

# 少数株主持分の価値関連性に関する実証研究

山 地 範 明  
三 木 潤 一

## 要 旨

本稿の目的は、連結財務諸表に計上される少数株主持分の価値関連性を実証的に検証することである。1990年～2010年の21年間において、親会社説に基づくモデルの説明力は経済的単一体説に基づくモデルの説明力よりも高くなっている。このことは、証券市場において、少数株主持分は資本の構成要素（少数株主利益は利益の内訳科目）としてよりもむしろ資本以外の構成要素（少数株主利益は利益の控除科目）として認識されていることを示している。この実証結果は、わが国の連結会計基準における考え方と整合しているといえよう。

## I はじめに

子会社の株主持分（資本）のうち親会社に帰属しない部分は、少数株主持分（minority interest）または非支配持分（non-controlling interest）と呼ばれる。少数株主持分は、連結貸借対照表の貸方科目であり、負債、株主持分（資本）、または負債と株主持分（資本）の中間に表示することが考えられる。国際会計基準では、経済的単一体説に基づいて、少数株主持分は株主持分（資本）に表示されるが、わが国では、親会社説に基づいて、少数株主持分は株主資本とは区別して表示される。少数株主持分を含めない株主持分（資本）と、少数株主持分を含める株主持分（資本）のいずれが株価との関連性（value relevance）が高いのであろうか。

一方、連結損益計算書上において少数株主に係る利益（少数株主利益）は、純利益を算定する前に控除するか、または純利益の内訳科目として表示することが考えられる。国際会計基準では、経済的単一体説に基づいて、少数株主利益は利益の内訳科目として表示されるが、わが国では、親会社説に基づいて、少数株主利益は利益の控除科目として表示される（ただし、包括利益については、その内訳として親会社株主に係る包括利益と少数株主に係る包括利益が表示される）。少数株主利益を控除する前の純利益と、少数株主利益を控除後の純利益のいずれが株価との関連性が高いのであろうか。本稿では連結財務諸表において計上される少数株主持分の価値関連性について実証的に検証する。

## II 少数株主持分の会計処理

### 1 アメリカの会計基準

アメリカにおいて、1959年8月に公表された会計研究公報（ARB）第51号「連結財務諸表」では、少数株主持分の表示については述べられておらず、実務では通常、貸借対照表において少数株主持分は負債と株主持分との間に表示され、損益計算書において少数株主利益（損失）は純利益を算定する前に控除（加算）されてきた。

1991年9月に公表された討議資料（DM）「連結方針および連結手続」では、連結基礎概念に基づく会計処理が明らかにされた。連結基礎概念とは、いかなる事業体のために連結財務諸表が作成されるか、または作成されるべきかという問題を考えるにあたっての基礎を与える概念である。討議資料によれば、連結基礎概念には経済的単一体説（economic unit concept）、親会社説（parent company concept）および比例連結説（proportionate consolidation concept）の3つがある。

#### (1) 経済的単一体説

経済的単一体説は、連結財務諸表は親会社株主のみならず企業集団を構成する親会社および子会社のすべての株主のために作成されるべきであるという考え方である。連結財務諸表は、企業集団の財務諸表であり、親会社株主と少数株主は区別されず、親会社株主と少数株主はともに企業集団の株主とみなされる。経済的単一体説において、少数株主持分は株主持分の一部として表示され、少数株主利益は利益の内訳科目として表示される。

#### (2) 親会社説

親会社説は、連結財務諸表は親会社株主のために作成されるべきであるという考え方である。連結財務諸表は、親会社の個別財務諸表と同様のものとみなされる。これは連結会計実務を反映した考え方である。親会社説において、少数株主持分は株主持分以外の科目（負債と株主持分との中間または負債）として表示され、少数株主利益は、利益の控除科目として表示される。

#### (3) 比例連結説

比例連結説は、親会社説よりもさらに親会社持分が重視され、連結財務諸表は親会社の比例的持分だけを報告するために作成されるべきであるという考え方である。親会社の比例的持分だけが連結されるので、全部連結と区別するため、比例連結（部分連結）と呼ばれる。この考え方は、ジョイント・ベンチャーに対する投資の会計処理として主張されることがある。比例連結説において、少数株主持分および少数株主利益は認識されない。

経済的単一体説における連結貸借対照表上の少数株主持分の処理は、少数株主持分が負債としての条件を満たさない理由を説明している以下に示す財務会計概念フレームワーク

(SFAC) 第6号「財務諸表の構成要素」(FASB [1985])と整合している。

「連結子会社の純資産における少数株主持分は、少数株主に対して現金を支払うか他の資産を分配すべき当該企業の現在の債務をあらわしているものではない。むしろ、そうした株主は、連結会社の内訳要素に対する所有権または残余請求権を有している。」(FASB [1985], par. 254)。

FASB Accounting Standards Codification (TM) (FASBによる会計基準のコード化体系。以下「FASB-ASC」という。)のTopic 810「連結」によれば、非支配持分(noncontrolling interests)は、親会社以外の所有者によって所有されている連結企業集団内の子会社の純資産に対する残余請求権をあらわしている。それゆえ、非支配持分は、「持分または純資産とは、負債を控除した後に残るある事業体の資産に対する残余請求権である。」(SFAC 第6号, par. 49)とするSFAC 第6号の持分の定義を満たしている。したがって、連結貸借対照表において非支配持分は株主持分として表示されるべきであり、また、連結財務諸表の利用者が、親会社に帰属すべき持分を容易に決めることができるように、非支配持分は親会社持分とは別個に表示すべきである。

FASB-ASCのTopic 810「連結」によれば、非支配持分は、連結貸借対照表において、親会社の株主持分とともに持分として表示され、連結損益計算書において非支配持分に帰属する利益は親会社持分に帰属する純利益とともに利益として表示される(810-10-45-16, 810-10-45-19, 810-10-45-20)。これは上記の経済的単一体説に基づく会計処理である。

## 2 国際会計基準

1989年4月に公表された国際会計基準(IAS)第27号「連結および個別財務諸表」では、少数株主持分(minority interest)は、連結貸借対照表において、負債および親会社株主の持分とは別個に表示しなければならないとされ(par. 33)、連結子会社の純資産に対する少数株主の持分相当額を算定し、連結貸借対照表において、負債および親会社株主の持分とは別個に表示するとされた。また、企業集団の損益に対する少数株主持分も、別個に表示しなければならないとされ(par. 33)、親会社の所有者に属する純損益を算定するため、報告期間の連結子会社の純損益に対する少数株主の持分相当額を算定し、これを当該企業集団の損益から控除することとされた(par. 13(f))。

2003年12月の改訂により、少数株主持分は株主持分(資本)の部に独立して表示されることになった。また、2008年1月に公表されたIAS 第27号「連結および個別財務諸表」では、少数株主持分の名称は非支配持分(non-controlling interests)に変更され、貸借対照表において非支配持分は株主持分として表示され、損益計算書において非支配株主に帰属する損益は純利益の内訳科目とされた。過半数持分の所有者が支配していない場合や少

数株主が支配している場合があるので、少数株主持分という用語は適切な記述とはいえないので、親会社持分を支配持分 (controlling interest)、少数株主持分を非支配持分 (non-controlling interest) と呼ぶのが適切とされた (IAS27. BC28)。

2011年5月に公表された IFRS 第10号「連結財務諸表」では、経済的単一体説がとられ、非支配持分は、連結財政状態計算書においては、支配 (親会社) 持分と同様に持分として表示され (par. 22)、連結包括利益計算書において、純利益と包括利益は、その内訳として親会社株主に係るものと非支配持分に係るものに区分して表示される (IFRS10. B94)。

### 3 わが国の会計基準

わが国では、1998年までは貸借対照表において少数株主持分は負債の部に表示され、損益計算書において少数株主持分は純利益を算定する前に控除された。 (「旧連結財務諸表原則」)。1999年以降は貸借対照表において少数株主持分は負債の部と資本の部の中間に表示されるようになった (「新連結財務諸表原則」)。これは、少数株主持分が返済義務のある負債でもなく、また、連結財務諸表における親会社株主に帰属するものでもないからである。なお、少数株主持分を負債の部と資本の部の中間に独立の科目として表示する方法によっても、少数株主損益は、連結損益計算書において損失又は利益として表示し、当該純利益は親会社の株主に帰属する利益の額として計算される (「連結財務諸表制度の見直しに関する意見書」 (平成9.6.6企業会計審議会))。

2006年5月以降は貸借対照表において少数株主持分は純資産の部の株主資本以外の科目として表示されることになった (「企業会計基準第5号」)。これは、親会社の株主に帰属するもののみを連結貸借対照表における株主資本に反映させる親会社説の考え方によるためである。すなわち、少数株主持分は親会社株主に帰属するものではないため、株主資本とは区別するためである。

企業会計基準第22号「連結財務諸表に関する会計基準」でも親会社説による考え方が踏襲され、少数株主持分は、親会社に帰属するものではないので、連結貸借対照表の純資産の部に株主資本とは区分して記載される。少数株主損益は、連結損益計算書において損失または利益として表示され、当期純利益は親会社株主に帰属する利益の額として計算される。税金等調整前当期純利益に法人税額等を加減して、少数株主損益調整前当期純利益を表示し、少数株主損益調整前当期純利益に少数株主損益を加減して、当期純利益が表示される (第39項(3))。これは、上述した親会社説による会計処理である。ただし、包括利益については、その内訳として親会社株主に係る包括利益と少数株主に係る包括利益が表示される。これは経済的単一体説による考え方である。

### III 先行研究のレビュー

#### 1 Abad *et al.* (1998) の実証研究

Abad *et al.* (1998) は、Ohlson モデルを用いて、1991年度から1997年度の7年間のスペイン企業を対象として連結会計情報と個別会計情報のどちらが企業価値との関連性が高いのかを実証的に検証している。この実証結果から、次のような結論が示されている。

- (1) スペイン企業については、個別会計情報よりも連結会計情報の方が企業価値により関連しており、かつ経済的単一体説に基づく連結会計情報が親会社説に基づく連結会計情報よりも企業価値に関連している。
- (2) 親会社の企業価値を説明するにあたって、親会社利益と連結利益、経済的単一体説に基づく連結利益と親会社説に基づく連結利益との間にはそれぞれ有意な差はない。

#### 2 山地 (2000) の実証研究

山地 (2000) は、Ohlson モデルとリターンモデルを用いて、1990年3月から1998年3月の間の日本企業を対象として個別会計情報と連結会計情報のいずれが企業価値に関連しているかを検証している。また同時に、経済的単一体説に基づく連結会計情報と親会社説に基づく連結会計情報のいずれが企業価値に関連しているのかについても検証している。山地 (2000) によれば、経済的単一体説に基づく連結会計情報と親会社説に基づく連結会計情報との間には有意な差はないことを示している。

#### 3 大日方 (2006) の実証研究

大日方 (2006) は、2000年3月期から2004年3月期までの間の日本企業を対象として次の2つの仮説を検証している (p. 23)。

- (1) 連結純利益の存在を前提としたとき、少数株主損益は value relevant ではない。
- (2) 純利益 (純資産) に少数株主損益 (少数株主持分) を加えると、純利益 (純資産) の value relevance は低下する。

大日方 (2006) によれば、仮説①と仮説②はともに棄却される。したがって、「貸借対照表で少数株主持分を純資産に含めるのにもなって、連結純利益と少数株主損益の合計を損益計算書の最終損益にする」という提案は、少なくとも value relevance の観点からは、否定することはできないとしている (p. 28)。

#### 4 石川 (2006) の実証研究

石川 (2006) は、1984年3月期から2004年3月期までの間の日本企業を対象として少数

株主持分に対する株式市場の評価を検証している。少数株主持分が「負債の部」と「資本の部」の中間に独立表示される1999年3月以降、少数株主持分の重要性が相対的に高い企業の少数株主持分が「資本」として株式市場に評価されていることを統計的に証拠付けている。また、そのような企業の少数株主利益は「利益」として評価されているとしている (p. 62)。石川 (2006) によれば、これらの実証結果は「経済的単一体説」と首尾一貫する。投資者が、少数株主持分を加算した資本と少数株主利益を控除する前の純利益を用いて証券投資の意思決定を行うべきことを示唆している (p. 62)。

## IV 実証研究

### 1 リサーチ・デザイン

少数株主持分は、1998年3月期までは負債に計上、1999年3月期からは負債と資本の中間に計上、2007年3月期からは純資産の部に計上されている。そこで、少数株主持分の表示区分の変更が証券市場における株価の評価にどのような影響を与えているのかについて把握するため、次のように3つの期間に分けて、Ohlson (1995) に基づく次の回帰モデルを用いて検証する。

- (1) 1990年3月期～1998年3月期
- (2) 1999年3月期～2006年3月期
- (3) 2007年3月期～2010年3月期

$$\text{モデル 1 : } \text{Ln}P = a_1 + a_2X_1 + a_3X_2 + u$$

$$\text{モデル 2 : } \text{Ln}P = b_1 + b_2X_3 + b_3X_4 + u$$

ここで、 $\text{Ln}P$  = 株価の自然対数

$X_1$  = 連結資本 + 少数株主持分 (経済的単一体説に基づく資本)

$X_2$  = 連結純利益 + 少数株主利益 (経済的単一体説に基づく利益)

$X_3$  = 連結資本 (親会社説に基づく資本)

$X_4$  = 連結純利益 (親会社説に基づく利益)

$u$  = 誤差項

まず、連結会計情報のうち、経済的単一体説に基づく会計情報と親会社説に基づく会計情報のいずれが、株価との関連性が高いかについて、モデル1とモデル2を比較する。モデル1とモデル2を比較することにより、連結資本と連結純利益に関する情報と少数

株主持分を含めた企業集団全体の資本と少数株主利益を含めた企業集団全体の利益に関する情報のいずれが株価との関連性が高いのかについて検証する。

## 2 サンプル

本稿のサンプルは、1990年3月期から2010年3月期の21年間にわたって、東京証券取引所（一部・二部）に上場している企業（金融・証券・保険業を除く）で少数株主持分および少数株主利益を連続して公表している3月決算企業である。ただし、事業年度が12か月未満の企業、米国会計基準を採用している企業、決算期の変更をしている企業、資本がマイナスの企業、各年5月末の株価が入手できない企業、欠損値がある企業は除外し、189社を対象とした。

企業財務データは日経メディアマーケティングの「日経 NEEDS」一般企業本決算データ、株価データは東洋経済新報社の株価 CD-ROM よりそれぞれ抽出した。なお、回帰分析においては、従属変数は正規分布していることが仮定されている。そのため、株価を自然対数に変換し、正規分布に近づけた。また、従属変数について、平均値から標準偏差の

表1 基本統計量

1990年～1998年 [n=1,701 (189社×9年)]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
平均	6.615	456.175	18.891	438.555	17.861
標準偏差	0.591	345.561	35.179	336.013	34.029
最小値	4.442	10.327	-569.720	9.627	-570.290
最大値	8.935	4733.871	277.748	4616.431	269.932
尖度	0.646	36.035	53.680	36.795	60.267
歪度	0.087	3.914	-2.200	3.974	-2.557
1999年～2006年 [n=1,512 (189社×8年)]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
平均	6.165	544.892	19.218	512.827	17.602
標準偏差	0.780	412.605	48.242	388.558	46.305
最小値	3.713	9.962	-511.112	2.399	-512.087
最大値	7.963	3202.582	259.010	2931.501	258.208
尖度	-0.398	4.810	13.880	4.652	15.858
歪度	-0.179	1.729	-1.298	1.706	-1.544
2007年～2010年 [n=756 (189社×4年)]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
平均	6.325	680.675	28.968	637.428	26.107
標準偏差	0.764	485.213	62.764	448.628	59.478
最小値	4.330	41.521	-419.610	33.876	-406.414
最大値	8.250	3233.633	267.413	2965.056	238.130
尖度	-0.398	2.960	8.211	2.615	8.889
歪度	-0.011	1.463	-0.988	1.389	-1.254

表2 相関係数

1990年～1998年 [n=1,701]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
lnP	1				
(p 値)					
X <sub>1</sub>	0.6103	1			
(p 値)	(0.000)				
X <sub>2</sub>	0.5078	0.5467	1		
(p 値)	(0.000)	(0.000)			
X <sub>3</sub>	0.6155	0.9977	0.5472	1	
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		
X <sub>4</sub>	0.5079	0.5357	0.9963	0.5394	1
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	
1999年～2006年 [n=1,512]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
lnP	1				
(p 値)					
X <sub>1</sub>	0.6760	1			
(p 値)	(0.000)				
X <sub>2</sub>	0.5017	0.4497	1		
(p 値)	(0.000)	(0.000)			
X <sub>3</sub>	0.6835	0.9948	0.4469	1	
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		
X <sub>4</sub>	0.4955	0.4336	0.9956	0.4350	1
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	
2007年～2010年 [n=756]					
	lnP	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>
lnP	1				
(p 値)					
X <sub>1</sub>	0.6973	1			
(p 値)	(0.000)				
X <sub>2</sub>	0.5689	0.4045	1		
(p 値)	(0.000)	(0.000)			
X <sub>3</sub>	0.7104	0.9931	0.4109	1	
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)		
X <sub>4</sub>	0.5594	0.3726	0.9945	0.3845	1
(p 値)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	

±3 倍以上離れている観測値は外れ値とみなして、サンプルから除外した。さらに、決算後、財務内容が開示され、それが株価に反映するにはおよそ2か月かかるものと考え、3月決算の財務データに5月末の株価を対応付けることとした。表1は従属変数および独立変数の基本統計量、表2は変数間の相関係数を示している。

Ohlson モデルを用いた回帰分析では、しばしば多重共線性 (multicollinearity) が問題となる。本稿で用いたサンプルについて、VIF (Variance Inflation Factor) と CI (Condition

index) などによる多重共線性の診断を行ったが、多重共線性に関する重大な問題はなかった。

## V 実証結果

表3は、少数株主持分の価値関連性に関する分析結果を示している。この回帰分析の結果から、次のことがわかる。第一に、説明変数の係数は全期間を通じていずれもプラスで、1%水準で有意であるという結果となっている。自由度調整済決定係数は0.4158から0.6009であり、モデルの説明力は満足できる水準といえる。また、すべての期間において、親会社説に基づくモデル1の説明力は経済的単一体説に基づくモデル2の説明力よりも高くなっている。さらに、Vuong 検定（非入れ型 (non-nested) モデルの検定）によるZ統計量をみると、すべての期間において、モデル1とモデル2の説明力の差は統計的に1%水準で有意である。以上のことから、証券市場において、少数株主持分は資本の構成要素（少数株主利益は利益の内訳科目）としてよりもむしろ資本以外の構成要素（少数株主利益は利益の控除科目）として認識されているといえる。

表3 分析結果

1990年～1998年 [n=1,701]					
モデル	$a_1$ (p 値)	$a_2$ (p 値)	$a_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	Vuong Z 統計量 (p 値)
1	6.1654 (0.000)	0.0008 (0.000)	0.0041 (0.000)	0.4158	
モデル	$b_1$ (p 値)	$b_2$ (p 値)	$b_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	-2.9848 (0.0028)
2	6.1659 (0.000)	0.0008 (0.000)	0.0043 (0.000)	0.4225	モデル1 < モデル2
1999年～2006年 [n=1,512]					
モデル	$a_1$ (p 値)	$a_2$ (p 値)	$a_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	Vuong Z 統計量 (p 値)
1	5.5072 (0.000)	0.0010 (0.000)	0.0040 (0.000)	0.5060	
モデル	$b_1$ (p 値)	$b_2$ (p 値)	$b_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	-4.0820 (0.0000)
2	5.4991 (0.000)	0.0011 (0.000)	0.0041 (0.000)	0.5157	モデル1 < モデル2
2007年～2010年 [n=756]					
モデル	$a_1$ (p 値)	$a_2$ (p 値)	$a_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	Vuong Z 統計量 (p 値)
1	5.6048 (0.000)	0.0008 (0.000)	0.0041 (0.000)	0.5846	
モデル	$b_1$ (p 値)	$b_2$ (p 値)	$b_3$ (p 値)	自由度調整済決定係数	-3.7753 (0.0002)
2	5.5807 (0.000)	0.0009 (0.000)	0.0043 (0.000)	0.6009	モデル1 < モデル2

## VI むすび

本稿では、(1)1990年3月期～1998年3月期、(2)1999年3月期～2006年3月期、(3)2007年3月期～2010年3月期の3つの会計期間に分けて、少数株主持分の価値関連性について実証的に検証した。上記のすべての期間において、親会社説に基づくモデルの説明力は経済的単一体説に基づくモデルの説明力よりも高くなっていた。このことは、証券市場において、少数株主持分は資本の構成要素（少数株主利益は利益の内訳科目）としてよりもむしろ資本以外の構成要素（少数株主利益は利益の控除科目）として認識されていることを示している。この実証結果は、わが国の連結会計基準における考え方と整合しているといえよう。

### 参 考 文 献

- Abad, C., A. Garcia-Borbolla, J. Laffarga, M. Larran and J. M. Pinero, “An Evaluation of the Value Relevance of Consolidated versus Unconsolidated Accounting Information: Evidence from Quoted Spanish Firms,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, Volume 11, Issue 3, pp. 156-177, Autumn 2000.
- AICPA, Accounting Research Bulletin No. 51, *Consolidated Financial Statements* (August 1959).
- FASB, Discussion Memorandum, *An Analysis of Issues Related to Consolidation Policy and Procedures* (September 10, 1991).
- FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No. 6, *Elements of Financial Statements* (December 1985). 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念<増補版>』（中央経済社、2002年）。
- FASB, Statement of Financial Accounting Standards No. 160, *Noncontrolling Interests in Consolidated Financial Statements, an amendment of ARB No. 51* (December 2007).
- IASB, International Accounting Standards No. 27, *Consolidated and Separate Financial Statements* (January 2008). IASC財団 企業会計基準委員会編、公益財団法人 財務会計基準機構監訳『国際財務報告基準書 (IFRS®) 2010』中央経済社（2010年）。
- IASB, International Financial Reporting Standards 10, *Consolidated Financial Statements* (May, 2011).
- Ohlson, J. A. “Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation,” *Contemporary Accounting Research*,” Vol. 11 No. 2 (Spring, 1995), pp. 661-687.
- 石川博行「少数株主持分に対する株式市場の評価」『会計』第170巻第3号（2006年9月），pp. 61-76。
- 大日方隆「負債の概念と利益の Value Relevance」『会計』第169巻第1号（2006年1月），pp. 20-33。
- 山地範明「連結会計情報の企業価値関連性に関する実証研究」『会計』第157巻第6号（2000年6月），pp. 20-33。
- 山地範明『連結会計の生成と発展（増補改訂版）』（中央経済社、2000年）。

付記

本稿は、科学研究費補助金（基盤研究(C)，課題番号：21530487）の助成を得た研究成果の一部である。