

セグメント情報の開示と株式市場の評価

——セグメント会計に関する研究の整理と連結会計との差異の分析——

高橋 克幸

1. はじめに

本稿の目的は、セグメント情報の開示に関する研究およびセグメント情報と株式市場の関連における研究を整理すること、およびセグメント情報と連結会計情報の差異について検証することである。まず、セグメント情報の開示に関する研究を整理することで、セグメント情報の開示は、経営者によって、裁量的に行われていることが示唆されていることを示した。次に、マネジメント・アプローチ導入によるセグメント情報開示の変化に関する研究を調査した。そして、セグメント情報と連結会計情報の差異についての分析を行った。また、セグメント情報と株式市場の関連について、主に価値関連性と多角化ディスカウントという視点から研究を整理した。

以下、2節ではセグメント情報の開示について、経営者による裁量的なセグメント情報の開示に関する先行研究を中心に整理を行う。3節ではマネジメント・アプローチ移行による、セグメント情報の開示を検討する。4節では、セグメント情報と連結財務諸表の差異について分析を行う。5節では、本稿のまとめと今後の課題を示す。

2. セグメント情報の裁量的な開示とマネジメント・アプローチ

2.1 セグメント情報の裁量的な開示

日本では、企業の多角化の進展により、セグメント情報の開示が議論されるようになった。セグメント情報を開示する必要性について、青木（1969）は、企業の成長および発展の規模と内容、製品および市場が多岐にわたるようになったことで、それに応じて資本額も大きくなり、そのため、銀行、保険会社および個人投資者など、信用授与者や投資の側からも、従来のような全社一括した財務報告では、適切な投資や信用授与にあたって判断ができないことで、セグメント別の業績報告が求められるようになったと指摘している。

しかし、セグメント情報の開示は、経営者により、裁量的に行われている部分があることを示唆する実証的な証拠が様々な研究で示されている。そして、経営者がセグメント情報を裁量的に開示にする動機については、エイジェンシー・コストとプロプライエタリー・コストという観点から検証されている。

Harris（1998）は、産业内の競争の程度と企業の特徴、およびセグメントを報告する経営者の選択の関連を調査した。企業の集中度と超過利益の調整速度を用いて、産業の競争の程度を推定した結果、産业内の競争が低い企業は他の企業に情報を与えないために、セグメント情報を報告しない傾向にあることが明らかにした。

このように企業が競争優位性を維持する観点から、他の企業に情報を与えないために、セグメント情報を報告することに反対する意見は、日本において、セグメント情報開示の導入が議論された時点からあった。例えば、日本企業を対象とした調査では、末尾（1987）が、セグメント情報の開示について企業にアンケートを行っている。その結果、企業秘密が露呈して競争的地位が脅かされる、セグメント別財務情報の信頼性・有用性に疑いがある、セグメント別財務情報の開示によって得られるベネフィットは、その作成に要するコストに要

するコストを償うのかといった理由から、セグメント情報の開示について反対意見があったと述べている。

また、セグメント会計基準が変化した場合、アメリカにおいて、SFAS No. 131が導入された時の開示の変化を調査した研究では、Botosan and Stanford (2005)は、SFAS (Statement of Financial Accounting Standards) No. 14は、単一のセグメントしか報告していなかったが、SFAS No. 131の導入に伴い、新たにセグメントを開示した企業を用いて分析を行った。そして、経営者がセグメントを開示しない動機を調査した。さらに、SFAS No. 131の導入により、新たにセグメントが開示されたことによる、アナリストの情報環境の変化について、SFAS No. 131導入の影響を調査した。その結果、SFAS No. 14の下では、競争が少ない産業に属する企業では、収益性のあるセグメントを隠していることが判明した。

Berger and Hann (2007)は、セグメント利益が異常に低いことが開示されてしまうと、外部から経営者への新たな監視を招くので、経営者はセグメント利益が異常に低い場合、セグメント利益を上昇させようとすることがあると指摘している。

Hann and Lu (2009)では、SFAS No. 131の導入前後の裁量的な「全社費用等」⁽¹⁾を比較した。SFAS No. 131導入前では、セグメント利益の分布に不連続性が観察された。これに対して、SFAS No. 131導入後では、大きな不連続性が観察されなかった。そこで、裁量的な未配分費用を推定するモデルを設定して推定を行い、セグメント利益が0付近の企業とそれ以外の企業の裁量的な未配分費用の大きさを検証した。検証の結果、SFAS No. 131導入前は裁量的な未配分費用の大きさに差異がみられたことから、SFAS No. 131導入前には、セグメント利益に対する報告利益管理が行われている可能性があるとして指摘した。

(1) ここで、「全社費用等」はセグメント利益と連結利益の差であり、3.1で具体的に説明する。

Lail, Thomas, and Winterbotham (2014) は、全社費用等の大きさについて、分類的な操作という観点から検証した。分析の結果、分類的操作と、エイジェンシー・コストおよびプロプライエタリー・コストには正の相関があることが確認された。

2. 2 マネジメント・アプローチへの移行による開示の変化

Herrmann and Thomas (2000) は米国企業100社を対象に、SFAS No. 14からSFAS No. 131へ移行時のセグメント開示を検証した。SFAS No. 14では、企業の内部組織と報告セグメントを対応させる必要がなかったため、報告されたセグメントは集約されたもので、意思決定目的では制限があったと述べている。そして、SFAS No. 131導入後、セグメントを開示する企業が増加したこと、開示項目が増えたこと、地域セグメントを国別で開示する割合が増えたことなどを報告している。

また、日本において、マネジメント・アプローチの導入を調査した研究には、中野 (2012) がある。中野 (2012) は、日本企業を対象として、マネジメント・アプローチの導入の前後を比較検証した。調査の結果、サンプルとした企業のセグメント数は有意に増加していることを示している。そして、マネジメント・アプローチ導入後、日本企業のセグメントが変化したことについて、セグメント会計の旧基準のもとでは、企業の内部情報を十分に反映したセグメント情報は作成されていなかった可能性が高いことを示唆していると述べている。

3. セグメント情報と連結財務諸表の差異

3. 1 セグメント利益の増加

本節では、セグメント情報と連結財務諸表の差異について、セグメント利益を中心に、セグメント売上高およびセグメント資産について、分析を行う。

セグメント利益の合計額と損益計算書（主に連結損益計算書上の利益）の利

益の間、セグメント資産の合計額と損益計算書の資産の間およびセグメント売上高と損益計算書の売上高との間にそれぞれ差異が生じる原因は、セグメント間の取引消去やセグメントに配分しなかった「全社費用等」があることによる。

セグメント利益の合計額と損益計算書上の利益に差異がある場合、企業会計基準第17号「セグメント情報の開示等に関する会計基準」（以下、セグメント会計基準）では、その差異に関する事項を開示しなければならない（セグメント会計基準第25項(2)）と定めている。また、全社費用について、事業セグメントへの収益や費用の配分は、合理的な基準に従って配分しなければならないとされている（セグメント会計基準第23項ただし書き）。合理的な基準とは、企業会計基準適用指針第20号「セグメント情報等の開示に関する会計基準の適用指針」（以下、セグメント会計基準適用指針）によれば、営業費用には各事業セグメントに直接配分できる費用はその発生により便益を受ける程度に応じ、合理的に直接配分ができないこととされる。また、セグメント会計適用指針第11項において、資産や負債においても同様の基準を示している⁽²⁾。

ここで、セグメントに配分しなかった「全社費用等」については、差異調整に関する事項として開示を行う（セグメント適用指針第12項）。また同様に売上高や資産についても、「全社費用等」として差異調整に関する事項を開示する（セグメント適用指針第12項）。

したがって、「全社費用等」がある場合には、結果としてセグメント利益の合計額と損益計算書上の利益間の調整項目に計上される未配分の費用が増加する。

セグメント利益の合計額は連結営業利益から未配分費用を加減したものとなる。セグメント資産の合計額およびセグメント売上高についても同様となる。

(2) セグメント会計適用指針第11項によれば、資産の場合は、直接配分できない資産のうち、複数の事業セグメントにおいて使用される資産については、関係する事業セグメントの利用面積、人員数、取扱量（金額）又は生産量（金額）等の合理的な基準により各事業セグメントに配分すると定めている。

3. 2 サンプルの選択と記述統計

本稿では、NEEDS（日本経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク）より取得できる日本で上場している企業のうち、以下の基準を満たすものをサンプルとした。分析期間は、2006年3月期から2015年3月期までである⁽³⁾。この条件を満たしたサンプルは、事業別セグメントでは9,060企業年度であり、地域別セグメントでは1,300企業年度であった。

- (1) セグメント情報を開示している。
- (2) 連結決算であり、決算期間が12か月である。
- (3) 2011年度以降は、セグメント利益の調整を営業利益で行っている。
- (4) 分析期間の全期間を通じて連続してデータが取得可能で、全ての変数が計算可能である。
- (5) 営業利益、売上高、総資産の正負はセグメントと連結の数値において同じである。

表1は変数の定義である。表1において、*Income*はセグメント利益の和を営業利益⁽⁴⁾で除したものである。したがって、*Income*は、セグメント利益の合計額が営業利益に対して増加している割合となり、増加率を示している。同様に、*Sales*は売上高に対するセグメント売上高の合計額の増加率を示しており⁽⁵⁾、また*Assets*は総資産に対するセグメント資産の合計額の増加率を示している。さらに、*ROS*（売上高営業利益率）は売上高営業利益率に対するセグメント売上高営業利益率の増加率を示しており、*ROA*（総資産営業利益率）

-
- (3) マネジメント・アプローチ前後それぞれ5年間を比較するために、2006年度から2015年度までの10年間を分析期間とした。
 - (4) 本稿では、営業利益、総資産、売上高などは、特に指定のない限り、連結の数値を示している。
 - (5) セグメント売上高は、売上高と外部顧客に対する売上高に分かれているが、主に内部取引による増加率を示すために、売上高を用いた。

は総資産営業利益率に対するセグメント総資産営業利益率の増加率を示している。

ここで、営業利益が増加する要因には、前項で記載した「全社費用等」が存在があげられる。セグメント利益は、営業利益と「全社費用等」で構成されている。売上高や資産についても同様である。次項において、連結数値に対するセグメント情報の増加率を検証する。

表1 変数の定義

<i>Income</i>	セグメント利益の合計額／営業利益
<i>Sales</i>	セグメント売上高の合計額／売上高
<i>Assets</i>	セグメント資産の合計額／総資産
<i>ROS</i>	(セグメント利益の合計額－営業利益)／(セグメント売上高の合計額－売上高)
<i>ROA</i>	(セグメント利益の合計額－営業利益)／(セグメント資産の合計額－総資産)

表2のPanel Aは全サンプルを用いた、事業別セグメントの記述統計量である。*Income*は平均値では1.408となり、中央値では、1.023となった。セグメント利益は、平均値および中央値とも、営業利益よりも増加している傾向が示された。ただし、中央値は1.023であり、営業利益に対する増加は中央値ではわずかである。

なお、表2で示した記述統計量は、全てのサンプルの傾向を示すために、極端な数値に対して、外れ値とみなして除去することは避けた。上下それぞれ1%を外れ値とみなして除去した場合の、*Income*の平均値は1.273となり、中央値は1.023となる。同様に上下それぞれ1%を外れ値とみなして、ウィンザライズした場合の平均値は1.306となり、中央値は1.023となった。

*Sales*は平均値では1.030となり、中央値では、1.010となった。セグメント売上高は、平均値および中央値とも、売上高よりも増加しているが、わずかである傾向が示された。なお、*Income*と同様に上下それぞれ1%を外れ値とみな

して、除去した場合の *Sales* の平均値は1.033となり、中央値は1.017となる。上下それぞれ1%を外れ値とみなして、ウィンザライズした場合の平均値は1.029となり、中央値は1.010となった。また、*Assets* は平均値では0.850となり、中央値では、0.870となった。なお、上下それぞれ1%を外れ値とみなして、除去した場合の *Assets* の平均値は0.852となり、中央値は0.870となる。同様に上下それぞれ1%を外れ値とみなして、ウィンザライズした場合の平均値は0.849となり、中央値は0.870となった。

よって、セグメント資産は、平均値および中央値とも、総資産よりも減少している傾向が示された。この要因には、セグメントに配分されていない資産が平均値、中央値ともに約10%以上あることが示唆される。

ROS は平均値では1.374となり、中央値では、1.000となった。*ROS* は売上高を営業利益で除したものを、セグメントと連結の数値で比較したものである。*Sales* の平均値などを考慮すると、セグメント売上高と売上高の差が比較的小さいことから、*ROS* は *Income* と同様の傾向であることが示唆される。なお、上下それぞれ1%を外れ値とみなして、除去した場合の *ROS* の平均値は1.24となり、中央値は1.000となる。同様に上下それぞれ1%を外れ値とみなして、ウィンザライズした場合の平均値は1.272となり、中央値は1.000となった。

これに対して、*ROA* は平均値では1.825となり、中央値では、1.293となった。なお、上下それぞれ1%を外れ値とみなして、除去した場合の *ROS* の平均値は1.600となり、中央値は1.293となる。同様に上下それぞれ1%を外れ値とみなして、ウィンザライズした場合の平均値は1.652となり、中央値は1.293となった。

ROA は、*Assets* の平均値などを考慮すると、セグメント資産と総資産の差が比較的大きいことから、*ROS* と比較すると *ROA* は大きい。*ROA* の平均値は *ROS* の平均値と比較すると、約30%近く大きく、*ROA* と *ROS* の平均値の差は1%水準で統計的に有意 (t 値: 15.1) である。また、中央値の差も *ROA*

のほうが約30%大きく、ROAとROSの中央値の差は1%水準で統計的に有意（z値：78.7）である。したがって、各セグメントの売上高総資産は、平均すると売上高営業利益率に比べて増加しており、セグメント情報を使う際に考慮する必要があることが示唆される。

表2のPanel Bは増加サンプルを用いた、事業別セグメントの記述統計量である。Incomeは平均値では1.700となり、中央値では、1.284となった。表2のPanel Cは減少サンプルを用いた、事業別セグメントの記述統計量である。

表2 記述統計量（事業別セグメント）

Panel A：全サンプル								
	N	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>Income</i>	9,060	1.408	2.821	0.008	1.000	1.023	1.378	144.500
<i>Sales</i>	9,060	1.030	0.047	0.867	1.001	1.010	1.040	1.943
<i>Assets</i>	9,060	0.850	0.163	0.041	0.764	0.870	0.968	1.820
<i>ROS</i>	9,060	1.374	2.802	0.008	0.979	1.000	1.349	144.500
<i>ROA</i>	9,060	1.825	5.233	0.009	1.060	1.293	1.821	386.067
Panel B：増加サンプル								
<i>Income</i>	5,434	1.700	3.612	1.000	1.071	1.284	1.650	144.500
<i>Sales</i>	7,492	1.036	0.050	1.000	1.005	1.018	1.049	1.943
<i>Assets</i>	1,401	1.051	0.076	1.000	1.011	1.030	1.061	1.820
<i>ROS</i>	4,463	1.813	3.943	1.000	1.140	1.359	1.728	144.500
<i>ROA</i>	7,507	2.010	5.731	1.000	1.165	1.425	1.983	386.067
Panel C：減少サンプル								
<i>Income</i>	1,979	0.947	0.133	0.008	0.965	0.990	0.997	1.000
<i>Sales</i>	12	0.987	0.038	0.867	0.996	1.000	1.000	1.000
<i>Assets</i>	7,418	0.807	0.145	0.041	0.736	0.836	0.914	1.000
<i>ROS</i>	3,972	0.940	0.103	0.008	0.930	0.971	0.992	1.000
<i>ROA</i>	1,390	0.920	0.140	0.009	0.919	0.965	0.987	1.000

N = サンプルサイズ, Q1 = 第1四分位, Q3 = 第3四分位である。

Income は平均値では0.947となり、中央値では、0.990となった。なお、セグメント利益が営業利益と等しい企業年度は1,647であり、セグメント売上高が売上高と等しい企業年度は1,556となり、セグメント資産が総資産と等しい企業年度は241となった。

Income が増加している企業年度は5,434である。営業利益と等しい企業年度は1,647であり、減少している企業年度は1,979であった。したがって、約60%の企業年度では、営業利益よりも、セグメント利益が増加していること、約22%の企業が営業利益よりも減少していることが示された。また *Sales* が増加している企業年度は7,492である。したがって、約83%の企業年度では、売上高よりも、セグメント売上高が増加していることが示された。なお、*Sales* が減少している企業年度は12であり、多くの企業年度では、売上高と等しいか、売上高よりも増加していることが示された。さらに、*Assets* が減少している企業年度は7,418であり、約82%の企業年度総資産よりも減少している傾向が示された。

表3の Panel A は全サンプルを用いた、地域別セグメントの記述統計量である。*Income* は平均値では1.128となり、中央値では、1.004となった。セグメント利益は、平均値および中央値とも、営業利益よりも増加している傾向は事業別セグメントと同様である。*Sales* は平均値では1.170となり、中央値では、1.129となった。また、*Assets* は平均値では1.041となり、中央値では、1.051となった。事業別セグメントにおいて、セグメント資産は平均値および中央値とも、総資産よりも減少している傾向が示され、セグメントに配分されていない資産が平均値、中央値とも約10%以上あることが示唆されたが、地域別セグメント場合は、セグメント資産が、わずかではあるが総資産よりも大きい。したがって、地域別セグメントにおいては、セグメントに総資産が配分されており、未配分の資産が少ないことが示唆される。よって、事業別セグメントと比較して地域別セグメント情報を使用する際には、セグメントへの未配分資産を考慮す

る必要があることが示唆される。

表3のPanel Bは増加サンプルを用いた、地域別セグメントの記述統計量である。*Income*は平均値では1.295となり、中央値では、1.068となった。表2のPanel Cは減少サンプルを用いた、地域別セグメントの記述統計量である。*Income*は平均値では0.918となり、中央値では、0.970となった。なお、地域別のセグメント利益が営業利益と等しい企業年は59であり、セグメント売上高が売上高と等しい企業年度は25となり、セグメント資産が総資産と等しい企業年

表3 記述統計量（地域別セグメント）

Panel A：全サンプル								
	N	平均値	標準偏差	最小値	Q1	中央値	Q3	最大値
<i>Income</i>	1,300	1.128	1.005	0.043	0.979	1.004	1.082	32.031
<i>Sales</i>	1,300	1.170	0.186	0.999	1.049	1.129	1.235	2.325
<i>Assets</i>	1,300	1.041	0.194	0.275	0.940	1.051	1.147	1.832
<i>ROS</i>	1,300	0.980	0.939	0.042	0.816	0.916	0.986	30.378
<i>ROA</i>	1,300	1.148	1.527	0.035	0.867	0.976	1.206	52.086
Panel B：増加サンプル								
<i>Income</i>	711	1.295	1.330	1.000	1.017	1.068	1.280	32.031
<i>Sales</i>	1,273	1.173	0.186	1.000	1.053	1.131	1.238	2.325
<i>Assets</i>	885	1.139	0.132	1.000	1.048	1.102	1.190	1.832
<i>ROS</i>	264	1.497	1.984	1.001	1.069	1.181	1.421	30.378
<i>ROA</i>	551	1.552	2.279	1.000	1.095	1.285	1.562	52.086
Panel C：減少サンプル								
<i>Income</i>	530	0.918	0.143	0.043	0.917	0.970	0.990	1.000
<i>Sales</i>	2	0.999	0.001	0.999	0.999	0.999	1.000	1.000
<i>Assets</i>	408	0.829	0.128	0.275	0.749	0.857	0.926	0.999
<i>ROS</i>	1,034	0.848	0.140	0.042	0.792	0.882	0.945	1.000
<i>ROA</i>	744	0.850	0.140	0.035	0.793	0.886	0.951	1.000

N = サンプルサイズ, Q1 = 第1四分位, Q3 = 第3四分位である。

度は7となった。

*Income*が増加している企業年度は711である。営業利益と等しい企業年度は241であり、減少している企業年度は530であった。したがって、地域セグメントにおいては、約55%の企業年度では、営業利益よりも、セグメント利益が増加している。この傾向は事業別セグメントと同様である。また *Sales* が減少している企業年度は2であり、多くの企業年度では、売上高と等しいか、売上高よりも増加している。*Assets*が増加している企業年度は885であり、減少している企業年度は408であった。事業別セグメントは約82%の企業年度において総資産よりも減少しているのに対して、地域セグメントにおいては、約68%の企業年度において総資産よりも増加している。なお、減少している企業年度は約31%となっている。総資産よりもセグメント総資産が減少している企業年度の数ということからも、地域別セグメントにおいて、セグメントに総資産が配分されており、未配分の資産が少ないことが示唆される。

3.3 マネジメント・アプローチの前後による比較

表4は年度別の *Income* の記述統計量であり、マネジメント・アプローチ採用の前後でセグメント利益の増加率に変化があるか検証を行う。Panel Aがマネジメント・アプローチ採用前の事業セグメントと地域セグメントの *Income* の記述統計量であり、Panel Bがマネジメント・アプローチ採用後の記述統計量である。Panel Cがマネジメント・アプローチ採用前後を比較した記述統計量である。

事業セグメントでは、マネジメント・アプローチ *Income* は平均値では、2009年度、2010年度および2013年度において、それぞれ1.5を超えており、その他の年度においては、約1.3となっている。マネジメント・アプローチ前の2006年度から2010年度までの平均値では1.426となり、マネジメント・アプローチ採用後の2011年度から2015年度までの平均値は1.391となった。マネジメン

ト・アプローチ採用前後の差は-0.034であるが統計的に有意ではない (p 値: 0.564)。中央値においても, マネジメント・アプローチ前の平均値では1.018となり, マネジメント・アプローチ採用後の平均値は1.028となった。マネジメント・アプローチ採用前後の差は0.010であるが統計的に有意ではない (p 値: 0.950)。

表4 年度別 *Income*

Panel A: 年度別 <i>Income</i> (マネジメント・アプローチ前)				
年度	事業別セグメント		地域別セグメント	
	平均値	中央値	平均値	中央値
2006	1.309	1.017	1.078	1.001
2007	1.382	1.016	1.069	1.002
2008	1.351	1.018	1.157	1.003
2009	1.569	1.018	1.456	1.005
2010	1.518	1.020	1.165	1.007
		(N=960)		(N=130)
Panel B: 年度別 <i>Income</i> (マネジメント・アプローチ後)				
2011	1.321	1.023	1.090	1.002
2012	1.355	1.035	1.090	1.003
2013	1.522	1.033	1.074	1.013
2014	1.337	1.032	1.056	1.011
2015	1.422	1.024	1.046	1.009
		(N=960)		(N=130)
Panel C: 年度別 <i>Income</i> (マネジメント・アプローチ前後)				
MA 前	1.426	1.018	1.185	1.003
MA 後	1.391	1.028	1.071	1.007
差	-0.034	0.010	-0.114	0.005
	(0.564)	(0.950)	(0.041)	(0.881)
		(N=4,530)		(N=650)

N = サンプルサイズである。カッコ中は p 値である。

地域セグメントにおいては、平均値ではマネジメント・アプローチ前の平均値では1.185となり、マネジメント・アプローチ採用後の平均値は1.071となった。マネジメント・アプローチ採用前後の差は-0.114であり、この差は5%水準で統計的に有意 (p 値: 0.041) である。したがって、マネジメント・アプローチ採用前のほうが採用後よりも、地域別セグメント利益は増加していたことが示唆される。

ただし、中央値ではマネジメント・アプローチ前の平均値では1.003となり、マネジメント・アプローチ採用後の平均値は1.007となった。マネジメント・アプローチ採用前後の差は0.005であるが統計的に有意な差ではない。

表5は事業セグメントにおける *ROS* と *ROA* の記述統計量であり、マネジメント・アプローチ採用の前後でセグメント利益の増加率に変化があるか検証を行う。Panel A がマネジメント・アプローチ採用前と *ROS* と *ROA* の記述統計量であり、Panel B がマネジメント・アプローチ採用後の記述統計量である。Panel C がマネジメント・アプローチ採用前後の *ROS* と *ROA* を比較した記述統計量である。

マネジメント・アプローチ採用前後の *ROS* の平均値は、2009年度、2010年度および2013年度において、それぞれ1.4を超えており、その他の年度においては、2006年度および2011年度を除き、約1.3となっている。マネジメント・アプローチ前の *ROS* は2006年度から2010年度までの平均値では1.392となり、マネジメント・アプローチ採用後の *ROS* は2011年度から2015年度までの平均値は1.356となった。マネジメント・アプローチ採用前後の *ROS* の差は-0.036であるが統計的に有意ではない (p 値: 0.538)。 *ROS* の中央値においても、マネジメント・アプローチ前の平均値では1.000となり、マネジメント・アプローチ採用後の平均値は1.000となった。マネジメント・アプローチ採用前後の差は統計的に有意な差ではない。

マネジメント・アプローチ採用前後の *ROA* の平均値は、2013年度において

は2を超えており、その他の年度においても2011年度を除き1.7を超えている。マネジメント・アプローチ前のROAの平均値は1.811となり、マネジメント・アプローチ採用後のROAの平均値は1.839となった。マネジメント・アプローチ採用前後のROAの差は0.028であるが統計的に有意ではない(p 値:0.798)。

表5 ROS and ROA (事業セグメント)

Panel A : ROS and ROA (マネジメント・アプローチ前)				
年度	ROS		ROA	
	平均値	中央値	平均値	中央値
2006	1.279	1.000	1.714	1.322
2007	1.347	1.000	1.773	1.291
2008	1.319	1.000	1.733	1.264
2009	1.534	1.000	1.919	1.280
2010	1.483	1.000	1.914	1.293
		(n=906)		(n=906)
Panel B : ROS and ROA (マネジメント・アプローチ後)				
2011	1.286	1.000	1.686	1.304
2012	1.320	1.002	1.743	1.283
2013	1.487	1.003	2.189	1.306
2014	1.303	1.003	1.745	1.298
2015	1.385	1.000	1.831	1.292
		(N=906)		(N=906)
Panel C : ROS and ROA (マネジメント・アプローチ前後)				
MA 前	1.392	1.000	1.811	1.290
MA 後	1.356	1.000	1.839	1.300
差	-0.036	0.000	0.028	0.010
	(0.538)	(0.403)	(0.798)	(0.937)
		(N=4,530)		(N=4,530)

N = サンプルサイズである。カッコ中は p 値である。

ROAの中央値においても、マネジメント・アプローチ前の平均値では1.290となり、マネジメント・アプローチ採用後の平均値は1.300となった。マネジメント・アプローチ採用前後の差は統計的に統計的に有意な差ではない (p 値: 0.798)。

年度別においても、ROSと比較するとROAは大きく、各セグメントの売上高総資産の平均値は、平均すると売上高営業利益率の平均値に比べて増加しており、セグメント情報を使用する際に考慮する必要があることが示唆される。

4. セグメント情報と株式市場

4.1 セグメント情報の利用と価値関連性

セグメント情報がアナリストによって投資意思決定に利用されており、さらにセグメント利益には価値関連性があることを示唆する研究がなされている。

セグメント情報がアナリストによって投資意思決定に利用されていることを調査した研究には、例えばEpstein and Palepu (1999)がある。Epstein and Palepu (1999)が、140人のアナリストを調査した結果、アナリストがセグメントの業績データを、アナリスト達の投資意思決定に役立つ情報と考えていると述べている。その理由として、セグメント・データは不完全であるが、過去の業績について連結財務諸表に対して追加的な情報があり、さらに将来の業績への洞察を提供していることを挙げている。

また、大日方(2005)では、鉄道業の業種別セグメント利益には価値関連性があること、およびセグメントへの費用の配分操作は利益の情報価値を損ねていないことを確認している。

薄井(2006)では、日本企業を対象として、企業の国際化と多角化の程度を計測し、連結・個別の業績と株式収益率がどのように関連するか分析した。多角化ディスカウントについては、同一の黒字利益水準であっても、ディスカウント評価されていることを確認した。ただし、多角化戦略や国際化戦略を講じ、

連結利益が黒字の企業については、ディスカウントの程度は小さいことを確かめている。

CHO (2015) は SFAS No. 131適用による、内部的な資本市場の効率性がセグメントの透明度になる効果を検証した。SFAS 131が経営者の内部的な視点からセグメントを定義することを求めた結果、内部の資本配分における経営者の行動の透明度が上昇したと述べている。

4.2 多角化によるディスカウント

しかし、多角化企業が株式市場においてディスカウントされていることを示す様々な研究が存在する。Berger and Ofek (1995) は、1986年から1991年において、多角化企業は、企業価値を平均的には約13%から約15%毀損している」と指摘しており、その原因には、過剰投資と相互補助を挙げている。Lins and Servaes (1999) は、ドイツ、日本およびイギリスの企業を対象にして、多角化による企業価値への影響を検証した。その結果、ドイツでは多角化による影響は有意ではなかった。しかし、日本では、1992年に約8.3%および1994年に約10%、の多角化ディスカウントが、またイギリスでは、1992年に約15.5%および1994年に約15.4%の多角化ディスカウントが確認された。

日本企業を対象とした研究では、平元 (2002) は、多角化による企業価値の破壊を確認した。また、関連事業への多角化も非関連事業の多角化と同様に企業価値の破壊をもたらすことを確認している。さらに、Denis, Denis, and Yost (2002) なども、多角化による企業価値の低下を報告している。

5. まとめと今後の課題

本稿は、セグメント情報の開示に関する研究を整理することで、セグメント情報の開示は、経営者によって、裁量的に行われていることを示唆することを示した。次に、マネジメント・アプローチ導入によるセグメント情報開示の変

化に関する研究を調査した。

そして、セグメント情報と連結会計情報の差異について検証を行った。検証の結果、セグメント利益およびセグメント資産は営業利益や売上高と比較すると増加していることが示された。事業別のセグメント資産はセグメントに配分されていない資産が平均値、中央値とも約10%以上あることが示唆される。これに対して、地域別セグメント場合は、未配分の資産が少ない結果となった。ROSと比較するとROAは大きく、各セグメントの売上高総資産は、平均すると売上高営業利益率に比べて増加している。以上の差異について、セグメント情報を使う際に考慮する必要があることが示唆される。最後に、セグメント情報と株式市場の関連について、主に価値関連性と多角化ディスカウントという視点から研究を整理した。

今後の課題として、セグメント情報と連結会計情報の差異について、主に記述統計量を用いながら分析を行ったが、他の要因も考慮する必要がある。また、Herrmann and Thomas (2000) や中野 (2012) と同様に、マネジメント・アプローチ導入時点のサンプルを手作業で収集することにより、新たな知見を得られる可能性がある。

参考文献

- 青木茂男. 1969. 「事業セグメントの外部報告」『企業会計』21(14) : 4-10.
- 薄井彰. 2006. 「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」『国際会計研究学会年報 2006年度』: 61-74.
- 大日方隆. 2005. 「セグメント情報の Value Relevance—鉄道業のケース—」『経済学論集 (東京大学)』71(2) : 2-57.
- 中野貫之. 2012. 「セグメント情報開示の実態—マネジメント・アプローチ導入前と導入後の比較検証—」『企業会計』64(11) : 88-96.
- 平元達也. 2002. 「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナンス』12 : 31-55.
- 末尾一秋. 1987. 『セグメント会計』同文館.
- Berger, Philip G. and Rebecca Hann. 2003. "The Impact of SFAS no. 131 on Information and Monitoring." *Journal of Accounting Research* 41(2): 163-223.
- Berger, Philip G. and Rebecca N. Hann. 2007. "Segment Profitability and the Proprietary and Agency Costs of Disclosure." *The Accounting Review* 82(4): 869-906.
- Berger, Philip G. and Eli Ofek. 1995. "Diversification's Effect on Firm Value." *Journal of Financial*

- Economics* 37(1): 39-65.
- Botosan, Christine A. and Mary Stanford. 2005. "Managers' Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS no. 131 on Analysts' Information Environment." *The Accounting Review* 80(3): 751-771.
- Cho, Young Jun. 2015. "Segment Disclosure Transparency and Internal Capital Market Efficiency: Evidence from SFAS no. 131." *Journal of Accounting Research* 53(4): 669-723.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Keven Yost. 2002. "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value." *The Journal of Finance* 57(5): 1951-1979.
- Epstein, Marc J. and Krishna G. Palepu. 1999. "What Financial Analysts Want." *Strategic Finance* 80(10): 48-52.
- Hann, N., Rebecca and Y. Lu Yvonne. 2009. "Earnings Management at the Segment Level." Marshall Research Paper Series Working Paper MKT 04-09.
- Harris, Mary Stanford. 1998. "The Association between Competition and Managers' Business Segment Reporting Decisions." *Journal of Accounting Research* 36(1): 111-128.
- Lail, Bradley E., Wayne B. Thomas, and Glyn J. Winterbotham. 2014. "Classification Shifting using the "Corporate/Other" Segment." *Accounting Horizons* 28(3): 455-477.
- Lins, Karl and Henri Servaes. 1999. "International Evidence on the Value of Corporate Diversification." *The Journal of Finance* 54(6): 2215-2239.