.98	鉱業	1.32	電気・ガス業	1.52
パルプ・紙	1.13	小売業	0.49	電気機器	0.91
医薬品	1.04	情報・通信業	1.26	非鉄金属	0.66
卸売業	1.05	食料品	1.15	不動産業	1.30
化学	1.27	水産・農林業	1.78	輸送用機器	0.53
海運業	-0.23	精密機器	1.55	陸運業	1.10

図表 2 5 東証業種別当期利益連単倍率 (1993-2002年決算平均)

ガラス・土石製品	0.62	機械	0.88	石油・石炭製品	1.03
ゴム製品	0.07	金属製品	-0.65	繊維製品	0.13
サービス業	0.67	空運業	-0.83	倉庫・運輸関連業	0.81
その他金融業	1.19	建設業*	0.80	鉄鋼*	1.30
その他製品	1.12	鉱業	-0.07	電気・ガス業	1.63
パルプ・紙	1.04	小売業	0.45	電気機器	0.62
医薬品	0.88	情報・通信業	1.08	非鉄金属	1.57
卸売業	0.70	食料品	1.04	不動産業	2.81
化学	1.05	水産・農林業	-0.52	輸送用機器	0.46
海運業	2.62	精密機器	0.43	陸運業	1.14

* 建設業と鉄鋼は連結と単独の両方がマイナスのためプラスとなっている。

留意すべきである。

そこで、「連結利益 - 単独利益」の数値を「単独売上高」で標準化した数値を業種別に作成してみた。つまり、単純に連単倍率を計算すると、マイナス、マイナスでプラスになることがあるから、少なくとも連結のほうがよりマシであったかどうか、あるいは逆に単独のほうがよかったかどうかを判断できる。グループ利益のほうが単独利益より多いのが普通であろう。だからこの数値がプラスになるのが普通であるといえる。この数値がマイナスにな

るとすれば、それは単独利益のほうが連結利益より多かったことを意味する。これは親会社単独の利益数値をよく見せるために赤字を子会社に押しつけたとも見ることができる。もちろん不良子会社をたくさん抱えていてそのようなこともある。その場合すみやかにそのような子会社を整理すべきともいえる。営業利益段階でこれを計算してみると、どの業種のすべてプラスの数値が出てきた。これは当然といえば当然である。

ところが、経常利益や当期利益の段階ではこれがマイナスになる業種、決算年があることがわかる。30業種中何業種で、単独利益のほうが連結利益よりよかったのか、いわば単独利益を「嵩上げ」した可能性があるのか、を示したのが図表26である。また、業種別に「嵩上げ」しなければならなかった決算年がこの10年間に何回あったかを表したので、図表27である。

図表26 10年間で何回単独数値が連結数値を上回ったか

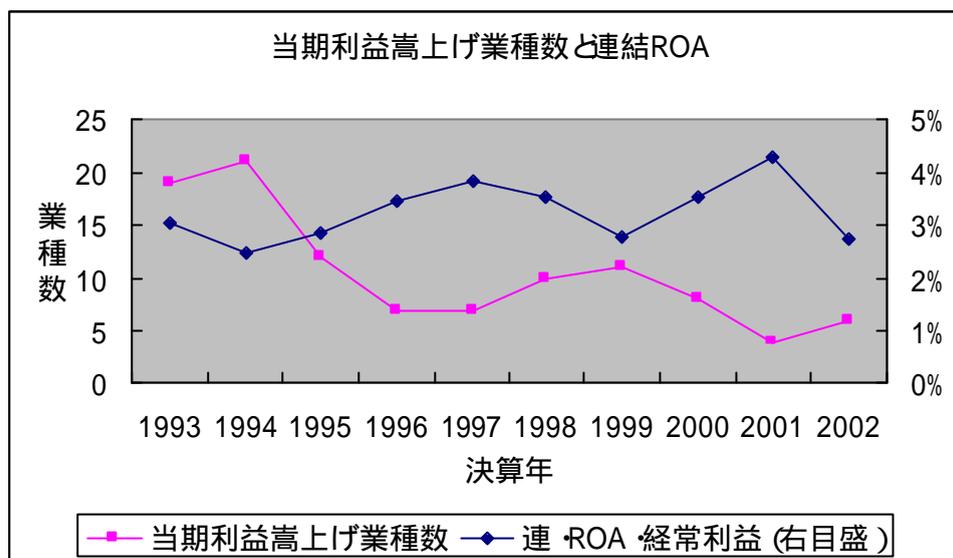
	経常利益	当期利益		経常利益	当期利益		経常利益	当期利益
ガラス・土石製品	2	5	機械	3	2	石油・石炭製品	0	4
ゴム製品	1	2	金属製品	0	1	繊維製品	1	5
サービス業	1	5	空運業	9	6	倉庫・運輸関連業	0	3
その他金融業	2	5	建設業	2	6	鉄鋼	0	3
その他製品	1	3	鋳業	0	4	電気・ガス業	1	1
パルプ・紙	0	3	小売業	0	5	電気機器	0	1
医薬品	0	0	情報・通信業	1	6	非鉄金属	2	5
卸売業	3	5	食料品	0	2	不動産業	0	2
化学	0	2	水産・農林業	0	3	輸送用機器	0	1
海運業	7	4	精密機器	3	3	陸運業	1	8

図表27 単独数値が連結数値よりよい数値を示していた業種数

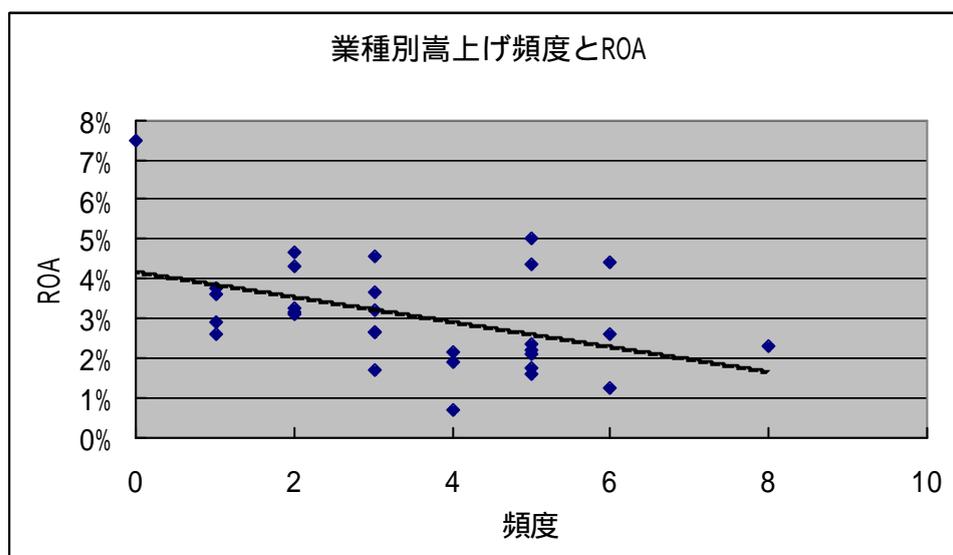
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
経常利益	6	8	6	3	1	2	5	3	2	4
当期利益	19	21	12	7	7	10	11	8	4	6

図表26、27から、業績のよくない業種、企業の業績によくない決算年でそのような「嵩上げ」がされていることが推測できる。さらに図表28でそれをグラフ化した。つまり単独当期利益「嵩上げ」業種数と連結ROA(総資本経常利益率)を折れ線グラフで示した。その動きが逆の動きを示していること、つまり業績が悪化すれば「嵩上げ」が行われていることがわかる。

図表 2 8 当期利益「嵩上げ」業種数と R O A



図表 2 9 業種別当期利益「嵩上げ」頻度と R O A



図表 2 9 は業種毎にこの 1 0 年何回当期利益が「嵩上げ」されたかの頻度と業種毎の連結 R O A (総資本経常利益率)とを年別にプロットした散布図である。図中の回帰直線が右肩下がりであることがわかる。つまり R O A の低い業績の悪い業種ほど当期利益が「嵩上げ」されていることが推測される。

7) 四分位別連単倍率

連単倍率を企業規模別に見るとどのようになっているのだろうか。まず対象企業1993年の単独決算の資産合計で四分位にわけ、上位企業と下位企業で連単倍率などがどのようになっているのかを見てみよう。この場合、第1分位の階層は資産合計で平均して、308億円、第2分位のそれは714億円、第3分位は1691億円、第4分位は1兆1164億円となっている。このように規模別に企業を分けて、それぞれの連単倍率を見ると以下の図表のとおりである。まず、図表30で資産・負債・売上高について四分位別連単倍率を見てみよう。

図表30 資産・負債・売上高の四分位別連単倍率

連単倍率・資産合計										
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	1.14	1.14	1.16	1.17	1.19	1.18	1.18	1.19	1.19	1.20
第2分位	1.15	1.15	1.16	1.18	1.18	1.19	1.18	1.19	1.19	1.18
第3分位	1.17	1.17	1.19	1.21	1.21	1.22	1.22	1.23	1.23	1.24
第4分位(大)	1.31	1.32	1.34	1.37	1.40	1.40	1.39	1.40	1.39	1.41
平均	1.19	1.19	1.21	1.23	1.24	1.25	1.24	1.25	1.25	1.26
連単倍率・負債合計										
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	1.27	1.28	1.29	1.30	1.33	1.33	1.30	1.33	1.34	1.34
第2分位	1.26	1.27	1.30	1.33	1.35	1.35	1.31	1.32	1.32	1.30
第3分位	1.27	1.29	1.33	1.36	1.36	1.38	1.35	1.36	1.35	1.36
第4分位(大)	1.46	1.48	1.52	1.56	1.61	1.63	1.58	1.59	1.59	3.77
平均	1.32	1.33	1.36	1.39	1.41	1.42	1.38	1.40	1.40	1.94
連単倍率・売上高										
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	1.19	1.20	1.22	1.25	1.26	1.26	1.25	1.29	1.35	1.44
第2分位	1.18	1.19	1.22	1.24	1.24	1.25	1.26	1.30	1.31	1.32
第3分位	1.22	1.22	1.25	1.26	1.28	1.29	1.31	1.33	1.35	1.45
第4分位(大)	1.36	1.37	1.39	1.41	1.44	1.46	1.48	1.57	1.76	1.83
平均	1.24	1.24	1.27	1.29	1.31	1.32	1.32	1.37	1.44	1.51

資産負債の四分位別連単倍率を見ると、概して大手企業ほど連単倍率が高い。すなわち、これら大手企業はグループを擁しているということを意味するだろう。第四分位企業で2002年に負債の連単倍率が高まっているのは先に述べた持株会社化の影響であろう。

売上高連単倍率でも第四分位の倍率が高い。これもグループ経営によると思われる。

図表31は、各種利益の四分位別連単倍率である。ここでは先の資産・負債・売上高の連単倍率と違って一貫した傾向を読みとりにくい。そこで、最小の第1分位企業と最大の第4分位企業を取り出し、それぞれの営業利益の連単倍率と当期利益の連単倍率を取り上げて、これをグラフにする。図表32がそれである。

図表 3 1 利益の四分位別連単倍率

連単倍率・営業利益

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	1.19	1.17	1.40	1.33	1.39	2.12	1.20	1.37	1.50	2.10
第2分位	1.17	1.33	1.39	1.36	1.27	1.20	1.47	1.55	2.27	1.47
第3分位	1.44	1.26	1.25	1.35	1.29	1.53	1.50	0.88	1.41	2.13
第4分位(大)	1.92	1.81	1.51	1.50	1.64	1.77	1.85	1.13	1.94	1.79
平均	1.43	1.39	1.39	1.39	1.40	1.65	1.50	1.23	1.78	1.87

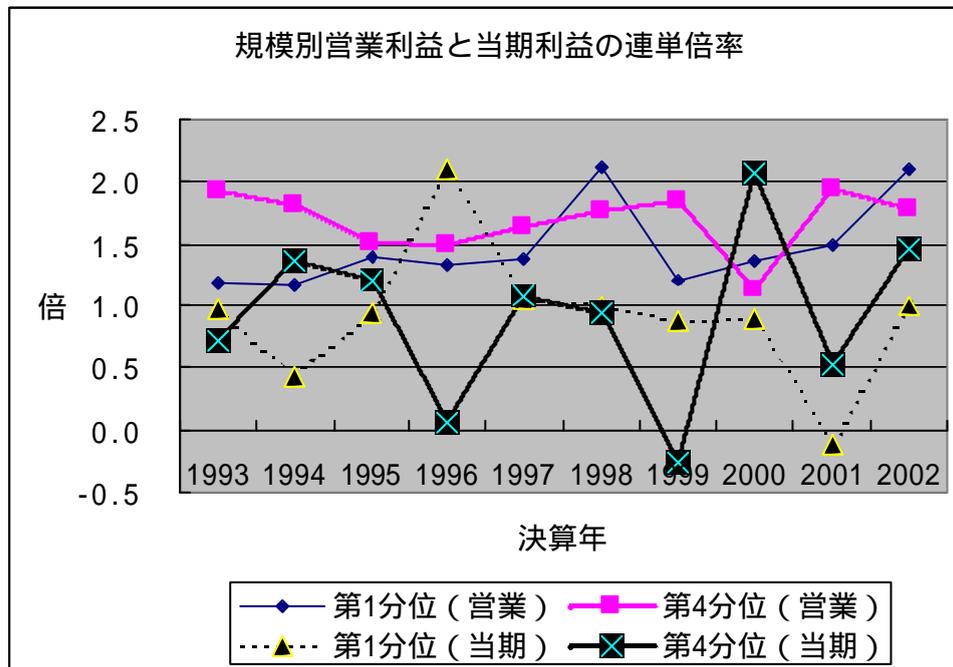
連単倍率・経常利益

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	-1.00	1.09	1.34	0.91	1.18	1.96	1.22	1.21	1.03	1.52
第2分位	1.48	1.11	-0.17	1.00	1.11	1.00	1.06	1.23	1.36	1.23
第3分位	0.99	0.90	1.06	1.15	0.32	1.04	0.82	1.29	1.30	1.01
第4分位(大)	0.22	1.04	1.34	1.26	1.40	1.27	0.11	1.71	1.78	0.97
平均	0.42	1.04	0.89	1.08	1.00	1.32	0.80	1.36	1.37	1.18

連単倍率・当期利益

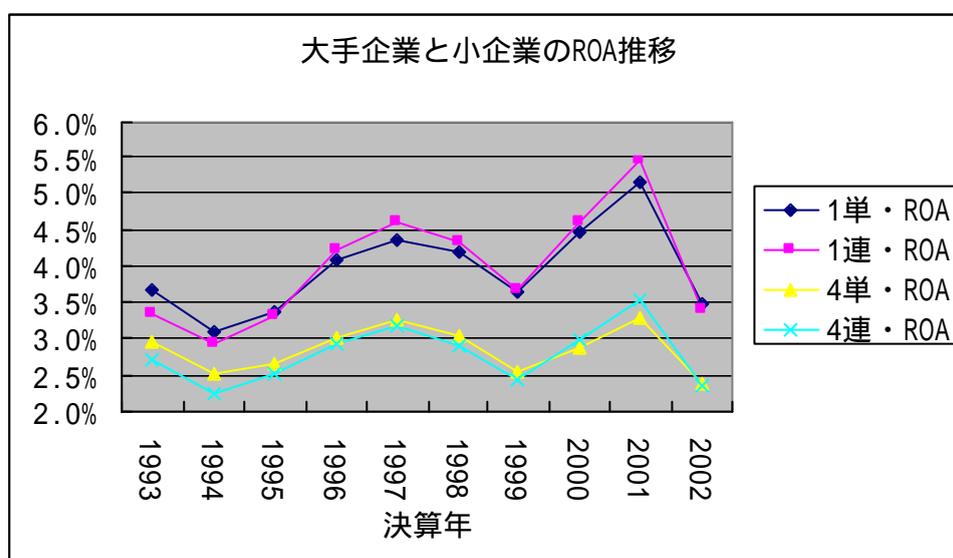
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
第1分位(小)	0.96	0.42	0.94	2.10	1.06	1.00	0.88	0.89	-0.11	0.99
第2分位	0.40	0.74	0.61	0.80	0.18	1.24	-0.61	1.20	1.13	0.71
第3分位	0.51	-0.03	1.11	0.11	0.77	0.48	0.29	1.37	1.61	1.55
第4分位(大)	0.71	1.36	1.21	0.07	1.08	0.93	-0.27	2.08	0.52	1.47
平均	0.65	0.62	0.97	0.77	0.77	0.91	0.07	1.38	0.79	1.18

図表 3 2 営業利益と当期利益の大手企業と小企業の連単倍率



図表 3 2 からわかることは 1 部上場企業でも規模の小さい企業では営業利益と当期利益の間の相関関係は必ずしも明確ではないが、大手企業のそれは逆相関を示しているようである。つまり、大手企業のほうが利益の「嵩上げ」に走っているように見えることである。というのも第 1 四分位（上場小企業）と第 4 四分位（大手企業）と比べてみると、ROA は連結で見ても、単独で見ても、第 1 四分位（上場小企業）の方が高いからであろう。これは図表 3 3 で確認できる。

図表 3 3 大手企業と小企業の ROA 比較



（注）「1 単・ROA」は第 1 分位つまり上場小企業の単独 ROA（総資本経常利益率）であり、「1 連・ROA」は同第 1 分位上場小企業の連結 ROA、「4 単・ROA」は第 4 分位つまり大手企業の単独 ROA（総資本経常利益率）、「4 連・ROA」は同第 4 分位大手企業の連結 ROA である。

第3章 連結財務分析プロジェクトにおけるアンケート調査報告書（2002年3月実施）

- 財務担当者，アナリスト，監査人の視点から新連結会計制度を考える -

もくじ

- . はじめに
- . 調査の目的
- . 調査の対象・方法・集計方法について
- . 共通質問項目における回答集計結果について
- . 財務担当者（企業側）における回答集計結果について
- . アナリスト側質問における回答集計結果について
- . 会計士側における回答集計結果について
- . アンケート用紙

. はじめに

「国際会計基準制度化」，「会計ビッグバン」，「連結会計の時代」である。このような連結会計時代になって，何が変わるのだろうか。また変わらないところもあるのか。企業は連結会計時代になってその財務行動を変えるのだろうか。企業外部，たとえばアナリストがこれまで蓄積した個別財務諸表をもとにした分析手法・ノウハウが，連結時代では通用しなくなるのであろうか。それとも付随的に提出される個別財務諸表に注目するのだろうか。

そういう問題意識で研究を始め，昨年度末にアンケート調査を行った。その調査をまとめたものが本報告である。アンケートは日経225を構成する企業の内222社の財務担当者，アナリスト100名，会計士100名に対して行った。その回答は，それぞれ66，31，51で，この種のアンケートに対する回答率としては標準的な比率であると考え。このように異なる種類の関係者にアンケートすることによって，この問題の持つ性格が明らかになると考える。これまでに行なわれた類似のアンケートが連結会計基準改定以前のものであり，改定以後の実態をふまえたものではなかつただけに，われわれのアンケートは興味深い結果を引き出すことが出来たと自負している。

次のような言われ方を目にすることが多い。すなわち「米国は証券規制の整備で信頼性を取り戻していった。今の日本の株式市場でいえば，会計制度の変更がその一つであろう。実質支配基準による連結会計，時価会計と年金会計の導入へと続く。簿価主義と隠れ損失・債務で信頼を失っていた企業の

価値が、一気に透明化する。...〔これを〕新たな変革の胎動をとらえれば、『日本変ぼう元年』『株価底入れ元年』としても位置づけられる。』（『日経金融新聞』1999年1月12日号）ここには連結会計により企業・会計に対する信頼性が高まり株価も回復するだろうというナイーブな思いこみがある。

また、連結会計基準をはじめとする「日本企業の財務諸表を作成するルール（会計基準）に国際的信頼を獲得し、その監査にも海外から不信感を持たれない制度づくりが必要だ」（中地宏・日本公認会計士協会会長）とも言われる（『日経金融新聞』2000年12月29日号）。果たしてこのようなわが国の会計に対する信頼性は高まったのか。我々のアンケートの一部を紹介しておこう。

「今回の連結会計制度の改定に伴って、会計情報への信頼性は高まると考えますか」というわれわれの質問項目に対する各関係者の回答ひとつひとつもきわめて興味深い結果を示している。さすがに「むしろ信頼されなくなる」という回答はなかったが、すべてが「高まる」と答えているわけではない。回答全体では、「高まる（38.5%）」、「やや高まる（54.7%）」、「変わらない（6.8%）」となっている。この制度を推進してきた会計士はさすがに49.0%が高まると答えているが、財務担当者（39.4%）、アナリスト（12.9%）は必ずしもそうは答えていない。財務データのユーザーであるアナリストは「変わらない（16.1%）」というさめた見方をするものの割合が相対的に高い。これはいったい何を意味するのであろうか。

情報作成者側の熱意ほどには情報利用者は新しい連結会計制度を評価していない。「改定された連結会計制度をどのように受け入れていますか」という質問に対する回答でも、「歓迎する」とするものの割合は、会計士が86.3%、財務担当者が65.2%、アナリストが58.1%となっている。会計における「利用者志向」が叫ばれて久しいが、このアンケート結果からそれは本当なのだろうかと疑わせるものである。情報作成者は「連結会計」に大賛成で、情報利用者はやや懐疑的というのは、「利用者志向」とは全くの逆だ。以下アンケート結果の詳細を紹介したい。

最後になったが、年度末の多忙の折りに本アンケートにお答えいただいた企業の財務担当者ならびに公認会計士・アナリストの諸氏に厚く御礼申し上げる次第である。なお、本ペーパーは立命館大学社会システム研究所プロジェクト・プロジェクトNo.7「連結財務分析プロジェクト」（2001-2002年度）の研究成果の一部である。その研究助成に感謝したい。また、本ペーパーをまとめる作業を進めてくれた立命館大学大学院経営学研究科博士課程前期課程 徳能常弘君に感謝したい。同君の尽力がなければここにこのような成果

を報告することはできなかつたであろう。改めて感謝したい。

本プロジェクトのメンバーは、私その他、松本敏史（同志社大学）、原陽一（立命館大学）、奥村陽一（立命館大学）、富田知嗣（関西大学）、牧田正裕（立命館アジア太平洋大学）、金森絵里（立命館大学）であり、そのほか研究補助、討論参加者として立命館大学大学院経営学研究科博士課程後期課程 飛田 努、同研究生 西山俊一、京都大学大学院経済学研究科博士課程後期課程 田中 伸の各君の協力を得た。

．調査の目的

近年、日本ではいわゆる「会計ビッグバン」といわれる会計制度改革がおこなわれている。そしてその改革の1つである「新連結会計基準」が2000年3月期より適用されるに至った。「連結財務分析プロジェクト」の本アンケート調査は新連結会計制度が財務諸表における情報作成者である財務担当者（企業側）、情報利用者であるアナリスト、その財務諸表を監査する監査人（公認会計士）にどのように受け入れられ、またそれぞれがどのような問題を感じているのかを分析し、その意義を明らかにすると共に今後の制度改善に貢献することを目的とするものである。また、いわゆる「会計ビッグバン」は「時価会計導入」などを伴うなど、多くの会計制度改革を含んでいるが、本アンケート調査ではあくまで「連結会計」に焦点をあてている。

．調査の対象・方法・集計方法について

本アンケート調査は、以下の三者を対象とし、アンケート調査票を2002年3月上旬に送付し、回答期限を同年3月末日とした。

財務担当者...日経平均株価採用銘柄（2002年2月時点）の222社¹

アナリスト...証券会社、投資顧問会社、民間総合研究所に所属するアナリスト100名

公認会計士...日本国内の監査法人に所属する会計士100名

アンケート質問項目の構成は、財務担当者、アナリスト、会計士の三者に対する共通質問項目と、それぞれ三者に対する個別の質問項目で構成されている。そしてそれらの回答結果を最後にクロス集計、単純集計した。

1 日経平均株価採用銘柄、いわゆる日経 225 は金融機関の合併などにより 2002年2月時点では、222社となっている。

図表1 回答数・送付数・回答率について

回答者	回答数	送付数	回答率
財務担当者	66	222	29.7%
アナリスト	31	100	31.0%
会計士	51	100	51.0%

アンケートの集計方法は基本的に択一式設問として質問を設定しているが、同一回答者における複数回答がある場合は同一回答者を複数人として回答数に足して各比率(%)を算出している。そのため、各設問に対する項目選択回答率合計は全て100.0%となっている。そして、有効回答は図表1の通りになっており、財務担当者(29.7%)、アナリスト(31.0%)と比較して会計士(51.0%)の回答率が高くなっている。

・ 連結会計制度への三者の認識 共通項目のアンケート結果から

アナリストの回答の特異性 共通項目における回答のまとめ

共通項目質問からのアンケート結果のまとめは以下のとおりである。

会計士の本アンケート調査に対する回答率が高く、これは「改定された連結会計制度」に対する関心の高さをうかがわせるものである。そして、さらなる「監査制度」、「会計制度」の改善を求める意見が多数寄せられた。

アナリストは「連結会計制度改定」で期待されている「会計情報への信頼性向上」について、「やや高まり」はするが、はっきりと「高まる」とは必ずしも思っていない。

アナリストの4割が「海外投資家への会計情報の信頼性」に関して、連結会計制度改定以前と「変わらない」と思っている。その一方で、財務担当者の8割は連結会計制度改定以前より「高まる」と考えている。情報作成者と情報利用者の間に、「認識の差」がある可能性が示唆されている。

三者とも、いわゆる支配力基準などの導入に伴い、「企業集団の実態」は以前より反映されてはいるが、「決算政策の余地」は完全になくなったわけではないと考えている。特に決算政策の余地が「増えている」と回答するアナリストの割合が、財務担当者、会計士と比較して多いことがみてとれる。

アナリストは「配当可能利益」と「納税額」について「連結財務諸表に基づ

いて計算されるべきである」と回答する傾向がみられる。

全体的にアナリストは今回の連結会計制度改定に対して必ずしも双手を挙げて積極的、肯定的に評価しているわけではないことがみてとれる。

三者それぞれの側に対する個別質問項目の細かな点を除き、本アンケート調査から、特にアナリストが「今回の連結会計制度改定」に対して必ずしも双手を挙げて積極的、肯定的に評価していないことが言えるのではなからうか。本アンケート調査には、いわゆる「セルサイドアナリスト」も多数回答を寄せており、その大半が、「日経アナリスト・ランキング」などの「アナリスト・ランキング」で上位にランクされるアナリストである。つまり、このような代表的な情報利用者にとってこの連結会計制度改定は、これまで各々が開発し、その精度を高めてきた分析手法の有効性が失われるのではないかという危惧を懐かせたものだったのではなからうか。また、有価証券報告書の記載がいわゆる「連結主」、「個別従」になったことが、その制度改定の趣旨ほどに、実際はアナリストの期待したほどのものではなかったことを示していると思われる。そのことはアナリストが「改定後の有価証券報告書の情報量」については「増加した」と感じてはいるが、「分析に使える情報」がそれに比例して「増加した」とは感じていないということからもわかる。

また、会計士からは「財務諸表の比較が難しくなったと思います。」というコメントがあった。そして他の会計士からも「今回の会計ビッグバンにより我が国の開示制度は大きく欧米の制度・基準に近づいたと一般に言われていますが、小職は違った印象を持っています。これは我が国の有価証券報告書に含められる財務諸表に記載された情報と欧米のそれとを比較すれば明瞭です。我が国の財務情報は詳細ですが役立たないか、又は無用なもの（投資家やアナリストにとって）が多いということが良く解ると思います。一言で言えば、財務諸表作成側が、会社の経営的実体を識者に伝えるという意識に欠けるためと思われます。この点を改善しない限り、日本は国際資本市場において永久に外様で有り続けると思います。」とのコメントが寄せられた。

これらの会計士のコメントや、アナリストの「制度改定」に対する否定的評価とも思える回答傾向を示す理由は、企業が「簡素化により法定開示を要求されなくなった附属明細表の内容を自主的にはほぼ開示しない」などと回答するなど、財務担当者側（企業側）の「情報開示」に対する消極的な姿勢を示す回答などから十分に裏付けられるであろう。

以下は共通質問項目への詳細な回答結果（単純クロス集計）のその分析であ

る。共通質問項目については9つの質問で構成されている。

(共通1) 今回の連結会計制度の改定に伴って、会計情報への信頼性は高まると考えますか

1. 高まる 2. やや高まる 3. 変わらない 4. むしろ信頼されなくなる

共通1	1		2		3		4		総計	
財務担当者	26	(39.4%)	37	(56.1%)	3	(4.5%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)
アナリスト	6	(12.9%)	21	(71.0%)	4	(16.1%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)
会計士	25	(49.0%)	23	(45.1%)	3	(5.9%)	0	(0.0%)	51	(100.0%)
全回答	57	(38.5%)	81	(54.7%)	10	(6.8%)	0	(0.0%)	148	(100.0%)

共通質問1の「会計情報への信頼性」は、三者はおおむね「高まる」「やや高まる」に回答している。しかし、アナリスト(12.9%)の「高まる」との回答の割合が、財務担当者(39.4%)、会計士(49.0%)と比較して低い傾向にある。また「変わらない」と回答するアナリストの割合(16.1%)が、財務担当者(4.5%)、会計士(5.9%)と比較して高い傾向にある。通常、連結会計制度改定の結果、「会計情報への信頼性」が高まるといわれているが、とりわけアナリストはこれにやや懐疑的な傾向を示している。

(共通2) 改定された連結会計制度をどのように受け入れていますか。

1. 歓迎する 2. どちらともいえない 3. 歓迎していない

共通2	1		2		3		総計	
財務担当者	43	(65.2%)	22	(33.3%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)
アナリスト	22	(58.1%)	9	(41.9%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)
会計士	44	(86.3%)	7	(13.7%)	0	(0.0%)	51	(100.0%)
全回答	109	(73.6%)	38	(25.7%)	1	(0.7%)	148	(100.0%)

共通質問2の「改定された連結会計制度をどのように受け入れているか」で「歓迎する」と回答する会計士の割合(86.3%)が、財務担当者(65.2%)とアナリスト(58.1%)を大きく上回っている。ここから「改定された連結会計制度」を会計士が最も歓迎しているということがわかる。会計士からは「経済の国際化に伴い、会計基準もグローバル・スタンダードに近づけるという点において、会計ビッグバンの導入は評価される。」とのコメントが寄せられた。

逆にアナリストは「歓迎する（58.1%）」と過半数を超えながらも，三者の中で，「どちらともいえない」とする割合が最も高く（41.9%），「改定された連結会計制度」を積極的には評価していない傾向がややみられる。

（共通3）今回の連結会計基準改定に伴って，改定された会計基準をどのように習得しましたか。

1．自学自習で習得した 2．社内研修で習得した 3．外部の研修を利用して習得した

共通3	1		2		3		総計	
財務担当者	41	(48.8%)	7	(8.3%)	36	(42.9%)	84	(100.0%)
アナリスト	28	(82.4%)	6	(17.6%)	0	(0.0%)	34	(100.0%)
会計士	34	(50.0%)	29	(42.6%)	5	(7.4%)	68	(100.0%)
全回答	103	(55.4%)	42	(22.6%)	41	(22.0%)	186	(100.0%)

共通質問3の「改定された会計基準の習得方法」であるが，財務担当者は「自学自習（48.8%）」と「外部の研修（42.9%）」で習得している。アナリストは主に「自学自習（82.4%）」習得している。会計士は，「自学自習」の割合も低くはないが（50.0%），当然の事ながら社内研修で習得した割合は会計士が最も高い（42.6%）。

（共通4）会計ビッグバン以前の連結利益と会計ビッグバン以後の連結利益は比較可能と考えますか。

1．比較可能と考える 2．一定の条件付きで比較可能と考える 3．比較可能とは考えない

共通4	1		2		3		無回答	総計		
財務担当者	6	(9.0%)	39	(58.2%)	22	(32.8%)	0	(0.0%)	67	(100.0%)
アナリスト	1	(3.2%)	26	(83.9%)	3	(9.7%)	1	(3.2%)	31	(100.0%)
会計士	5	(9.8%)	31	(60.8%)	15	(29.4%)	0	(0.0%)	51	(100.0%)
全回答	12	(8.1%)	96	(64.4%)	40	(26.8%)	1	(0.7%)	149	(100.0%)

共通質問4の「会計ビッグバン以前・以後の連結利益の比較可能性」については「一定の条件付きで比較可能」と回答するアナリストの割合（83.9%）が，財務担当者（58.2%），会計士（60.8%）と比較して多い。財務担当者と，

会計士は「会計ビッグバン以前」と「それ以後」の連結利益を比較可能とは考えないとの回答が多い。具体例としては、確かに連結損益計算書の表示変更が1999年3月期からおこなわれ、連結純損益の前段階で計上されてきた「関連会社の持分法損益」、「連結調整勘定の償却費」の計上箇所が、少数株主持分に関わる損益を除き、連結経常損益の上に移動したことが挙げられる。この例から見てもその比較には「一定の条件」が必要と考えられる。また、いわゆる「支配力基準」などの導入などにより、「連結の範囲」が拡大したことの影響も考えられる。このように客観的にも「会計ビッグバン前後」の連結利益は比較可能ではないという回答の割合がアナリスト側にもっと多くてもおかしくない。しかしそうならないのは、その分析上、連結利益の「比較可能性」を確保しなければならないという意識のあらわれであると思われる。

(共通5) 今回の連結会計制度の改定に伴って、決算政策の余地は増えていると思いますか。それとも減っていると思いますか。

1. 増えている 2. 変わらない 3. 減っている

共通5	1		2		3		無回答		総計	
財務担当者	3	(4.5%)	29	(43.9%)	33	(50.0%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)
アナリスト	5	(16.1%)	10	(32.3%)	16	(51.6%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)
会計士	4	(7.8%)	14	(27.5%)	32	(62.7%)	1	(2.0%)	51	(100.0%)
全回答	12	(8.1%)	53	(35.8%)	81	(54.7%)	2	(1.4%)	148	(100.0%)

共通質問5の「決算政策の余地」についてであるが、三者とも「減っている」との回答が過半数を超えた。しかし、アナリストの「増えている(16.1%)」と回答する割合が、財務担当者(4.5%)、会計士(7.8%)と比較して多いことから、アナリストが「改定された連結会計制度」に対して、他二者と比較して、その効果についてやや懐疑的であり、積極的には評価していない傾向もみられる。

(共通6) 今回の連結会計制度の改定に伴って、連結財務諸表が企業集団の実態を以前より反映したものになったと思いますか。

1. 以前より反映している 2. 以前と変わらない 3. 以前ほど反映しなくなった

共通6	1		2		3		無回答		総計	
財務担当者	56	(84.8%)	9	(13.6%)	0	(0.0%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)
アナリスト	27	(87.1%)	3	(9.7%)	1	(3.2%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)
会計士	46	(90.2%)	5	(9.8%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	51	(100.0%)
全回答	129	(87.2%)	17	(11.5%)	1	(0.7%)	1	(0.7%)	148	(100.0%)

共通質問6の「連結財務諸表が企業集団の実態を以前より反映させているか」について、三者はおおむね「以前より反映している」との回答を寄せている。この設問は「支配力基準・影響力基準導入の効果」を意図して設定した。会計士の一人は「連結の点では、実質基準の影響を受けたクライアントがあり、連結はずしの意味がなくなっており、より企業グループの実態を表すものになったと思う。」とのコメントを寄せている。しかしながら「1. 以前より反映している」と回答しているアナリストからは、「企業が多くなったが、それは企業の会計方針次第である。」とのやや懐疑的とも思えるコメントが寄せられた。それから財務担当者で「以前と変わらない(13.6%)」とする割合がやや高いのは、後に詳述するがSEC基準採用企業の回答が影響している。

(共通7) 今回の連結会計制度の改定に伴って、会計情報への海外投資家に対する信頼は高まると考えますか。

1. 高まる 2. 変わらない 3. 信頼されなくなる

共通7	1		2		3		無回答		総計	
財務担当者	53	(80.3%)	13	(19.7%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)
アナリスト	18	(58.1%)	12	(38.7%)	0	(0.0%)	1	(3.2%)	31	(100.0%)
会計士	34	(68.6%)	17	(31.4%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	51	(100.0%)
全回答	105	(70.9%)	42	(28.4%)	0	(0.0%)	1	(0.7%)	148	(100.0%)

共通質問7の「会計情報への海外投資家に対する信頼性」に対して、「変わらない」と回答するアナリストの割合(38.7%)が、財務担当者(19.7%)、会計士(31.4%)と比較して高い傾向がみてとれる。ここでもアナリストの今

回の連結会計制度改定に対するやや消極的、懐疑的な姿勢がうかがわれる。会計士も「変わらない(31.7%)」と回答しているが、会計士からは「海外投資家が日本の会計情報を信頼するには、グローバル・スタンダードに準拠した会計基準、グローバル・スタンダードに準拠した監査基準、実務における監査人の厳格な態度、会社におけるコーポレートガバナンスの構築、が必要であるが、
、
の枠組が出来上がったところであり、実務上の問題(会社側、監査法人側双方に)が非常に多い。監査日数、報酬制度を改善する。経団連の解体等を含め、かなりの改善が不可欠と思われる。」とのコメントが寄せられた。

また逆に、「高まる」と回答する財務担当者の割合(80.3%)が高い。財務担当者は、この改定に関しては純粹とも言えるほど、積極的な評価を与えている。この設問について三者のその認識に「差」、「相違」が存在する可能性が示唆されている。

(共通8) 配当可能利益は連結財務諸表に基づいて計算されるべきだと思いますか。

1. 計算されるべき 2. 計算されるべきではない 3. どちらともいえない

共通8	1		2		3		無回答		総計	
財務担当者	25	(37.9%)	12	(18.2%)	29	(43.9%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)
アナリスト	18	(58.1%)	3	(12.9%)	10	(29.0%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)
会計士	24	(47.1%)	12	(23.5%)	14	(27.5%)	1	(2.0%)	51	(100.0%)
全回答	67	(45.3%)	27	(18.2%)	53	(35.8%)	1	(0.7%)	148	(100.0%)

(共通9) 納税額は連結財務諸表に基づいて計算されるべきだと思いますか。

1. 計算されるべき 2. 計算されるべきではない 3. どちらともいえない。

共通9	1		2		3		総計	
財務担当者	24	(36.4%)	10	(15.2%)	32	(48.5%)	66	(100.0%)
アナリスト	21	(67.7%)	2	(6.5%)	8	(25.8%)	31	(100.0%)
会計士	24	(45.1%)	11	(21.6%)	16	(33.3%)	51	(100.0%)
全回答	69	(46.6%)	23	(15.5%)	56	(37.8%)	148	(100.0%)

共通質問8の「連結ベースでの配当可能利益の算定」と共通質問9の「連結ベースでの納税額の算定」に関して、財務担当者は「どちらともいえない」と回答する割合が、共通質問8(43.9%)と共通質問9(48.5%)の両設問に多い。これは財務担当者がその回答結果に、直接影響を受ける立場にあることからその政策的判断を留保した結果、このようになった可能性は否定できない。またアナリストは「連結ベースで配当可能利益(58.1%)と納税額(67.7%)は算定されるべき」と回答し、両設問の回答が過半数を超えている。アナリストの考えには、いわゆる「経済的実態」を示す「連結ベース」での企業評価を望んでいると言われているが、その考えを汲んで、両設問でも「連結ベース」での算定を求めている可能性がある。会計士の一人からは「質問8において、配当可能利益は、子会社上場がなければ連結財務諸表に基づいて計算されるべきである。」とのコメントが寄せられた。

・財務担当者(企業側)における回答集計結果について

財務担当者へのアンケート結果のまとめは以下のとおりである。

業種別でみると証券業、パルプ・紙、建設業の回答率が高い。

従来から「SEC基準（米国会計基準）による連結財務諸表」を作成していた企業は「連結会計制度改定」の影響を直接受けていないと言える。

多くの設問において、「製造業と非製造業」の分類，そして「SEC基準採用企業と日本基準採用企業」との分類において，それぞれの回答に差がある可能性が示唆されている。つまり「製造業と非製造業」，そして「SEC基準採用企業と日本基準採用企業」においては，連結会計制度改定の影響度合いが異なっていた可能性が示唆されている。

「新連結会計制度導入期」において，上記などのように企業を分類すると，その分類により，それぞれにおいて導入における影響度合いに違いがある可能性はあるが，財務担当者側（企業側）は，おおむね「新連結会計制度の導入」に対しては十分に対応できていたことが示唆されている。

「簡素化により法定開示を要求されなくなった附属明細表の内容」は，財務担当者側（企業側）から自主的にはほぼ開示されなくなる。つまり，企業の自主的開示にはあまり期待できないということがここからは言える。

従来から「連結経営」を指向していた企業が過半数にのぼる。

企業は「目標利益」において、「単独利益」から「連結利益」重視へ移行していることがみいだされるが，その一方で非製造業においては，単独とあくまで「同程度」ということで，製造業と比較して連結重視には移行していない可能性が示唆されている。また，SEC基準で連結財務諸表を作成していた企業は，完全に「連結利益」重視に移行した。

以下に述べるのは，財務担当者へのアンケート結果である。以後そのアンケート結果の詳細とその分析結果を述べていく。図表2は回答者の属する会社の業種別分類である。ここから東証業種分類で，証券業（75.0%），パルプ・紙（66.7%），建設業（61.5%）の回答率が高いことがわかる。図表3は，製造業・非製造業分類とSEC基準・日本基準分類における回答数とその割合であり，この分類を基礎に，共通項目，個別項目とも業種特性，とりわけ「製造業・非製造業分類」，そして「SEC基準・日本基準分類」において，何かしらの回答傾向を得ようとするものである。

図表2 業種別回答率・回答企業数について（注）括弧内はSEC基準採用企業数

東証業種分類	製造業・非製造業分類	業種別回答率	回答企業	送付企業
パルプ・紙	製造業	66.7%	2	3
ゴム製品	製造業	50.0%	1	2
化学	製造業	50.0%	9(1)	18
電気機器	製造業	46.7%	14(7)	30
輸送用機器	製造業	42.9%	6(1)	14
食料品	製造業	33.3%	5	15
その他製品	製造業	33.3%	1	3
機械	製造業	28.6%	4	14
医薬品	製造業	22.2%	2	9
ガラス・土石製品	製造業	14.3%	1	7
繊維製品	製造業	12.5%	1	8
非鉄金属	製造業	10.0%	1	10
石油・石炭製品	製造業	0.0%	0	3
鉄鋼	製造業	0.0%	0	5
金属製品	製造業	0.0%	0	1
精密機器	製造業	0.0%	0	3
< 製造業合計 >		32.4%	47(9)	145
証券業	非製造業	75.0%	3(1)	4
建設業	非製造業	61.5%	8	13
空運業	非製造業	50.0%	1	2
サービス業	非製造業	50.0%	2	4
電気・ガス業	非製造業	40.0%	2	5
保険業	非製造業	33.3%	1	3
卸売業	非製造業	14.3%	1(1)	7
小売業	非製造業	14.3%	1	7
水産・農林業	非製造業	0.0%	0	2
鉱業	非製造業	0.0%	0	1
陸運業	非製造業	0.0%	0	9
海運業	非製造業	0.0%	0	3
倉庫・運輸関連	非製造業	0.0%	0	1
通信業	非製造業	0.0%	0	3
その他金融業	非製造業	0.0%	0	2
不動産業	非製造業	0.0%	0	4
銀行業	非製造業	0.0%	0	7
< 非製造業合計 >		24.7%	19(2)	77
< 全体 >		29.7%	66	222

図表3 製造業・非製造業分類とSEC基準・日本基準分類における回答数とその割合

企業側	製造業		非製造業		SEC基準		日本基準		企業全体	
回答数(%)	47	(71.2%)	19	(28.8%)	11	(16.7%)	55	(83.3%)	66	(100.0%)

(1) 共通質問項目(製造業・非製造業分類とSEC・日本基準分類)における回答集計結果について

財務担当者側の共通質問項目に対するクロス集計結果が以下に示されている。共通質問項目は9つの質問で構成されている。また、分類1は製造業・非製造業での分類であり、分類2はSEC・日本基準での分類である。

(共通1) 今回の会計制度の改定に伴って、会計情報への信頼性は高まると考えますか。

1. 高まる 2. やや高まる 3. 変わらない 4. むしろ信頼されなくなる

共通1		1		2		3		4		総計	
分類1	製造業	16	(34.0%)	28	(59.6%)	3	(6.4%)	0	(0.0%)	47	(100.0%)
	非製造業	10	(52.6%)	9	(47.4%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	3	(27.3%)	8	(72.7%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	23	(41.8%)	29	(52.7%)	3	(5.5%)	0	(0.0%)	55	(100.0%)
企業合計		26	(39.4%)	37	(56.1%)	3	(4.5%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)

共通質問1で、製造業は「やや高まる(59.6%)」に過半数以上の回答があり、非製造業は「高まる(52.6%)」に過半数以上の回答があった。また、製造業は「変わらない(6.4%)」との回答もあり、製造業は非製造業と比較して、やや消極的な反応を示している。そしてSEC基準採用企業は「やや高まる(72.7%)」の回答が支配的であった。多くのSEC基準採用企業は「今回の連結会計制度改定に大きく影響されることはない。」との趣旨のコメントを、本アンケート調査に対して寄せたのであるが、その影響がこの設問にもあらわれたのではないかと推測される。会計士もの一人からも「私の担当する会社はUS GAAPで連結財務諸表を作成しており、連結会計制度改定の影響を直接受けておりません。」とのコメントが寄せられている。

(共通2) 改定された連結会計制度をどのように受け入れていますか。

1. 歓迎する 2. どちらともいえない 3. 歓迎していない

共通2		1		2		3		総計	
分類1	製造業	30	(63.8%)	16	(34.0%)	1	(2.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	13	(68.4%)	6	(31.6%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	9	(81.8%)	2	(18.2%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	34	(61.8%)	20	(36.4%)	1	(1.8%)	55	(100.0%)
企業合計		43	(65.2%)	22	(33.3%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

共通質問2で、SEC基準採用企業が「歓迎する」に81.8%の回答を寄せた。SEC基準採用企業は従来から、海外の株式市場などからも資金調達し、否応なしに「連結会計」、「連結経営」などを視野に入れざるをえない状況であったことは確かであるが、「連結重視」という今回の制度改定の趣旨にその企業行動が合致し、まさに「歓迎」すべきことであることは間違いないであろう。

(共通3) 今回の連結会計基準改定に伴って、改定された会計基準をどのように習得しましたか。

1. 自学自習で習得した 2. 社内研修で習得した 3. 外部の研修を利用して習得した

共通3		1		2		3		総計	
分類1	製造業	31	(47.7%)	6	(9.2%)	28	(43.1%)	65	(100.0%)
	非製造業	10	(52.6%)	1	(5.3%)	8	(42.1%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	10	(76.9%)	0	(0.0%)	3	(23.1%)	13	(100.0%)
	日本基準	31	(43.7%)	7	(9.9%)	33	(46.5%)	71	(100.0%)
企業合計		41	(48.8%)	7	(8.3%)	36	(42.9%)	84	(100.0%)

共通質問3で、製造業・非製造業分類で、非製造業の方が「自学自習」の比率が52.6%と、製造業(47.7%)より高く、逆に「社内研修」の比率は製造業のほうが9.2%と、非製造業(5.3%)より高いのは、連結会計への関心、影響度が製造業の方が高かったため、社内研修まで行うという積極性を見せたのではないかと推測される。またSEC・日本基準分類では、SEC基準採用企業が「自学自習で習得した」に76.9%の回答が寄せられ、「社内研修」で習得した企業はなかった(0.0%)。

(共通4) 会計ビッグバン以前の連結利益と会計ビッグバン以後の連結利益は比較可能と

考えますか。

1. 比較可能と考える 2. 一定の条件付きで比較可能と考える 3. 比較可能とは考えない

共通4		1		2		3		総計	
分類	製造業	6	(12.5%)	28	(58.3%)	14	(29.2%)	48	(100.0%)
	非製造業	0	(0.0%)	11	(57.9%)	8	(42.1%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	2	(18.2%)	6	(54.5%)	3	(27.3%)	11	(100.0%)
	日本基準	4	(7.1%)	33	(58.9%)	19	(33.9%)	56	(100.0%)
企業合計		6	(9.0%)	39	(58.2%)	22	(32.8%)	67	(100.0%)

共通質問4で、会計ビッグバン以前とそれ以後との「連結利益の比較」が可能とは考えない割合が非製造業では42.1%と製造業(29.2%)よりかなり高い。まして「比較可能と考える」とする割合は非製造業では0.0%であった。非製造業では従来、連結会計に消極的であったが、今回の改定によりこれを強制されたので、回答に建設業に属する企業が多いという偏りがあるとはいえ、きっちり連結決算をせざるを得なくなったのではなかろうか。そのため従来のやや正確性を欠いた連結利益や、もしくは「連結の範囲」が大幅に変わったため、従来の連結利益とでは比較が可能でないと考えているのかもしれない。

(共通5) 今回の連結会計制度の改定に伴って、決算政策の余地は増えていると思いませんか。それとも減っていると思いませんか。

1. 増えている 2. 変わらない 3. 減っている

共通5		1		2		3		無回答		総計	
分類	製造業	2	(4.3%)	23	(48.9%)	21	(44.7%)	1	(2.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	1	(5.3%)	6	(31.6%)	12	(63.2%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	1	(9.1%)	8	(72.7%)	2	(18.2%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	2	(3.6%)	21	(38.2%)	31	(56.4%)	1	(1.8%)	55	(100.0%)
企業合計		3	(4.5%)	29	(43.9%)	33	(50.0%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

共通質問5で、製造業・非製造業分類において、非製造業の方が今回の改定された連結決算では決算操作の余地は減っているとする割合が63.2%と、製造業(44.7%)より高い。つまり、非製造業(若干、回答企業に建設業に属する企業の偏りがみられる)において否応なしに「連結の範囲」が拡大し、子会社・関連会社を利用した「決算政策の余地」が減少したと思われる。一方で製

造業は「変わらない」との回答が48.9%で、非製造業の31.6%よりかなり高い。これは製造業ではもともとSEC基準を採用していた企業が多かったからではないかと推測される。それはSEC・日本基準分類での回答をみてもわかるように、72.7%のSEC基準採用企業が「変わらない」と回答している。

(共通6) 今回の連結会計制度の改定に伴って、連結財務諸表が企業集団の実態を以前より反映したものになったと思いますか。

1. 以前より反映している 2. 以前と変わらない 3. 以前ほど反映しなくなった

共通6		1		2		3		無回答		総計	
分類	製造業	38	(80.9%)	9	(19.1%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	47	(100.0%)
	非製造業	18	(94.7%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	1	(5.3%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	7	(63.6%)	4	(36.4%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	49	(89.1%)	5	(9.1%)	0	(0.0%)	1	(1.8%)	55	(100.0%)
企業合計		56	(84.8%)	9	(13.6%)	0	(0.0%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

共通質問6においても製造業においては、それぞれ「以前と変わらない(19.1%)」とする率が、非製造業の0.0%と比較して高い。つまり、製造業のみ「以前と変わらない」と回答する企業がある。これは共通質問6の回答をみるとわかるように、製造業ではSEC基準を採用していた企業が含まれている影響が多分にある。また非製造業では94.7%と、無回答の企業を除くと全ての企業が「以前より反映している」と答えている。非製造業においては、連結会計制度改定によって、「連結の範囲」が拡大した影響が大きかったことが推測される。

(共通7) 今回の連結会計制度の改定に伴って、会計情報への海外投資家に対する信頼は高まると考えますか。

1. 高まる 2. 変わらない 3. 信頼されなくなる

共通7		1		2		3		総計	
分類	製造業	36	(76.6%)	11	(23.4%)	0	(0.0%)	47	(100.0%)
	非製造業	17	(89.5%)	2	(10.5%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
1	SEC基準	8	(72.7%)	3	(27.3%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	45	(81.8%)	10	(18.2%)	0	(0.0%)	55	(100.0%)
企業合計		53	(80.3%)	13	(19.7%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)

共通質問7に関しては、企業全体として80.3%の企業が「会計情報への海外投資家に対する信頼性向上」に関して、「高まる」と考えているが、製造業・非製造業分類で、製造業は「会計情報への海外投資家に対する信頼性向上」に関して、「変わらない(23.4%)」とする割合が、非製造業(10.5%)と比較して高い傾向もみられ、製造業のこの設問に関する回答はやや懐疑的なものとなっている。

(共通8) 配当可能利益は連結財務諸表に基づいて計算されるべきだと思いますか。

1. 計算されるべき 2. 計算されるべきではない 3. どちらともいえない

共通8		1		2		3		総計	
分類	製造業	19	(40.4%)	6	(12.8%)	22	(46.8%)	47	(100.0%)
	非製造業	6	(31.6%)	6	(31.6%)	7	(36.8%)	19	(100.0%)
1	SEC基準	3	(27.3%)	3	(27.3%)	5	(45.5%)	11	(100.0%)
	日本基準	22	(40.0%)	9	(16.4%)	24	(43.6%)	55	(100.0%)
企業合計		25	(37.9%)	12	(18.2%)	29	(43.9%)	66	(100.0%)

共通質問8の「連結財務諸表に基づく配当可能利益の算定」であるが、「計算されるべきでない」に非製造業の回答は31.6%と、製造業の12.8%よりかなり高い。非製造業では連結することによってかなりの影響を受けることがその理由であると推測されるが、非製造業で「計算されるべきでない」と回答した企業は、業種分類としては「建設業」に集中していることからこの設問の分析には注意を要する。

(共通9) 納税額は連結財務諸表に基づいて計算されるべきだと思いますか。

1. 計算されるべき 2. 計算されるべきではない 3. どちらともいえない

共通9		1		2		3		総計	
分類1	製造業	18	(38.3%)	5	(10.6%)	24	(51.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	6	(31.6%)	5	(26.3%)	8	(42.1%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	6	(54.5%)	1	(9.1%)	4	(36.4%)	11	(100.0%)
	日本基準	18	(32.7%)	9	(16.4%)	28	(50.9%)	55	(100.0%)
企業合計		24	(36.4%)	10	(15.2%)	32	(48.5%)	66	(100.0%)

共通質問9の「連結財務諸表に基づく納税額の算定」について、製造業・非製造業分類で「どちらともいえない」という回答が製造業で過半数を超えた(51.1%)。一般にはこのように態度を留保するものが多いが、ここでも「計算されるべきではない」という消極層の割合が非製造業で26.3%と、製造業(10.6%)よりかなり高い。つまり非製造業では「連結納税」を不都合と考える回答が製造業と比較して多い。しかしながらこれは、共通質問8と同様に、業種別で「建設業」に属する企業の回答が多分に影響しておりその分析には注意を要する。また、SEC・日本基準分類では、SEC基準採用企業が「連結納税」をするべきであるとの回答が過半数を超えた(54.5%)。

(2) 財務担当者側質問項目における回答集計結果について

財務担当者側質問項目は8つの質問で構成されている。以下はその回答のクロス集計結果である。

(企業1) 新連結会計基準を正確に把握する時間がありましたか。

1. 十分な時間があった 2. 必要最低限の時間はあった 3. 時間が足りなかった

企業1		1		2		3		無回答		総計	
分類1	製造業	4	(8.5%)	32	(68.1%)	10	(21.3%)	1	(2.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	1	(5.3%)	18	(94.7%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	1	(9.1%)	9	(81.8%)	0	(0.0%)	1	(9.1%)	11	(100.0%)
	日本基準	4	(7.3%)	41	(74.5%)	10	(18.2%)	0	(0.0%)	55	(100.0%)
企業合計		5	(7.6%)	50	(75.8%)	10	(15.2%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

質問1の「新連結会計制度を正確に把握する時間」は、全体として「必要最低限の時間はあった(75.8%)」と回答している。しかし、製造業・非製造業

分類において、製造業は「時間が足りなかった（21.3%）」とも回答を寄せている。共通項目への回答でも製造業の方が、「連結」への取組について積極的で、非製造業ではやや消極的であったことと関係しているようである。またSEC・日本基準分類では、SEC基準の81.8%が「必要最低限の時間はあった」と回答を寄せている。製造業で、かつ日本基準を採用している企業の21.3%が新連結会計基準導入に苦心したようである。SEC基準採用企業はアンケートに寄せられたコメントのとおり、直接的に影響がなかったことがこの設問からみてとれる。

（企業2）新連結会計基準への準備（勉強会等）はいつ頃からおこないましたか。

1. 導入半年前 2. 導入1年前 3. 導入2～3年前 4. それ以前 5. 特にしていない

企業2		1		2		3		4		5		無回答		総計	
分類	製造業	4	(8.2%)	21	(42.9%)	15	(30.6%)	1	(2.0%)	7	(14.3%)	1	(2.0%)	49	(100.0%)
	非製造業	2	(10.5%)	12	(63.2%)	5	(26.3%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	1	(9.1%)	1	(9.1%)	2	(18.2%)	0	(0.0%)	6	(54.5%)	1	(9.1%)	11	(100.0%)
	日本基準	5	(8.8%)	32	(56.1%)	18	(31.6%)	1	(1.8%)	1	(1.8%)	0	(0.0%)	57	(100.0%)
企業合計		6	(8.8%)	33	(48.5%)	20	(29.4%)	1	(1.5%)	7	(10.3%)	1	(1.5%)	68	(100.0%)

財務担当者側質問2の「新連結会計基準への準備」は、製造業・非製造業分類において、製造業が「導入2～3年前（30.6%）」、「それ以前（2.0%）」と準備にそれなりの時間をかけていることがみてとれる。製造業において「特にしていない（14.3%）」とあるが、これはSEC基準採用企業の回答が影響している。SEC基準採用企業は、「特にしていない」に過半数以上の回答（54.5%）が集まった。ここからもSEC基準採用企業への新連結会計制度の影響度の少なさがみてとれるのではなかろうか。

(企業3) 新連結会計制度の導入を機に子会社の解散・整理統合をおこないましたか。

1. おこなった 2. 特におこなっていない 3. そのような会社はない

企業3		1		2		3		無回答		総計	
分類1	製造業	9	(19.1%)	29	(61.7%)	8	(17.0%)	1	(2.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	3	(15.8%)	15	(78.9%)	1	(5.3%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	1	(9.1%)	8	(72.7%)	1	(9.1%)	1	(9.1%)	11	(100.0%)
	日本基準	11	(20.0%)	36	(65.5%)	8	(14.5%)	0	(0.0%)	55	(100.0%)
企業合計		12	(18.2%)	44	(66.7%)	9	(13.6%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

財務担当者側質問3の「子会社の解散・整理統合」についてであるが、製造業・非製造業分類では、製造業が「おこなった(19.1%)」と答える反面、「そのような会社はない(17.0%)」と回答する企業もあり、製造業の回答にばらつきがみられる。また、SEC・日本採用企業分類では、SEC基準採用企業は、日本基準採用企業と比較して、新連結会計制度導入に関する企業への影響度の少なさがここでもみてとれる。

(企業4) 連結対象の新設子会社数・整理統合会社数についてお答えください。²

(企業5) 新連結会計制度で附属明細表の内容が簡素化されましたが、簡素化により法定開示を要求されなくなった内容を自主的に何らかの方法で開示する方針ですか。

1. 以前の内容をほぼそのまま開示 2. 内容を選別して開示 3. 自主的には開示しない

企業5		1		2		3		無回答		総計	
分類1	製造業	0	(0.0%)	9	(19.1%)	35	(74.5%)	3	(6.4%)	47	(100.0%)
	非製造業	0	(0.0%)	7	(36.8%)	11	(57.9%)	1	(5.3%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	0	(0.0%)	3	(27.3%)	5	(45.5%)	3	(27.3%)	11	(100.0%)
	日本基準	0	(0.0%)	13	(23.6%)	41	(74.5%)	1	(1.8%)	55	(100.0%)
企業合計		0	(0.0%)	16	(24.2%)	46	(69.7%)	4	(6.1%)	66	(100.0%)

財務担当者側質問5の「簡素化により法定開示を要求されなくなった附属明細表の内容について自主的な開示」は、全企業のおよそ7割(69.7%)は「自

2 財務担当者側(企業側)質問項目4における回答集計結果は本稿では省略している。分析に耐えられる程の回答がよせられなかったことによる。

主的には開示しない」と回答している。また開示するにしても「内容を選別して開示（24.24%）」と回答している。これに関しては、有価証券報告書の記載義務がなくても、各記載項目に関連した事項を各自企業の判断で追加して記載できるのであるが、投資家に対する自主的開示も期待できないということから、この設問に対する回答の限りにおいては、今回の連結会計制度改定により、「情報開示」が後退することが懸念されている。

（企業6）新連結会計制度の導入を機に社内の経理規定の見直しをおこないましたか。

1. 大幅に変更 2. 必要な範囲内で変更 3. 変更していない

企業6		1		2		3		無回答		総計	
分類	製造業	1	(2.1%)	29	(61.7%)	16	(34.0%)	1	(2.1%)	47	(100.0%)
	非製造業	0	(0.0%)	9	(47.4%)	10	(52.6%)	0	(0.0%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	0	(0.0%)	4	(36.4%)	6	(54.5%)	1	(9.1%)	11	(100.0%)
	日本基準	1	(1.8%)	34	(61.8%)	20	(36.4%)	0	(0.0%)	55	(100.0%)
企業合計		1	(1.5%)	38	(57.6%)	26	(39.4%)	1	(1.5%)	66	(100.0%)

財務担当者側質問6の「経理規定の見直し」に関しては、製造業・非製造業分類では、製造業では61.7%の企業が「必要な範囲内で変更」としているのに対し、非製造業は逆に「変更していない（52.6%）」に過半数を超える回答があった。製造業にとって今回の新連結会計制度導入の影響が大きかったことがここからうかがうことができる。また、SEC・日本基準分類においても、SEC基準採用企業の過半（54.5%）は、「変更していない」と回答している

（企業7）従来から連結経営を指向していましたか。それとも今回の連結会計制度の改定を機に連結経営を指向するようになりましたか。

1. 従来から 2. 今回の改定から 3. 特に考えていない

共通7		1		2		3		総計	
分類	製造業	23	(48.9%)	22	(46.8%)	2	(4.3%)	47	(100.0%)
	非製造業	10	(52.6%)	7	(36.8%)	2	(10.5%)	19	(100.0%)
分類	SEC基準	9	(81.8%)	2	(18.2%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	24	(43.6%)	27	(49.1%)	4	(7.3%)	55	(100.0%)
企業合計		33	(50.0%)	29	(43.9%)	4	(6.1%)	66	(100.0%)

財務担当者側質問7の「連結経営の指向」に関して、全企業の過半数（50.0%）が「従来から」連結経営を指向していたと回答している。サンプル（日経225）の性格や、1977年3月期から、日本において連結会計制度が開始されたことを考えると当然予想された結果と言える。しかし、今回の改定により、全体の43.9%の企業が「連結経営」に乗り出すことは注目すべきことである。日本に「連結経営」が根付くか注目される。また、SEC・日本基準分類では、これも予想されたことであるが、SEC基準採用企業の81.8%が「従来から」連結経営を指向したと回答している。

（企業8）予算制度において、対象とする目標利益はいずれをより重視してきましたか。

（1）会計ビッグバン以前

1. 連結利益 2. やや連結重視 3. 同程度 4. やや単独重視 5. 単独利益

共通8(1)		1		2		3		4		5		総計	
分類1	製造業	5	(10.6%)	6	(12.8%)	3	(6.4%)	16	(34.0%)	17	(36.2%)	47	(100.0%)
	非製造業	1	(5.3%)	1	(5.3%)	1	(5.3%)	5	(26.3%)	11	(57.9%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	4	(36.4%)	2	(18.2%)	1	(9.1%)	3	(27.3%)	1	(9.1%)	11	(100.0%)
	日本基準	2	(3.6%)	5	(9.1%)	3	(5.5%)	18	(32.7%)	27	(49.1%)	55	(100.0%)
企業合計		6	(9.1%)	7	(10.6%)	4	(6.1%)	21	(31.8%)	28	(42.4%)	66	(100.0%)

（2）会計ビッグバン以後

1. 連結利益 2. やや連結重視 3. 同程度 4. やや単独重視 5. 単独利益

共通8(2)		1		2		3		4		5		総計	
分類1	製造業	23	(48.9%)	13	(27.7%)	3	(6.4%)	6	(12.8%)	2	(4.3%)	47	(100.0%)
	非製造業	4	(21.1%)	2	(10.5%)	7	(36.8%)	4	(21.1%)	2	(10.5%)	19	(100.0%)
分類2	SEC基準	6	(54.5%)	5	(45.5%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	11	(100.0%)
	日本基準	21	(38.2%)	10	(18.2%)	10	(18.2%)	10	(18.2%)	4	(7.3%)	55	(100.0%)
企業合計		27	(40.9%)	15	(22.7%)	10	(15.2%)	10	(15.2%)	4	(6.1%)	66	(100.0%)

財務担当者側質問8の「会計ビッグバン以前・以後の予算制度において対象とする目標利益」に関して、製造業・非製造業分類で、製造業においては「会計ビッグバン以前」から連結利益を重視していた企業が、「連結利益重視（10.6%）」、「やや連結重視（12.8%）」と、非製造業の「連結利益重視（5.3%）」、「やや連結重視（5.3%）」よりやや多かったのに対し、非製造業の過半数を

超える57.89%の企業が「単独利益」を重視していたことがわかる。またSEC・日本基準採用企業分類においては、SEC基準採用企業においては「会計ビッグバン以前」から連結利益を重視していた企業が、「連結利益重視（36.4%）」、「やや連結重視（18.2%）」とすでに、予算制度においても「連結重視」に移行していたことがわかる。

「会計ビッグバン以後」は全企業のおよそ4割（40.9%）が、「連結利益重視」に移行している。製造業・非製造業分類においては、非製造業の回答が、「連結利益」と「単独利益」を「同程度」とする企業の割合が、製造業（6.4%）より36.8%と高く、「会計ビッグバン後」も、非製造業はなお「連結利益重視」とまでには至っていないことがみてとれる。製造業と非製造業においては、その企業行動、そしてその認識に差が存在する可能性がある。もともと非製造業には、いわゆる「連結」全般に関して、その企業の性格上、その必要性がないのか、ここでも非製造業における「連結会計」への消極性がみてとれる。また、SEC・日本基準採用企業分類においては、SEC基準採用企業は、「連結利益重視（54.5%）」、「やや連結利益重視（45.5%）」とその合計が100%と、完全に「連結重視」に移行したと見てよいであろう。SEC基準採用企業は当然のことながら、今後、連結でその企業を把握する意味合いが更なることとなる。

・アナリスト側質問における回答集計結果について

アナリスト側質問における回答集計結果をまとめると以下のとおりである。

アナリストは「改定後の有価証券報告書の情報量」については増加したと感じているが、それに比例して「分析に使える情報」が増加したとは考えていない。つまりアナリストは「改定後の有価証券報告書」を決して肯定的に評価しているとは言えないことがわかる。

アナリストは「売上高」、「営業利益」、「当期利益」の連単倍率に主に注視している。

アナリストは「個別」、「連結」のいずれの数値も利用して、各社の経営成績を比較している。

アナリストは「会計ビッグバン以前・以後」共に、「ROE」、「ROA」、「営業利益」、「売上高営業利益率」などを業績評価指標に使用している。その中でも中心的な指標として「ROE」が用いられている。「会計ビッグバン以後」は、新に「EVA」などの指標が使用されている。

アナリストにとって「キャッシュ・フロー計算書」は有用である。

アナリストは「生産能力」、「生産計画」、「主要原材料の入手量・使用

量」,「関係会社有価証券明細表」,「関係会社出資金明細表」,「関係会社貸付金明細表」,「関係会社借入金明細表」,「長期借入金明細表」の項目が制度改定により簡素化・削除されて不便を感じている。その一方で「株式の所有数別状況」,「株式売買高の推移」,「資金収支表」の項目に関してはそのようには感じていない。

アナリスト側質問項は7つの設問で構成されている。以下に述べるのは,アナリスト側質問項目のまとめにおけるその詳細(単純集計結果)とその分析である。

(アナリスト1) 会計ビッグバン以後の有価証券報告書の情報量についてどのように評価しますか。

1. 非常に豊富になった 2. 豊富になった 3. 変わっていない 4. 貧弱になった

A1	1		2		3		4		無回答	総計		
回答数(%)	0	(0.0%)	14	(45.2%)	8	(25.8%)	5	(16.1%)	4	(12.9%)	31	(100.0%)

アナリスト側質問項目における回答集計結果であるが,アナリスト側質問項目1の「会計ビッグバン以後の有価証券報告書の情報量」について,アナリストは「豊富になった(45.2%)」と回答する一方,「変わっていない(25.8%)」,「貧弱になった(16.1%)」との回答もみられた。有価証券報告書の最も熱心で,代表的な利用者であると思われるアナリストの中に今回の連結会計制度改定によって,有価証券報告書の情報量が貧弱になったと評するものが一定数(16.1%)ある。今回の連結会計制度改定の趣旨と反する反応(回答)ではなかろうか。また,無回答を除いた回答の構成比は,「豊富になった(51.9%)」,「変わっていない(29.6%)」,「貧弱になった(18.5%)」となっている。「貧弱になった」という回答が少なからずあることは注目すべきである。

(アナリスト2) どの項目の連単倍率に注目しますか(複数回答可)。

1. 総資産 2. 売上高 3. 営業利益 4. 経常利益 5. 当期利益 6. EPS(1株当たり利益)
7. その他()

A2	1		2		3		4		5		6		7		無回答	総計		
回答数(%)	7	(11.7%)	11	(18.3%)	10	(16.7%)	7	(11.7%)	10	(16.7%)	5	(8.3%)	6	(100.0%)	4	(6.70%)	60	(100.0%)

アナリスト側質問項目2の「どの項目の連単倍率に注目するか」で「売上高(18.3%)」、「営業利益(16.7%)」、「当期利益(16.7%)」に注目するとの回答を得られた。また、「その他」においては「そもそも連単倍率に注目しない」、「連結の数字のみ使用する」との回答が多数得られた。また、無回答を除いた構成比は、「純資産(12.5%)」、「売上高(19.6%)」、「営業利益(17.9%)」、「経常利益(12.5%)」、「当期利益(17.9%)」、「EPS(8.9%)」、「その他(10.7%)」となっている。

(アナリスト3) 各社の経営成績の比較はどの数値を基におこないますか。

1. 単独重視 2. やや単独重視 3. 両方の数値 4. やや連結重視 5. 連結の数値

A3	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数(%)	0	(0.0%)	2	(6.5%)	11	(35.5%)	8	(25.8%)	6	(19.4%)	4	(12.9%)	31	(100.0%)

アナリスト側質問項目3の「各社の経営成績の比較はどの数値を基におこなうか」について連結と単独の「両方の数値」とするものが35.5%と最も多い。「個別財務諸表」の数値はいまだに重要であるということである。そして「やや連結重視(25.8%)」、「連結の数値(19.4%)」という順であるが、これらの「連結重視派」のアナリストの回答を合計すると45%となり、連結を重視するアナリストも多いことがわかる。このことはアナリストが好む、好まずに関わらず、「有価証券報告書の記載」が「連結主」、「単独従」となって、その企業分析において連結財務諸表、連結の数値を重視しなければならなくなったという面も少なからずあるであろう。また、無回答を除いた構成比は、「やや単独重視(7.4%)」、「両方の数値(40.7%)」、「やや連結重視(29.6%)」、「連結の数値(22.2%)」となっている。

(アナリスト4)業績評価をする際にどのような指標を用いますか。3つだけお答えください。

会計ビッグバン以前	回答数	(%)
ROE	10	15.2%
ROA	4	6.1%
営業利益	4	6.1%
総資本(資産)回転率	4	6.1%
売上高営業利益率	4	6.1%
当期利益	3	4.5%
売上高	3	4.5%
売上高経常利益率	3	4.5%
CF(キャッシュ・フロー)	2	3.0%
EPS	2	3.0%
利益率	2	3.0%
売上高伸び率	2	3.0%
その他	23	34.8%
総計	66	100.0%

会計ビッグバン以後	回答数	(%)
ROE	11	16.7%
ROA	4	6.1%
EBITDA	4	6.1%
営業利益	4	6.1%
売上高営業利益率	4	6.1%
当期利益	3	4.5%
EVA	3	4.5%
CF(キャッシュ・フロー)	3	4.5%
売上高	2	3.0%
売上総利益	2	3.0%
その他	26	39.4%
総計	66	100.0%

(注) 会計ビッグバン以前の「その他」内訳³，会計ビッグバン以後の「その他」内訳⁴

アナリスト側質問項目4の「業績評価をする際にどのような指標を用いるか」について「会計ビッグバン以前」は、「ROE (15.2%)」, 「ROA (6.1%)」, 「総資本(資産)回転率 (6.1%)」, 「営業利益 (6.1%)」, 「売上高営業利益率 (6.1%)」などが用いられていた。そして「会計ビッグバン以後」は、「ROE (16.7%)」, 「ROA (6.1%)」, 「EBITDA (6.1%)」, 「営業利益 (6.1%)」, 「売上高営業利益率 (6.1%)」などが用いられている。また「EVA (4.5%)」が「会計ビッグバン以後」において業績指標の1つとしてアナリストに用いられている。アナリストの業績を測る指標は、会計ビッグバン以前と以後とでは大きくは変わらないだろうということである。

3 「会計ビッグバン以前」の業績指標集計にあたっては、上記と同様に表現が異なっても同じ指標を意味している場合は合計して集計している。上記と同様に多様な業績指標が並んだのは、アナリストの中にはベンチャーキャピタル所属のアナリスト、保険・証券業界担当のセルサイドアナリストが含まれているためである。「その他」に含まれる業績指標は BPS, EBITDA, EVA, FCF, PBR, ROIC, 営業 CF, 回転率, 経常増減率, 経常利益, 時価純資産, 証券(営業利益), 税額, 売上総利益, 単独経常利益, 単独売上高, 当期利息, 保険(コンバインド・レシオ), 保険(正味収入保険料), 利益の成長率, 連結営業利益率, 連単倍率, 連単比較(当期利益, 自己資本)などである。

4 「会計ビッグバン以後」の業績指標集計にあたっては、表現が異なっても同じ指標を意味している場合は合計して集計している。なお多様な業績指標が並んだのは、アナリストの中にはベンチャーキャピタル所属のアナリスト、保険・証券業界担当のセルサイドアナリストが含まれているためである。「その他」に含まれる業績指標は BPS, CF 成長率, EPS, EV / EBITDA, FCF, ROIC, エンタープライズバリュー, 営業 CF, 回転率, 株主付加価値, 経常利益率, 経常利息, 時価純資産, 証券(営業利益), 税額, 増収率, 総資産回転率, 投資利益率, 保険(コンバインド・レシオ), 保険(正味収入保険料), 利益の成長率, 利益率, 連結セグメント別営業利益, 連結営業利益率, 連結経常利益, 連結売上高などである。

(アナリスト5) あなたの分析にとってキャッシュ・フロー計算書は有用ですか。

1. 非常に有用 2. ある程度有用 3. 有用ではない

A5	1		2		3		無回答		総計	
回答数 (%)	15	(48.4%)	10	(32.3%)	2	(6.5%)	4	(12.9%)	31	(100.0%)

アナリスト側質問項目5の「分析におけるキャッシュ・フロー計算書の有用性」についてアナリストは「非常に有用(48.4%)」、「ある程度有用(32.3%)」と回答している。ここからアナリストにとって新に連結財務諸表に導入された「キャッシュ・フロー計算書」は有用であると言えよう。「株価は将来キャッシュ・フローの割引現在価値」と考える現代ファイナンス論の影響がここにあらわれていると見るべきだろう。また、無回答を除いた構成比は「非常に有用(55.6%)」、「ある程度有用(37.0%)」、「有用ではない(7.4%)」となっている。

(アナリスト6) アナリストとして今回の有価証券報告書の改定をどのように評価しますか。

1. 情報量が増えて、分析に使える情報も増えた。
2. 情報量が増えたが、分析に使える情報は減った。
3. 以前と変化なし
4. 情報量は減ったが、分析に使える情報は増えた。
5. 情報量が減り、分析に使える情報も減った。

A6	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数 (%)	7	(22.6%)	9	(29.0%)	8	(25.8%)	0	(0.0%)	2	(6.5%)	5	(16.1%)	31	(100.0%)

アナリスト側質問項目6の「改定後の有価証券報告書の評価」に関して、アナリストは「情報量が増えて、分析に使える情報も増えた(22.6%)」と回答する一方で、「情報量が増えたが、分析に使える情報は減った(29.0%)」、「以前と変化なし(25.8%)」、「情報量が減り、分析に使える情報も減った(6.5%)」との回答を寄せている。肯定的に評価しているのは、22.6%だけであった。その他のアナリストは、制度改定の趣旨も併せて考えると、否定的とも思える評価である。具体的には、「5. 情報量が減り、分析に使える情報も減った。」と回答しているアナリストの一人が、その理由として「借入金明細表がなくなった。」ことをコメントで寄せている。このことからアナリストが

「改定後の有価証券報告書」を必ずしも双手を挙げて肯定的に評価しているわけではないことがうかがえる。また、無回答を除いた回答構成比は「情報量が増えて、分析に増える情報も増えた(26.9%)」、「情報量は増えたが、分析に使える情報は減った(34.6%)」、「以前と変化なし(30.8%)」、「情報量が減り、分析に使える情報も減った(7.7%)」となっている。

(アナリスト7) 制度改定で削除・簡素化された項目についてお答えください。

アナリスト7	困らない		困る		無回答		総計	
株式の所有数別状況	13	(41.9%)	11	(35.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
株式売買高の推移	22	(71.0%)	2	(6.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
生産能力	8	(25.8%)	17	(54.8%)	6	(19.4%)	31	(100.0%)
生産計画	9	(29.0%)	15	(48.4%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
主要原材料の入手量・使用量など	7	(22.6%)	18	(58.1%)	6	(19.4%)	31	(100.0%)
資金収支表	15	(48.4%)	9	(29.0%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社有価証券明細表	6	(19.4%)	18	(58.1%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社出資金明細表	7	(22.6%)	17	(54.8%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社貸付金明細表	5	(16.1%)	19	(61.3%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社借入金明細表	4	(12.9%)	20	(64.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
長期借入金明細表	7	(22.6%)	17	(54.8%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)

アナリスト側質問項目7の「制度改定で削除・簡素化された項目」について「困る」との回答が支配的であったのは、「生産能力(54.8%)」、「生産計画(48.4%)」、「主要原材料の入手量・使用量(58.06%)」、「関係会社有価証券明細表(58.1%)」、「関係会社出資金明細表(54.84%)」、「関係会社貸付金明細表(61.3%)」、「関係会社借入金明細表(64.5%)」、「長期借入金明細表(54.8%)」の項目で、「困らない」と回答が支配的であったのは、「株式の所有数別状況(41.9%)」、「株式売買高の推移(71.0%)」、「資金収支表(48.4%)」の項目であった。従来アナリストがこれらを利用して企業を分析していたことがうかがえる。それと同時に、アナリストがこれに代わる数値をどこからか収集できなければ分析に精度が落ちることが懸念されるが、「株式の所有数別状況」は「東洋経済新報社の会社四季報」、そして「ブルームバーグ社の金融情報端末」、「株式売買高の推移」も「ブルームバーグ社の金融情報端末」などを「代用」しているという一部アナリストからコメントを本アンケート調査に寄せられた。また、「生産能力」、「生産計画」などは、「個別取材」等です。

の情報を補っており、その他については、アナリストからは「これらの各明細表には代用するものがない」とのコメントが寄せられた。また前述したとおり、アナリストが、「分析に使える情報が減った」理由として、「借入金明細表がなくなった。」ことを指摘している。

また、無回答を除いた場合の各項目の「困る」と回答したアナリストの構成比は、「株式の所有数別状況（45.8%）」、「株式売買高の推移（8.3%）」、「生産能力（68.0%）」、「生産計画（62.5%）」、「主要原材料の入手量・使用量（72.0%）」、「資金収支表（37.5%）」、「関係会社有価証券報告表（75.0%）」、「関係会社出資金明細表（70.8%）」、「関係会社貸付金明細表（79.4%）」、「関係会社出資金明細表（83.3%）」、「長期借入金明細表（70.8%）」となっている。

・会計士側における回答集計結果について

会計士側におけるアンケート回答集計結果のまとめは以下のとおりである。

連結会計制度改定に伴って、会計士の監査にかかる手間は増える傾向にあるが、公認会計士の報酬はそれほど上がっていないことがここでは示唆されている。

今回の連結会計制度改定に伴って、クライアントから会計士への「相談件数」が増え、「指導（研修・勉強会）」も行った。

全体的に公認会計士の「影響力」は以前より強まっている。

以下述べるのは、アンケート単純集計結果の詳細とその分析である。なお会計士側に対する質問は7つの設問で構成されている。

（会計士1）今回の連結会計制度改定に伴って、監査延べ日数はどのようになりましたか。

1. 増えた 2. やや増えた 3. 変わらない 4. やや減った 5. 減った

会計士1	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数(%)	16	(30.8%)	23	(44.2%)	10	(19.2%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	3	(5.8%)	52	(100.0%)

会計士側質問項目1の「監査の延べ日数」に関しては「増えた（30.8%）」、「やや増えた（44.2%）」との回答が得られた。「連結会計重視」により、連結対象会社への往査などに時間を要するであろうと考えられることから、監査の延べ日数は増えざるを得ないのであろう。

(会計士2) 今回の連結会計制度改定に伴って、公認会計士の報酬はどのようになりましたか。

1. 上がった 2. 変わらない 3. 下がった

会計士2	1		2		3		無回答		総計	
回答数(%)	19	(38.5%)	30	(55.8%)	0	(0.0%)	3	(5.8%)	52	(100.0%)

会計士側質問項目2の「公認会計士の報酬」は「上がった(38.5%)」との回答の一方で、「変わらない(55.8%)」の回答が過半数を超えた。「上がった」とする中には、これは「中間連結決算に監査が義務付けられたことによる」とのコメントが会計士から寄せられている。また、上記質問で監査延べ日数が増えたわけであるから、報酬が増えたとする割合の方が高くなるはずである。ところがこの不況下ということもあって、監査報酬が必ずしも増えていないのは、監査法人の立場からは問題を残しているといえる。

(会計士3) 今回の連結会計制度改定に伴って、監査要点はどのようになりましたか。

1. 変わった 2. かわらない

会計士3	1		2		無回答		総計	
回答数(%)	24	(47.1%)	23	(45.1%)	4	(7.8%)	51	(100.0%)

会計士側質問項目3の「監査要点とは監査の実施に当たり立証すべき目標である。」(石田三郎, 神戸大学会計学編集室編『会計学辞典第5版』同文館, 1995年, 236ページ)これまでの「単独主」、「連結従」から、「連結主」、「単独従」に会計制度が変わったのであるから、「監査要点」も変わると考えられる。今回アンケートでは「監査要点」については「変わった(47.1%)」、「変わらない(45.1%)」と、必ずしも変わっていないという回答があることが分かった。この点いかに評価すべきであろうか。

(会計士4) 今回の連結会計制度改定に伴って、子会社監査への往査要点はどのようになり
ましたか。

1. 増えた 2. 変わらない 3. 減った

会計士4	1		2		無回答		総計	
回答数(%)	25	(49.0%)	23	(45.1%)	3	(5.9%)	51	(100.0%)

会計士側質問項目4の「子会社監査への往査要点」については「増えた(49.0%)」、「変わらない(45.1%)」との回答を得られた。仮に支配力基準の導入により子会社の数が増えたとすれば、「往査要点」も増えるはずである。にもかかわらず増えていないとする回答が少なからずあった。ここでも上記「監査要点」への回答と同様の傾向が見られる。なお分析を要するようと思われる。

(会計士5) 今回の連結会計制度改定に伴って、クライアントから会計士への相談件数はどのようになり
ましたか。

1. 増えた 2. 変わらない 3. 減った

会計士5	1		2		3		無回答		総計	
回答数(%)	42	(80.4%)	6	(13.7%)	0	(0.0%)	3	(5.9%)	51	(100.0%)

会計士側質問項目5の「クライアントから会計士への相談件数」は「増えた(80.4%)」との回答を得られた。これが恒常的な数であるかは分からないが、少なくとも制度改定のためにクライアントからの相談件数が多かったに違いない。それだけではない。今回の改定では会計士がクライアントへの指導などをおこなったことが分かる。

(会計士6) 今回の連結会計制度改定に伴って、クライアントへの指導(研修・勉強会)を実施
しましたか。

1. 行った 2. 行わない

会計士6	1		2		無回答		総計	
回答数(%)	43	(84.3%)	5	(9.8%)	3	(5.9%)	51	(100.0%)

会計士側質問項目6の「クライアントへの指導(研修・勉強会)の実施」に

については「行った(84.3%)」という極めて高い率の回答が得られた。

(会計士7)以上のことを踏まえて、公認会計士の影響力はどのように変化したと思いますか。

1. 強まった 2. やや強まった 3. 変わらない 4. やや弱まった 5. 弱まった

会計士7	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数(%)	5	(9.6%)	36	(67.3%)	8	(17.3%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	3	(5.8%)	52	(100.0%)

今回のような大改定であるから、会計士の「活躍の場」は広がったはずである。だから、会計士側質問項目7の「公認会計士の影響力」に関しては、全体的に「強まった(9.6%)」、「やや強まった(67.3%)」との回答合計が過半数を超えた。会計士が「連結会計制度改定」を歓迎するはずである。

第4章 連結財務諸表中心へのディスクロージャー制度 改定の問題点 アナリストの視点から考える

も く じ

- 1 はじめに - アナリスト 1 の視点の導入 -
- 2 連結会計制度改定に至った経緯
- 3 個別情報の有用性
- 4 結語 - リステートメントの必要性 -

1 はじめに - アナリスト¹の視点の導入 -

会計制度を論ずる場合、一般的にその制度解説などに終始するか、または財務諸表を作成する企業側の視点から論じられることが多い。そこで本稿では論じられることが少ない財務諸表利用者側、特にその代表的利用者であるアナリストの視点から、連結財務諸表制度改定についてアンケート調査をもちいて実証的に分析していく²。

周知のとおり、日本における連結決算制度³が1977年から始まり、1992年3月期にはそれまで添付書類であった連結財務諸表が個別財務諸表と共に有価証券報告書の本体に記載されるようになった。そして、いわゆる経済のグローバル化、それにとまなう「会計の国際統一化」⁴などの流れを受けて、2000年3月期から個別決算が主、連結決算は従という従来の証券取引法上における位置づけが逆転し、連結決算中心へ移行した⁵。アナリスト側は「有価証券報告書が連結決算中心になることは、ある意味でアナリストにとってコペルニクスの転換といってもよい事態」⁶と述べている。このアナリスト側の言葉から考えるに、連結会計制度改定が資本市場において情報仲介者の役割⁷を担っている彼らに与えた影響は大きかったと思われる⁸。そこで本稿ではこれらのことを踏まえ、まず連結会計制度改定に至った経緯を企業会計審議会、証券取引審議会などの各審議過程と、連結会計制度改定前に行ったアナリストに対するアンケート調査を検証していく。そして、連結会計制度改定後に行ったアンケート調査によって、連結が主体となり個別情報が一部削除・簡素化された有価証券報告書を彼らは必ずしも積極的には評価していないことをあきらかにしていく。

最後に、ディスクロージャー制度の中でアナリストの果たす役割は大きく、彼らの分析を助けようとするならば、制度設定者は財務データの遡及的措置（いわゆるリステートメント）を会計制度改革に盛り込む必要性が少なくともあったのではないのかということの本稿では主張する。

なお「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」に記載されている会計政策目的が達成できたかどうかの全体的・総合的評価⁹は本稿では行っておらず、あくまでもアナリストなどの財務諸表利用者側からの考察である。

2 連結会計制度改定に至った経緯

2-1 会計の国際統一化の潮流に乗った1995年

連結財務諸表が基本的財務諸表に据えられた理由について、川本[2002]は「〔連結決算〕制度が導入された時も、日本の証券市場を国際的な事情に対応して改革するという目的があった。…日本の連結決算制度は、政府による国際事

情への対応であるという点で一貫している」¹⁰と述べている。つまり 1995 年 7 月に、当時日本の大蔵省証券局が正会員として加盟していた証券取引者監督機構（IOSCO）が、国際的資金調達のための情報開示基準として、国際会計基準委員会（IASB）の定める国際会計基準を用いる方向を明確化し、国際会計基準の統一化への動きを日本政府が強く意識せざるをえない状況であったのである。津守[2002]では「現在進行中の会計の『国際統一化』は、1980年代末、『FASB = SEC』協力体制に範をとって構築された『LASC = IOSCO 協力体制』（LASC = IOSCO relationship）のもとで、全面的な『世界標準化』と一体となって推進されているものである。この体制のもとで遂行される『国際的統一化』は、いうまでもなく、もっとも厳密な意味での『世界戦略』的な視点で、まさに強力的に推し進められつつある『国際的統一化』にほかならない」¹¹と述べられている。また会計基準を国際的に統一しないし、調整する理由は伊藤[1995]によると、「最も一般的に言われている論拠は、会計報告書の比較可能性」¹²であり、そして「本来は企業の戦略や行動の優劣が企業競争力に差をもたらすべきであるにもかかわらず、会計基準に国際的差異があると、そうした差異そのものが企業の競争力にあるいは有利な、不利は影響を与えてしまうのである。したがって会計基準の国際的調整は、こうした事態を回避するという効果をもたらす」¹³からであるという。つまり、このような「国際的統一化」の流れ¹⁴の一環として、欧米では以前から連結財務諸表で情報開示を行っているので¹⁵、日本は連結主体で記載された有価証券報告書を作成することを要求されたのであった¹⁶。そしてこの流れを受けて日本において連結会計制度改定が進められていくことになったのであった。

連結財務諸表制度改定の作業は、1995年10月20日の企業会計審議会総会において、「連結財務諸表を巡る諸問題」を第一部会の新たな審議事項としたことから始まった。そして1997年の「連結財務諸表制度の見直しの意見書」で個別情報の一層の簡素化を検討していくことが適当とされた。さらに、1999年「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」で個別情報の一部削除・簡素化される具体的な記載内容が公表された。しかし川本[2002]によれば、1993年に企業財務制度研究会から提出された報告では、「現行商法を中心としたトライアングル体制を前提とする限り、……連結財務諸表が近い将来において基本的財務諸表となり、個別財務諸表は大幅に簡素化されるような状況になるとは考えにくいであろう」¹⁷と述べられていたという¹⁸。

このように1993年には個別財務諸表は簡素化されてないであろうと見直されていたのに、連結財務諸表を基本財務諸表とする方向に転換したことは、1993年から1997の間に逆転するというものといえるものであった。

2-2 財務諸表作成者と財務諸表利用者の主張

本節では大蔵省企業会計審議会の議事要旨¹⁹、そして大蔵省証券取引委員会の議事要旨²⁰を中心に、財務諸表作成者（企業）と財務諸表利用者側（証券会社代表、いわゆるアナリスト等）の意見を整理し、連結会計制度改定の経緯を検証していく。そしてその審議の結果、企業側の意見が優先され、「個別情報の一部削除・簡素化」は性急であるとする財務諸表の利用者の意見は企業会計審議会から1999年2月19日に公表された「有価証券報告書の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」に反映されなかったことを述べる。またこのことが財務諸表作成者と比較してアナリストが「個別情報の一部削除・簡素化」された

有価証券報告書の改定を必ずしも積極的には評価しなかったことに結びつけていることが、次章に述べる証券アナリストに対して行ったアンケート結果などと併せて考えると明確になるであろう。

財務諸表作成者側の意見であるが、1996年1月19日に行われた企業会見審議会の議事要旨の主な意見によると「企業の国際化・多角化，海外投資家の増加等の現状をみると，連結財務諸表の重要性はますます高まってきており，連結ベースの情報を充実することが重要である。個別ベースの情報については抜本的な簡素化を図ることも含め，十分な検討を行う必要がある」^{2 1}という。これから財務諸表作成者は情報開示におけるいわゆるコスト・ベネフィットを意識し，連結主体のディスクロージャー制度を導入するにおいて，個別財務諸表の思い切った簡素化を望んでいることがわかる。

また一方で，財務諸表利用者側の意見であるが，1996年2月16日の企業会計審議会第一部会小委員会では出された主な意見によると「投資情報としては，投資家がリスクとリターンを適切に判断できるような情報の提供が必要であるが，その際には企業グループ全体の経営状態を知るための連結財務諸表が不可欠になる。連結ベースの情報だけでは，かえって個々の会社固有のリスクがわかりにくくなるという問題もあり，個別ベースの情報の必要性は失われない」という^{2 2}。また，1997年4月25日の企業会計審議会における主な意見によると「個別情報の簡素化を行った場合に，損益分析点分析や付加価値分析等ができなくなるのではないかと懸念している。従って，連結ベースできちんと分析できるようになるまでは，個別の簡素化については慎重を期すべきである」とその企業分析における具体的な影響が述べられている^{2 3}。また，1997年5月16日の企業会計審議会の議事要旨によると「ディスクロージャーの効率化の観点から，個別情報の簡素化することとされているが，その検討に当たっては，投資者やアナリストの意見を十分聞くようにしてほしい」と訴えている^{2 4}。そして1998年12月25日の企業会計審議会の議事要旨によると「財務諸表を作成する経営者に，もっと財務に対する意識をもたせるような工夫をする必要があり，単なる個別財務諸表の簡素化はおかしい」と，簡素化することへの反対をさらに強く訴えていたことがわかる^{2 5}。

これらの情報利用者側の意見をまとめると，連結主体の開示にはおおむね賛成である。しかしそれに伴い個別財務諸表を簡素化することに対して，企業分析上多くの制約を受けるとして，その簡素化には反対していたということである。しかし審議を経て1997年6月6日に公表された「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」においては以下のように述べられている。

「連結情報を中心とするディスクロージャー及び企業分析等の進展状況を踏まえ、今後、個別情報の一層の簡素化について更に検討していくことが適当である。」

「当面の具体的な措置として、(1)有用性が乏しいと判断される個別情報，例えば，製品別の生産能力や生産実績等について，記載を簡素化する。(2)附属明細表のうち，連結財務諸表の作成に当たり相殺消去される事項に係わる関係会社有価証券明細表，関係会社出資金明細表等を廃止する。」

「連結情報を充実させることに伴い、その有用性が乏しくなると考えられる個別情報等については、可能な範囲で簡素化し、ディスクロージャーの効率化を図ること

が適当である。」

田中 [2001] は「特定の情報が、投資の意思決定にまったく使われていないとか、まったく意思決定に役に立っていないということを立証することはほとんど不可能」²⁶と指摘しているが、上記の意見書から考えるに、制度設定者側は、何の根拠も示さずに個別情報が有用性に乏しいという判断を行っているのではなかろうか²⁷。そして連結会計制度改定の審議が進んでいる間、日本証券アナリスト協会などから財務諸表利用者側の総意としてインパクトのある提言がなされなかったとはいえ、「ディスクロージャーの効率化」を望む財務諸表作成者側の論理が結局は優先されたといえる。そして個別情報ベースの情報の必要性は失われぬとする財務諸表利用者側の意見は採択されなかったことがわかる。そして「連結財務諸表の見直しに関する意見書」の公表に際し、企業会計審議会の議事要旨の「主な意見」によると、「今回の意見書は、経済界が望んでいた²⁸連結情報を中心としたディスクロージャー制度ということで高く評価したい。また、グローバル・スタンダードの観点から、個別情報の簡素化は、ディスクロージャーの後退ではないという認識のもとで進めていってほしい」²⁹という。このことは財務諸表作成者側の思惑通りに審議が進んでいったことを如実に示すものと考えられる。

このように個別情報は「ディスクロージャーの効率化」という観点から一部削除・簡素化への方向へ進んでいき、1999年2月19日に大蔵省から「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い」が公表された。そして2003年3月期には有価証券報告書の記載が連結主体となった。

3. 個別情報の有用性

3-1 連結会計制度改定以前の調査

連結会計制度改定の審議過程において、財務諸表利用者側の主張が取り入れられず、財務諸表利用者の視点が結果的に抜け落ちたものになってしまったことを前章においてあきらかにした。それでは連結会計制度改定以前に、アナリストはこの個別情報の有価証券報告書における記載について、具体的にどのように主張してきたのだろうか。そこで、連結会計制度改定以前に証券アナリストに対して行われたアンケート調査をみていくことによって、企業会計審議会などの審議過程に述べられていた個別情報の一部削除・簡素化に反対する財務諸表利用者側の意見が、アナリストに広く同意を得られていたものであることをあきらかにする。加えて、この節において連結会計制度改定以前から、個別情報が実際に財務諸表利用者にとって、企業分析上重要であったことを実証的にあきらかにする。そして、連結会計制度改定をうけて個別情報が一部削除・簡素化され、連結主体の記載となった有価証券報告書についてこれを必ずしも積極的に評価していないことをあきらかにする。

3-1-1 アナリストが個別情報を主に活用していたことを示す証拠

ディスクロージャー制度に関して、アンケート調査という方法でアナリストに対して行った先行研究には、伊藤 [1992]、松尾 [1999a]、松尾 [1999b]、松尾 [2000] がある。

伊藤 [1992] の調査で、「個別データと連結データの利用の相対的ウエイト」を質問している。その結果は「連結より個別を活用」(71.9 %)、「個別・連結と

も同じ位活用」(24.4%)、「個別より連結を活用」(3.7%)であり、アナリストは個別の方をよく活用していたことがわかる。また、図表1に関し、アナリストから「連結より個別を活用」している理由として、日本の投資家は連結よりも個別の方を重視しているから、自分自身もそうした大勢に従っておく方が賢明であることが述べられている。また「個別・連結とも同じ位活用」しているアナリストからも、「市場参加者には単独に注目している人が依然多く、無視できない」と述べられていたことは注目すべきであろう³⁰。

図表1 証券アナリストの個別財務諸表と連結財務諸表に対する利用のウエイト
(1992年時点)

(A) 連結より個別を活用	(B) 個別・連結とも同じ位活用	(C) 個別より連結を活用
97 (71.9%)	33 (24.4%)	5 (3.7%)

(出所) 伊藤, 前掲書, 1992, 50頁より作成。

また、連結会計制度改定において簡素化された項目についてみておきたい。伊藤[1992]の個別情報の具体的項目に対する質問においては、「受注状況と生産計画」は「必須である」(53.3%)、「必要である」(37.0%)、そして「必須」と「必要」の合計は90.3%になっている。また、「関係会社有価証券明細表」は「必須である」(49.6%)、「必要である」(40.7%)そして、その合計は90.3%となっている。また「生産実績」は「必須である」(47.4%)、「必要である」(41.5%)となっており、その合計は88.9%である。また「生産能力」は「必須である」(45.9%)、「必要である」(36.3%)となっており、その合計は82.2%であった。「関係会社有価証券明細表」は「必須である」(49.6%)、「必要である」(40.7%)となっており、その合計は87.4%であった。最後に「関係会社借入金明細表」については、「必須である」(37.0%)、「必要である」(48.9%)という結果がでており、その合計は85.9%であった。ここから従来から個別情報がアナリストにとって広く活用されていたことが示されている³¹。

3-1-2 制度改定直前に個別情報の簡素化に反対していた証拠

連結制度改定直前に行われたアンケート調査には、松尾[1999a]、松尾[1999b]、松尾[2000]がある。これら一連の調査は1998年12月が最終回答であり、連結主となった最初の決算期である2000年3月期以前の調査となっており、実際の有価証券報告書の記載が変更されたことによる影響はこの調査結果からはわからない。

アンケートの調査対象は、社団法人日本証券アナリスト協会の法人会員および賛助会員(一部)所属の証券アナリスト検定会員が対象であり、調査方法はアンケート調査に基づき、主に7点リカートスケールを使用している。そして最終回答日は1998年12月20日である。そして有効回答であるが、アンケート用紙を559機関に1931部発送し、229部(回答率11.9%)の回答を得たものである³²。この調査は伊藤[1992]と同様に、証券アナリストに対して大規模に行ったアンケート調査であることがわかる。

そして、個別情報に関するアンケート結果であるが、「個別財務諸表の簡素化」については、きわめて多くの情報作成者(財務諸表作成者、つまり企業側)が個別財務諸表の簡素化に賛成である(75.2%)と回答しているのに対して

、多くの情報利用者（財務諸表利用者，アナリスト）が個別情報の簡素化に反対（50.0 %）と回答している³³。ここでは，アナリストが個別情報の簡素化についてあきらかに反対していることがわかる。財務諸表利用者にとって，個別情報は企業分析上必要な情報であることは明確である。

3-2 連結会計制度改定後の調査 - 松村他 [2003] を中心に -

3-2-1 アナリストの改定後の有価証券報告書に対する全般的評価

個別情報が財務諸表利用者にとって，連結制度改定以前から企業分析上，重要な位置を占めていたことを確認してきたが，連結会計制度改定後，実際に財務諸表利用者がこの連結主体の有価証券報告書の記載についてどのように評価しているのだろうか。この問題に関して，連結会計制度改定後に行われた調査結果としては，松村他 [2003] のアンケート調査（2001 年度立命館大学社会システム研究所連結財務分析プロジェクト）がある。そして，連結会計制度改定以前は伊藤 [1992] が個々の個別情報に対してその情報の必要性について具体的に質問しているが，連結会計制度改定後において松村他 [2003] が個別情報の一部削除・簡素化された項目についてアンケート調査で具体的に質問している³⁴。そしてアンケート調査から，特にアナリストが連結会計制度改定に対して必ずしも積極的，肯定的に評価していないことがあきらかにされている³⁵。以下，アナリストに関する調査結果について詳細に検討していく³⁶。

まず，「会計情報の信頼性」に関する質問への回答（図表 2 を参照）によると，「通常，連結会計制度改定の結果，『会計情報への信頼性』が高まるといわれているが，とりわけアナリストはこれにやや懐疑的な傾向を示している」³⁷と述べられている。ここで財務担当者，アナリストの回答に差がないかということを検証するために，ノンパラメトリックの検定で Mann-Whitney の U 検定³⁸をもちいた。その結果，財務担当者とアナリストの回答に差があり，アナリストは財務担当者ほどには，「会計情報の信頼性」は高まるとは思っていないことがわかった。

図表2 今回の連結会計制度の改定に伴って，会計情報への信頼性は高まると考えますか。

1. 高まる 2. やや高まる 3. 変わらない 4. むしろ信頼されなくなる

	1		2		3		4		総計	
財務担当者	26	(39.4%)	37	(56.1%)	3	(4.5%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)
アナリスト	6	(12.9%)	21	(71.0%)	4	(16.1%)	0	(0.0%)	31	(100.0%)

（出所）松村他，2003，6 頁から作成。

次に，「会計情報の海外投資家に対する信頼性」（図表 3 を参照）に関する回答によると，「ここでもアナリストの今回の連結会計制度改定に対するやや消極的，懐疑的な姿勢がうかがわれる」³⁹と述べられて。そしてアナリストの認識が財務担当者と異なっていることがここで示唆されている⁴⁰。そこで「会計情報への信頼性」に対する回答と同様に，財務担当者とアナリストに回答の差があるかということ Mann-Whitney の U 検定をもちいて検証した⁴¹。その結果アナリストは財務担当者ほどには，海外投資家への会計情報の信頼性は高まると

は思っていないことがわかった。

図表3 今回の連結会計制度の改定に伴って、会計情報への海外投資家に対する信頼は高まると考えますか。

1. 高まる 2. 変わらない 3. 信頼されなくなる

	1		2		3		無回答		総計	
財務担当者	53	(80.3%)	13	(19.7%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	66	(100.0%)
アナリスト	18	(58.1%)	12	(38.7%)	0	(0.0%)	1	(3.2%)	31	(100.0%)

(出所) 松村他, 2003, 9頁から作成。

そして、「経営成績の比較に用いる数値」(図表4を参照)に関する回答によると、連結と単独の「両方の数値」とするものが35.5%(無回答を除いた数値は40.7%)と最も多く、「個別財務諸表」の数値はいまだに重要であると述べられている⁴²。企業側が連結経営に移行してもアナリストにとって、個別情報の重要性が失われていないということがわかる⁴³。

図表4 各社の経営成績の比較はどの数値を基におこないますか。

1. 単独重視 2. やや単独重視 3. 両方の数値 4. やや連結重視 5. 連結の数値

	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数(%)	0	(0.0%)	2	(6.5%)	11	(35.5%)	8	(25.8%)	6	(19.4%)	4	(12.9%)	31	(100.0%)

(出所) 松村他, 2003, 25-26頁から作成。

また、「会計ビッグバン以後の有価証券報告書の情報量」(図表5を参照)に関する回答によると、「会計ビッグバン以後の有価証券報告書の情報量」は、「豊富になった」45.2%、「変わっていない」25.8%、「貧弱になった」16.1%となっている。「有価証券報告書の最も熱心で、代表的な利用者であると思われるアナリストの中に今回の連結会計制度改定によって、有価証券報告書の情報量が貧弱になったと評するものが一定数(16.1%)ある。今回の連結会計制度改定の趣旨と反する反応(回答)ではなかろうか。(中略)『貧弱になった』という回答が少なからずあることは注目すべきである」⁴⁴と述べられている。

図表5 会計ビッグバン以後の有価証券報告書の情報量についてどのように評価しますか。

1. 非常に豊富になった 2. 豊富になった 3. 変わっていない 4. 貧弱になった

	1		2		3		4		無回答		総計	
回答数(%)	0	(0.0%)	14	(45.2%)	8	(25.8%)	5	(16.1%)	4	(12.9%)	31	(100.0%)

(出所) 松村他, 2003, 20頁から作成。

また「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表 6 を参照)に関する質問への回答によると、今回改定を全面的に「肯定的に評価しているのは、22.6 % だけであった。その他のアナリストは、制度改定の趣旨も併せて考えると、否定的とも思える評価である。(中略)アナリストが『改定後の有価証券報告書』を必ずしも肯定的に評価しているわけではないことがうかがえる」⁴⁵という。

図表6 アナリストとして今回の有価証券報告書の改定をどのように評価しますか。

(改定後の有価証券報告書の全般的評価)

1. 情報量が増えて、分析に使える情報も増えた。
2. 情報量が増えたが、分析に使える情報は減った。
3. 以前と変化なし
4. 情報量は減ったが、分析に使える情報は増えた。
5. 情報量が減り、分析に使える情報も減った。

	1		2		3		4		5		無回答		総計	
回答数 (%)	7	(22.6%)	9	(29.0%)	8	(25.8%)	0	(0.0%)	2	(6.5%)	5	(16.1%)	31	(100.0%)

(出所) 松村他, 2003, 27 頁から作成。

そして、上記「改定後の有価証券報告書の情報量」(図表 5)に対する回答を、次の「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表 6)に関する回答と比較すると必ずしも、情報量の増加が、分析に使える情報の増加に結びついていないことがわかる。情報量の増加が、分析に使える情報の増加に結びついていないことを明確に示すために、「改定後の有価証券報告書の情報量」(図表 5)で「豊富になった」45.2 %と回答しているアナリストが、「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表 6)でどのように回答しているのかをクロス集計を行った。また「改定後の有価証券報告書の情報量」(図表 5)で「変わっていない」25.8 %と回答したアナリストが、「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表 6)でどのように回答しているかも確認を行う。

図表 7 は、「改定後の有価証券報告書の情報量」(図表 5)で「豊富になった」45.2 %と回答しているアナリストの、「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表 6)での回答である。「〔情報量が〕豊富になった」と回答し、かつ「情報量が増え、分析に使える情報も増えた」と回答したアナリストが 43 % (無回答を除くと 46.2 %、以下同様)の割合であった。また「豊富になった」と回答し、「情報量が増えたが、分析に使える情報は減った」と回答しているのが 21 % (23.1 %)の割合である。そして、「豊富になった」と回答したが、有価証券報告書の評価は「変わらない」とした回答が 21 % (23.1 %)の割合であった。そして「〔情報量〕豊富になった」と回答し、「情報量が減って、分析に使える情報も減った」と回答したアナリストの割合が 7 % (7.7 %)であった⁴⁶。つまり、無回答を除くと、半数以上(53.8 %)のアナリストが、情報量が増えてはいるが分析に使える情報の増加には結びついていないとしている。

図表7 「情報量が豊富になった」と回答したアナリストの「改定後の有価証券報告書の全般的評価」についての回答⁵

1. 情報量が増えて、分析に使える情報も増えた。
2. 情報量が増えたが、分析に使える情報は減った。
3. 以前と変化なし
4. 情報量は減ったが、分析に使える情報は増えた。
5. 情報量が減り、分析に使える情報も減った。

選択肢	1	2	3	4	5	無回答	総計
回答数 (%)	6 (42.9%)	3 (21.4%)	3 (21.4%)	0 (0.0%)	1 (7.1%)	1 (7.1%)	14 (100.0%)

(注)肯定的な評価が42.9%あるが、肯定的と言えない評価がある(49.9%=21.4% + 21.4% + 7.1%)。

また、図表8は「改定後の有価証券報告書の情報量」(図表5を参照)で「変わっていない」と回答したアナリストが、「改定後の有価証券報告書の全般的評価」(図表6を参照)でどのような回答をしたのかどうかをみるためにクロス集計したものである。そこで「改定後の有価証券報告書の情報量」が「変わっていない」と回答し、かつ「改定後の有価証券報告書の全般的評価」の関する質問で「情報量が増加したが、分析に使える情報は減った。」と回答した割合が38%であった。また、「改定後の有価証券報告書の情報量」で「変わっていない」と回答し、「改定後の有価証券報告書の全般的評価」で「変化なし」と回答したアナリストの割合が63%であった。

アナリストが改定後の有価証券報告書の情報量が「変わっていない」と回答し、「分析に使える情報が減った」と回答したということは、連結会計制度改定に対してやや否定的ともとれる評価である。またアナリストが「改定後の有価証券報告書の情報量」が「変わっていない」と回答し、かつ「改定後の有価証券報告書の全般的評価」が「変化なし」としたことは、連結会計制度改定に対して積極的に評価していないことをあらわしている。

5 松村他[2003]のアンケート調査での原データを利用した。

図表8 「情報量が変わらない」と回答したアナリストの「改定後の有価証券報告書の全般的評価」についての回答⁶

1. 情報量が増えて、分析に使える情報も増えた。
2. 情報量が増えたが、分析に使える情報は減った。
3. 以前と変化なし
4. 情報量は減ったが、分析に使える情報は増えた。
5. 情報量が減り、分析に使える情報も減った。

	1		2		3		4		5		無回答	総計	
回答数 (%)	0	(0.0%)	3	(37.5%)	5	(62.5%)	0	(0.0%)	0	(0.0%)	(0.0%)	8	(100.0%)

(注) 否定的な評価が 37.5% である。

3-2-2 個別情報が一部削除・簡素化された影響

松尾 [1999a], 松尾 [1999b], [2000] の調査は、1998 年 12 月が最終回答であり、2000 年 3 月期以前の調査で、実際の有価証券報告書の記載が変更されたことによる影響はわからない。また、松尾 [2000] では、「個別情報の一部削除・簡素化」される具体的項目についての企業分析上の有用性・必要性を問う質問をアナリストに対して行っていなかったのであるが、連結会計制度改定以前は伊藤 [1992] が行っており、連結会計制度以後は松村他 [2003] がそれについて具体的に質問している。

「制度改定で削除・簡素化された項目」に関するアナリストの回答（図表 9 を参照）によると、「困る」との回答が支配的であったのは⁴⁹、「関係会社借入金明細表」64.5%（無回答を除くと 83.3%，以下同様）、「関係会社貸付金明細表」61.3%（79.4%）、「関係会社有価証券明細表」58.1%（75.0%）、「主要原材料の入手量・使用量」58.0%（72.0%）、「生産能力」54.8%（68.0%）、「関係会社出資金明細表」54.8%（70.8%）、「長期借入金明細表」54.8%（70.8%）、「生産計画」48.4%（62.5%）の項目であった。以上から、あきらかにアナリストはこれらの個別情報が簡素化されて困惑していることがみてとれる。したがって「従来アナリストがこれらを利用して企業を分析していたことがうかがえる。それと同時に、アナリストがこれに代わる数値をどこからか収集できなければ分析に精度が落ちることが懸念される」⁵⁰と述べている。アナリストは、制度改定により一部削除・簡素化された項目に対して、連結会計制度改定以前も、改定後についても首尾一貫して、その必要性を訴えていたことがわかる。

6 松村他 [2003] のアンケート調査での原データを利用した。

(図表 9) 制度改定で削除・簡素化された項目についてお答えください。

	困らない		困る		無回答		総計	
関係会社借入金明細表	4	(12.9%)	20	(64.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社貸付金明細表	5	(16.1%)	19	(61.3%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
関係会社有価証券明細表	6	(19.4%)	18	(58.1%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
主要原材料の入手量・使用量など	7	(22.6%)	18	(58.0%)	6	(19.4%)	31	(100.0%)
生産能力	8	(25.8%)	17	(54.8%)	6	(19.4%)	31	(100.0%)
関係会社出資金明細表	7	(22.6%)	17	(54.8%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
長期借入金明細表	7	(22.6%)	17	(54.8%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
生産計画	9	(29.0%)	15	(48.4%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
株式の所有数別状況	13	(41.9%)	11	(35.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
資金収支表	15	(48.4%)	9	(29.0%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)
株式売買高の推移	22	(71.0%)	2	(6.5%)	7	(22.6%)	31	(100.0%)

(出所) 松村他，2003，28 頁から作成。

それでは，2000 年 3 月期以後，日本企業を分析するアナリストは連結会計制度改定に対して具体的にどのように考えているのであろうか。ある鉄鋼アナリストは，年間の生産・販売実績はコスト分析をする上で不可欠である述べ，また他のアナリストは単独の開示内容が絞り込まれたことで蓄積してきたデータの継続性が失われたと述べている^{5 1}。また，生命保険、投資顧問など 35 社の有力機関投資家を対象にしたアンケートによると，有価証券報告書の内容が「十分である」としたのは全体の二割足らずだったという^{5 2}。また，アナリスト出身である菊池 [2002] は「関係会社に関する明細表は，2000 年 3 月期で有価証券報告書から姿を消した。企業決算が連結決算中心に切り替わったためだという。(中略) これはある意味で情報開示の“ 後退 ” と言えなくもない」^{5 3}と述べている。同様に，アナリストの一人である引頭 [2001] も「個別情報はアナリストにとって，連結経営を分析する上で，たいへん貴重な分析ツールであったといえる」^{5 4}と個別情報の開示が後退したことを指摘し，連結経営を分析する上で，個別情報は非常に重要であるという評価をしている。

そして 1999 年当時，格付けアナリストであった児玉 [1999] は連結会計制度改定によせて「財務諸表を分析する立場から見れば，『これで，道具は揃った』ということになる。たしかに，道具は揃ったのだが，使える道具でなければ意味はない」^{5 5}と制度改定に期待していた。しかし，これらアナリストの意見を総合すると，連結主体の有価証券報告書の記載改定が必ずしも財務諸表利用者にとって期待されたものとはなっていないと思われる。

以下は，『日本経済新聞』2000 年 10 月 14 日号のディスクロージャー制度に関する記事であるが，個別情報が一部削除・簡素化されたことがアナリストの企業分析に与えた具体的な影響をよくあらわしているので，少し長いが引用しておく。

鉄鋼会社を担当するアナリストが皆、業績予想の作成に苦労している。「いつもの倍の時間と労力がかかった」(モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券の長井亨アナリスト)。予想の重要な判断材料となる鋼材販売の内訳が分からなくなったからだ。

<製品別情報、記載せず>新日本製鉄など鉄鋼大手五社は一九九九年三月期までの有価証券報告書で、鋼板、鋼管、条鋼など製品別の販売数量や売上高を単独ベースで開示してきた。ところが二〇〇〇年三月期は、連結での開示に切り替えたNKKを除くと、四社が有報への記載をやめてしまった。アナリストらの問い合わせに回答している企業もあるが、「有報などで確認できない情報はレポートなどに引用しにくい」(長井アナリスト)と不満の声が出ている。二〇〇〇年三月期から有報の記載内容は連結が中心になった。企業の情報開示は充実したはずだが、実際には情報量が減った部分もある。有報を見直す際に単独は「可能な範囲で簡素化の措置を講ずる」(企業会計審議会)としたためだ。「銀行がどう動くのか、読みにくくなった」。ある商社の幹部は頭を抱えている。「商社の再編は銀行主導」と考えているこの幹部にとって、有報を使って各商社の借入先を銀行別に分類するのは大切な作業。しかし前期から借入先の具体的な記載が絞り込まれ、丸紅の有報では、記載されている長期借入金の借入先が十七行から五行に減った。

<保有株も把握できず>企業が保有する有価証券の内訳も分かりにくくなった。新日鉄の九九年三月期の有報に記載された関係会社を除く保有株式は四十三銘柄。簡素化で前期に具体名を挙げたのは十二銘柄にとどまり、ブリヂストン、三菱重工業株などは保有しているのかどうか分からなくなった。「市場全体の株式持ち合いの規模が把握できなくなった」(HSBC証券のストラテジスト、ガリー・エバンズ氏)。

<原価推計が困難に>アナリストらを最も困惑させているのは、単独情報の簡素化で企業の収益構造を分析しにくくなったことだ。自動車会社の有報からは単独の輸出売上高の記載がなくなった。このため米国での売上高に占める輸出分の割合、輸出された自動車の単価などが計算できなくなった。付属明細表にあった主要原材料の入手量なども省略され、素材メーカーなどの分析では「原価の推計に必要な基本データがなくなってしまった」(コメルツ証券の黒沢真アナリスト)という。もちろん、有報への記載をやめた情報を決算説明会などで開示している企業はある。だが会社と接触する手段が限られる個人投資家がこうした情報入手するのは事実上、不可能だ。金融庁の大藤俊行・企業開示参事官は「記載内容は米国など海外と比較しても見劣りしない」としたうえで、有報での義務がなくても「各記載項目に関連した事項を会社の判断で追加して記載できる」と言う。しかし実態は単独情報が簡素化されたのを盾に、これまで開示してきた情報の公開を拒む企業も目立つ^{5,6}。大和総研企業財務戦略室の太田達之助室長は、「日本企業は規則の範囲内の情報しか開示しようとしませんが、欧米の有力企業は規則にとらわれず自主的に情報を開示している。その違いが大きい」と指摘する。正しい情報開示とは何か。企業が市場と真正面に向き合い、株主や投資家の立場に立ったときに、はじめてその答えが見えてくる。

松村他 [2003] の調査はこれらのアナリストの意見を証拠づけるものとなった。同調査は、「代表的な財務諸表利用者にとってこの連結会計制度改定は、これまで各々が開発し、その精度を高めてきた分析手法の有効性が失われるのではないかという危惧を懐かせたものだった」⁵⁷と述べており、「有価証券報告書の記載がいわゆる『連結主』、『個別従』になったことが、その制度改定の趣旨ほどに、実際はアナリストの期待したほどのものではなかったことを示しているといえよう。そのことはアナリストが『改定後の有価証券報告書の情報量』については『増加した』と感じてはいるが、『分析に使える情報』がそれに比例して『増加した』とは感じていないということからもわかる」⁵⁸と結論づけている。そして、連結会計制度改定以前から、個別情報が実際に財務諸表利用者にとって、企業分析上重要であったことがあきらかにされ、企業会計審議会などの審議過程に述べられていた個別情報の一部削除・簡素化に反対する意見が、アナリストに広く同意を得られていたことがあきらかになった。

4 結語 - リステートメントの必要性 -

以上述べてきたことをまとめると、あきらかに日本企業を分析するアナリストは、有価証券報告書の改定を必ずしも積極的に評価していない。一般に企業活動の多角化および国際化の進展により、企業集団の経済的実態はそれを構成する個々の企業の個別財務諸表だけでは把握できないため連結財務諸表が要請されたと言われる⁵⁹。そうであるならば連結会計制度改定はアナリストの分析を大いに助けるものとなったはずである。

アメリカではアメリカ会計学会 (AAA) の『基礎的会計理論』(A Statement of Basic Accounting Theory, 1996年)や、最近では、投資管理調査協会の『21世紀の財務報告』(1993年)、アメリカ公認会計士協会 (AICPA) の財務特別報告委員会からでた報告書(いわゆるジェンキンス・レポート, 1994)で、「利用者指向」、「意思決定有用性」が叫ばれて久しい。しかしそのような状況の中で、日本企業をみるアナリストにとっては、有価証券報告書の有用性は一時的にせよ逆に低下したのではなからうか⁶⁰。そして、財務諸表作成者側の負担を考え、連結情報拡充⁶¹の代わりに不要になると思われる個別情報を一部削除・簡素化したというのが⁶²、アナリストにとって情報価値の高かった項目を一部削除・簡素化したと言える。制度改定の趣旨の一つである「ディスクロージャーの効率化」は単に情報量を減らすことになったのではないか。日本証券アナリスト協会などからの財務諸表利用者の総意として、改定に際してのインパクトのある提言がなされなかったとはいえ^{63 64}、最終的には財務諸表作成者側の論理が優先されたと言える⁶⁵。これが結果的に財務諸表利用者が有価証券報告書の記載の見直しを積極的に評価していない一因となっている

末村 [2001] は、連結主体の有価証券報告書の導入に対して「将来から現在を振り返ると、20世紀末から21世紀初頭にかけての企業決算は時系列的に比較不能なエアポケットの時期ということになりかねない」⁶⁶と述べている。そして「会計基準や経営上の重要な変更があった場合、新しい会計基準と経営実態に基づき、旧基準や古い実態に基づいて作成、公表した過去のデータを組み替える遡及措置、リステートメントの作成、公表は、会計情報を必要とする内部の経営者のもとより、投資家など外部の利用者にも欠かせない会計のイロハのはずだが、日本ではその規定がなく、会計制度改革にも盛られなかった」⁶⁷とリステートメントのルールを欠く現状を早急に是正させる必要があると指摘している。そ

して「合併や分割，倒産といった企業の新陳代謝が活発になるなかで，財務データの継続性，遡及性の欠如が重大な情報欠陥になり始めている」⁶⁸と述べ，そして「会計に限らず，日本制度運用の致命的欠陥は，法制度が想定する状態の実現という実質を獲得するための努力，社会的な有用性に照らして法制度を作り替え，運用指していくプラグマティズムの精神の欠如にある」⁶⁹と結論づけている。

まさに末村の言葉は正鵠を射ているといえるのではなかろうか。またディスクロージャー制度の中でアナリストの果たす役割は大きい。彼らの企業分析を助けようとするならば，性急に個別情報の一部削除・簡素化を行うのではなく，少なくとも財務データの連続性を担保するために，遡及的措置（いわゆるリステートメント）を会計制度改革に盛り込む必要があったと思われる。こうしてディスクロージャー制度は健全な発展を遂げるといえるのではなかろうか。

参考文献

- 飯野利夫訳 [1969]『アメリカ会計学会・基礎的会計理論』国元書房
石川純治他訳 [1995]『会計学と財務論の研究方法』同文館
伊藤邦雄 [1992]「ディスクロージャー調査結果の概要 - 利用者側に対する実態調査結果の分析 - 」旬刊商事法務 1992年5月5月号
伊藤邦雄 [1995]「会計基準の国際間調整の政治経済学的意義」(岩田一政・深尾光洋編 [1995]『経済制度の国際的調整』日本経済新聞社，第2章所収)
伊藤邦雄 [1996]「連結財務報告制度の現状と課題」『証券アナリストジャーナル』1996年10月号
伊藤邦雄 [1999]「連結情報と企業評価」『企業会計』1999年12月号
引頭麻美 [2001]「企業アナリストからみた企業分析と会計制度」『JICPA ジャーナル』2001年7月号
上田和之 [1999]「企業評価からみた利用法」『わかる・つかえる・つくれる連結財務諸表』『企業会計』1999年11月号，臨時増刊号
太田八十雄 [1999]「ディスクロージャーの限界とアナリストの役割」(ディスクロージャー研究会『現代ディスクロージャー論』中央経済社 第8章所収)
尾崎安央 [2002]「証券アナリスト・格付け機関の規制・責任」『ジュリスト』2002年12月1月号
金児昭 [1999]「国際企業と連結決算実務のあり方」(野村健太郎編 [1999]『連結会計基準の国際的調和化』白桃書房，第27章所収)
川本淳 [2002]『連結会計基準論』森山書店
菊池誠一 [2002]『連結財務分析入門』中央経済社
北川哲雄 [2000]『アナリストのための企業分析と資本市場』東洋経済新聞社
児玉万里子 [1999]「企業の信用格付けと連結情報」『企業会計』1999年12月号
近藤一仁 [2001]「アナリストから見た連結決算制度」『立命館大学社会システム研究所』，Discussion Paper Series No.010701
斉藤静樹監訳・K・G・パレプ他 [2001]『企業分析入門 [第2版]』東京大学出版
座談会 [1997]「『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』をめぐって」『企業会計』1997年9月号
新年号特別座談会 [1994]「連結財務情報開示をめぐると課題と展望」『JICPA ジ

ジャーナル』1994年1月号
 末村篤 [2001] 「企業決算の断絶と過去との決別」『企業会計』2001年2月号
 須田一幸 [2000] 『財務会計の機能』白桃書房
 須田一幸訳 [1991] 『実証理論としての会計学』白桃書房
 高須教夫 [1996] 『連結会計論』森山書店
 高寺貞男 [1979] 「利用者指向の会計理論へのアンチテーゼの試み」『会計』1979年6月号
 田中弘 [2001] 『会計学の座標軸』税務経理協会
 田中弘 [2002] 『時価主義を考える [第3版]』中央経済社
 津守常弘 [2002] 『会計基準形成の論理』森山書店
 ディスクロージャー研究会 [1992] 「ディスクロージャー理論の展開」『経理情報』1992年2月20日号
 徳賀芳弘 [2001] 「マクロ会計政策の評価：『政策評価』は可能か」『企業会計』2001年7月号
 中村忠 [1987] 「会計基準の政治化」『企業会計』中央経済社 1987年10月号
 早房長治 [2001] 『だれが粉飾決算をつくるのか』廣済堂
 藤本熙監訳・S.ジューゲル [1983] 『ノンパラメトリック統計学』マグローヒルブック
 八田進二・橋本尚共訳 [2001] 『21世紀の財務報告』白桃書房
 八田進二・橋本尚共訳 [2002] 『アメリカ公認会計士・ジェンキンス報告書 事業報告書』白桃書房
 松尾聿正 [1999a] 「アナリストから見た日本の会計制度改革（前） - 会計基準の国際化に向けて」『企業会計』1999年6月号
 松尾聿正 [1999b] 「アナリストから見た日本の会計制度改革（後） - 会計基準の国際化に向けて」『企業会計』1999年7月号
 松尾聿正 [2000] 「アナリストから見た日本の会計制度改革 - 会計財務諸表作成者との対比を中心として」『会計』2000年5月号
 松村勝弘他 [2003] 「連結財務分析プロジェクトにおけるアンケート報告書（2002年3月実施） - 財務担当者，アナリスト，監査人の視点から新連結会計制度を考える - 」『立命館大学社会システム研究所』Discussion Paper Series020701
 八重倉孝 [2001a] 「連結決算と実証会計研究」『企業会計』2001年1月号
 八重倉孝 [2001b] 「連結決算と実証会計研究（続）」『企業会計』2001年2月号

（注）

1 尾崎 [2002] が指摘するように、「証券アナリスト」に対して法的な定義があるわけではないが、いわゆるセルサイド・アナリスト、バイサイド・アナリスト、格付けアナリストを含み、アナリスト全般という意義で本稿では論じる。またアナリストはリサーチ・アナリスト、ポートフォリオ・マネージャーという分類もされる。

また太田 [1999] は「アナリストとはなにか。米国ではセキュリティ・アナリスト (security analyst), またはファイナンシャル・アナリスト (financial analyst), わが国では『証券アナリスト』, これを略して『アナリスト』という」(91頁)と述べている。

2 一般的に会計士は財務諸表作成者側に近いと言われているが、本稿では会計士の、本来

あるべき立場は、財務諸表作成者側でもなく、財務諸表利用者側でもないものと考えている。

3 また本稿では商法で定められている「計算書類」における開示制度は考察の対象外としている。また IR（インベスター・リレーションズ）と強制法定開示である証券取引上のディスクロージャー制度は異なった概念である。IR は自主的開示である。

4 津守常弘，2002，265 頁，275 頁。

5 連結情報と個別情報の情報量を同程度に開示するというのではなく、連結情報を拡充し、個別情報を一部削除・簡素化した。『日本経済新聞』2000 年 10 月 12 日号の記事では 2000 年 3 月期の有価証券報告書から記載が削除された主な単独財務情報は株式の所有数別状況、株式売買高の推移、生産能力、生産計画、主要原材料の入手量、使用量、資金収支表、関係会社有価証券明細表、関係会社出資金明細表、関係会社貸付金明細表、関係会社借入金明細表と紹介されている。

6 北川，2000，161 頁。

7 情報仲介者として、アナリストは膨大な企業情報をわかりやすく投資家に伝えるという重要な機能を担っていると述べられている（ディスクロージャー研究会，1992，23 頁）。また、一般的にアナリストは、資本市場において不可欠なインフラストラクチャーの一つであるとされる。

8 伊藤，1992，50 頁。証券アナリストに対しておこなった実態調査結果からいえる。調査結果の表 4 を参照。アンケートがおこなわれた 1991 年当時、証券アナリストの 7 割以上が単独の数値を活用していた。また、両方の数値を活用していた証券アナリストも多く、連結のみを使用していたアナリストは 1 割もない。

9 徳賀芳弘，2001，84-85 頁。マクロ会計政策の評価は実際のところ困難あるといわれている。なぜならば他の政策とのパッケージで考えなければいけない問題だからである。そこで本稿では財務諸表利用者側だけの評価に焦点をしばった。「会計基準が連続して実施される際には、それぞれの効果を分離して検証することが困難となるであろう。」（同上，85 頁）。

10 川本，2002，95-96 頁。

11 津守，前掲書，2002，386 頁。

12 「各国の企業が国際的資本市場で資金調達する際に、各国間で相異なる自国の会計基準に従って会計報告書を作成すると、投資家や証券アナリストは異国企業同士の財務内容をそのままでは比率分析することが困難となる。」（伊藤，1995，74 頁）。

13 同上，75 頁。

14 また伊藤 [1995] はこのような会計基準の国際間調整は「パックス・アメリカーナで進んでいる」（78 頁）と述べていた。

15 詳細については高須 [1996] を参照せよ。

- 16 野村，1999，268 頁。当時，信越化学工業の常務であった金児は「外国人投資家，国際アナリスト（国内・海外）の頭の中は「連結決算」しかないのである。」と述べている。
- 17 企業財務制度研究会，1993，55 頁。なお，企業財務制度研究会は，日米構造協議の時期に，企業財務関係者（大蔵省，財界，会計士など）の連携と協力の下でディスクロージャー制度の継続的な研究をおこなうために設立された機関である。
- 18 川本，前掲書，2002，95 頁。
- 19 大蔵省企業会計審議会の議事要旨（http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/top.htm）から。
- 20 大蔵省証券取引委員会の議事要旨（http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/top.html）から。
- 21 1996 年 1 月 19 日の企業会計審議会第一部小委員会で，金児昭参考人（信越化学工業（株）常務取締役経理部長），石田浩一参考人（住友化学工業（株）経理室部長補佐），森谷亨右（（株）ティーオーピー代表取締役）より議題である「連結財務諸表を巡る諸問題」についての報告が行われ，討議がおこなわれた。その中で出された意見である。
- 22 1996 年 2 月 16 日におこなわれた企業会計審議会第一部会小委員会にて。エリザベス・リン・ダニエルズ参考人（モルガン・スタンレー証券会社東京支店バイス・プレジデント）などにより，議題である「連結財務諸表を巡る諸問題」についての報告が行われ，引き続いて討議が行われた。その中で出された主な意見の一つである。
- 23 1997 年 4 月 25 日における企業会計審議会第一部会は「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書の公開草案」に対する意見等について後自由討議を行った。これはその中の主な意見の一つである。
- 24 1997 年 5 月 16 日の企業会計審議会第一部会においても最終意見書案の検討をおこなった。
- 25 1998 年 12 月 25 日の企業会計審議会では，「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱い（案）」について事務局（大蔵省金融企画局市場課 兼田）より説明がなされた後，その事由討論がなされた。その時述べられた主な意見の一つである。
- 26 田中，2001，394 頁。
- 27 「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」において，個別情報は有用性が乏しい（財務諸表利用者にとって）と考えられるので，一部削除・簡素化するとの趣旨が述べられているが，個別と連結どちらが投資意志決定に有用であるのかということで株価を代理変数としておこなっている研究ではどのように結果が示されているのだろうか。また伊藤[1997]は「証券市場での価格形成は既に連結データに基づいてなされており，早急に連結データの拡充が望まれる」と述べているが，果たしてそのように言えるのであろうか。八重倉[2001a]，八重倉[2001b]は連結決算における実証研究の整理をしている。その整理からは，個別・連結情報のどちらが有用であるかは，株価を代理変数として行っている実証研究では明確な結論が得られていない。またこれらの研究は株価が連結制度導入時から連結ベースで形成されてきたということに懐疑的な結果が多い。そして「今後の研究課題として

、連結決算中心のもとで果たして個別決算の開示が不要になるかどうかの検証が期待される。もし、個別決算情報がその有用性を今後も維持するならば、連結決算のみの開示を要求している諸外国に対して、『個別情報も有用である』という強いメッセージを送ることができるかも知れない」(95頁)と述べ、個別情報が必ずしも有用ではないと言えない。そして、これら実証研究は個別情報が主であった連結会計制度改定以前のものであるとはいえ、連結会計制度が日本に導入されてからも個別情報に基づいて株価が形成されていたことを示す結果が多数派であることもあきらかにしている。

28 1996年5月14日に財務諸表作成者側代表意見として、社団法人経済団体連合会が「連結財務諸表のあり方に関する基本的な考え方」を公表した。その中で「当面、証券取引法上の開示については、連結情報を重視しつつ、個別情報の思い切った簡素化を図ることが急がれる。連単倍率が低い場合には、必要な補足情報は開示するとしても、重要性の観点から、個別ベース、連結ベースどちらか一方のみの開示が認められてよいと考える。」と述べられている。また、1997年3月18日には、経団連経理想談会が「連結財務諸表制度の見直しに関する公開草案に対する意見」を公表している。その中でも「これまで、連結・個別両面における開示内容の充実が図られてきた結果、我が国の証券取引法開示は、企業に極めて大きな負担を強いるものとなっており、今後のディスクロージャーの充実は効率性を重視して臨むべきである。我が国の証券取引法上の開示制度は、今や連結情報を中心とする方向に大きく転換することから、個別情報については、将来的には商法の計算書類のみとする方向での抜本的な簡素化を図るべきである。」と提言されていた。

29 1997年6月6日の企業会計審議会議事要旨に述べられている。この時の議題は「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書の公表等」についてであった。その中の主な意見の一つである。また下線部は筆者による。

30 同上、50頁。

31 伊藤、1992、55-59頁。伊藤[1992]は1992年当時、連結財務諸表の必要性が叫ばれており、連結情報が改定前にすでに多くのアナリストに活用されていて、個別情報はそれほど活用されていないと考えていたが、そのアンケート調査結果はむしろ逆である。そして、ここから連結会計制度改定において、アナリストは個別情報を活用せず、連結情報が活用されていたので個別情報が一部削除・簡素化されたというわけではないことがわかる。また、1992年から2年を経過した1994年におこなわれた新年号特別座談会[1994]において、財務諸表利用者の代表である久野正徳(当時、山一証券企業調査部一部一課課長)が述べているのであるが、アナリストにとって個別・連結のどちらが有用かは個人差があるが、企業の多角化、国際化から連結を重視しなければならないという認識はあるということ。そして実際の利用状況は、アナリスト協会のアンケート調査によると、全体的に連結を重視するという人よりも、国際優良株に限って連結を重視する人のほうが多く、そして連結より個別を重視する人も多いということであった。(新年号特別座談会、1994、32-33頁)。こ

れは上記で示した伊藤 [1992a] の調査結果と一致する。

32 松尾, 1999a, 93 頁。

33 松尾, 2000, 59 頁。松尾 [1999a], 松尾 [2000] は株式の所有数別状況, 株式売買高の推移, 生産能力, 生産計画, 主要原材料の入手量、使用量, 資金収支表, 関係会社有価証券明細表, 関係会社出資金明細表, 関係会社貸付金明細表, 関係会社借入金明細表など簡素化される個別情報の具体的な中身についてはアナリストに対して質問していない。企業会計審議会から「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係わる具体的な取扱い(案)」が公表されたのが, 1998 年 12 月 25 日であったことから, 具体的な項目について質問することは難しかったと思われる。

34 松村他 [2003] の調査の目的であるが, 新連結会計制度が財務諸表における財務諸表作成者である財務担当者(企業側), 財務諸表利用者であるアナリスト, その財務諸表を監査する監査人(公認会計士)が実際この改定についてどのように思っているのかを分析するのが目的であった。調査は, 日経平均株価採用銘柄(2002 年 2 月時点)の 222 社, 証券会社, 投資顧問会社, 民間総合研究所に所属するアナリスト 100 名, 日本国内の監査法人に所属する会計士 100 名の三者を対象とし, アンケート調査票を 2002 年 3 月上旬に送付し, 回答期限を同年 3 月末日とした。有効回答は財務担当者が 66 社(29.7%), アナリストが 31 名(31.0%), 会計士が 51 人(51.0%)となっている。

35 その詳細なアンケート調査の内容の紹介はここでは省略。アンケートの詳細な結果は, 松村他 [2003] を参照。

36 本稿において, 松村他 [2003] のアンケート調査の原データを利用させてもらった。

37 同上, 6 頁を参照。「会計情報への信頼性の向上」に対してアナリスト(12.9%)の「高まる」との回答の割合が, 財務担当者(39.4%), 会計士(49.0%)と比較して低い傾向にあり, また「変わらない」と回答するアナリストの割合(16.1%)が, 財務担当者(4.5%), 会計士(5.9%)と比較して高い傾向にあると述べられている。

38 「少なくとも順序尺度が適用できる場合に, Mann-Whitney の U 検定は, 互いに独立な 2 つのグループが, 同じ母集団からぬかれたものであるかどうかを検定するのに使うことができる。この検定は, ノンパラメトリック検定の中で極めてその検出力が高く, 研究探索者が t 検定の制約を避けたい時や, 研究探索のための尺度が間隔尺度より弱いもの時は, ノンパラメトリックな t 検定の代わりに使えるものとして, 最も有用なものである。」(S. ジーゲル, 1983, 訳 120-121 頁)。仮説は財務担当者とアナリストの回答に差がないということである。対立仮説は財務担当者とアナリストに差があるということである。検定をおこなうと仮説は棄却された(漸近有意確率[両側] = 0.027)。よって, 財務担当者とアナリストはこの設問に関しては, 同じように認識していない。

39 同上, 6 頁。

40 同上, 6 頁。

41 仮説は財務担当者とアナリストの回答に差があるということである。対立仮説は財務担当者とアナリストの間には回答に差がないということである。検定の結果、その仮説は棄却された(漸近有意確率[両側] = 0.037)。よって、財務担当者とアナリストはこの設問に関して、同じように認識していない。

42 同上, 25-26 頁。「連結重視派」のアナリストの回答項目を合計すると 45 % となり、連結を重視するアナリストも多いことがわかる。このことはアナリストが好むと好まざるとに関わらず、「有価証券報告書の記載」が「連結主」、「単独従」となって、その企業分析において連結財務諸表、連結の数値を重視しなけられなくなつたという面も少なからずあるであろうと述べられている。

43 同上, 17 頁。

44 同上, 24-25 頁。

45 同上, 2003, 27-28 頁。また「5.情報量が減り、分析に使える情報も減つた」と回答しているアナリストの一人が、具体的な理由として「借入金明細表がなくなつた」ことをコメントでアンケート調査に寄せている。

46 アナリストが矛盾する回答を寄せているが、いずれせよ「分析に使える情報が減つた」ということである。

47 松村他 [2003] のアンケート調査での原データを利用した。

48 松村他 [2003] のアンケート調査での原データを利用した。

49 一方で「困らない」と回答が支配的であつたのは、「株式売買高の推移」71.0 %、「資金収支表」48.4 %、「株式の所有数別状況」41.9 %の項目であつた。

50 同上, 28-29 頁。アンケート調査には、「株式の所有数別状況」は「東洋経済新報社の会社四季報」、そして「ブルームバーグ社の金融情報端末」、「株式売買高の推移」も「ブルームバーグ社の金融情報端末」などを「代用」しているという一部アナリストからコメントを寄せられている。また、「生産能力」、「生産計画」などは、「個別取材」等でその情報を補っており、その他については、アナリストからは「これらの各明細表には代用するものがない」とのコメントも寄せられている。

51 『日本経済新聞』2000年6月17日号。

52 『日本経済新聞』2000年7月29日号。

53 菊池, 2002, 139 頁。

54 引頭, 2001, 45 頁。

55 児玉, 1999, 46-47 頁。また、松尾 [1999a] で「今回の証取法開示の改正により、連結情報重視の開示がなされることとなつたが、このことは望ましいかどうかを尋ねた。これは 98.8 % と圧倒的に連結情報重視に賛成であつた。(94 頁)」と述べられているが、アナリストの期待どおりの改定になっていないことがうかがえる。

56 松村他, 2003, 20 頁。財務担当者側質問 5 によると、「簡素化により法定開示を要求され

なくなった附属明細表の内容について自主的な開示」は、全企業のおよそ7割(69.7%)は「自主的には開示しない」と回答し、また開示するにしても「内容を選別して開示(24.2%)」と回答している。これに関しては、有価証券報告書の記載義務がなくても、各記載項目に関連した事項を各自企業の判断で追加して記載できるのであるが、投資家に対する自主的な開示も期待できないということから、この設問に対する回答の限りにおいては、今回の連結会計制度改定により、「情報開示」が後退することが懸念されていると述べられている。『日本経済新聞』2000年10月14日号の記事の内容を裏付けるものにもなっている。

57 同上, 5頁。

58 同上, 5頁。

59 田中[2002]によると、「アメリカと日本では、(中略)企業集団の構造が違う。アメリカの企業集団用に開発された連結財務諸表を日本の企業集団に適用しても、日本の企業集団の実態を表すことはできない。わが国で作成する連結財務諸表は、せいぜい、企業集団のサブシステムを対象としたものでしかない」(407頁)という。また、アメリカに追随し、連結を主たる財務諸表とし、次第に個別財務諸表を廃止していゆくことになれば、大きな問題が生じると述べている。また、田中[2002]は「実はアメリカでも、連結財務諸表については、アナリストから批判があるようである」(407頁)と指摘している。その批判であるがアメリカの投資管理調査委員会は『21世紀の財務報告』[1993]で、アナリストにとって現在広範囲にわたる問題という章の中で「証券アナリストは、長年の間、一貫して、財務諸表のデータは、現在よりもいっそう詳細に分割すべきであると主張してきた。」(91頁)と述べ、「われわれは、連結財務諸表を一般目的の財務報告の基礎とすべきである、との考えを支持するものであるけれども、それにより、経済主体である企業集団の構成要素である個々の企業実体についての詳細な情報が失われてしまうことを残念に思っている。現在、連結子会社に関して公表される要約データは、アナリストが十分な正確さを確保しながら細分解していくには、不十分なものである。われわれは、企業集団を構成する主要な企業実体を個々に表示する世界で最良の連結財務諸表を求めている。(中略)作成費用は(中略)大したことはない。われわれはFASBがこれを要求することを検討することを求める」(94頁)と述べられている。

60 連結財務諸表を利用し、企業分析をしてきた海外のアナリストや投資家に対してのアンケート調査は実施していないが、海外の投資家にとっても、比較する過去のデータが存在しないということも考えられるため、連結主体で分析してきた海外のアナリストにとっても、その効果について疑問がのこる。また前述したとおり「市場全体の株式持ち合いの規模が把握できなくなった」(HSBC証券のストラテジスト、ガリー・エバンス氏)と述べる者もいる。また、近藤[2002]からは「情報を受け止める側(アナリスト、ファンドマネージャー側)に立って考えますと、連結の時系列データがなかなか遡及できない、あるいは時系列データが分断されているという状況は彼らが経営分析を行うにあたって問題にな

ってくると思います。」(2頁)と企業分析上の問題が提起されている。また、早房[2001]は米国の大手監査法人の監査部門が2001年5月に作成された「日本の企業会計と情報開示 - 最近の変化と将来の傾向」と題する文書において述べられている会計ビッグバンの評価というのは「日本の会計報告は『会計ビッグバン』を経た今日でも信用できない」というものであるという。

61 本稿ではセグメント情報の開示については詳細に論じなかったが、セグメント情報に関しても、企業側が頻繁にその事業区分を変更する場合、過去の財務データと比較できるように、企業側が情報開示をする場合、何らかの工夫をしなければその開示はアナリストにとって意味のあるものになるとは考えにくい。上田[1997]は「セグメント情報にも注意点がある。事業区分が企業の恣意的なものであることはその最たるものである。」と述べている。

62 企業会計審議会[1997]『連結財務諸表制度の見直しに関する意見書』。また座談会[1997]を参照のこと。

63 社団法人日本証券アナリスト協会は、昭和52年以来企業会計研究会を設置し、IASCから提案された国際会計基準の公開草案に対しては、証券アナリストの立場から意見を提出してきたとのことである。(http://www.saa.or.jp/reseach/kaikei.html)を参照。

64 中村[1987]は「アメリカでは証券アナリストの団体が会計基準に対しいろいろな要求をしているが、わが国ではこの勢力も弱い」と日本の会計基準設定における特徴を述べている。

65 高寺[1979]は「会計情報システムの修正は(中略)「利用者指向の会計」改革として演出される」と述べている。

66 末村, 2001, 82頁。

67 同上, 83頁。

68 同上, 83頁。

69 同上, 83頁。

第5章 連結決算時代の経営・連結経営を考える 終わりにかけて

1. 問題の所在

連結財務諸表が主たる財務諸表として位置づけられると共に、投資家の目も連結財務数値に向かう。この点はこれまでの調査でも明らかである。いわゆる連結経営の時代に入ったといえる。近年のEVA利用にしても、目標数値として利用されているし、まさに「マネジメント全般にかかわる一大事」(巻末資料3「専門セミナー・レジュメ」第6回スライド30)なのである。ましてや連結財務数値が主たる財務数値として公表されるようになると、これが目標数値となるのがことの成り行きとして当然のことである。このことを「連結経営」というわけである。しかし、第2章での分析からも明らかのように、確かに単独時代は単独利益を「つくる」経営が行われていた。とはいえ、元来グループ経営を標榜するかぎり、管理上は連結が意識されていたはずである。仮に単独利益が作られたとしてもグループ経営が意識されていたであろう。連結決算時代になると、逆に連結利益が作られる可能性がないわけではない。このことは第2章5)「営業利益・経常利益・当期利益の連単倍率」での分析結果のまとめからもある程度推測できる。そういった制度の改定のあるなしにかかわらずグループ経営が必要であることに変わりはない。

財務公開においても連結数値が重視されるようになると、連結数値に対して外部からのコントロールが働く可能性もある。ただ、管理目的と財務(制度)目的とは無関係ではないが、一応別であることは留意しておくべきだと考える。だから「連結経営は時価主義測定と極めて密接な関係にある」(野村健太郎『連結経営と構造改革 - 環境激変への処方箋 -』税務経理協会、2000年、42ページ)とは、そう簡単にはいえないだろう。それが管理目的でいわれているのか財務目的でいわれているのか、必ずしも明らかではない。「早くから連結経営を重視してきたアメリカや欧州各国では、時価測定を尊重してきた」(同上)というのは言い過ぎだろう。余り「会計ビッグバン」を煽り立てるのは、企業に対してよい影響を及ぼすとは思えない。企業は冷静に問題に対処すべきだと考える。連結経営も財務(制度)目的での連結財務諸表作成は必要だからこれを行うのは当然だとしても、管理上は冷静に対処すべきだと考える。現に企業は従来より冷静に連結経営を行ってきたと考える。SEC基準で連結を行ってきた企業、例えば、ソニーなどは従来から連結経営を行ってきたと思われる。それぞれの企業が主体的に連結経営に取り組むべきだと考える。

いずれにせよ、連結数値はますます重要になることは間違いない。以下連結経営の問題点について、考えていきたい。

2. 連結経営、M&A、コア・コンピタンス

構造改革が叫ばれる中、連結経営が取り上げられている。時あたかも株価低迷、持ち合い崩壊が進んでいるようである。そこで次のように言われている。「従来の日本での株式持ち合い構造に支えられ、ぬるま湯につかったような、もたれ合い経営行動においては、M&Aなどほとんど重視されなかった。しかし、1990年代後半以降、企業集団全体としての経営、つまり連結経営の実態を向上させる必要性から、構造改革にかかるM&Aも実業界の俎上に上ってきた。」(野村、前掲書、50ページ)

そしてまた良く言われることであるが、株価低迷，持ち合い崩れ，M & Aの動きのなかで，企業は危機感を募らせているごとくである。どのような問題提起がなされているか紹介しておこう。少し長いが引用しておく。

「企業集団価値を高めていかないと，M & Aの対象とされてしまう。

企業集団として，『選択と集中』，業績の悪い部門は撤退・売却し，業績の良好な部門を発展させ，全体として効率性の高い筋肉質の経営へと構造改革をはかっていかないと，企業集団価値は落ちてしまう。メガ・コンペティション下での経営存続が不可能になる。

そのさい，徹底的な連結ベースでの資産・負債の洗い出しによる実態改善に注目が集まる。非効率的で，含み損を抱え，長期的に収益性の期待できない持ち合い株式は優先的に売却の対象となる。グローバル次元での連結経営重視は，持ち合い株式の解消売りを誘導するのである。

持ち合い解消が，1990年代後半に活発化してきたのは，連結経営重視による構造改革進展と歩調を合わせてきたことが，それを裏付けている。連結経営は，企業集団にかかる透明性ある実態開示を要請しており，その時点時点での時価測定を厳格に求めている。

長期低落し，含み損を抱えた持ち合い株式をいつまでも保有していくことはできない。時価測定で含み損が嫌でも表面にあぶり出されてくるからである。」(野村，前掲書，78-9ページ)

もう少し問題を整理しておく必要があるのではないか。「企業集団価値を高めていかないと，M & Aの対象とされてしまう」という危機意識はわからないではない。ではどうして「グローバル次元での連結経営重視は，持ち合い株式の解消売りを誘導する」といえるのか。問題を整理してみよう。確かに「連結決算・時価主義 持ち合い崩れ 株価低迷 M & A」という流れは考えられる。持ち合いによって高めに維持されていた株価が下落して株式保有リスクを意識せざるを得なくなり，これが持ち合い崩れを招き，さらに株価を押し下げるといふ悪循環がみられる。M & Aも意識せざるを得ない。だからといって，株価が割安でない限りM & Aの対象とはならないであろう。経営レベルとしては連結決算を機に企業価値を高めるよりほかない。

純粋持株会社も制度上容認され，グループ経営，連結経営を目指す企業が増えている。だがよほどグリップを固めに握っておかないと放縦のおそれなしとしない。連結経営は言うは易しいが行うは難しい。M & Aしかりである。これも言うほど簡単ではない。「ほとんどの合併が，買収企業の価値を破壊した」(Clayton M. Christensen and Michael E. Raynor, *The Innovator's Solution*, 2003, 櫻井祐子訳『イノベーションへの解』翔泳社，2003年，303ページ)というアメリカでの先行研究もある。「企業集団として，『選択と集中』，業績の悪い部門は撤退・売却し，業績の良好な部門を発展させ，全体として効率性の高い筋肉質の経営へと構造改革を」はかる，コア・コンピタンスに注目する，それはそれでわかる。「環境変化に対応していくため，『選択と集中』が迫られているとき，ノン・コア事業(非中核事業)を切り離していく必要がある」(野村，前掲書，182ページ)という。しかし「モジュール方式によるコモディティ化という状況を認識し損なった彼らは，属性に基づくコア・コンピタンス理論に救いを求め，のちに後悔することになる決定を下すのだ」(クリステンセン，前掲訳書，196ページ)。企業の競争優位構築はことほど左様に簡単ではない。連結経営の難しさだ。経営や投資の際の判断材料としての連結数値は重要だが，それだけで競争優位を構築

できるわけではない。

3. 連結財務数値による連結経営をソニーの事例でみる

まだまだわれわれは連結財務数値の利用になれていない。この点、早くからSEC基準で連結財務諸表を作成してきたソニーは連結財務数値の利用に関しては先進企業といえる。まして連結財務諸表は異質の事業を一つの財務諸表で表すという問題をはらんでいる。とりわけ、一般事業法人が金融部門を抱えている場合、連結財務数値はかなり問題含みとなる。この点は早くからアメリカで問題にされていた。この点に限って連結財務(分析)に生ずる問題をおきたい。「トヨタ銀行」と揶揄されているトヨタ自動車でも、単独決算数値から自己資本比率を計算すると2003年3月決算期には66.4%であったが、連結でこれをみると36.0%である。これは金融子会社の数値が含まれるからである。

この点ソニーの場合、セグメント情報が提供されており、さらに大括りに「金融分野」と「金融分野を除くソニー連結」それに「ソニー連結」の区分で損益計算書と貸借対照表が公開されている。監査対象外ではあるが、金融分野を除く財務数値をアニュアルレポートにおいて知ることができる。図表1, 2でこれを示しておく。

(図表1) ソニーの金融分野を分離した要約損益計算書

3月31日に終了した1年間	(単位: 百万円)					
	金融分野		金融分野を除く ソニー連結		ソニー連結	
	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年
営業収益	512,245	540,519	-	-	483,313	512,641
経費上消および営業収入	-	-	7,102,369	8,971,737	7,004,945	6,960,892
	512,245	540,519	7,102,369	8,971,737	7,578,258	7,473,633
売上原価および販売費・一般管理費	490,111	517,181	6,585,446	6,808,635	7,443,627	7,288,163
営業利益	22,134	23,338	516,923	1,163,102	134,631	185,440
その他の収益・費用・評価	(1,861)	(1,367)	(40,421)	67,878	(41,856)	62,181
税引前利益	20,273	21,971	476,502	1,230,980	92,775	247,621
法人税等その他	11,477	13,072	72,785	120,662	83,443	132,162
会計原則変更による累積影響額	4,305	-	1,673	-	5,978	-
当期純利益	13,101	8,909	3,340	110,918	15,310	115,519

ソニーの『連結財務情報 2003年3月期』より

(図表2) ソニーの金融分野を分離した要約貸借対照表

(単位:百万円)

3月31日現在	金融分野		金融分野を除く		ソニー連結	
	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年
資産						
流動資産	826,670	887,625	2,774,721	2,596,859	2,537,212	3,154,214
現金・預金および現金同等物	327,282	274,929	356,538	438,130	683,800	713,058
有価証券	157,383	236,621	4,754	4,899	162,147	241,520
受取手形および売掛金	76,530	68,067	1,178,675	542,153	1,242,826	1,097,395
その他	65,921	167,999	1,234,124	1,115,737	1,248,439	1,192,241
繰延税金資産	-	-	213,054	287,778	313,054	287,778
貸付および買付金	1,200,100	1,241,738	620,228	272,671	1,697,007	1,894,123
金融ビジネスへの投資(取得価格)	-	-	175,159	170,582	-	-
有形固定資産	50,084	45,993	1,201,502	1,232,252	1,411,605	1,278,300
子会社の利益	432,736	434,768	1,027,716	1,251,811	1,426,056	1,656,088
繰延資産等	308,294	327,869	-	-	308,294	327,869
その他	122,532	106,899	1,027,716	1,251,811	1,117,862	1,228,211
	2,496,052	2,910,434	6,068,888	5,815,765	6,185,795	8,370,545
負債および資本						
流動負債	254,740	420,248	2,267,341	2,051,485	2,458,406	2,435,048
短期借入金	66,886	72,753	325,977	126,887	354,063	150,745
支払手形および買掛金	4,552	5,658	775,452	493,347	767,625	697,385
銀行ビジネスにおける顧客預金	106,472	248,721	-	-	106,472	248,721
その他	76,830	83,114	1,265,912	1,241,451	1,330,336	1,330,197
固定負債	1,892,100	2,169,425	1,451,333	1,698,684	2,233,521	2,632,380
長期借入金	135,956	146,908	873,487	902,811	638,817	807,439
準払戻金・年金費用	7,469	8,737	291,620	487,437	200,099	495,174
保険契約債務その他	1,690,418	1,914,410	-	-	1,690,418	1,914,410
その他	96,281	154,421	345,826	310,136	415,287	414,557
少数株主持分	-	-	18,170	55,677	23,389	22,022
資本	216,196	321,712	2,232,344	2,138,118	2,370,410	2,280,895
	2,496,052	2,910,434	6,068,888	5,815,765	6,185,795	8,370,545

ソニーの『連結財務情報 2003年3月期』より

われわれの知るところ、おそらく日本で一番セグメント情報を提供しているのが当社であると考え。それでもカンパニー制採用からその組み替えと、近年でもめまぐるしく組織改編を行っている。連結経営の難しさを伺わせる。これらの点を含めた分析は今後の研究課題としたい。

補章 アナリストから見た連結決算制度

近藤一仁氏（いちよし経済研究所社長）

本章は、アナリストが連結決算制度をどう見ているのかを知るための予備調査として、初年度に、アナリストであるいちよし証券経済研究所社長の近藤一仁氏にお話し願ひ、さらに、これに対してわれわれメンバーが質問をし回答を得る、というディスカッションを行ったが、その記録である。

目次

1. 連結納税制度に関するこれからの問題
2. 制度変化にアジャストしきれていない現状について
3. 四半期決算報告について
4. アメリカにおけるフェア・ディスクロージャー問題
5. 連結と企業分析 - アナリストによる業績予想の困難性
6. 質疑応答

連結関連質疑

フェア・ディスクロージャー関連質疑

アナリスト関連質疑

質疑応答

近藤	一仁	いちよし経済研究所	社長
松村	勝弘	立命館大学	経営学部 教授
原	陽一	立命館大学	経営学部 教授
松本	敏史	同志社大学	商学部 助教授
金森	絵里	立命館大学	経営学部 専任講師

1．連結納税制度に関するこれからの問題

今日私が話をさせて頂くのは、「アナリストの立場から見た今の企業の連結決算制度」ということで、これについて若干感想なようなものを話してほしいということですが、連結決算をアナリストが分析するようになって久しいわけですが、連結納税制度の議論というのを今後連結納税制度というのが本格的に定着してまいりますとこれをどのように考えるか、あるいは納税引当をどういうふうに計算するかとか、そういう少し先端的な問題、難しい問題が出てくると思います。

2001年8月10日の日経の朝刊に連結時代の配当政策について記事が出ていますが、ある会社はもうすでに連結決算の利益に対して、つまり、連結の1株あたりの利益に対してですね30%の配当性向で配当をこれからやっていきますというような公約じみたことを発表してきているところもあります。今、配当政策の質問をしますとまだまだほとんどの会社が単独ベースでももちろんやっています連結ベースの配当というのは四季報にも会社情報にも出てないわけです。単独の利益がどうなるのか、それで配当をどうするのかという議論にとどまっているのですけども、そろそろこういう連結の利益に対して配当政策を考えるような時代もきているようでもありますし、また連結欠損金のある会社が配当しているというのはいかがなものかというような問題も出てきているように思います。

アメリカのナスダックにおける高成長企業の話ですが、配当に則して言えば、むしろ設備投資だとか研究開発投資に前向きにカネを使ったほうがいいので、高成長もして利益も伸びているけども配当はゼロだという会社もたくさんあるわけです。配当の問題はもちろんアメリカは全部連結ですが、非常に難しい問題で、連結決算との問題と絡めるとさらに今後どういうポリシーを打ち出してくるのか、この日経新聞の最後の方には「道修町の武田薬品、HOYAなど一部の優良企業が連結ベースでの配当政策への舵を切った。」という一説がありますけれども、「単独で十分な未処分利益があれば、連結純利益を基準に配当を決めて何ら問題は生じない。経営が連結重視になっている以上、配当政策もグループ力を反映したものに変わらなければ、株主や投資家の理解を得られない。」だろうと。今日はこれには触れませんが、これから問題になってくると思います。

2．制度変化にアジャストしきれない現状について

さて、連結決算制度は日本では、1977年、昭和52年度から導入されているわけですが、当時はまだ一部の企業が連結の補足資料を出していたに過ぎませんでした。今、アナリストが決算説明会でIR上重要だと思われるのは決算短信補足資料ですが、同じく補足資料ですけども、当時は連結の補足資料というのを作成していたに過ぎなかったと思います。しかし1999年4月以降は従来の単独主、連結従という考え方から、連結が主で、単独が従という考え方にかわってまいりまして

、連結情報を充実させて、個別情報を簡素化する。つまり、単独の決算の情報を簡素化するという方向になりまして、監査対象や、そのステップも、内容も、定義も大きくかわってきていると思います。しかし、制度としてのディスクロージャー様式が今申し上げたようにかわってきているものの、実際には開示する企業側も、それから情報をうけとる会社側、つまり、アナリストやファンドマネージャー側も十分にその会計制度変更にあジャスト(適応)できていないというのが現状だろうと思います。

このような流れに対応、認識している賢者がいるとしてもですね、すくなくとも市場全体としては、一時的にせよ、様々な形で軋轢や齟齬が生じるケースが増えてきているのではないかというふうに考えております。それからもっと具体的な問題としては、連結決算重視だから連結で株価も評価すべきであるといってもですね、連結決算において時系列でさかのぼれる期間というのは限られておりますので、過去の業績をいくら見ても将来は予測できないのですが、しかし時系列でだいたいこういう成長パターンを遂げてきた企業が、もうそろそろ高度成長期を経て、壮年期といたしますか成長率が落ちてくる時期に入るのではないかとか、あるいはさらにこう低落していくのがわかると思います。企業の業績の成長といたしますのはね30年も経ちますと、古くは綿紡会社とか、やはり成長期、安定期、衰退期というのがあつたわけで時系列データというのは、一言で無視するわけにはいかないと思いますし、情報を受けとめる側のサイド(アナリスト、ファンドマネージャー側)にたつて考ますと、連結の時系列データがなかなか遡及できない、あるいは時系列データが分断されているという状況は、経営分析をおこなうにあつて問題になってくると思います。特にですね時価主義の会計制度の導入により、株価の高低の影響によって利益が変動するなどして、また、ステートメントが変わるたびに時系列データが分断されることも分析する上で困ります。そして、ある程度のスパンで経営の動きを定性的にとらえる必要があると思うのですが、それも非常に難しい。

一方で、情報を発信する企業側の方では、あいかわらずマネジメントや組織は、単独が主、連結が従、のままであるのが多いのが現状だろうと思います。もちろんわれわれ(いちよし証券)はIRの支援をビジネスにしておりますが、決算説明会の場でですね、連単同時発表というようなことをやるのがもうあたり前でそれができない会社はだめだということをしておりますから、そういう意味では連結も単独も同時に発表するためにはどちらが主でどちらが従という考え方をしていられるような余裕などないわけですが、やはり大手のソニーとか松下、トヨタ、ホンダは別にいたしまして日本の3500社近くある企業の中のほとんどが決算説明の内容の段に入りますとやはり「単独を主に説明をさせていただきます。」と「連結と単独のいわゆる連単倍率というものが」と一言ありまして「当社の場合連単倍率が非常にわずかでございまして。」と1.05とか言ひまして説明に入ります。しかし、連結決算が、例えば、1

株当たりベースで利益が連単で1.5とか2倍とあれば、連結を中心にですね、決算の説明をしなければならないし、聞くほうのアナリストやファンドマネージャーもどうして単独を中心に説明するのかと言うことになると思いますが、連単倍率が本当に僅かな差しかない場合は「連結を従として、単独を主として説明をさせていただきます。」と言う会社があいかわらずケースとして多いというのが現状だろうと思います。すなわち、ルーチンの管理会計データと財務会計データの乖離が以前よりも大きくなってきていますので、経営の実態と会計データを正確にリンクさせた説明と言うのが非常に難しくなっているということだと思います。

IR の場、決算説明会の場で、決算の説明をする人はほとんどが情報開示担当の役員、管理本部長とかあるいは、アメリカでいうところのCFOという人達です。アメリカでは連結で説明するので、連単倍率がどうであるとか一切きいたことはないのですが、日本では先ほどももうしあげたとおりに説明の段にはいると単独が主で、連結が従ですが、ただ連結も説明しなければならないと言う意識があるのか、株価も連結で評価されたいという意識があるのか、そのときに連結も説明しようとするのですが、同時に単独はこうで連結はこうでしたと、すっきりしたうまい説明ができる人がいません。それが難しいがために、やはり説明者としては、思い切って「単独を中心に業績の説明をさせていただきます。」と言う人がほとんどだというのが実体だろうと思います。

3．四半期決算報告について

夏季集中講座で新興市場の話をしているわけですが、大証が開きましたナスダック・ジャパンにもいたしましても、東証が開きましたマザーズにいたしましても四半期ごとの決算を義務付け化しておりますので、四半期の決算データを発表する会社が増えてきています。アメリカでも、四半期ごとの決算の資料が送られてきたり、あるいは説明会がある会社もあるわけですが、第1四半期、それから第3四半期、アメリカの場合は第2四半期もそうですが、日本の場合は第1四半期、第3四半期は、これは未監査データでありますので、第2四半期と第4四半期の監査データと齟齬が顕在化するというケースも多いように思いますし。それからアメリカでは第1四半期、第2四半期、第3四半期までは unaudited (未監査)と書いてあります。そして本決算の12月が終わって、1月の終わりか2月の初めぐらいに発表されると言うときに、若干のぶれ、差がでる程度だとおもうのですが、非常にうまく四半期決算を連結でまとめていると思います。テクニカルな問題があると思うのですが、日本の場合はあまりにも違いに差があり、アメリカほど縮まっていないというような問題があります。先ほどもうしあげたとおりに未監査データであるための限界というのがあると思います。それから例えば第2四半期の決算がよくないといというニュースがマーケットの方へ流れて株価が大暴落するというふうなケースがあるわけですが、実際

に企業のトップにあってみるとですねそのギャップに悩むことが以前より非常に多くなってきたということです。従来、中間決算と本決算と2回の決算を発表して、説明会も2回あって、年2回の決算を乗り切れればいいとおもっていたのが日本の経営者だと思うのですが、四半期決算になりまして、四半期ごとの決算説明会もしますというところも増えてきています。ソニーや松下や本田などは以前からそれをやっていますが、これから大証ナスダックジャパンに公開する会社などは、わたくしが「四半期決算が義務づけられているのですけども、四半期決算やるのですか、IRはどうするのですか。」と、すなわち「説明会どうするのですか。」という質問を時々しますが「それもやりますよ。」というふうに簡単に答える経営者もいるのですが果たして実際きちんとできるのかという不安を感じさせるくらい日本ではまだまだそういう水準ではないのかなと思います。日本には、アメリカのIBESやファースト・コールとかいうような、企業業績予想に関する、市場コンセンサスを集計する第3者的な機関が存在していませんから、そういった現状では、会社の予想数値がなければ、市場コンセンサスが効率的に、市場で形成されにくい面もあるだろうと思います。

日本では、まだ四半期決算を義務づけてない新興市場でジャスダック、昔の店頭市場がありますが、これは市場開設社である日本証券業協会が四半期決算を義務づけてはいないのですが、四半期決算をすることをリコメンドするというようなことはいっております。ただリコメンドの段階にとどまっておりますので、現在900社近いジャスダック上場企業がありますけど、四半期決算を実際に導入して、四半期の決算短信、今見ている中間決算の短信や本決算ほど立派なものではないですが、日証協もある程度フォーマットしたものをだしていますので、そのフォーマットにあったものにいちおうデータを投げ込むというふうにやってくれていれば年間の本決算が終わりますと来期の予想はこうですよということを書く欄があるのですがそれをやらなくていいと。要するに四半期の決算をこういうふうにきちんと公表していけば、来期の予想はこうですよということをやらなくてよしいと、というふうになっています。

4. アメリカにおけるフェア・ディスクロージャー問題

アメリカはかなり昔からそうでありまして、四半期決算を発表している以上、当然連結で、どの会社の説明会に出ても会社側から次の期はこうなるとというようなことをほとんど説明したことはありません。明文化して書いたものもみたくはございません。ただし、実は昨年からですねアメリカで大問題になっているのは、フェア・ディスクロージャー(レギュレーションFD)という問題でして、昨年の春ごろにあるアナリストがあるアパレルメーカーを訪問したところ、主幹事だったのでしょうか、当然その証券会社に属するアナリストにだけ次の四半期の業績がすごく悪くなるということをいってしまいまして、そしてその証券アナリストはすぐ自分の証券会社に戻りまして顧客、すなわち、投資家にその株を売らせました。その結果株が大暴落して、そ

の波紋が機関投資家はもとよりその情報に接しられなかった、特に個人投資家に及びました。そしてかなりスピーディーな調査をSECはやったと思いますけど、個人投資家の不満とそれと突き上げによって、10月23日から、フェア・ディスクロージャー規制というのがはじまったわけです。これは従来機関投資家やアナリストに偏重した情報開示をやっていたけども、それはいけないと、規制違反であるということがはっきりと明文化されて、10月23日以降は、機関投資家だけでなく個人投資家にもそう時間差無く、フェアなディスクロージャーをしていかなければいけないということがきまりましてこれは法制的に規制が入りましたので、そうやらなければアメリカでは罰則があるということです。日本はこのアメリカのフェア・ディスクロージャー論議をうけて、今、先端的な企業は one on one のミーティングを控えるとか、やめるとか、あるいはスモール・グループ・ミーティングと称して、少数のセルサイドのアナリストとか、ファンドマネージャーを呼んで、業績の説明、会社説明会をやっていたというのをやめる会社が増えてきました。

アメリカでも、先ほど、昨年春問題になったといいましたけど、問題がでてから、アメリカは日本みたいに国土がせまいわけではないので、20倍くらい国土があるわけですから、わたしも苦労したのですが、テレフォン・カンファレンスというのがあります。西海岸と東海岸の時差が3時間あるのですが、本社が例えばアトランタにある会社だったと、その西海岸の人もおきていられる時間、そして西海岸にいるアナリストやファンドマネージャーも十分活動していられる時間、その時間帯に本社のこの電話番号に電話をしてきてくれとって、アナリストやファンドマネージャーが電話してきてまいります。で、そしてそこにこう、一種のバーチャルな決算説明会、会社説明会ができあがるのですが、それさえも今後あまりやらないと、つまりテレフォンカンファレンスというのは電話の回線にもよるのだと思いますが、アメリカのIBMだったら100人以上のアナリストがフォローしています。100人のアナリストが全員、電話番号おしてももらえるはずはないわけです。当然選ばれたアナリストしか、あるいは選ばれたファンドマネージャーしか教えてもらえないわけです。そして、それはやはり選別的(セレクトティブ)であろうということです。アメリカではそれもあまりやらなくなりました。とうとうone on one のミーティングとか、スモール・グループ・ミーティングとかテレフォンカンファレンスとかこういうものが下火になってきて、アメリカのディスクロージャーとかIR活動が、どうも昔よりは後退するのではないかとというようなことが危惧されるわけです。日本の場合はフェア・ディスクロージャー規制外の国であります。日本の先端的な企業はアメリカではそうなっているのでいずれ日本にもくるだろうということから準備あるいは心構えをもち始めていて日本にもたいへんな波紋をよんでいる問題だろうと思います。それで、アメリカでは、one on one、それからスモール・グループミーティングやテレフォンカンファレンスをやらな

いかわりにセレクトティブ・ディスクロージャーをなるべく廃止をしてフェア・ディスクロージャーを推進していくために、従来アメリカの企業がやらなかったことですが、それが会社側発の業績予想をやる企業が出てきました。まだ比率はすくないですけど、日本の企業がいままでほとんどやっていたようなことをおこなう比率がわずかながらここ数年振り返りますとアメリカの企業であがってきています。これは従来アナリストが業績予想するのがその仕事であって会社側はそんなことしないよ、ただしそのかわり四半期の連結決算データはしっかり発表していきますよということですが、今後どうなるかと言うとたぶんフェア・ディスクロージャーの議論を経て、会社側が今期の業績がこうなりますよという数字で発表する比率がアメリカでは高まる。それからもうひとつはですね、ある重要事実を特定の人に発表してしまったあとに、すぐに、ニュースリリースというのを発表して幅広く、普段付き合っている人にはファクシミリで、あるいはメディアを使用して、そのニュースリリースを発信していくというような従来の IR ツールの中で割り重視されていなかったプレスリリースとかニュースリリースとかいうものがアメリカではこれから非常に重要になってくると思います。日本でもおそらくそういうふうになっていくのではないかと考えています。

5. 連結と企業分析 - アナリストによる業績予想の困難性

今、話したことをまとめますと、日本において決算説明会において単独と連結のすっきりした説明がなかなか聞かれないという問題があります。それから連結決算で企業を評価し、株価を評価すべきであるというあるべき論がありますけど、市場ではあいかわらず単独での業績とか、決算とかいうことで株価や企業を評価しているという、ドイツ語でいうとゾルレンとザインのですね乖離現象というものがあると思います。それからアナリストの業務に関連したことで申し上げれば、連結決算ベースでの企業業績予想というのは非常に難易度が高いです。ソニーぐらいになりますと、百何十社とですね子会社にもっていて、正確に連結の業績予想をしようと思うと、それぞれの子会社が次期はどうかあるいは翌々年がどうかということ踏まえて、そして連結決算特有の、いろんな配当金の問題があり、重複処理を避けたりしながら、連結における1株あたりの利益の予測などしなければいけないのですが、これは連結対象になっている会社が多いことも含めて非常に難易度が高いと思います。正直いってまともにやっている人はいないと思います。ですから、そういうアナリストレポートを元にですね、これが投資情報ですということで受け取った機関投資家が本当にそれを信じて運用しているのだろうか、もちろん機関投資家側にもバイサイドアナリストというのがありますから、バイサイドのアナリストにですね、このセルサイドの連結予想がおかしいからやりなおせと、いってやらせている会社もあるかもしれません。しかし、いずれにしてもセルサイドアナリストとバイサイドアナリストの能力の差というものを考えますと、はッキリもうしあげてセルサイドのほうがず

っと上です。なぜならば、バイサイドは特定の業種をもっておりませんし、会社を調べるといわれて、今度はこの会社だと、業界も違うし、企業も違うしですから広く浅くなるのです。それで特定の会計制度に詳しい人はいるかもしれませんが、やはり連結決算の予想と言うのは会計制度に詳しいだけではだめで、松下なら松下電子、松下通信工業、松下冷機とかそれぞれの子会社、関係会社の業態はどうで、それぞれ冷蔵庫の今年の売上はどうであるとか、そのような深い知識をもっていなければできないわけで、ですからこれはバイサイドアナリストいえども非常に難しい問題であるということも言えます。優秀だといわれているランキングアナリストでもソニーや本田といった連結子会社の多い企業の業績予想というのは非常に難しいと思います。それから、あともうしあげなければいけないのは連結決算制度のディスクロージャー制度の内容にすこし入ってまいりますと、先ほど申し上げたとおり、時系列でなかなかさかのぼれないというような問題ももちろんあるのですが、非連結対象会社の中に必ずしも公開企業ばかりではない上場していない、未公開企業が連結対象になっています。その未公開企業がけっこうなビジネス・サイズになっているというふうなケ-スもあるのですが、未公開企業をいずれ公開させようと言う場合はもちろん上場基準がありますからもちろん2年間監査をうけているとか、そのときに業績予想するという場合はいいのですが、長い間この会社は未公開で将来も公開する予定もないという会社でビジネスサイズが結構大きい会社は監査をうけていないケースが多いわけですから、これをいったいどのように処理するかというような問題があります。その非連結会社の未公開企業の場合は決算内容自体に疑義があるという場合もあり、やはりアナリストが抱える悩みだと思います。それから連結決算資料の中の、継続性の問題で、たとえば人件費とかあるいは償却費とかいったものでは、単独決算の決算短信とかあるいは有価証券報告書とかいうのをみると製造業の場合ずっとさかのぼってとれるわけですが、連結になると人件費とか償却費というものがいっさい資料の中からでてこないというような問題がありますので、こういうものがでてこない以上、ちゃんとした業績予想ができるのか疑問です。いわゆる損益分岐点分析とか、限界利益の出し方などをベースにですね、業績予想をするという場合もあると思うのですが、そういったディスクロージャーされるべき人件費や償却費の継続性がとれてないと、あるいはとれている企業もあるとおもいますが、そういう問題を抱えている以上、非常にテクニカルな問題だとは思いますが、外部からの分析は非常に難しいと思います。特に連結決算制度ですと、売上原価のブレーク・ダウンがほとんどできないという状況ですから、会社の業績が良くなっていくときは余り必要ないかもしれませんが、悪くなっていく時に、売上原価のあたりで何がどう悪くなったのかというコスト分析がほとんどできないということでこれもたいへん困った問題であろうと思います。以上、問題提起としてお話をさせて頂きました。

質疑応答

(連結関連質疑 1 連結決算制度の進具合はどうか)

(松村):連結決算制度は全体として進んだのか、後退したのかどちらなのでしょう
か。

(近藤):連結決算制度自体は進展してきているとは思いますが、ただ市場での受け止め方、つまり、連結の業績で企業を評価し、株価を評価するという考え方は止まったままであるという表現がいいのではないのでしょうか。アナリストとというのは考え方というのはそうあるべきただという考えをもっていますから。ただ予想が難しいということと、それからあと市場でみんながそう考えていていないということもあって、なかなかその理想的な考え方が現実には貫かれていないということだと思います。

(連結関連質疑 2 連結会計基準改訂によって実質的に何がかわったのか)

(松本):数年前に連結会計基準が改訂されて、国際会計基準にあわさないといけないという議論の以前から日本では連結ありましたが、実質的に会計ビックバンとか大騒ぎしているけども、実質何がかわったのだといいましたら、それほど実体はかわってない気がします。時価会計といっても実際、低価法の拡張でありますし、従来あった法律を運用しようと、適用しようという議論だといえないこともいなくもない。本来でしたら、時価が著しく低下した場合は資産の評価を強制的に時価になおすということが商法にもかかっているのにもかかわらず、実際やってきてこなかったただということ。そう考えると実質的に何がかわっているのかといういわれたときに、雰囲気はかわってきているでしょうが、アナリストの皆さんの分析手法が急に連結ベースになっているかというどうも自分はいかがわしいと思います。あと実際、大学で財務諸表分析とか教えていまして、やはり個別単独法の方が話はしやすいわけですね、だから自分の授業はどうしても単独でやってしまいます。それで、結局、連結にいかない間におわってしまうのですが、多くの仕事をなさっている実務家も似たような状況ではないかと思います。それで、先ほど市場が単独ベースでやっていると聞きまして、それで納得したのですが。

(近藤):勘定奉行とかですね、それから連結王とかですねそういうようなコンピューターソフトを開発して、パッケージソフトですか、それを売っている会社がどんどん上場してきていますが、その連結王なんていうソフトをコンピューターの中にいれて、それに自動的に数字をいれていけさえすれば、連結決算がでてくるというようなことですから、実務者とか経理部の人はそれほど問題

は感じていないのではないかと思います。それより難しいのは、海外の連結子会社がある場合、これは海外の連結子会社の場合、だいたい12月期決算が、日本のように3月ではなく、ですから3月の親会社の決算に12月でおわったものが入るということです。これは逆に便利だという会社もあるので、あと同じ決算なのにわざわざずらすとか。決算期を非連結のアメリカの会社に変えてしまうとか、ということをやって親会社の連単同時発表をそういう姑息な手段で早めるというようなことをやる会社もあります。事実ちゃんとやろうと思うとですね、12月決算の非連結会社と3月期決算の親会社というこれを連結するというのはですね、そういう時期のズレの問題も大きいと思います。3ヶ月経ちますと、ある商品の売れ行きががらりとかわるということもあるわけですし、できたデータについて、アナリストがこれは正しいです、今の実体をあらわしています、ということで自信をもってレポート書くには問題があるのではないかと思います。

(連結関連質疑3 アナリストが財務諸表分析で注目する連単倍率は何か)

(松本):世界で連結と単独を同時に公表する国というのはそんなにはないはずですよ。

(近藤):そうですね。

(松本): そうすると日本のディスクロージャーというのは、数年前の会計ビッグバン以前から、自分は世界でトップレベルのディスクロージャーしてきていると思います。連結財務諸表ではみられないことも、単独決算と比較することによってものすごくみえてしまうということもあるわけです。我が国独自のそういう連結と、個別単独の両方をディスクローズしているところからでてくる分析マニュアルあると思うのですが。おそらく自分の推測では、おそらく連単倍率みたいなものが重も有効な指標として効いてきているのだと思うのですが、そういうのはどうなのでしょう。アナリストの皆さんからいいますと、財務諸表を両方みることによってですね、どこをどのように特に重視されているのでしょうか。

(近藤): 売上の連単倍率、経常利益の連単倍率とか、それとかEPSの連単倍率とかいろいろどの段階でとるかということですが、当然いうまでもなく、EPS、売上の連単倍率でありまして、市場の評価からすると、EPSの連単倍率ですね、これが最大の注目点だろうというふうに思いますね。もうちょっとEPSと限らずともやっぱり利益の段階での連単倍率とか、それがそうかわるとは思えません、経常利益の段階での連単倍率と、EPSの段階での連単倍率とそう大きく変化することはないと思いますので、そこにやっぱり最大の注目をしますね。

(連結質疑応答 4 株主資本の連単倍率が1を割り込んだ場合をどのように考えるか)

(原) :今の連単倍率の関連ですが、このところ日経にも何回か記事と出た点で、株主資本の連単倍率が1を割り込んでいる企業集団が目についてこれは非常に問題であろうという記事がでていたと思いますが、この株主資本の連単倍率については実際のアナリストの皆さんが作業される前に考えますか。

(近藤) :まだ、そこまでは考えていません。ただ先ほどの配当制度に係る問題で、いわゆる連単倍率が連結の方が0.9とかいうふうに株主資本がなっているというのは、やはり欠損金を、連結決算で、非連結の場合抱えているという問題につながるわけです。ですから、そういう会社が、単独で配当を変えないとか、本当なら無配はちょっといきすぎなのかもしれませんが、ある程度今までやっていた、そういう意味で連結の株主資本が0.9となんとかなくなったときですよ、変化したとき、その時にやっぱり減配するという理由立てになるのではないかと思います。そんなことやっている会社ありませんし、ないからこそ先程のような記事が出るのだと思います。アナリストの段階でそれを考えている人はまだいないと思います。

(連結関連質疑 5 ディスクロージャーとIRの違い)

(近藤) :今日も学生に教えたのですが、ディスクロージャーとIRというのは全然違うことです。これが日本では情報開示とかいっているわけですが本来は特に未公開企業の場合なんかでしたら、そのディスクロージャーする義務はないわけです。サントリーだとか竹中工務店だとかこの間までの日本マクドナルドとかディスクロージャーをする必要がないわけです。ところが上場した、公開した直後からディスクロージャーを始めなければいけない、これは法的、制度的にきまったことをやらされるから、だから決算終わったら何日以内に決算短信を出す、有価証券報告書を届け出るとというのが法的、制度的にきまっていますから、それを出すというような問題です。これはやって当たり前のことでして、でその前は法的、制度的に決まっているわけですから、こういうことをディスクロージャーの中身として出せば良いということがフォーマットとして決まっているわけで、それをその大幅に超えてやる会社もあるかもしれませんが、法的にはここまで開示すればいいのだということがきまっていますから、あまりこの世界においてはですねやりすぎだとかいう問題は本来おこってこない問題です。IRが義務づけられている国はですね、ドイツですから、アメリカもIRは義務づけられておりませんし、四半期決算は義務づけられていますが、IRをやれというのはアメリカで別に義務づけられているわけではありせんし、ドイツは株式後進国でしたからノイア・マル

クトというのをつくって、四半期決算を導入し、と同時に、ついでに四半期決算報告書はドイツ語だけじゃなくて、英語でも報告をしてそれから年1回の IR 活動もやれと義務付けたわけです。それで仮にやり過ぎという議論が出てくるとすれば、この IR の場で、決算短信を出し、同時に補足資料を出し、その補足資料の中に本来競争会社にもれたらこまるようなことまで、いろいろ書いていくというようなことが企業としてはやり過ぎの部分としてあるかまもしれません。

(松本) : さっきのお話ですけども、ディスクロージャーがやりすぎだということを正確にいいますと法律があまりにも企業に要求しすぎているという意味でいっています。

(連結関連質疑 6 日本の有価証券報告書の附属明細表について)

(松本) : 公認会計士の友人がいていたのは、その補足資料のことです。重要な取引先などを欧米では、絶対そのトップシークレットになる場合もあるのだと、そういうものを証券取引法が強制的に公表せざると、そういうことも含めてですね、要するに法律が要求しすぎていると、こんな100ページもあるような有価証券報告書が国がどこの国にあるのかという話を盛んにやっていますよね。本来、連結と単体、連結と単独こう並べて出すだけでもですね、たいへんな透明性なのに実際その補足資料で多くを要求するということに対する批判です。

(近藤) : ただ厳密にいいますと決算短信補足資料は、提出は義務づけられていません。これは IR の場で企業が決算短信の決算説明会をやる上で、補足資料をつくったほうがアナリストの理解を促進するのに、役立つというふうに補足資料というツールを位置付けているわけです。ですから企業が自主的に出しているものです。その中身にいたるまで監督官庁が補足資料の中身を1ページはこうしろ、2ページはこうしろということは一切ありません。ただ、こんなものをださなくてもいいのに出しすぎているというのはあると思います。

(松本) : ボランティアでだすのは一向にかまわないのですが、それは企業の判断ですから、ですから、別にその判断の良し悪しの議論しているわけじゃなくて、友人の一人がそうっていたという話ですが、いわゆる附属明細表のことです。附属明細表を基本的に、あるいはなぜそこまで表示するのかというのが、あれは法律で決められていますから。

(近藤) : そう意味でおっしゃられたのですか、私のいっている決算短信補足資料じゃなくて、通常の有価証券報告書の後ろについている、支払手形の支払先

ですとかね、売掛金の企業とかですね、そういう明細表ですね。それならば理解できますけども。それは他の国のこと良く知らないので断言できませんけど、アメリカのなんかの場合は結構日本と違って、軍需産業なんかが多いわけですね、それからバイオテクノロジーとか、日本では大企業とかに埋もれていてあんまりその一独立的なバイオテクノロジー会社ってあんまりありませんけども、アメリカではいっぱいあるわけです。300社ぐらいですね。そういう会社の取引先というのをもし公表していくとするとですね、このあるミサイルをつくっている会社がですね、ここからこういう材料を仕入れてですね、ま、売っている先は全部、国でしょうから、あとそれから売ってはいけないイラクにうっていたとかですね。リビアに売っていたとか。リビア政府なんて出てきたら、そんなことなったら国際的な問題になってくるというような問題はアメリカの場合は多いのではないかと思います。それで、バイオテクノロジーなんかの会社なども、今はバイオテクノロジーよりもゲノムの方が有名な言葉になっていますけど、遺伝子解析をやってですね必要な、ものすごく機密性をもったその遺伝子解析の基地とか、それとか材料とかそういうものがありますので、それを仕入れている先とかですね、あるいはその遺伝子解析の機械を売っている先とかですね、そういうものを公表するっていうことになるよりは製薬会社、買い手はほとんど製薬会社だと思いますので、製薬会社の研究開発の競争にそのメーカーがダメージを与えるかもしれないということで、ある会社がこんなところまで進んでいるのだということがわかってしまうというようなことで影響は大きいと思いますね。

(連結関連質疑 7 ディスクロージャーにおける日本の最大の後進性について)

(松本):この議論というのは要するに、日本の会計が非常に後進国的だと、英米が先進国であるという前提のもとに、日本の会計制度をとにかくこき下ろせばいいような風潮の議論です。特にその日本のディスクロージャーが遅れているという議論はですね、本当にわかって言っているのかという気がずっとあります。あともうひとつこういうことがあったのですが、トヨタがある子会社の監査している会計士さんが、なにかというとセグメント別報告とかおっしゃるけれども、大企業の場合と、中小、中堅企業の場合とまったく同じに適用すると透明性がかわってくると、その場合にその子会社のセグメント、そのほんとは下請けなのですが、下請けなんかの場合はそういうふうなデータなんか絶対出してもらないと、その少しでも余裕があることを親会社に見抜かれてしまうと、その原価を叩いてくるというです。そういう部分をおっしゃっていました。逆にそこまで読めてしまうような、決算書を実はだしているのだということもあるわけですね。

(近藤) :私がそのような前提がもしある一部分で正しいとすれば、こんな分野がまだ日本が遅れていると思うのです。有価証券報告書は確かに100ページぐらいあって、いろいろ数字はでています。おっしゃるように本当は出さなくていいような、出しすぎの資料もでていると思います。ただ全部数字なのです。それで有価証券報告書を1ページから最後まで読んで、企業を投資家がしっかり理解できるかといったら、できないです。アメリカの場合それを調査、研究などをしてデータがでているものもありますし、アメリカでは併せて、日本にないアニュアル・レポートという会社の戦略、最初のページは、株主様へというお手紙から始まるわけですけど会社は、昨年、今こういう業績で今後こういう業績になる予定です、そして中長期的にはこういう戦略をうって業績を伸ばしていく、ということを経営のサインつきです。1ページ目から出していますよね。それで、各部門の説明がある、それで、数字のついている部分もある、それから最後に連結ベースの、PL、BSがついていて、最近ではキャッシュフローまでついているケースもありますが、そのような有価証券報告書にはない、日本にはない、アニュアル・レポートというのが欧米ではディスクロージャーの最も重要なものなのでしょう。これがもう、一般的なものになっている。それで日本の場合は有価証券報告書の届出は義務付けられていますけど、アニュアル・レポートをつくれと、つまり、文章をきちんと書きながら投資家にわかるようにしなさいという指導は一切行なわれていないわけですよ。これが日本の最大の後進性だと思いますね。

(連結関連質疑 8 ディスクロージャーのツールとしてのアニュアル・レポートについて)

(松本) :そのご意見まったく賛同です。その日本の法律は情報要求しすぎるといった会計士もまったく同じことを言っています。というのはあれだけの100ページの有価証券報告書を読めるかと、それよりもですね、まさにアニュアル・レポートみたいに、エッセンスだけを書くというほうがメリットがあるのではないかと彼は言うのです。しかし、テクニカルなレベルでは決して日本は劣っているとは思わないのですが、要は心構えだなと思います。

(近藤) :3500社の上場企業の中にいろんな区分けがありますが、東証上場、2部の企業は少ないかもしれませんが、東証一部1400社ぐらいの企業の中で、アニュアル・レポートをつくっている企業は、確か7、8割はあると思います。ただやっぱり東証2部とか、大証1部とか大証2部とかにとどまれば率はどんどん下がっていくということですし、それからアニュアル・レポートというのは作るのに印刷代は100部刷ろうが1000部刷ろうが、たいしたことないのですが、ただアニュアル・レポートというのはやっぱり作るのにノウハウが

いるので、そのアニュアル・レポート制作会社が制作費としてとるものが法外な費用になります。やはり、それを払えないという中堅ベンチャーというのが結構多いです。ですから店頭上場、ジャスダック上場、あるいはナスダックジャパン上場、それから東証マザーズ上場企業になればなるほどアニュアル・レポート出している企業はすくないわけです。それで、今後上にあがっていこうと思っているのなら、出していこうと考えているかもしれませんが、それぐらい制作費用が高すぎるという問題があります。そしてその意義あるアニュアル・レポートつくる会社ほどアニュアル・レポートは高いです。やはり、アニュアル・レポートも安かろう悪かろうなのです。作りなれてないですから日本の業者は。英語ひとつとっても外国人が読んだら、なんだこの英語はというのが安いところではいっぱいあるわけです。ところがジェネラル・ソリューションみたいなソニーのアニュアル・レポートとか東芝のアニュアル・レポートとか、角川書店とか、だいたい日本の一流会社のアニュアル・レポートの製作を頼まれている会社は、だいたい従業員6、70人ですが、そのうち10人から15人ぐらいは外国人ですから、外国人がちゃんと英語になっているかみているわけです。そういうところは値段高いです。やはりアニュアル・レポートの制作費だけで、そうですねまけてもらっても6、7、800万、1000万以上取る企業もね、ソニーなんかはそれ以上とられていると思います。これがもっと日本でバイリンガルが増えて外人を雇わなくてもやれる、その日本人で母国語を話す人並みの英語に転作ができる人材を抱えられるアニュアル・レポート制作会社がたくさん出てくれば、これはもう競争原理で価格が下がっていくのですが、今非常に少ないです。そういう課題も日本は抱えていますね。もちろん連結とも関係があることなので、連結の決算をその投資家にわかりやすく説明するツールとすればアニュアル・レポートですからね。それから日本人で全部英語が読める人はそうはいないんでね、やはりソニーさんなんかは、ソニーもそれから東芝も、角川書店もまったくページを開くと同じデザインです、同じ写真がはいっている文字だけが日本語と英語とアニュアル・レポートを2種類つくっているところもあります。アメリカなんかこれからおそらくどうなるのでしょうか、英語版と、ドイツ語版はつくるころはないと思いますが、英語版とスペイン語版とかね、こういうようなものをつくる国はねアメリカでは出てくるかもしれませんがね。日本は日本語版をつかって、それからそれを英訳すると、いうプロセスをたぶん経ているのだと思いますが、それで、ジェネラル・ソリューションなんかの従業員は、日本人が書いた、あるいは会社側が書いた原稿を、これをアメリカ人が読んでも、イギリス人が読んでもおかしくない英語になおして、そして後はデザインをいれて、アメ

リカなんかはアニュアル・レポートを表彰する制度もありますからね、そういうデザインとか、そういうものも必要になってくるので、いろんな人の力が必要で、金のかかる仕事なのです。

(連結関連質疑 9 アナリストは実際どの程度連結決算を重視、信頼しているのか)

(松本):アナリストの皆さんは実はどの程度、連結決算に信頼性をおいておられるのかということですが。単体の場合もかなり操作可能性は高いと思うのですが、連結になるとはるかに高いですね。その連結財務諸表をどの程度重視されるのか、信頼されるのか、非常に興味のあるところです。

(近藤):私が、私が現役のアナリストだったときに重視していたのは、有名な企業だからというようなことではなくて、ソニーなら問題ないだろうということではなくて、アニュアル・レポートのですね、最後にですね、Auditorとして、サインしている監査法人の名前、日本でも有価証券報告書の、あるいは目論見書ですね、公開する時に出す目論見書の監査法人の監査証明、これがいろんな監査法人の名前がでていますが、業界の親しい公認会計士に聞けば、ここは信用できる、できないとなるわけです。世界では会計事務所がだいたい再編されましたが、ですけども、おのずとも日本と同じように序列があるはずで、やはり監査法人の質によって連結決算の信頼性にひとつ序列をつけてみるというようなことはね必要なのではないでしょうか。

(連結関連質疑 10 監査法人の質について)

(松本):ピックファイブといどもおおかれすくなかれ同レベルでやっているという感じがしないでもないです。イギリスの監査の友人が言うにはもう完全にマニュアルになっています。そのマニュアルに従ってやっているだけだから、そのマニュアル自体は各社いっしょなのです。それで、そういう欧米のやり方が非常に近代的、先進的であると、特にリスク・アプローチであるとか、ところがですね、その友人は極めてそういう英米人のやり方に批判的なのです。非常に逆に日本のですね、伊東会計事務所のやり方なんかにもものすごく興味をもってましたですね。どこが違うかと一言でいうとですね、結局英米の監査のやり方は、科学捜査班であると、たくさん人を集めてきて、順番に片端からこう、ゴミをあさって行ってですね、顕微鏡でみていくと。ところが伊東会計事務所のやり方は、刑事コロンボだというわけですね。なかなかこう俗人的ではありますが、極めて魅力的であると、だから刑事コロンボ型だから、人間関係は非常に重要であると、そのだからトヨタの経理の人間とですね、人間関係を保っていき、その人間関係も破壊しないということも一つのその粉飾を抑えるのに有効ですね日本の場合、そういう話をしたらですね非常に

感銘していましたね。

(近藤) : 山一証券のような事件をおこすと必ず日本の監査事務所というのは、とかげの尻尾切りをやっていきますね。その人を辞めにさせるというだけで会社には傷がつかないようにやっているわけですが、逆に考えるとアメリカがもっとリスクテイキングなことをやっていて、監査法人の名前がでていますからこれは何か悪いことが表面化すると会社全体の傷がつくわけですよ。それでもかまわないということでやっているアメリカの監査法人の戦略の方が、より私はリスクテイキングなような気がします。

(連結関連質疑 11 日米アナリストの連結会計制度の改革に対する見方の違い)

(金森) : アナリストがかかれたレポートについてですが、アメリカのアナリストで日本のアナリストで用いる材料とか内容とかいうのは違うのでしょうか。というのは先週までアメリカにいていて、むこうの日本の連結会計制度を研究している人と話をしてきたのですが、そのときに日本では、いまだに個別が情報を重視されている傾向があるという話をすると、すごくびっくりされて、アメリカのウォールストリートジャーナルの記事はまったく違うじゃないかということをおいれたのですが、それでウォールストリートジャーナルではすごく日本の連結制度改革というのはいいものでアナリストに貢献するものだと思えられているときいたのですが日本とアメリカのアナリストの連結会計制度改革に対する見方の違いというのは、どう考えればいいのでしょうか。

(近藤) : その質問ですが答えるのは難しいです。アメリカのアナリストはやはり歴史から言ってもやはり長いこと連結決算の予想をレポートの中に入れてというのが普通におこなわれてきましたよね。どのくらい精度が高いかはわかりませんが、でもやはりコンピューターの世界とかインターネットの世界が日本よりも何十年か前にスタートしているので、わたしたちも当時最初にびっくりしたのは、テキサス・インスツルメントのこんな小さなカルキュレーターがですね、アナリストには1番重宝するものだ。日本のシャープのコンペットなんかはもう太刀打ちできないと感じたと同時にやっぱりパソコンとかパソコンのソフトだとかでね連結決算を予想するにいいソフトがあるでしょうしそれから独自のモデルをつくっているアナリストもいるでしょうしそのへんはだいぶまだ格差があるのではないですか。日本は予想が難しいとは申しましたけど、自分で連結の予想数字は、レポートに入れていますが、どれほど精緻なモデルの数値をパソコン上で計算してねやっているかということね、私は少し疑問だなと思うのですよ。野村のアナリストでもね。ですから彼等の格差はだいぶあると思います。ただ、日本の進歩の度合いをねウォールストリートジャーナルがそんなにポジティブにかいているのはね知りませんでしたか

ら。

(金森):ただ、彼女自身が執筆者の一人だいていましたけども、ただ単なるアナリストではなく大学の助教授ですが、そのアナリスト側の見解かどうかはわかりませんが、そういうポジティブな見方をしているという話でした。

(松村):ありそうな話ですけどね。制度かわったというだけで大騒動しているという

(連結関連質疑 12 建前しかいわない日本の企業)

(松本):イギリスの友人連中がよくいうのは、日本の研究者にインタビューすると建前しかいわないなど。ですから建前だけ発信して真にうけてね、たぶん真意だかわからないなど。企業にいてもだいたい建前しかいいませんよね。インタビューにいても、実はこうですというのはいいませんね。

(近藤):初対面では無理ですね。やっぱりアナリストの取材もですね、はじめて担当した会社に一回目に行ってなんでもかんでも教えてくれるというのはないです。やはりアナリスト稼業というのは足で稼ぐものですから定期的に訪問するとか、定期的に電話するとかそういうことで、ディープコンタクトしてないとだめだと思います。それでそのセレクト的な情報を得ようという魂胆がね、あってはいけないとは思いますが、とにかく顔を覚えてもらって顔と名前が一致するぐらいにならないと、アナリストなんかやっていられないと思います。決算開示の、決算会場に入ったときにですね社長がお礼をしてくれるくらいとかね、よくきてくれましたとかね、そういうのは目でわかるじゃないですか、それが知らん振りされてはですね、どっから来たアナリストだという感じではだめだと思いますし、それからあとから質問をして、みんな今質問するのをいやがっているわけです。ですけどもやはりいちよしも関係が深い企業がなにかとありますからすくない人数しか参加してない例えば2、30人ぐらいの聴衆しか参加していないスモール・グループ・ミーティングに毛の生えた程度の決算説明会だとしますかそれで質問が全然でないとなるとね、いちよしの幹事比率も高いし、一吉から5、6人来ているとですね、だから手を挙げるわけですよ、サクラ質問じゃないですけど、とにかく盛り上げようと、手を挙げて2、3質問するとね必ず終わったあとにね「いちよしさん質問してくれてありがとう。あれがなかったらどうしようかと思いましたよ」というようなことを言われたりしますので。ただ、やはりそれでもだんだん、みんなの前でほんとに聞きたい質問をするというのは本当にしにくくなりました。

(連結関連質疑 13 アナリストはどのように連結のセグメント分析をおこなっているのか)

(原):経営分析に関しまして、本の世界でも経営戦略というのを非常に重視して

いまして、グループ全体のレベル、それから個々の事業を含めての戦略が重要だということを常に読むわけですよ、それでは個別の事業戦略どうなってるんだと、それがその見ることが重要だといわれるわけですが、他方でその公表されている資料から、それにせまろうとするとたちまちその壁にぶちあたってしまうんですね、そのセグメント情報にしても極めて事業種別セグメントなんかも限られていますから、松下でも今、グループを、確かいま3つのセグメントにしか分けていないわけですよ、そういうところの経営戦略論でいろいろ理論家が説くひとつのモデルといいますか分析の枠組みがありますね、それと実際にもちいることができる公表資料との間の、非常にかなり大きいギャップがあると思うのですが、その辺のところはアナリストの方々はどのような形でうめられているのでしょうか。

(近藤) :事業本部長に直接会いにいきます。もちろんその社長の話とか会長の話は公の場でしょっちゅうきけるわけですから、それから有名なアナリストになれば、うちに遊びにいらっしゃいよといわれてですね、社長に定期的にインタビューに行けるケースなんかがありますけども、事業戦略になると各事業本部にまかされているわけですから、経営戦略と3つある事業戦略がちゃんと矛盾していないかというチェックもふくめてやっぱり事業部長に全部会いにいかないとだめですよ。それで、そういうものをいれた経営分析論ということになると、抽象的な、抽象的なことが悪いということではなくて、抽象的なことプラスねケーススタディがなくてはだめです。ケーススタディがかけるようになればいいですね。いい経営分析の本になると思います。ハーバードなんかはその経営の、ビジネススクールでケーススタディばかり教えているわけですよ。そこから何か抽象的なことを考えるということです。野村のマネジメントスクールもそうです。そこはウォートンスクールと提携したり、ハーバードの先生と提携したりして、年に2回とか3回講座をやっていますが、講座に出てきてもらいたい人は経営幹部ですけども日本の企業の、外人のそういう先生の話を書いたりケーススタディを議論したり、そして一ヵ月後ぐらいに自分の会社にもどってですね、学んだことを果たして実践できるかどうか、実践して社長になった人もいますしね、経営幹部ですから、社長になる前の取締役とか部長さんとか、取締になったばかりの人とかというのが対象でスクールの講座のほうにきていただいています。

(フェア・ディスクロージャー関連質疑1 アメリカのFD規制に関して))

(原) :フェアディスクロージャーとの関連ですが、これクリントン政権下で強力に推進して、実施に持ち込みましたよね。流れてとしては今もかわっていないと思うのですが、これを本当に徹底して進めていった場合に、個々のアナ

リストの人達がいろんなレポートを書くためにいろんな企業をまわって取材して実際そのいろんな業務について質問するというのこれは日常におこなわれていると思うのですが、そういうものに対してその一応対に出た企業の側が答えるときに、これもイエスかノーかいつてしまったら、これがFDルール侵犯するかもしれないということで答えなくなる、ということは考えられるのでしょうか。

(近藤):アメリカではおこりうるでしょうね、規制の範囲に入っていますからね、ただ日本ではそこまでは進んでいないので、もうあらかじめ日本証券アナリスト協会もですね、アメリカのFDルールの発行にともなって要望書をだしているわけですが、要するに日本の企業にお願いしたいことはアメリカではファアー・ディスクロージャーということでセレクトティブなことをやらないということがずいぶん主流になってきていますが日本企業のディスクロージャーの水準自体が諸外国と比べてまだずっと低いのだからまずこれを高めた上でそれでアメリカみたいなことを考えるのはいいけれども、まだ早いと時期尚早だというのが日本証券アナリスト協会の見解ですね。しかし、もうちょっとお話をすると、仮に日本がアメリカとおなじようなことになってくるとですね、日本のスモール・グループ・ミーティングもなくなります。それからone on oneのミーティングもなくなります。それから機関投資家が、よく機関投資家へ来る企業があるのですが、うちの会社の株買ってよと。ある会社が機関投資家を訪問する、個別に機関投資家を訪問するというのもできなくなってきましたよね。一切合切できなくなってくる、ということになったときにそれではやれるのは何かというと、決算が出るたびに機関投資家もセルサイドのアナリストにも、あるいは一般の人に情報を流すということでジャーナリストにも決算説明会というものが一般的になってきて、そこで出席した人がみんな同じ情報を受け取ると。で最近特に感じますのは、手を挙げて質問する人は減っています。それは自分だけが、機関投資家が特に強いのですが、自分だけが特殊な情報を得たいと、それで運用益を挙げたいと、というような意図があるなど、あるいは自分だけがつかんだ情報をいろんな機関投資家に話をして、機関投資家同士の話し合いというのはあまりないと思いますので、ある会社についてある企業の説明をして、これは僕だけが得た情報ですが、次のところについて僕だけですよということ、機関投資家ですね、あそこの野村のアナリストは優秀だということで、例のランキングの時に投票してくれるわけですね。そのために公の場では手を挙げないのですよ、というのは機関投資家サイドにもアナリストサイドにも出てきています。昔はなかったことです。だからランキング制度ができたことの弊害、というふうにもとれますし、あんまり運用

成績が悪いんですね、運用成績をなんとか他社よりも抜きん出たものにするにはやっぱり並大抵の一般情報ではだめですね、インサイダーがらみの情報をないとですねだめだというようなことで、企業が、機関投資家がある会社をお願いして、是非うちにきてアナリストの前で話をしてくれだとか、というふうな機会をもうけるようなことになってきのではないかと思います。これは問題ですけども、戻りまして、一般のその手を挙げなくなった会場です、みんなが静かにですね会社が発表することだけ聞いてですね、ハイ終わりました質問ありませんね、帰るとします、それからレポート書き始めるわけですけども、それではどんなレポートになると思います。みんな均一的なレポートになる、という可能性がありますし、均一的なレポートにしたくないというアナリストはどうするかというですね、みんながうけとった情報を、材料は同じですけど、刺身の作り方ですね、料理の仕方を変えていくしかないです。同じ情報でも解釈の違い、まったくこういうことを言われたけども、おそらく違うのでは、背後にはこういう困ったことが隠されているのではないだろうかとか、ということです。もちろん風説の流布だとか、ありもしないことをレポートにはできませんから、ある程度書いたあとに、会社側に確認を取る、というような作業は必要です。それで絶対そんなことはありませんよというようなことは削除しなければなりません、そういわずに、自分の意見として、私はこう思うと、というようなことを書く、というそういう料理方法の違うレポートをだして、機関投資家やアナリストランキングに入れるような、そのような努力をしていくほかないと思います。私たちのアナリストにはそれを指導していますが、なかなか難しいことだと思います。

(フェア・ディスクロージャー関連質疑2 アメリカにおける連結子会社のリサーチについて)

(原) :足でいろいろな企業をまわって、いろんなファクトファインディングするというのはリサーチの基本だろうと思うんですけど、アメリカの今のFDルールですとそのある会社の親会社はもちろん、連結子会社のところも訪ねて行って、自分だけ情報得たいと行ってきくのが今ではご法度になっているということでしょうか。

(近藤) :前からダメだったですね。

(原) :そうしますと、取引先、資本関係のない取引先にいって、そのサイドからいろいろきくというのはまだできますよね。

(近藤) :それはできますでしょうね。それはフェアとかなんとかじゃなくて一般的な取材の方法として、ジャーナリストでもやっていることですし、アナリストでも自由にやれることだと思いますけども。

(アナリスト関連質疑1 アナリストの数とアナリストレポートの利用実態)

(松村):非常に基礎的なことなのですが、日本に今アナリストの方々はどのくらいいて、そのレポートの利用実態とはどのようなものなのでしょうか。

(近藤):どうでしょうね、今日本にいるアナリストの総数は今年の8月に合格した2次試験の合格者を含めて、1万8千人くらいいると思いますけど、そのうち試験勉強を会社でやってもいいという会社がありますんでね、それはバイサイドに多いのですが。ですから一万八千人のうち4割くらいは、バイサイドだと思います。運用サイドにいるファンドマネージャーであったり、バイサイド・アナリストであったり、そういう人が4割、昔は多かったですけど、最近はバイサイドに負けているんですけど、セルサイドで、これセルサイドは朝から忙しいですからね、朝モーニング・ミーティングやったり、すぐ会社飛び出して行って夕方まで帰ってこないとか、夕方会社に帰ってきて、夕方帰ってきてからレポートを書いて、で、9時10時まで残っていると、試験勉強なんかする時間ないですよ昼間、バイサイドは試験勉強をしていいそうですからね、そういう話も講義でしました。そうすると当然合格率に差がでるわけですよ。だからセルサイドの過酷な業務をこなしながら、試験に合格するのは相当頭がよくないとできない、ということだと思つるので土曜日、日曜日に水道橋にあるTACというところに通つてですね、合格できるように自腹を切っているアナリストもいるわけですけどね、4割、3割、あと残りはね、そんなに多くはないと思いますけども、事業会社とかベンチャーキャピタルとかこういったところにいるアナリストだと思います。検定試験はとおっていますけども、実務にどれだけいかせているかということですね、ベンチャーキャピタルの人は生かせるでしょう、アナリスト的な素養がないと投資先の選定にも影響が出るでしょうから、そんな具合になっておまして、レポートをかくのはセルサイドアナリストなのです。数が減ってきているセルサイドアナリストです。うちの場合ですとだいたい20人、17人おりますけども、一人のアナリストが月平均10本ぐらいのレポートを書いております。ですから毎月150本前後のレポートが出ている、全部に株価レイティングがついているわけではありませんけれども、基本的には投資情報であるためには株価レイティングをきちんとつけた、買いなのか売りなのかホールドなのかというのがついたレポートじゃないと、意味がないということで、全部が全部じゃありませんけど月に150本出るうちのレポートのうち半分ぐらいがレイティングがついているかなとどう感触ですね。そのレイティングがついているほうがいいのか、ついていないほうがいいのか、あれですけども機関投資家サイドの一種の自信といいますか、自負心というようなものがあるとすれば、株価のことまでレーティングするな

と、株価は我々がわかるんだと、どこで買って、どこで売ってというのはわれわれはプロであるというふうにいっている人もいますから、そういう人なんかレーティングなんかついていないですね、なんか銘柄研究速報なんかみたいなものをねいいのかもしれませんが、あるいは調査報告などまだ結論はでていないが会社回ったらこんなものが出ていたよと、メモランダムみたいなもののほうが運用には役立つというというような考え方もあるかもしれません。しかしわたしどもの研究所ではいろいろなタイプのレポートをかいておりまして、それをレポートとして印刷しているのと同時に、アメリカ、もともとの資本はカナダ資本だと思えますが、トムソン・ファイナンシャルという会社がありまして、で、この会社がファースト・コールという会社を買収しました。ですからアメリカにいるアナリスト達の業績予想をデータのベンダーとして、証券会社からはただでもらっています。その代わりにファースト・コールが機関投資家に配備している端末を通じてですね、その情報を配信してあげているということで、証券会社も、機関投資家も配信してもらえる、というようなことから、アナリストの名前がそれを通じて売れるとか、というようなこともあると思いますので、うちもファースト・コールと野村証券の、野村証券の子会社でわたしがおりました野村総合研究所がやはり同じような電子配信をやっているわけです。ポートフォリオリサーチという名前ですが、こことブルンバーグと3つを使って、情報を電子配信しているわけです。それで、その月別の報告書がわたしのところにきますが、どの研究所の、どのバイサイドアナリストが、どの運用者が、どのレポートをみたかというようなのがですね、そのベンダーさんからバックされてくるわけです。そのデータをみながらですねどれくらい読まれているか、これは当然一吉証券経済研究所の機関投資家本部に回すわけですけど、日本生命とかがワタミ・フードサービスというのをずいぶん毎月読んでみているわけだけでも、注文でているのかと、いや、でていませんと、そういう場合はですねこれ営業に使うわけですよ、うちからのレポート読んでいるくせに注文を出してないと、すぐプッシュしなさいと、というような使い方をしてやっています。

(アナリスト関連質疑2 アナリストの的中率について)

(松本):そしてもうひとつはですね、これはまったく個人的な興味の問題ですが、昔から店頭のいちよしといわれますが。それで、前に私いちよし証券さんに店頭分析の分厚い冊子をもったことがあります。それで、あまりのも情報が多すぎて私もよんでいなくて、そのアナリストの人達がですねそのかなり力をいれて、エネルギーをさいてですねレポートをかいておられますけども、実際ですねおそらく答えてもらえないのしょうけど、つまりこの株は買いだと

かいう、その的中率というのはどの程度のものでしょうか。

(近藤): 的中率ですか。私はセルかバイかホールドしかないわけですから、3割3分3厘で普通だと思います。ですから3割3分3厘ではだめなのです。ですから5割か7割ぐらいないと一人前ではないと思います。うちがどのぐらいの的中率かという統計ありませんからわかりませんが、ただボーナスなんかの査定の際に、業務報告を一枚ずつださせますので、B4版の大きなものに、その中には日常どういうルーチンな仕事をやったのか、それから特記事項があればこういう銘柄を推奨したレポートをかいて、買ったときはいくらで、推奨したときはいくらで、これが報告書を書くまでになんパーセント上昇したというようなことが書いてあれば、市場平均が一割しかあがってなくても、その銘柄が2倍、3倍になっていればこれはボーナスの当然プラスアルファ材料になるでしょうね、そういうふうにはついていますけどね。ただ実際あたっていても機関投資家が買ってなくてはダメなんでね。だからアナリストの条件は、分析力、それから執筆力、それから最後はねリサーチ外交力ですよ。要するに売り込んで、買ってもらわなくてはならないのです。あるいは売ってもらうとか。それがなくてはね、いくらね銘柄の株価が上昇したといってもね、あるいは値下がりをうまくあてたといってもね、うってもらっていないければなんにもならないわけで、そこがブラックボックスですね。

(アナリスト関連質疑3 アナリストとして一人前になるまでには)

(松村): アナリストがしのぎを削って、一人前になるというのはかなり時間がかかるでしょうね。

(近藤): そうですね一つの業種をマスターするという意味での一人前なら半年がふつうでしょうね。ひとつの業界の担当をまかされて、ひとつの業界の現状、過去はもちろんすぐになんか昔のものをよめばわかることですから、現状を分析してそれで、その業界の担当会社が何社かあると思いますけど、そういう人達とかなり専門的な議論ができるようになるのには、頭が悪くなければ半年ぐらいでできるようになると思いますけど、そうじゃなくて、もう少しちがった側面でさっきの外交ぐらいまでいくところですね、単に分析してレポートを書いてではなく、そのリサーチ外交して証券会社や親会社の証券会社のために我々慈善事業をやっているわけではないので、レポートをかいて注文をとるとか、あるいは事前にアナリストとして未公開企業の引受のひとつと同伴して、さすがいちよしのアナリストはすごいですねと言われて、公開の時に幹事比率があがるといようなことがなければやはり慈善事業でやっているわけではないですからやはりそういうふうな機関投資家で実際に売り買いを誘導できるようなかたちになるアナリストとか、それから御用聞きではなくて

会社のために役立つアナリスト、例えば IPO のときなんかでも「公開後はどうしたらいいのですかと IR は私は聞いたことはありますが、一体何をやっていいかぜんぜんわからないのですよ。」と言われたときにアナリストが「いや IR というのはこういうことで、こういうことをやるのですよ。」ということを教えてあげる、要はギブアンドテイクがちゃんとできるというようところまでいくにはやはり 30 代後半くらいになってからではないと難しいと思います。大学をでてから 12 年くらい普通の学卒ですとね 12 年くらいでしょうか。12 年と正確に言う必要はないので約 10 年、そのくらいは必要かとは思いますがね。油がのってくるのは 35 から 45 くらいだと思います、で日本の場合いけないのは、45 歳以上はアナリストとして業界担当としてとどまれないと、お前は部長になれとかね、お前は社長やれとかねそういうふうになって、そういうふうになってくるのが日本のいけないところで、アメリカをみていると 60 過ぎてもね業界のアナリストとしてちゃんとやっている人はいますし、そのへんがまだ後進国です。

資料 1 連単倍率等業種別，製造・非製造業別，四分位別推移

(省略)

資料 2 アンケート調査様式

(省略)

資料3 専門セミナー・レジュメ（松村）

（省略）

資料4 『エクセルでわかる企業分析・決算書』(東京書籍, 2003年)

も く じ

- 1 財務データで会社を読む(松村勝弘)
- 2 企業の支払能力を見る(金森絵里)
- 3 利益率を見る(澤邊紀生)
- 4 資産(資本)の回転率を見る(飛田努)
- 5 資本と利益の関係を見る(飛田努)
- 6 企業の体力を測定する(松本敏史)
- 7 損益分岐点を見る(田中伸)
- 8 付加価値を分析する(富田知嗣)
- 9 キャッシュ・フローを読む(牧田正裕)

(以下省略)