

連結会計情報の価値関連性

—連結子会社および関連会社数の増減に焦点を当てて—

The Value Relevance of Consolidated Accounting Information:
Focusing the Change in Number of Subsidiary and Affiliated Companies

野口 倫 央*

Tomohiro NOGUCHI

キーワード：連結財務諸表、連結子会社および関連会社、価値関連性

Keywords: consolidated financial statements, subsidiary and affiliated company, value relevance

要約

本研究の目的は、連結子会社および関連会社の数が増減する企業集団の連結会計情報を、資本市場が、どのように評価しているのかを解明することにある。連結財務諸表は、企業集団の財政状態や経営成績、キャッシュ・フローの状況を表す。それゆえ、企業集団が、いかなる連結親会社、連結子会社、および関連会社から形成されているかにより、連結会計情報の価値関連性は変化すると考えられる。

そこで、本研究では、連結子会社および関連会社数の増減という、一種の企業集団の変化に焦点を当て、その増減が連結会計情報の価値関連性にいかなる影響を及ぼしているのかについて、日本企業を分析対象として実証分析を行う。分析の結果、連結子会社および関連会社数が大きく減少している企業の連結会計情報は、資本市場において高く評価されていることが明らかになった。さらに、それらの企業の収益性および安全性が、大きく改善されていることも確認された。

Abstract

The purpose of this study is to examine the value relevance of consolidated accounting information when the number of subsidiary and affiliated companies has decreased. Consolidated financial statements represent financial position and performance of the group. Therefore the construction of group has an impact on the value relevance of consolidated accounting information.

* 東海学園大学経営学部経営学科

In this study, I pay attention to change in the number of subsidiary and affiliated companies that is one of the change of the group construction, and analyze the value relevance of consolidated accounting information.

I find that the consolidated accounting information of group that have substantially decreased the number of subsidiary and affiliated companies is highly evaluated by the capital market. In addition, I also find that those companies' profitability and solvency are improved significantly.

I. はじめに

経済活動が企業集団を形成して行われている現代において、連結財務諸表の重要性は高い。桜井（1992）や山形・國村（2003）、向（2006）、Müller（2011）など、国内外の多くの先行研究は、連結財務諸表の方が個別財務諸表より価値関連性が高いことを明らかにしている。

連結財務諸表は、企業集団の財政状態や経営成績、キャッシュ・フローの状況を表すものである。したがって、企業集団の形態、すなわち、いかなる連結親会社、連結子会社、および関連会社から企業集団が形成されているかは、連結財務諸表、さらには、連結会計情報の価値関連性にも多大な影響を及ぼすと考えられる¹⁾。

現代の会計制度は、情報利用者の経済的意思決定に有用な会計情報の提供を要請している。そうである以上、企業集団の形態やその変化というものが、連結会計情報の価値関連性に及ぼす影響の解明は重要性があると考えられる。

そこで、本研究の目的は、連結子会社および関連会社の数（以下、「連結子会社および関連会社数」とする。）が変動する企業集団の連結会計情報を、資本市場がどのように評価しているのかを解明することにある。本研究では、連結財務諸表を公表している日本企業を分析対象として、定量的分析により研究目的の達成を試みる。

本稿の構成は、以下のとおりである。まず、次節において、連結子会社および関連会社数の増減に関する実態およびその影響について概観する。第Ⅲ節では、本研究と関連性のある先行研究をレビューし、その上で、リサーチ・デザインを第Ⅳ節で示す。第Ⅴ節で分析に用いるサンプルの記述統計量を明示した後、第Ⅵ節で分析結果を明らかにし、さらに追加検証を行う。第Ⅶ節で、本研究の結論と今後の課題を述べる。

II. 連結子会社および関連会社数の増減とその影響

図表1は、日本基準を適用し、かつ東証一部に上場している3月決算企業（金融・保険業を除く）が保有する連結子会社および関連会社数の分布を示したものである。300社超の連結子会社および関連会社数を保有する企業も数社存在するが、多くの企業が、50社以下、特に5社以下の連結子会社および関連会社から企業集団を形成していることが分かる。

2015年度において最も多く連結子会社および関連会社数を保有しているのが豊田通商である。内訳としては、連結子会社が662社、持分法適用の非連結子会社・関連会社数が236社であり、合計898社となっている。

図表2は、2011年と2015年を比べ、5年間で連結子会社および関連会社数が大きく増減した上位5社の売上高、経常利益、および時価総額の変化額を示したものである。(1)は連結子会社および関連会社数が大きく増加した企業の上位5社であり、(2)は連結子会社および関連会社数が大きく減少した企業の上位5社である。

図表2の(1)の表をみると、連結子会社および関連会社数が大きく増加した企業は、売上高や経常利益、時価総額も大きく伸ばしていることが読み取れる。このことに加え、(2)の表からは特異な点も観察される。すなわち、連結子会社および関連会社数が大きく減少した企業の売上や経常利益は、必ずしも減少しておらず、時価総額に至っては増加しているのである。この点については、赤字企業を切り捨てるという企業規模の縮小や企業集団内の組織再編等を行うことで、経営の効率化を図り、業績が向上し、その点を資本市場が評価しているという解釈も可能であろう。

図表1 連結子会社・関連会社数の分布

	2011	2012	2013	2014	2015	平均	
300社超	10	10	11	12	8	10.2	
250社超300社以下	5	3	2	3	7	4.0	
200社超250社以下	10	9	12	10	9	10.0	
150社超200社以下	18	21	18	18	16	18.2	
100社超150社以下	30	31	31	34	35	32.2	
50社超100社以下	112	115	121	118	123	117.8	
0社超50社以下	25社超50社以下	184	186	191	191	190	188.4
	20社超25社以下	62	71	75	90	82	76.0
	15社超20社以下	118	112	112	111	115	113.6
	10社超15社以下	157	162	159	169	177	164.8
	5社超10社以下	213	213	217	194	193	206.0
	0社超5社以下	235	229	229	230	216	227.8

図表2 連結子会社・関連会社数が増減した企業の財務数値等の変化

(1) 連結子会社・関連会社数が増加した企業の財務数値等の変化

	連結子会社・ 関連会社数(社)			売上高(百万円)			経常利益(百万円)			時価総額(百万円)		
	2011年	2015年	増加数	2011年	2015年	増加額	2011年	2015年	増加額	2011年	2015年	増加額
1 豊田通商	438	898	460	5,743,649	8,663,460	2,919,811	104,218	156,267	52,049	485,766	1,127,670	641,904
2 三菱ケミカルHD	411	601	190	3,166,771	3,656,278	489,507	223,899	163,059	△ 60,840	787,789	1,052,293	264,504
3 JFEHD	239	393	154	3,195,560	3,850,355	654,795	165,805	231,001	65,196	1,495,543	1,630,720	135,177
4 博報堂DYHD	131	250	119	936,476	1,131,064	194,588	17,107	38,904	21,797	170,577	496,966	326,389
5 新日鉄住金	344	461	117	4,109,774	5,610,030	1,500,256	226,335	451,747	225,412	1,810,657	2,874,722	1,064,065

(2) 連結子会社・関連会社数が減少した企業の財務数値等の変化

	連結子会社・ 関連会社数(社)			売上高(百万円)			経常利益(百万円)			時価総額(百万円)		
	2011年	2015年	増加数	2011年	2015年	増加額	2011年	2015年	増加額	2011年	2015年	増加額
1 東京電力	238	63	△ 175	5,368,536	6,802,464	1,433,928	317,696	208,015	△ 109,681	784,870	1,613,893	829,023
2 エディオン	153	8	△ 145	901,010	691,216	△ 209,794	34,435	11,118	△ 23,317	74,706	101,253	26,547
3 日本郵船	799	719	△ 80	1,929,169	2,401,820	472,651	114,165	84,010	△ 30,155	552,679	588,391	35,712
4 アーク	78	22	△ 56	98,124	50,824	△ 47,300	1,756	2,449	693	7,014	49,281	42,267
5 NEC	338	283	△ 55	3,115,424	2,935,517	△ 179,907	41	112,112	112,071	471,457	919,471	448,014

Ⅲ. 先行研究のレビュー

1. 連結財務諸表の有用性を明らかにした先行研究

桜井(1992)、井上(1998)、Abad et al.(2000)、石川(2000)、山地(2000)、山形・國村(2003)、山形等(2005)、向(2006)、および Müller(2011)など、国内外の多くの先行研究は、個別財務諸表よりも連結財務諸表の方が、価値関連性のある会計情報を提供していることを明らかにしている²⁾。特に、石川(2000)や山形・國村(2003)は、1990年代中頃より、連結財務諸表が個別財務諸表の価値関連性を上回るようになったという変化を指摘している。さらに、矢内(2004)は、連結子会社数が多い企業の連結会計情報は、個別会計情報よりも僅かながら価値関連性が高いことを明らかにしている。

これらの先行研究での知見は、連結会計制度の浸透、および企業集団の拡大により、連結財務諸表の重要性が高まっていることを証明するものである。それとともに、これらから得られた知見は、意思決定に有用な会計情報を提供することを要請する現行会計制度のもとでは、連結会計情報や連結固有の問題に焦点を当てることの意味を与えてくれるものと解することができる。

2. 企業集団構造が価値関連性に及ぼす影響を明らかにした先行研究

中野(2008)は、企業を企業集団構造別に、専業企業、関連多角化企業、非関連多角化企業に分けた上で、各々の企業の連結会計情報の価値関連性について検証を行っている。検証の結果、専業企業、関連多角化企業、非関連多角化企業の順で、価値関連性が高いことを明らかにした。

中野(2008)の知見は、事業構造が単純であるほど連結財務諸表の有用性は高く、事業構造が

複雑多岐に渡るほど、連結財務諸表の有用性が低くなることを意味している。

3. 多角化戦略が会計情報等に及ぼす影響を明らかにした先行研究

井上・野間（2007）は、多角化戦略が資本コストに与える影響を検証したものである。検証の結果、コア事業との関連分野への多角化は資本コストを低減させるものの、非関連分野への多角化は資本コストを上昇させることを明らかにしている。

花崎・松下（2014）は、連結子会社数を多角化の1つの尺度として、連結子会社を持つ企業と持たない企業の収益性を検証した。検証の結果、多角化により収益性が低下していることを明らかにした。

4. 先行研究からの知見と残された問題点

本研究と関連のある先行研究をレビューした結果、次の3点を知見として挙げるができる。

- ①連結財務諸表は個別財務諸表よりも価値関連性の高い会計情報を提供しているということ。
- ②連結子会社数や多角化の程度が価値関連性に影響を及ぼしているということ。
- ③連結子会社数が多い企業の資本コストは高くなる場合があり、収益性は低いということ。

このような知見を得られた一方で、連結子会社および関連会社数の変動が、価値関連性に対していかなる影響を及ぼしているかについて明らかにした研究は行われていない。その意味で、本研究はこの点に焦点を当てたものであり、ここに本研究の貢献があると考えられる。

IV. リサーチ・デザイン

1. 仮説構築

中野（2008）は、連結会計情報の価値関連性の高さは、専門企業、関連企業、非関連企業の順となることを明らかにした。その根拠として、事業構造が単純であるほど、連結会計情報の理解がすすむということを挙げている。この考え方を援用すると、連結子会社および関連会社数が減少するということは、将来キャッシュ・フローの予測に際して、考慮すべき事項が減ることを意味し、結果として、利益予想の精度が向上すると考えられる。

さらに、Jaggi et al. (2009) など、多くの先行研究において、リストラクチャリングやそのアナウンスメントはポジティブに評価されていることが証明されている。井上・野間（2007）や花崎・松下（2014）で得られた知見等も踏まえると、連結子会社および関連会社数の減少は、資本市場においてポジティブに評価されると考えられる。

一方、連結子会社および関連会社数の減少は、企業規模やマーケットシェアの縮小による売上

減少、さらには利益の減少に繋がる可能性もあり、全てをポジティブには評価できない側面も存在する。すなわち、資本市場は、連結子会社および関連会社数の減少を一律に評価しない可能性もあり、減少の程度により評価も異なるものになる可能性も考えられる。このことは、連結子会社および関連会社数が増加した場合においても同様の指摘が可能である。以上より、次の仮説が導出される。

仮説：連結利益の価値関連性は、連結子会社および関連会社数の増減の程度によって異なる。

2. 分析モデル

(a) 連結子会社・関連会社数増減の分類

本研究では、連結子会社および関連会社数の増減の程度に応じた、連結会計情報の価値関連性を検証する。連結子会社および関連会社数の増減の程度は、(1)増減数の程度と、(2)増減率の程度から捉えることができる。そこで、本研究では、増減数と増減率の両側面から価値関連性分析を行う。

増減数の程度が、連結会計情報の価値関連性に及ぼす影響を検証する分析モデルにおいては、分析対象企業を、連結子会社および関連会社数の増減数に応じて、①5社超の増加企業、②2社超5社以下の増加企業、③2社以下の増加企業、④5社超の減少企業、⑤2社超5社以下の減少企業、⑥2社以下の減少企業、および⑦増減のない企業という7つにカテゴライズする。その上で、連結子会社および関連会社数に増減が生じている①から⑥の企業を、図表3で示すDincNa、DincNb、DincNc、DdecNa、DdecNb、DdecNcといったダミー変数を用いて、それぞれのカテゴリーにおける連結会計情報の価値関連性を観察する。

図表3 連結子会社・関連会社の増減とダミー変数

増減数と価値関連性	
ダミー変数	分類要件
DincNa	連結子会社・関連会社の増加数が5社超
DincNb	連結子会社・関連会社の増加数が3社以上5社以下
DincNc	連結子会社・関連会社の増加数が1社以上2社以下
DdecNa	連結子会社・関連会社の減少数が5社超
DdecNb	連結子会社・関連会社の減少数が3社以上5社以下
DdecNc	連結子会社・関連会社の減少数が1社以上2社以下

増減率と価値関連性	
ダミー変数	分類要件
DincRa	連結子会社・関連会社数の増加率が15%超
DincRb	連結子会社・関連会社数の増加率が5%超15%以下
DincRc	連結子会社・関連会社数の増加率が0%超5%以下
DdecRa	連結子会社・関連会社数の減少率が15%超
DdecRb	連結子会社・関連会社数の減少率が5%超15%以下
DdecRc	連結子会社・関連会社数の減少率が0%超5%以下

これに対して、増減率の程度が連結会計情報の価値関連性に及ぼす影響を検証する分析モデルにおいては、分析対象企業を、連結子会社および関連会社数の増減率に応じて、① 15%超の増加企業、② 5%超 15%以下の増加企業、③ 5%以下の増加企業、④ 15%超の減少企業、⑤ 5%超 15%以下の減少企業、⑥ 5%以下の減少企業、および⑦増減のない企業という7つにカテゴライズする。その上で、連結子会社および関連会社数に増減率が生じている①から⑥の企業を、図表3で示す DincRa, DincRb, DincRc, DdecRa, DdecRb, DdecRc といったダミー変数を用いて、それぞれのカテゴリーにおける連結会計情報の価値関連性を観察する。

(b) 回帰式

本研究では、利益資本化モデルをベースとして、連結子会社および関連会社数の増減の程度に応じたダミー変数を組み込み、以下で示す2つの回帰式を構築する。(1)式は、連結子会社および関連会社の増減数が価値関連性に及ぼす影響を観察するモデルであり、(2)式は、連結子会社および関連会社の増減率が価値関連性に及ぼす影響を観察するモデルである。

$$MV = a + \beta_1 E + \beta_2 \text{DincNa} * E + \beta_3 \text{DincNb} * E + \beta_4 \text{DincNc} * E \\ + \beta_5 \text{DdecNa} * E + \beta_6 \text{DdecNb} * E + \beta_7 \text{Size} + \text{Dyear} + \varepsilon \quad \dots(1)$$

$$MV = a + \beta_1 E + \beta_2 \text{DincRa} * E + \beta_3 \text{DincRb} * E + \beta_4 \text{DincRc} * E \\ + \beta_5 \text{DdecRa} * E + \beta_6 \text{DdecRb} * E + \beta_7 \text{DdecRc} * E + \beta_8 \text{Size} + \text{Dyear} + \varepsilon \quad \dots(2)$$

上記回帰式において、MVは当期末時価総額、Eは連結経常利益、Sizeは企業規模を表すコントロール変数で当期末時価総額の自然対数値、Dyearは年度ダミーである。MVおよびEについては、前期末総資産額でデフレートしている。

この2つの回帰式を通じて観察するのは、連結子会社および関連会社の増減の程度により区分された連結会計情報の価値関連性が、サンプル全体の連結会計情報の価値関連性よりもどの程度上方、あるいは下方に位置しているかである。これにより、増減の程度により生じる価値関連性の違いを定量化して観察することができる。

V. サンプル選択と記述統計

本研究では、以下の4点を充足する企業をサンプル企業とした。

- ① 東証一部に上場している3月決算企業（金融・保険業を除く）
- ② 連結子会社を保有している企業。
- ③ 日経 Financial Quest 2.0 よりデータ取得企業
- ④ 当期、前期が12月である企業

これらの条件を満たす企業を分析対象企業とし、2008年に公表された企業会計基準第22号が効力を発した2011年3月期から2015年3月期の5期間分を分析対象期間とする。分析に用いるサンプルの記述統計は、図表4のとおりである。

本研究では、連結子会社および関連会社数の増減の程度に応じて、分析サンプルをカテゴライズして、価値関連性の程度を検証する。増減数と増減率、それぞれの程度に応じて分類した各カテゴリーの企業数は、図表5のとおりである。

図表4 記述統計量

	MV	E	Size
平均値	0.548	0.059	24.689
中央値	0.447	0.053	24.496
標準偏差	0.408	0.032	1.455
分散	0.166	0.001	2.116
最小値	0.032	0.012	21.153
最大値	10.672	0.150	29.868
サンプル数	4,917	4,917	4,917

図表5 カテゴリー別分析企業数

増減	増加			増減なし	減少		
企業数	1,792			2,031	1,094		
増減数	5社超	2社超 5社以下	2社以下	増減なし	5社超	2社超 5社以下	2社以下
企業数	269	369	1154	2,031	129	204	761
増減率	15%超	5%超 15%以下	5%以下	増減なし	15%超	5%超 15%以下	5%以下
企業数	568	729	495	2,031	243	435	416

VI. 分析結果と追加検証

1. 分析結果

図表6は、分析モデル(1)式および(2)式の分析結果である³⁾。ここからは、増減数および増減率ともに、連結子会社および関連会社数が最も大きく減少したカテゴリーに属する企業の連結経常利益(DdecNa*EおよびDdecRa*E)の価値関連性が、正に有意であるということが読み取れる。

このことは、資本市場が、サンプル全体の連結経常利益(E)よりも、ここにカテゴリーされる企業の連結経常利益をより高く評価しているということである。これに対して、連結子会社数および関連会社数が増加した企業や僅かに減少した企業の連結経常利益に対して、資本市場はサンプル全体の連結経常利益よりも低い評価をしている。

これらの分析結果は、本研究において構築した仮説を概ね支持するものと解することができる。

図表 6 分析結果

(1) 式の分析結果

	偏回帰係数	t値	p値
(定数)	-1.384	-16.688	0.000
E	7.027	43.527	0.000
DincNa*E	-0.964	-3.117	0.002
DincNb*E	-0.446	-1.684	0.092
DincNc*E	-0.054	-0.315	0.752
DdecNa*E	0.988	2.123	0.034
DdecNb*E	-0.730	-1.939	0.053
DdecNc*E	-0.409	-1.947	0.052
Size	0.062	18.404	0.000
Adjusted R ²	0.404		

(2) 式の分析結果

	偏回帰係数	t値	p値
(定数)	-1.482	-17.664	0.000
E	6.968	43.104	0.000
DincRa*E	0.227	1.093	0.274
DincRb*E	-0.512	-2.554	0.011
DincRc*E	-0.768	-3.000	0.003
DdecRa*E	0.696	2.263	0.024
DdecRb*E	-0.482	-1.789	0.074
DdecRc*E	-1.040	-3.614	0.000
Size	0.066	19.371	0.000
Adjusted R ²	0.406		

2. 追加検証

連結子会社および関連会社数が多く減少しているカテゴリーに属する企業の連結経常利益の価値関連性が高いということは、そのカテゴリーに属する企業の財務分析数値に、資本市場が高く評価するような特徴が生じている可能性がある。そこで、追加検証として、増減率によるカテゴリー別の収益性および安全性について比較を行う。

分析指標とするのは、収益性指標として売上高経常利益率、ROA、およびROE、安全性指標として流動比率、当座比率、および自己資本比率である。これらの指標の前期と当期を比較したのが、図表7である。

図表7をみると、連結子会社および関連会社数が多く減少しているカテゴリーに属する企業の収益性指標も安全性指標が大きく改善されていることが読み取れる。すなわち、企業集団の縮小や組織再編等を通じて、連結子会社および関連会社数を大きく減少させることで、企業経営の効率化を実現し、この点を資本市場がポジティブに評価していると解することができる。

図表 7 収益性・安全性の分析比較

		売上高経常利益率		ROA(経常利益)		ROE		流動比率		当座比率		自己資本比率	
		前期	当期	前期	当期	前期	当期	前期	当期	前期	当期	前期	当期
増加	15%超	5.87	6.25	5.77	6.09	6.71	7.93	217.97	200.00	160.12	142.10	50.55	49.68
	5%超15%以下	5.68	6.05	5.51	5.80	6.68	7.42	190.17	193.20	135.69	137.14	47.29	47.91
	5%以下	5.47	5.94	5.03	5.49	5.96	7.00	163.07	168.12	111.64	114.75	42.03	43.03
減少	15%超	5.09	6.26	4.76	5.70	3.95	7.04	187.93	196.32	134.23	143.02	47.13	49.17
	5%超15%以下	4.66	5.73	4.32	5.20	4.57	6.50	188.42	192.50	135.12	138.64	45.83	47.16
	5%以下	5.00	5.81	4.54	5.24	5.71	7.13	161.30	165.22	111.33	113.88	40.89	42.27

VII. むすびに

本研究では、企業集団の形態変化の1つとして、連結子会社および関連会社数の変動に焦点を当て、それらが増減した場合の連結会計情報に対して、資本市場がどのような評価を行うかを解明することを目的として検証を行った。検証の結果、次の点が明らかになった。

①連結子会社および関連会社数が5社超減少した企業あるいは15%超減少した企業の連結経常利益を、資本市場が他の企業の連結経常利益よりも高く評価しているということ。

②企業集団の規模縮小や企業集団内の組織再編等を通じて連結子会社および関連会社数が大きく減少した企業は、収益性や安全性を大幅に改善している。

これらの点が明らかになった一方で、本研究では、増減する連結子会社や関連会社の企業集団内での影響力の有無を十分に考慮に入れていない。この点については今後の課題としたい。

(注)

- 1) 2015年10月に旭化成の連結子会社である旭化成建材による杭施工データ改ざん問題が発覚し、これにより旭化成の株価は暴落した。このことは、連結子会社が、連結親会社や企業集団に多大な影響を及ぼすことを示唆する事例といえよう。
- 2) 向(2006)は、純粹持株会社に焦点を当てたものであることに留意されたい。
- 3) 年度ダミーについては、紙幅の都合上、省略してある。

参考文献

- 石川博行(2000)『連結会計情報と株価形成』千倉書房。
- 井上達男(1998)「会計数値に基づく企業価値の実証研究」『会計』第153巻第6号, 6月, pp.44-56。
- 井上剛・野間幹晴(2007)「多角化戦略と株主資本コスト—事業の関連性と組織構造—」『証券アナリストジャーナル』第45巻第10号, pp.84-97。
- 大日方隆(2006)「連結制度改革と連結情報の有用性」『MMRC Discussion Paper Series』No.136。
- 桜井久勝(1992)「親会社利益と連結利益の情報内容比較」『国民経済雑誌』(神戸大学)第166巻第5号, pp.89-109。
- 中野貴之(2008)「企業集団の事業構造と連結財務諸表の有用性」『キャリアデザイン学部紀要』(法政大学)第5号, pp.351-373。
- 花崎正晴・松下佳菜子(2014)「コーポレート・ガバナンスと多角化行動—日本の企業データを用いた実証分析—」『経済経営研究』(日本政策投資銀行設備投資研究所)Vol.34, No.5。
- 向伊知郎(2003)『連結財務諸表の比較可能性』中央経済社。
- 向伊知郎(2006)「連結財務情報の有用性—目的適合性と信頼性—」『会計』第170巻第3号, 9月, pp.37-46。
- 矢内一利(2004)「単独決算情報との比較による連結決算情報の企業価値関連性の検証」『早稲田商学』(早稲田大学)第399号, pp.1-33。
- 山形武裕・國村道雄(2003)「わが国の会計ビッグバン期における連結情報の株価関連性の変化」『現代ディスクロージャー研究』第4号, pp.21-32。
- 山形武裕・三澤哲也・國村道雄(2005)「連結情報と単体情報の株価関連性におけるモデル説明力の比較」『現代ディスクロージャー研究』第6号, pp.2-13。

山地範明 (2000) 『連結会計の生成と発展』 中央経済社。

Abad, C., J. Laffarga, A. García-Borbolla, M. Larrán, J. M. Piñero and N. Garrod (2000) “An Evaluation of the Value Relevance of Consolidated versus Unconsolidated Accounting Information: Evidence from Quoted Spanish Firms,” *Journal of International Financial Accounting*, Vol.11 No.3, Autumn, pp. 156-177.

Dyregang, S. D., M. Hanlon and, E. L. Maydew (2012) “Where Do Firms Manage Earnings?,” *Review of Accounting Study*, No.17, pp.649-687.

Easley, D., and M. O'Hara (2004) “Information and the Cost of Capital,” *Journal of Finance*, Vol.59, No.4, pp. 1553-1583.

Jaggi, B., Beixin Lin, Suresh Govindraj, and Picheng Lee (2009) “The Value Relevance of Corporate Restructuring Charge,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, No.32, pp.101-128.

Müller, V. O. (2011) “Value Relevance of Consolidated versus Parent Company Financial Statements: Evidence from the Largest Three European Capital Markets” *Accounting and Management Information Systems*, Vol.10 No.3, pp.326-350.

Thomas, W. B., D. R. Herrmann, and T. Inoue (2004) “Earnings Management through Affiliated Transactions,” *Journal of International Accounting Research*, Vol.3, No.2, pp.1-25.