

博士学位請求論文

現在価値測定による企業価値とのれんの研究

—現在価値会計の史的展開を中心として—

中央大学大学院商学研究科商学専攻 博士課程後期課程

島崎杉雄

目次

現在価値測定による企業価値とのれんの研究.....	i
—現在価値会計の史的展開を中心として—.....	i
序章.....	1
第1節 本論文の問題意識と目的.....	1
第2節 本論文の構成.....	4
第1章 2つの会計観と現在価値会計.....	6
はじめに.....	6
第1節 FASB 討議資料における資産負債観と収益費用観.....	7
1 資産負債観.....	7
2 収益費用観.....	9
第2節 各概念フレームワークにおける資産負債観と収益費用観.....	10
1 FASB 概念フレームワーク.....	10
2 IASB 概念フレームワーク.....	13
3 両概念フレームワークの比較.....	14
第3節 収益費用観の生成.....	16
1 会計原則の萌芽.....	17
2 SHM 会計原則.....	18
3 会社会計基準序説.....	20
4 AAA1948年改訂版.....	21
第4節 資産負債観の萌芽.....	23
1 AAA1957年改訂版.....	23
2 ARS 第3号.....	25
3 APB Statement 第4号.....	26
第5節 利益と将来キャッシュ・フロー.....	28
1 資産負債観と収益費用観の本質.....	29
2 将来キャッシュ・フローと利益の本質.....	30
むすび.....	32
第2章 現在価値会計の萌芽とのれん.....	33
はじめに.....	33
第1節 経済的利益の展開.....	33
1 Fisher による消費としての所得.....	34
2 Lindahl による利子としての所得.....	35
3 Hicks による事前・事後所得.....	37

第2節 Canningによる現在価値会計とのれん	39
1 財務諸表の構成要素	39
2 利益	41
3 測定	43
4 のれん	45
第3節 のれん概念と経済的利益	46
1 のれん概念の分類	46
2 超過利益説	48
3 差額説	50
むすび	52
第3章 現在価値会計の進展	54
はじめに	54
第1節 現在価値会計の概要	54
1 会計的利益と経済的利益	55
2 確実性の状況下の場合	57
3 不確実性の状況下の場合	58
第2節 Solomonsによる可変利益概念	62
1 AlexanderとSolomonsによる可変利益概念	62
2 経済的利益概念と可変利益概念の特質	63
第3節 残余利益概念への展開	64
1 残余利益概念	65
2 可変利益概念と残余利益概念	66
むすび	68
第4章 現在価値会計とのれん	70
はじめに	70
第1節 Edwards and Bellによる実現可能利益と経営利益	70
1 会計の目的	71
2 実現可能利益	71
3 経営利益	73
第2節 Edwards and Bellにおけるのれん	74
1 経済的利益概念	74
2 主観のれんと客観のれん	77
3 主観利益と主観のれん	78
第3節 経済的利益の比較	80
1 可変利益概念の定式化	80

2	ウインドフォールと期待せざる利得.....	82
3	実現可能利益概念と可変利益概念.....	83
	むすび.....	84
第5章	現在価値と企業価値評価.....	85
	はじめに.....	85
第1節	企業価値評価の基礎.....	86
1	企業価値の諸概念.....	86
2	資産評価法の3つのアプローチ.....	87
3	3つのアプローチによる企業価値モデル.....	89
第2節	現在価値による企業価値評価モデル.....	93
1	配当割引モデル.....	93
2	DCF法.....	94
3	実務における企業価値評価.....	97
4	配当割引モデル・DCF法の限界.....	98
第3節	残余利益モデルと Ohlson モデル.....	99
1	残余利益モデル.....	99
2	Ohlson モデル.....	102
第4節	実証的研究と企業価値評価モデル.....	105
1	Ohlson モデルによる実証研究.....	105
2	Ohlson モデルの課題と現状.....	107
	むすび.....	108
第6章	のれんと企業価値評価.....	109
	はじめに.....	109
第1節	相乗効果説によるのれんと企業価値.....	110
1	相乗効果説.....	110
2	FASB・IASBによるコアのれん.....	111
3	のれんと現在価値測定による企業価値の関係.....	114
第2節	シナジーのれんの本質.....	117
1	Ansoffによるシナジー効果.....	117
2	シナジー概念の本質とのれん.....	118
第3節	のれん測定モデル.....	122
1	企業価値とシナジーのれん.....	122
2	のれん予測モデル.....	126
	むすび.....	129
終章	131

参考文献	135
------------	-----

序 章

第1節 本論文の問題意識と目的

本論文の目的は、現在価値会計または経済的利益の学説展開を手掛りとし、企業価値創造の源泉となるのれんの本質を明らかにし、その測定モデルを導くことである。

のれんの研究は、これまで多くの論者によって研究されてきた。日本では、古くは高瀬 [1930] から、その概念的な研究が行われており、近年では、梅原 [2000]、山内 [2010] 等が挙げられる。また、欧米圏の研究では、Canning [1929]、Paton and Littleton [1940]、Callett and Olson [1968] および Hendriksen [1965; 1970; 1977; 1982; 1992; 2001] 等を挙げることができる。

一般的にのれん概念の研究は、企業結合という側面と、識別可能性という側面¹から研究されてきた。前者の企業結合という側面でのれんは、すなわち、通常、貸借対照表に計上される客観のれんまたは買入のれんによって論じられる。客観のれんは、企業結合時に被取得企業の取得原価が、取得した資産および引受けた負債に配分された純額を超過する額である。客観のれんは、欧米圏における基準および理論にもこれまで多く登場し、会計上において最も一般的な概念である。

それに対して、後者の識別可能性という側面からのれんを捉えることにおいては、大きな問題が内在している。1976年のFASB討議資料 (*Discussion Memorandum, analysis of issues related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting : Elements of Financial Statements and Their Measurement*: 以下、FASB 討議資料) では、資産負債観と収益費用観が述べられ、それに付随して包括利益と純利益の概念が登場する。

資産負債観は、資産の定義を出発点として、将来のキャッシュ・フローに本質を置く概念であり、包括利益も同様の本質を有していることになる。FASB 討議資料では明記されていないが、測定属性も現在価値測定が適合的である。したがって、国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board: 以下、IASB) や、アメリカ財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standards Board: 以下、FASB) の近年の公正価値 (fair value) 測定の推進もこれに即しているものと考えられる。

公正価値測定の進展は、FASB および IASB が、貸借対照表において企業価値の測定を目指している意図が伺える²。これまで貸借対照表に計上されなかった識別不能項目は、企業価値の一部、自己創設のれん、または主観のれんの一部であり、企業価値評価の構成要素として、測定される必要があると思われる。しかし、主観のれんまたは制度上における自己

¹ ここでは、識別可能性という側面に企業価値評価という観点も含めて考えている。

² 貸借対照表で企業価値を算出する会計モデルとして徳賀 [2011] は、「純資産簿価モデル」としている。

創設のれんは、信頼性を持った定量的な測定値を得ることはできない。識別不能とされてきた主観のれんこそが、識別可能性という側面からのれんを考えたときの大きな問題である。

これまで、理論的にのれんを測定することについて検討している論者および研究は数少ない。Ma and Hopkins [1988] は、企業価値とのれんについて概念的な研究を行っているが、具体的な測定モデルは提示していない。Damodaran [2005] では、シナジー効果をしめすのれんについて、事例を挙げて具体的な計算を行っているが、それに対して一般化したモデルを提示するに至っていない。このように、先行研究を振り返ると、一般化されたのれん測定モデルを研究することの意義を見出すことができる。

そこで、本論文では、企業価値創造の源泉となり得るシナジーのれんを測定するモデルを、理論的に解明することを目的とする。ここで、識別不能だったのれんとは、主観のれんである³。主観のれんは、Edwards and Bell [1961] によって述べられた概念であり、現在価値会計および経済的利益を基礎としている⁴。

また、企業価値概念も、現在価値会計および経済的利益を基礎とした理論である。ここで、企業価値評価 (valuation) とは、「予測 (forecast) をある企業全体あるいはその構成部分の価値に変換すること」 (Palepu et al. [2000] p.11-1) と定義される。ここでの予測とは、経営戦略分析 (business strategy analysis) , 会計分析 (accounting analysis) , および財務分析 (financial analysis) の結果をふまえた多角的な将来性分析 (prospective analysis) のことを指している (Palepu et al. [2000] p.1-9) 。

経営者にすれば、計画を立て、経営目標を定めるために予測を必要とし、同様に、アナリストは、企業の将来についての見解を投資者に伝えるために予測を立てる。そして、投資者が、企業の将来を予測するという役割を果たす。いずれにしても、企業価値評価は、ベクトルが将来的志向であり、多様な機能を有している。会計の目的または機能論⁵から、企業価値を見れば、それは情報提供機能に即している。企業外部の投資者のみならず、企業内部の経営者等にとって、意思決定に有用な情報を提供することが求められるからである。

Copeland et al. [1994] は、企業価値の最大化を図る経営を、価値志向経営 (value based management : VBM) と呼び、どのような業績変数 (バリュードライバー) が事業価値の源

³ 自己創設のれんまたは制度的観点から定義されるのれんであるため、本論文では、主観のれんという広い意味での識別不能なのれんを範疇として検討する。また、これは、Edwards and Bell [1961] の定義に従うものとする。

⁴ Edwards and Bell [1961] は、カレント・コストを論じた論者であるが、そのなかで、経済的利益についても論じている。本論文では、経済的利益に論じた部分を中心として議論していく。

⁵ 会計の目的観には、大きく分けて、2つある。それは、利害調整機能 (会計責任機能) と情報提供機能である (井尻 [1968] p.91) 。利害調整機能 (会計責任機能) は、組織に関わる様々な利害関係者の持分を調整することに焦点を当てたものであり (AAA [1971] p.7) , 情報提供機能は、経営者による経営上の意思決定および投資家による投資意思決定を援助することを目的としている。 (AAA [1971] pp.6-7)

泉になるのかを見極めながら、事業価値を最大化するために「取締役会レベルの戦略から最前線における日常的な業務上の決定に至る、企業のあらゆるレベルにおける意思決定を導く」(Copeland et al. [1994] p.89) としている。

企業価値を創造することが、企業経営において求められることから、その源泉を明らかにすることは、会計学研究においても重要な課題であると思われる。本論文では、それがシナジーを生む主観のれんであり、それを定量的に把握することを目的としている。主観のれんは、企業価値と他の評価基準(測定属性)による測定値の差額として導かれる。その企業価値の測定方法として、配当割引モデル(Divided Discounted Model: DDM)、割引キャッシュ・フロー・モデル(Discounted Cash Flow Model: DCF, DCF法)、FCF(Free Cash Flow)法などがある。これらの概念は、すべて現在価値会計および経済的利益の理論を基礎としている。

このように、主観のれんおよび企業価値の測定の両者ともに、現在価値会計および経済的利益を基礎としていることから、本論文では、現在価値会計および経済的利益の学説を手掛かりとして理論的な考察を行う。現在価値会計および経済的利益は、1900年代初頭から経済学者を中心として議論されてきた理論である。主な論者として、Fisher [1909]、Lindahl [1933] および Hicks [1939] が挙げられる。また、経済的利益を個人所得から、企業利益の範疇へと拡大して、議論した論者として、Alexander [1950; 1962]、Solomons [1961]、Edwards and Bell [1961] が挙げられる⁶。

これらの経済的利益および現在価値会計を論じるうえで、切り離せない論点が、不確実性の問題点である。現在価値の測定は、将来キャッシュ・フローを適切な割引率(利子率)によって割り引くことによって算出される。その算定上にあたり、現在価値は、不確実性とは切っても切れない関係がある。その不確実性を緩衝する概念となるのが、のれんである⁷。また、のれんは、経済的利益において会計的利益との橋渡しの役割を果たしている⁸。

したがって、現在価値会計および経済的利益、のれん、企業価値は、それぞれ密接な関係を有しており、切り離して検討することができない。本論文では、既述した通り、これらのなかで、企業価値の創造の源泉となりうる差額としてののれんの本質を明らかにし、さらに測定するモデルを示すことで、経営者および投資者の意思決定の新たな示唆を導くことを主眼としている。

⁶ Edwards and Bell [1961] は、カレント・コストを論じた論者であるが、そのなかで、経済的利益についても論じている。本論文では、経済的利益に論じた部分を中心として議論していく。

⁷ これは、Canning [1929] によって論じられた総合的評価勘定説が代表的である。

⁸ これは、Alexander [1950; 1962] によって、可変利益によって述べられている。

第2節 本論文の構成

本論文の目的は、経済的利益および現在価値会計の学説を手掛かりとして、企業価値の創造の源泉となり得るのれんの本質と、そののれんを測定するモデルを明らかにすることであった。そこで、本論文では、以下の通りの構成となっている。

まず、第1章では、歴史的な会計思想と利益の本質を検討することを目的としている。利益の本質を探究するために、その思想の基礎となっている資産負債観と収益費用観を、アメリカ会計基準および理論を手掛かりとする。まず、FASB [1976a] を手掛かりとして、資産負債観および収益費用観について明らかにする。次に、現在の概念フレームワークについて触れ、現在の制度上において、資産負債観および収益費用観がどのように会計理論の基礎となっているか明らかにする。

そのうえで、収益費用観の生成過程を、会計原則（基準）の萌芽期から、SHM 会計原則、会社会計基準序説、および AAA1948 年改訂版という年代順に追う。次に、資産負債観の萌芽および形成過程を、AAA1957 年改訂版、ARS 第3号、および APB Statement 第4号という順に考察を加える。そのうえで、Trueblood 報告書を元に、利益の本質を明らかにするものが、第1章の役割である。

第2章では、現在価値会計または経済的利益の萌芽となった学説と、のれんとの関係を明らかにすることを目的としている。現在価値会計または経済的利益の学説は、Fisher [1930]、Lindahl [1933; 1939]、および Hicks [1939] の諸説である。これら経済的利益の萌芽期において、経済的利益がどのように理論化されたかその論拠を明らかにする。そのうえで、Fisher の学説を基礎としている Canning [1929] の学説について検討する。Canning は、その著書のなかで経済的利益とのれんについて議論しているので、それを手掛かりとしてのれんについて明らかにする。さらに、のれん概念について、これまでの諸説として、超過利益説と差額説に大別し、とくに経済的利益との観点から、のれんについて検討を加える。

第3章では、経済的利益の発展させた論者として、Alexander および Solomons の学説について検討する。Alexander は、Hicks らの諸説が、個人所得を中心に定義していたのに対して、その概念を企業利益に拡大し検討した論者である。会計的利益と経済的利益を対比させながら、Alexander [1950] の経済的利益について明らかにする。次に、Alexander [1950] を改訂した、Solomons の学説である残余利益概念について明らかにする。残余利益概念は、後述する企業価値評価モデルである、Ohlson モデルの基礎となる概念であるため、その関係性についても触れる。そのうえで、Alexander の主張した可変利益概念と残余利益概念の関係性を明らかにするのが、第3章の役割である。

第4章の目的は、Solomons と同時期である Edwards and Bell [1961] の学説を中心として扱い、のれんに焦点を当て、経済的利益と可変利益概念を比較して、その関係を明らかにすることである。Edwards and Bell は、カレント・コストの提唱者であるが、カレント・コス

トを主張する過程において、経済的利益とのれんについて述べている。そこで、とくに主観のれんについて明らかにし、そのうえで、Solomons が主張した会計的利益を基礎とした可変利益概念と、経済的利益に基づいた実現可能利益概念について比較検討を行い、その関係を明らかにする。

第 5 章では、企業価値評価の手法、現状および課題を明らかにすることを目的としている。まず、資産評価手法と、基本的な企業評価モデルである、配当割引モデル、DCF 法、および残余利益モデルについて触れる。また、残余利益モデルから、Ohlson [1995] を概観し Ohlson モデルの導出を行う。次に、Ohlson モデルを用いた Valuation 研究における先行研究について整理し、Ohlson モデルの問題点を明らかにする。

第 6 章では、経済的利益および現在価値会計とのれんについて明らかにした点を整理し、近年 FASB および IASB で検討されている、コアのれんまたはシナジーのれんについて扱う。さらに、シナジーのれんを検討するために、シナジーの概念を Ansoff [1965] を手掛かりとする。Ansoff [1965] の所説を基礎として、現代的なシナジー発生要因を、経営戦略論を中心として検討し、その本質を明らかにする。そのうえで、シナジーのれんを測定するモデルを企業価値を基礎として導く。

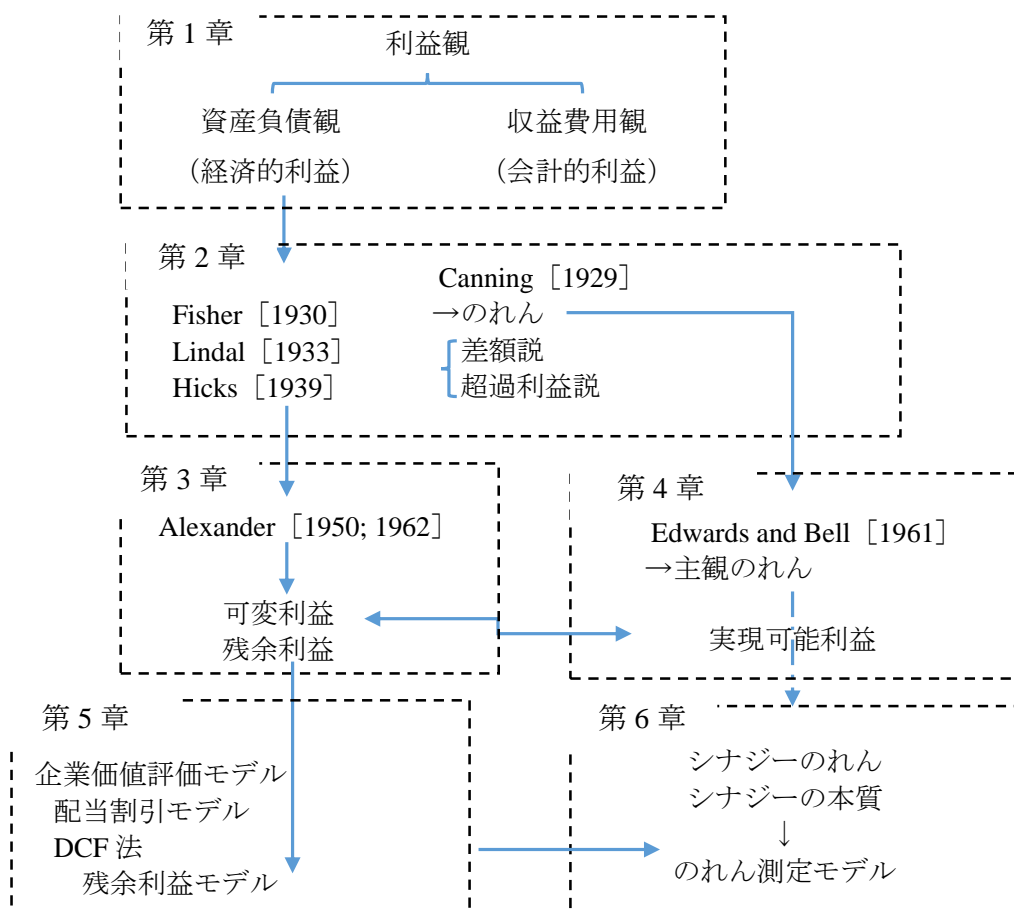


図 0-1 本論文における全体構成のフローチャート

第1章 2つの会計観と現在価値会計

はじめに

1976年12月、討議資料「財務会計および財務報告のための概念フレームワークに関する論点の分析：財務諸表の構成要素とその測定」 (*Discussion Memorandum, analysis of issues related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting : Elements of Financial Statements and Their Measurement*) (以下、FASB 討議資料) が公表された。FASB 討議資料では、「財務会計および財務報告のための概念フレームワークの基礎として、資産負債観 (asset and liability view)、収益費用観 (revenue and expense view)¹および非連携観 (non-articulated view)²のうち、いずれを採用されるべきか」 (FASB [1976a] para.25) という会計観の選択問題として、それぞれの概念が述べられている³。

その後のアメリカ財務会計基準審議会 (Financial Accounting Standard Board: 以下、FASB) のみならず、国際会計基準審議会 (International Accounting Standard Board: 以下、IASB) で

¹ “asset and liability view”は、他方では、資産負債アプローチ、または資産負債中心観と訳されることもある。また、“revenue and expense view”は、他方で、収益費用アプローチ、または収益費用中心観と訳されることもある。本稿では、上野 [1998] に習い、原語を忠実に直訳した。訳出については、藤井 [1992] に詳細に述べられている。なお、英語圏の文献では、“asset and liability view”および“revenue and expense view”を、“asset/liability approach”および“revenue/expense approach”として使用している文献もある (例として、Anthony [1983] pp.67-68)。

² 「非連携観」 (non-articulated view) は、「第3のアプローチ」 (FASB [1976a] para.31) として登場する会計観の1つである。連携 (articulation) とは、「共通の勘定および測定値を基礎にした利益報告書 (およびその他の財務諸表) と財務状態表 (貸借対照表) の相互関係」 (FASB [1976a] para.72) を指している。つまり、収益および費用 (利得、損失なども含む) は、損益勘定を通して、資本に組み入れられるというクリーンサープラス関係を意味している。本稿では、連携した財務諸表を前提としている。

³ FASB 討議資料では、「利益測定をめぐる相違が、連携した財務諸表における異なる会計測定に帰着する利益・財務諸表思考をめぐる2つの流派 (資産負債観および収益費用観—筆者) をもたらしている」 (FASB [1976a] para.32) と述べ、資産負債観および収益費用観を利益観としてとらえる記述もある。利益には、(1)収益と費用の差額、または(2)期末の純資産が期首の純資産を超過した分がかねてから存在する。(1)の例として、「企業利益は、おおまかにいえば、収益が原価および費用に対して超過した分」 (May [1949] p.5) がある。(2)の例として、「われわれは、期間 n における主体の経済的業績を決定する測定システムへの基本的インプットのひとつとして、財産の歴史 $\{R_\tau : \tau < n\}$ を定義する。そして、次に R_{n-1} と R_n を決定し、期首の主体の財産 R_{n-1} と期末のそれ R_n との差額として、期間 n の利益を決定する」 (井尻 [1976] 82 頁) がある。つまり、(1)および(2)の利益は、結局のところ差額概念であり、財務諸表の構成要素 (資産、負債、純資産、収益、および費用) が定義および認識されなければ、導くことができない。よって、会計観は利益観を包含すると解釈し、本稿では資産負債観および収益費用観を会計観としてとらえている。

は、概念フレームワーク設計が行われた。そこでは、資産負債観が採用され、以後 FASB および IASB は、資産負債観に基づいた基準設計を行っている。

しかし、概念フレームワークの基底とされる資産負債観は、欠点があるか、もしくは不完全であるか、また資産負債観の定義が各人によって異なっていることが指摘されている（辻山 [2007] 36 頁）。すなわち、現在の会計は「収益費用中心観による会計処理と資産負債中心観による会計処理との『ハイブリッドな状況』」（徳賀 [2000] 121 頁）であるとされる。減損と減価償却、価値評価と会計的配分、および包括利益と純利益など、資産負債観と収益費用観は、現実的には対立または補完的に併存している。

このように、混合的な概念となっている現在の会計思想のなかで、本章では、資産負債観および収益費用観の本質と、両概念から導かれる利益の本質を明らかにすることを目的とする。その手掛かりとして、アメリカの会計基準および会計理論を用いて検討する。なぜならば、FASB 討議資料は、その登場以前の会計理論等をまとめて編纂されたものだからである。よって、本論文においても、アメリカにおいての会計原則制定の運動が行われ始めた、1930 年代まで遡って考察を加える。

歴史的な流れとして、収益費用観が形成され、その後資産負債観が登場する経緯を順に追っていくかたちで、資産負債観および収益費用観の本質を明らかにする。そのうえで、FASB 討議資料の基礎となった、*Objectives Of Financial Statements : Report Of The Study Group On The Objectives Of Financial Statements*（以下、Trueblood 報告書）を手掛かりとして、利益の本質を導く⁴。

第 1 節 FASB 討議資料における資産負債観と収益費用観

1 資産負債観

FASB 討議資料における資産負債観の基本的特徴は、次の 3 点にまとめることができる。

- (1) 利益は、1 期間における企業の正味資源の増加の測定値であり企業の富の増加の尺度を示す（FASB [1976a] paras.34, 46：以下、同文献は para.のみ示す）。
- (2) 鍵概念は、資産および負債である（para.34）。
- (3) 資産および負債の属性およびそれらの変動を測定することが、財務会計における基本的な測定プロセスである（para.34）。

基本的特徴に従うことで、財務諸表の構成要素の定義および認識が可能になっており、これをまとめたものが表 1-1 である。鍵概念である資産および負債は次のような本質があ

⁴ 津守 [1997] において、Trueblood 報告書が、FASB 討議資料の基礎となっていることが述べられている（津守 [1997] 1 頁）。

ると述べられている。資産の本質的な特徴は、「将来キャッシュ・インフロー—例えば、将来の用役 (future service) , 用役潜在力 (service-potentials) , 将来の経済的便益 (future economic benefits) , 将来の営業活動に対する貢献または経済的価値」 (para.100) である。

また、負債は「経済的資源の将来の犠牲つまり発生した責任または責務を解消するために必要とされる経済的資源または用役の将来の移転」 (para.164) であり、「将来のキャッシュ・アウトフロー (または将来のキャッシュ・インフローの減少) をもたらす責務」 (para.164) に本質があると述べられている。

表 1-1 資産負債観における財務諸表の構成要素の定義

資 産	資産は、経済的資源の財務的表現である。資産は、過去の取引または事象の結果として、ある特定の企業に対して直接的または間接的に正味キャッシュ・インフローをもたらすと期待される現金および将来の経済的便益である。
負 債	負債は、過去の取引または事象の結果として、ある特定の企業が将来他の企業に経済的資源を引き渡す責務の財務的表現である。
所有主持分 または資本	所有主持分または資本は、企業の資産と負債の差額として測定される。
利 益	1 期間の利益は、資本のそれ自体の変動を除いた、その期間における企業の純資産の変動である。
収 益	収益は、資本のそれ自体の変動を除いた、資産の増加または負債の減少 (または両者の組み合わせ) である。
費 用	費用は、資本それ自体の増減を除いた、資産の減少または負債の増加 (または両者の組み合わせ) である。

出典：FASB [1976a] paras.91,149,188,194 より筆者作成。

そして、以後の分析の手掛かりとなる資産負債観の性質をまとめると次の通りである。すなわち、資産および負債は、正味の将来キャッシュ・インフローおよび将来キャッシュ・アウトフローが本質であることから、その定義に将来キャッシュ・フロー概念が取り入れられていることが明らかとなる。それらの定義から、所有主持分または資本は、差額として導かれる。したがって、所有主持分または資本にも将来キャッシュ・フロー概念が内在している。

さらに、利益は、期末の資本が期首の資本を超過した分として導かれ、収益および費用は、資産および負債の増減項目として位置付けられる。資本同様、収益および費用は、資産および負債の下位概念であることから、将来キャッシュ・フロー概念が内在していることが明らかとなる。

このように資産負債観は、上位概念である資産および負債概念を定義および認識することで、下位概念である資本、収益および費用を、首尾一貫して説明することが可能であ

る。これら構成要素の本質は、資産および負債の将来キャッシュ・フロー概念に見出すことができる。そして、会計数値の測定にあたっては、評価基準（測定属性）が選択され、利益が算出される。

2 収益費用観

資産負債観に引き続き、収益費用観の基本的特徴は、次の3点にまとめることができる。

- (1) 利益は、1期間における収益と費用の差額であり、企業業績のまたは効率の尺度を表す（paras.38, 46）。
- (2) 鍵概念は、収益および費用—企業の利益稼得活動からのアウトプットおよび利益稼得活動へのインプットの財務的表現—である（para.38）。
- (3) 収益および費用の測定、ならびに1期間における努力（費用）と成果（収益）とを関連付けるための収益および費用認識の時点決定が、財務会計における基本的な測定プロセスである。通常、財務会計、とくに利益測定を、収益費用との対応プロセスとして説明する（para.39）。

そして、収益費用観による財務諸表の構成要素の定義をまとめると、**表 1-2**の通りとなる。鍵概念の収益は、「期中に企業が財の生産および販売または用役の提供を行って得た成果」（para.214）であり、また費用は、「当期の収益を得るためにその期中に使用された資源」で、すなわち「努力」（para.39）を意味する。したがって、収益および費用は、成果および努力という言葉によって表されている。

しかし、収益費用観は、資産負債観のように、将来キャッシュ・フロー概念によって資産および負債を定義および認識する術を有していない。なぜならば、成果および努力は、極めて抽象的な概念であるため、会計数値を表すことが困難だからである⁵。

収益および費用の定義が、抽象的なため、収益費用観の会計数値の測定にあたっては、収益および費用の認識時点の決定および対応概念に依存せざるを得ないと考えられる。また、それと同時に資産および負債の定義についても、収益および費用の定義とは結び付けることは困難であり、**表 1-2**のように資産負債観の定義に依存していると考えられる。

すなわち、以後の分析の手掛かりとなる収益費用観の性質をまとめると次の通りである。収益費用観においては、収益および費用の概念規定よりも、認識時点の決定および対応概念が、会計数値の測定に不可欠であり、利益が導かれる。資産、負債および資本は、資産負債

⁵ 上野 [1998] では、次のように述べている。すなわち、資産負債観における諸定義には、論理の一貫性と操作性があるのに対し、収益費用観はそれらを有さない。また、収益費用観の概念は、抽象的な概念であり、現実世界との対応関係を見出しにくいために、会計的測定が困難となる概念である。それゆえ、かかる操作性のない概念を中心におく収益費用観は、会計の構成要素を定義するには不適當であると結論付けられている（上野 [1998] 5-6 頁）。

観の定義を引用し、さらに計算擬似項目として位置付けられる、繰延費用および繰延収益、および引当金を加えているが、それら各定義の一貫性はない。さらに、資産負債観では、資産および負債を定義することで他の構成要素を定義付けていたのに対し、収益費用観での資産、負債および資本の定義は、収益および費用の概念とは独立的に定義を行う必要性があることから、各構成要素間の定義の一貫性もみられない。

次に、FASB 討議資料の性質を考慮し、アメリカの会計基準および理論を挙げ、資産負債観および収益費用観の起源および本質を明らかにしていく。

表 1-2 収益費用観における財務諸表の構成要素の定義

資 産	A-1 (表 1-1 の資産の定義—筆者) に次の表現を加える。資産は、企業の経済的資源を表さないが、期間利益を測定するために収益と費用を適正に対応させるのに必要である「繰延費用」も含む。
負 債	L-1 (表 1-1 の負債の定義—筆者) に次の表現を加える。負債は、経済的資源を引き渡す責務を表さないが、期間利益を測定するために収益と費用を適正に対応させるのに必要である「繰延収益」および「引当金」も含む。
所有主持分 または資本	所有主持分または資本は、企業の資産と負債の差額として測定される。
利 益	1 期間の利益は、その期間の収益に費用を対応させた結果である。
収 益	収益は、財の販売および役務の提供から生じる。収益は、棚卸資産以外の資産の売却または交換からの利得、投資によって稼得された利息および配当金、および資本出資と資本修正からのものを除いた 1 期間における所有主持分の他の増加も含む。
費 用	費用は、その期間の収益から控除しうる (収益に対して適正に対応される) すべての費消原価 (歴史的な原価、カレント取替原価、または機会原価) を含む。

出典：FASB [1976a] paras.91,149,188,194 より筆者作成。

第 2 節 各概念フレームワークにおける資産負債観と収益費用観

1 FASB 概念フレームワーク

FASB における概念フレームワークは、通常、一連の財務会計概念ステートメント (Statements of Financial Accounting Concepts: 以下、SFAC) の第 1 号から第 8 号を指す。このうち、SFAC 第 3 号改訂版として、SFAC 第 6 号が公表されている。FASB 討議資料から、SFAC 第 8 号公表までのスケジュールをまとめると以下の表 1-3 の通りとなる。なお、SFAC 第 8 号に関しては、IASB と FASB の共同プロジェクトの第 1 フェーズとして完了したものである。

SFAC シリーズにおいて、会計観および利益観として、資産負債観と収益費用観がとくに反映されているのは、SFAC 第 5 号および第 6 号と考えられる。それぞれについて、資産負

債観と収益費用観の両概念がどのように使用されているか見ていくことにする。

表 1-3 概念フレームワーク公表のスケジュール

公表年月	公表物	タイトル
1976年12月	討議資料	財務会計および財務報告のための概念フレームワークに関する論点の分析：財務諸表の構成要素とその測定
1978年11月	SFAC 第1号	営利企業の財務報告の基本目的
1980年5月	SFAC 第2号	会計情報の質的特徴
1980年12月	SFAC 第3号	営利企業の財務諸表の構成要素
1980年12月	SFAC 第4号	非営利組織体の財務報告の基本目的
1984年12月	SFAC 第5号	営利企業の財務諸表における認識と測定
1985年12月	SFAC 第6号	財務諸表の構成要素
2000年2月	SFAC 第7号	会計測定におけるキャッシュ・フロー情報および現在価値の活用
2010年9月	SFAC 第8号	第1章 一般財務報告の目的, 第3章 有用な財務情報の質的特性

(1) SFAC 第5号

SFAC 第5号は、「どのような情報をどの時点で財務諸表に正式に記載すべきかについての基本的認識基準および指針を述べる」(FASB [1984] para.1)のものであり、業績報告全般について述べられている。とくに、資産負債観と収益費用観に関するものとして、稼得利益(earnings)と包括利益(comprehensive income)を挙げることができる。

ここで、稼得利益とは、「(それまでの：筆者加筆)会計実務における純利益(net income)と類似する概念」(FASB [1984] para.33)であり、それまでの純利益との相違点として、稼得利益には、会計原則の変更などの遡及修正が含まれないこととしている(FASB [1984] para.34)。そして、稼得利益は、収益および費用に焦点を当て測定し、利得および損失もそれに含むとされている(FASB [1984] para.38)。このように、稼得利益は、収益と費用の差額としての収益費用観の利益観そのものである。

次に、包括利益とは、「取引その他の事象が企業に及ぼす影響についての広範な測定値であり、出資者による投資および出資者への分配から生じる持分(純資産)の変動を除き、取引その他の事象および環境要因からもたらされる1会計期間の企業の持分について認識されるすべての変動から構成される」(FASB [1984] para.39)のものである。第1章でも述べた通り、純資産および持分の期中変動額は、資産負債観の利益にほかならない。つまり、包

括利益は、資産負債観の利益に該当する。

そして、SFAC 第 5 号では、包括利益と稼得利益の関係は、以下の表 1-4 の通りになっている。

表 1-4 稼得利益と包括利益

+ 収	益	100	+ 稼 得 利 益	15
- 費	用	80	- 累積的会計修正	2
+ 利	得	3		
			+ 出資者以外の者との取	
- 損	失	8	引から生じる持分の変動	1
= 稼 得 利 益		<u>15</u>	= 包 括 利 益	<u>14</u>

出所：FASB [1984] para.44 を加筆・修正。

表 1-4 から分かる通り、SFAC 第 5 号では、稼得利益を算出した上で、最終的に包括利益を出す様式を求めている。つまり SFAC 第 5 号においては、資産負債観と収益費用観が混在しているということができる。

(2) SFAC 第 6 号

次に、SFAC 第 6 号では、財務諸表の構成要素の諸概念および定義または説明を行っている (FASB [1985] para.1)。そして、各構成要素についてまとめたものが、次の表 1-5 の通りになっている。

表 1-5 から、表 1-2 で表した資産負債観による各構成要素の定義に基づいていることが分かる。しかし、表 1-2 では、利益が構成要素に含まれているが、表 1-5 では、利益が財務諸表の構成要素に含まれていない。その点については、SFAC 第 6 号は、利益に関することとして、包括利益について述べている (FASB [1985] paras.70-77)。

SFAC 第 6 号では、包括利益は、「出資者以外の源泉からの取引その他の事象および環境要因から生じる 1 期間における営利企業の持分の変動」 (FASB [1985] para.70) とあるように、SFAC 第 5 号とほぼ同様の定義がなされている。しかし、SFAC 第 5 号では、稼得利益と併存する形で包括利益が記載されているのに対し、SFAC 第 6 号では、稼得利益の記述がなされていない。この点、SFAC 第 6 号は、SFAC 第 5 号に比べて資産負債観の特色を強めたものと解釈することができる。

表 1-5 FASB の財務諸表の構成要素の定義

資 産	過去の取引または事象の結果として、ある特定の実体が取得または支配されている、発生の可能性の高い (probable) 将来の経済的便益 (economic benefits) である。
負 債	過去の取引または事象の結果として、特定の実体が、他の実体に対して、将来、資産を譲渡しまたは用役を提供しなければならない現在の債務から生じる、発生の可能性の高い経済的便益の犠牲である。
持 分	負債を控除した後に残る、ある実体の資産に対する残余請求権である。
収 益	財貨の引渡もしくは生産、用役の提供、または実体の進行中の主要なまたは中心的な営業活動を構成するその他の活動による、実体の資産の流入その他の増加、もしくは負債の弁済 (または両者の組み合わせ) である。
費 用	財貨の引渡もしくは生産、用役の提供、または実体の進行中の主要なまたは中心的な営業活動を構成するその他の活動の遂行による、実体の資産の流出その他の費消もしくは負債の発生 (または両者の組み合わせ) である。
利 得	実体の副次的または付随的な取引および、実体に影響をおよぼすその他のすべての取引その他の事象および環境要因から生じる持分 (純資産) の増加であり、収益または出資者による投資によって生じる持分の増加を除いたものである。
損 失	実体の副次的または付随的な取引および、実体に影響をおよぼすその他のすべての取引その他の事象および環境要因から生じる持分 (純資産) の減少であり、費用または出資者への配分によって生じる持分の減少を除いたものである。

出典：FASB [1985] paras.25,35,49,78,80,82,83 より筆者作成。

2 IASB 概念フレームワーク

「財務諸表の作成および表示に関するフレームワーク」(Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements) は、1989 年 4 月に国際会計基準委員会 (International Accounting Standards Committee：以下、IASC) の理事会で承認され、2001 年 4 月に国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board：以下、IASB) により採用された。この IASB 概念フレームワークは、IAS 第 1 号「財務諸表の表示」(2007 年改訂) による変更は反映されていないが、2002 年 9 月の「ノーワーク合意」以降、FASB との共同プロジェクトとして、SFAC 第 8 号にあたる「財務会計の概念フレームワーク (The Conceptual Framework for Financial Accounting 2010) (以下、IASB 概念フレームワーク)」が発表された⁶。

⁶ なお、2012 年以降の概念フレームワークプロジェクトに関しては、IASB 単体での活動

IASB 概念フレームワークにおける財務諸表の構成要素は、財務状態計算書における要素として、資産、負債および持分を挙げ、損益計算書（包括利益計算書）における要素として、収益および費用を挙げている。（IASB [2010] para.4.2）各構成要素をまとめると、以下の表 1-6 になる。

表 1-6 IASB の財務諸表の構成要素の定義

資 産	過去の事象の結果として、企業が支配し、かつ将来の経済的便益が当該企業に流入すると期待される資源をいう。
負 債	過去の事象から発生した企業の現在の債務で、その決済により、経済的便益を有する資源が当該企業から流出することが予想されるものをいう。
持 分	企業のすべての負債を控除した残余の資産に対する請求権である。
収 益	会計期間中の資産の流入もしくは増加、または負債の減少の形をとる経済的便益の増加であり、持分参加者からの出資に関連するもの以外の持分の増加を生じさせるものをいう。
費 用	会計期間中の資産の流出もしくは減少、または負債の発生形をとる経済的便益の減少であり、持分参加者からの分配に関連するもの以外の持分の減少を生じさせるものをいう。

出典：IASB [2010] paras.4.4, 4.25 より筆者作成。

この表から、FASB 概念フレームワーク同様、資産とその対極概念である負債を優先的に定義し、それに関連して、他の構成要素の定義を行っていることから、資産負債観に基づいて概念フレームワークが作成されていることが分かる。しかも、費用の認識においては、「この概念フレームワーク下における対応概念（matching concept）の適用は、資産および負債の定義を満たさない貸借対照表の項目の認識を認めない」（IASB [2010] para.4.50）とある。すなわち、費用の期間的および間接対応によってあらわられる計算擬似項目を、貸借対照表に計上することを避けようとしている。対応という費用の認識よりも、資産および負債の定義を保つことに優先を置くことは、資産負債観を一貫させようとしていることが読み取れる。

3 両概念フレームワークの比較

これまで、FASB 概念フレームワークと IASB 概念フレームワークをそれぞれみてきたが、ここで整理する。まず、資産は、両フレームワークともに、「将来の経済的便益」として同

となっている。2015 年 3 月には、公開草案（Expore Draft : ED）が公表されている。

一の定義がなされている。負債は、資産の対立概念として、多少文言の差があるが、「経済的便益の犠牲」として実質的に相違はない。持分（純資産）は、ともに「資産－負債」としての差額で導かれる「残余請求権」として定義されている。

次に、収益と費用について、表 1-7 の通りにまとめた。まず、FASB では、収益は、資産を増加させるかまたは負債を減少させる項目として定義され、費用は、資産を減少させるかまたは負債を増加させる項目として定義されていることが分かる。つまり、資産および負債を定義し、その差額として、持分を導き出し、同じタイミングで収益と費用を定義付けていることから、持分、収益および費用は同じ段階でその定義を行っている。

表 1-7 IASB および FASB 概念フレームワークにおける収益と費用の比較

	IASB	FASB
収 益	会計期間中の資産の流入もしくは増加、または負債の減少の形をとる経済的便益の増加であり、持分参加者からの出資に関連するもの以外の持分の増加を生じさせるものをいう。	財貨の引渡もしくは生産、用役の提供、または実体の進行中の主要なまたは中心的な営業活動を構成するその他の活動による、実体の資産の流入その他の増加、もしくは負債の弁済（または両者の組み合わせ）である。
費 用	会計期間中の資産の流出もしくは減少、または負債の発生を形をとる経済的便益の減少であり、持分参加者からの分配に関連するもの以外の持分の減少を生じさせるものをいう。	財貨の引渡もしくは生産、用役の提供、または実体の進行中の主要なまたは中心的な営業活動を構成するその他の活動の遂行による、実体の資産の流出その他の費消もしくは負債の発生（または両者の組み合わせ）である。

出典：IASB [2010] para.4.25, FASB [1985] paras.78,80 より筆者作成。

それに対して、IASB 概念フレームワークでは、収益は、持分を増加させる項目として、費用は、持分を減少させる項目として定義されている。持分の変動額は、利益であり、その利益の増加もしくは減少要因が、収益および費用であることは、IASB の収益と費用は、持分および持分を介すことで、さらに 1 段階従属的に定義されている。

第 1 節で述べた通り、資産負債観の特徴は、はじめに資産および負債を定義し、それから他の構成要素を定義付けていくことである。IASB 概念フレームワークは、収益および費用を利益の増減項目として位置付けることで、FASB 概念フレームワークよりも、資産負債観の性質を強めた理論的な構造をしているといえる。

第3節 収益費用観の生成

アメリカにおける主な会計基準および理論⁷と歴史を簡単にまとめたものが、表 1-8 である。基準および理論の公表団体を大別すると、次の2つが挙げられる。アメリカ公認会計士協会（American Institute of Certified Public Accountants：以下、AICPA）および AICPA の前身であるアメリカ会計士協会（American Institute of Accountants：以下、AIA）と、アメリカ会計学会（American Accounting Association：以下、AAA）である。

本稿では、AIA および AICPA と、AAA から公表された諸会計基準および理論のうち表 1-8 の下線で示したものについて検討していく。歴史的に、資産負債観の性質が顕著に表れてくるのは、その性質とされる資産および負債概念と利益概念であると考えられる。それらに注目すると、次のように分類することができる。

- 収益費用観の生成期 — SHM 会計原則，会社会計基準序説，AAA1948 年改訂版
 資産負債観の萌芽期 — AAA1957 年改訂版，ARS 第 3 号，APB Statement 第 4 号

表 1-8 アメリカにおける会計基準・理論

アメリカ会計士協会（AIA） アメリカ公認会計士協会（AICPA）		アメリカ会計学会（AAA）	
年	基準・理論名	年	基準・理論名
1934	AIA 会計 5 原則	1936	会社報告諸表会計原則試案
1938	<u>SHM 会計原則</u>	1940	<u>会社会計基準序説</u>
1939	ARB 第 1 号	1941	改訂版
		1948	改訂版
1953	ARB 第 43 号/ATB 第 1 号		
1959	ARB 第 51 号	1957	<u>改訂版</u>
1961	ARS 第 1 号 基本的会計公準論		
1962	<u>ARS 第 3 号 企業会計原則試案</u> APB Opinion 第 1 号		
1965	ARS 第 7 号 一般に認められた企業会計原則の調査	1966	ASOBAT
1970	<u>APB Statement 第 4 号</u>		
1973	Trueblood 報告書 APB Opinion 第 31 号		

⁷ アメリカにおける「一般に公正妥当と認められる」会計基準（GAAP）としては、会計調査公報（Accounting Research Bulletins：ARB）と、会計原則審議会（Accounting Principles Board：以下、APB）の意見書（APB Opinion）が挙げられる。本論文では、とくに何もない限り、会計基準という用語は、GAAP 以外のものも基準としてみなしている。

1 会計原則の萌芽

アメリカの会計基準の萌芽は、1929年ウォール街から起こった株価の暴落による世界的な恐慌に端を発する。経済の混乱をきたしたなかで、アメリカでは1933年にルーズベルト大統領が就任し、経済の安定と正常化にむけて名高い「ニュー・ディール政策」を実施した。

ニュー・ディール政策の一環として、とくに企業会計の分野では、1933年に証券法（Securities Act of 1933）と、1934年に証券取引法（Securities Exchange Act of 1934）が政府によって制定された。証券取引法に基づいて設立された行政機関である証券取引委員会（Securities and Exchange Commission：以下、SEC）は、上場している株式会社の財務報告の公開に関する規定を定めた。また、証券取引法の制定により、「証券取引委員会は、会計制度を規制する権限の増大に応じて、財務諸表の形式を早急に標準化していった」（Baughman [1969] p.126：邦訳178頁）とされ、SECの活動は、財務報告に対する社会的な意識の向上と、統一的・標準的な会計原則設定運動のきっかけとなっていった。

また、同じ時期に、1930年にAIAの年次大会で、ニューヨーク証券取引所株式上場委員会実行委員のJ. M. B. Hoxseyは、積極的に会社会計の問題に取り組むよう呼びかけ、「投資家のための会計（Accounting for Investors）」を主張した。「投資家のための会計」は、アメリカにおける会計に大きなインパクトを与えたが、それは次の3つである（山本 [1990] 78-79頁）。

- ① ニューヨーク証券取引所とアメリカ会計士協会との間に特別合同委員会（1930年 George Oliver May を会長に、会計実務の統一と財務諸表の標準化を主要な課題）が設定され、当委員会の意見書を発端に会計原則設定運動の展開をみたこと
- ② 「一般に認められた会計原則」が必要となり、財務諸表の標準化・統一化が試みられたこと
- ③ 1933年証券法、1934年証券取引法の会計規定に大きな影響を与えたこと

ここで、登場する「一般に認められた会計原則（Generally Accepted Accounting Principles：GAAP）」は、①の特別合同委員会から、1932年9月22日付で、委員長 G. O. May の名でニューヨーク証券取引所の株式上場委員会（the Committee on Stock List）に提出した報告書のなかで「認められた会計原則（accepted accounting principles）」として登場したのが最初とされている（中島 [1961] 26頁）。

そして、監査手続きに関する特別委員会の報告書『監査手続きの拡張（Extension of Auditing Procedures）』の改正した報告様式において、「一般に（generally）」が付け加えられた。この点について Grady [1965] によれば、「改正された用語法は、『一般に認められた会計原則に準拠して...（in conformity with generally accepted accounting principles）』というようになった」（Grady [1965] p.47）と述べ、一般に（generally）という言葉も、その改正から生じる重要性についての指摘もなしに、それまでの文字に付け加えられたことを指摘している

(Grady [1965] p.47)。

そして、May を委員長とする特別合同委員会は、1932 年から 1934 年にかけて、意見交換を交わし、AIA は、1934 年 1 月に「株式会社会計の監査 (Audits of Corporate Accounts)」を公刊した。これが、AIA の「会計 5 原則」と一般的にいわれているものであり、次の通りである。(Previts and Merino [1979] p.238 : 邦訳 256 頁)

- ① 未実現利益計上の禁止
- ② 損益計算書への負担を回避する目的で費用を剰余金に賦課することの禁止
- ③ 合併前の利益剰余金は親会社の利益剰余金にならない
- ④ 金庫株への配当金は利益ではない
- ⑤ 役員、従業員に対する受取勘定は区別して表示しなければならない

これらに加えて、1934 年の AIA 年次大会で、

- ⑥ 贈与資本は利益剰余金ではない

という 6 番目の原則が追加されている (Previts and Merino [1979] p.238 : 邦訳 256 頁)。

AIA 会計 5 原則は、以上の 6 つの原則からなる単純なものであったが、認められた会計原則という用語を用い、「最初の完全な会計原則として大きな役割を果たした」(山本[1990] 80 頁) と評価されるものである。

1937 年、AIA はアメリカ公認会計士会 (American Society of Certified Public Accountants) と合併し、AICPA といわれることとなり、会計理論の形成に対する影響力を高めていくこととなる⁸。そのなかで、1938 年に会計手続委員会 (Committee on Accounting Procedure : 以下、CAP) が設立し、翌年、一般的承認性からの権威をもつ ARB 第 1 号が公表され、アメリカにおける最初の GAAP が登場した。

このような AIA から AICPA へ活動を拡大していくなかで、AIA 会計 5 原則を体系化させたものが、1938 年に公表された SHM 会計原則である。SHM 会計原則については、次節で述べることにする。

2 SHM 会計原則

AIA では、AIA 会計 5 原則の理論を体系化した原則を 1938 年に公表した。それが、Sanders, Hatfield および Moore による“A Statement of Accounting Principles (以下、SHM 会計原則)”であった。SHM 会計原則は、(1)書面・聴き取り調査、(2)会計文献の研究、(3)各州の会計規定および判例、および(4)現行の会計報告書・監査報告書の実態調査という、4 つの方向から調査および研究してまとめたものである (Sanders et al. [1938] pp. x v - x vi : 以下、同文献は p.のみ示す)。

⁸ Schroeder, Clark and Cathey [2001] pp.5-6 : 邦訳 8 頁

まず、「第1部 一般的な考察」では、資本と利益について述べている。資本 (capital) とは、一般的に、「所有者がその利用を通して、さらにより多くの富を獲得することを期待する富の蓄積分」 (p.11) を意味し、企業の資本は、「固定的および流動的なものを含めてすべての財産および資産から構成されている」 (p.11) と述べている。そして、利益 (income) については次の2つの定義を与えている (p.11)。

- (1) 利益は、資本の富の使用および用益の提供から生じた富の増加分である。
- (2) 狭義の利益は、この増加分のうちの所有主持分のことである。これは、損益計算書における純利益 (net income) として定義されることが要求されている利益である。

続く、「第2部 損益計算書」では、利益決定の原則として、「すべての収益および費用は、それらが帰属する会計期間に正しく割り当てられなければならない。この方法において考察される会計期間の純利益は、正しく確定される」 (pp.25-26) と述べている。かかる収益および費用は、その発生要因に基づき「営業区分と営業外区分に分けなければならない」 (p.27) と要求されている。

このように、収益および費用の概念定義は行われていないものの、収益と費用を期間的に対応させ、利益を導くことを要求している。これは、明らかに収益費用観の基本的特徴に合致している。

次に、「第3部 貸借対照表」では、「企業の資産は、そのすべての財産あるいは資源を構成している」と示し、資産の計上要件として、(1)企業が資産を所有している、(2)企業が資産を原価で取得している、および(3)資産が企業にとって価値あるものの3条件を挙げている (p.58)。また(2)に加えて、損益計算書では「未販売資産の評価替えによって生じる利益を損益計算書に計上することは適切でない」 (p.39) とされていることから、取得原価主義を想定し、未実現利益の計上禁止を表していると考えられる。

また、所有という観点から資産を定義していることは、法的に資産を定めようとしていることの表れである。(3)では、価値という表現を用いているが、具体的にどのような価値かということは明らかにされていない。

そして、負債は資産のように概念規定はされていない。「負債に属するすべての項目を確定すること」 (p.81) と「それらを適切な科目のもとに分類すること」 (p.81) を問題に挙げ、勘定科目とその具体例を列挙している。また、純資産 (net worth) については、負債同様、概念が明らかにされることなく、資本金、剰余金などの詳細と性質についての記述がみられる (pp.85-97)。

このように、SHM 会計原則は、当時の実務から帰納的に導き出した原則である⁹。すなわち、それは、1929年の世界恐慌の影響で指向された、投資家保護を目的とする会計であっ

⁹ 沼田 [1979]によれば、「SHMの原則は全般にわたり、実務を重視しており、例えば保守主義または実現主義というがごとき実務政策をとときには強度過ぎるとみられるほど採り入れ、影響されている」(沼田 [1979] 40頁)と指摘している。

た。SHM 会計原則の性質は、収益費用観の特色を有していることから、収益費用観の起源は、1930年代までのアメリカの会計実務にあると考えられる。

3 会社会計基準序説

1940年、PatonとLittletonは、“*An Introduction to Corporate Accounting Standards*（『会社会計基準序説』：以下、序説）”を公表した。さらに翌年には、序説に沿う形で“*Accounting Principles Underlying Corporate Financial Statements*（以下、AAA1941年改訂版）”が公表された。

中島[1968]は、「会社会計基準序説は、1936年試案の基本的命題の立場をより明確にまた詳細に論究したのものとして、この改訂版（AAA1941年改訂版—筆者）の理解に欠くことができない重要文献であると云えよう」（中島[1968]10頁）と指摘している。序説とAAA1941年改訂版は、大きく関連していると考えられるため、本稿では、AAA1941年改訂版の基礎理論として位置付けられる序説について分析を加えていく¹⁰。

序説では、継続企業（going concern）と企業実体（business entity）を前提においたうえで、「ある期間内において、『メーター』（meter）を通して流れる原価と収益との期間的対応によって、かかる試験的な観測を提供する」（Paton and Littleton [1940] p.15：以下、同文献はp.のみ示す）ことを目的とし、費用は努力を測定し、収益は成果を測定するとしただけで、成果が努力を超過した分を利益として規定している（p.15）。

また費用については、製品活動に結び付いているかによって“expense”と“cost”に分類しているが、概念的には、現在の費用（expense）と同様である。costは、当期の収益に対応せしめた分とされ、将来の収益に対応すべき待機中の原価または未解決状態の対収益賦課分（revenue charges in suspense）として、資産を規定している（p.25）。そして「創業費（organization expenditures）、資本募集に関する費用および関連する各種の賦課も企業の資産および資本の要素になりうる」（p.9）とし、繰延費用等の貸借対照表計上を認めている。

つまり、企業の1期間における成果としての収益を軸とし、かかる収益に「対応」させることにより、努力としての費用と、将来収益に対応する待機中の原価としての資産が導かれる。そして、「収益稼得能力」（p.10）を表す利益は、収益と費用の差額として導かれる。このように、序説の収益、費用および利益測定プロセスは、収益費用観の特色に合致すると考えられる。

¹⁰ 序説では、負債および資本に関しての記述が少ない。企業実体の観点から、他人持分として、法的小および契約の観点から、負債として分類されると解釈できる。そして、資本については、企業実体の観点から、「残余持分」としてとらえられており、また資産の増減を、損益計算書を通したうえで、資本に振り替えることが要求されている（Paton and Littleton [1940] pp.13, 97）。

さらに、序説の利益測定プロセスに検討を加えると、対応概念が鍵概念になっていると考えられる。費用認識における対応概念は、(1)売上原価と売上というような収益と費用との直接的な対応および(2)期間内に発生したもの、および「実現」によって期間的な対応（一般的な配分）の2つに分類することができる¹¹。

この点について May and Knauth [1952] は、「原価は、部分的に収益と対応されるのに過ぎないのであり、『対応』は、実際に行われていることの表現として十分ではない。…損益の決定は、(1) 製品の原価を収益に対応させ、(2) その他の費用を期間に配分する」(May and Knauth [1952] pp.28-29) 過程であると記述する方が適切であると述べている。

とくに、序説における「対応」概念は、期間損益の決定プロセス全体と同義で使用し、収益認識基準である「実現」と、期間費用の認識プロセスにおける「対応」の両方を含むと解釈することができる (Storey and Storey [1997] p.65)。したがって、序説の対応概念は、実現概念を含む「対応概念」と位置付けることができる。

このように、序説では、収益を「成果」、費用を「努力」とし、対応させることによって利益を導き、当期に費消されなかった原価を資産としていた。これは、序説にみられる収益の実現および費用との対応を、1つの利益測定プロセスとする、「対応概念」という特色に表れている。

4 AAA1948年改訂版

“Accounting Concepts and Standards Underlying Corporate Financial Statements 1948 Revision (以下、AAA1948年改訂版)”は、それまでのAAA会計基準と異なり、原価の概念に含まれていた資産が独立して扱われている。ここで資産は、「企業の経済的資源は、有形および無形の財産上の権利である」(AAA [1948] p.340: 以下、同文献は p.のみ示す)と定義されている。序説にみられるように、「未解決状態の対収益賦課分」(Paton and Littleton [1940] p.25)と資産を定義付けているのに対し、ここでは短い定義であるが、「財産上の権利」という法的側面から資産の概念をとらえようと試みている。

また、負債は「当該企業に対する債権者の請求分であって、過去の活動から生じ、会社の財の支出、あるいは利用者にとって決済されるべきもの」(p.342)と定義され、債権者に対する請求権として、法的側面からの認識を行っている。

資産負債観では、資産および負債を鍵概念として定義し、他の構成要素を従属的に定義し

¹¹ Bevis [1965] は、対応について、「ときとして、原価の期間配分と混同されている。例えば、税金、保険料あるいは賃料は前払いされ、その対応する年度に適切に配分されるかもしれないが、この配分は期間に対してなされるのであり、これらの原価を、配分がなされた期間の特定の売上と直接に関係付ける一すなわち、対応させる一には非常な困難を伴うだろう」(Bevis [1965] pp.100-101)としている。

ていた。AAA1948年改訂版においてはじめて、資産を積極的に定義し始めたことから、資産負債観に近づくものが感じられる¹²。

次に、利益に関して分析すると次の通りである。利益は、AAA1948年改訂版以前のAAA会計基準では損益計算書の項目として扱われていた。しかしAAA1948年改訂版では、独立した項目として扱われ、「企業の利益は、収益は費用を超える額によって測定された純資産（資産より負債を差し引いたもの）の増加分」（p.340）と定義されている。

ここでは、序説およびSHM会計原則同様、利益は収益および費用の差額であるという概念に加え、純資産の増加が利益という思考が加えられている。前者は、すなわち収益費用観の利益であり、後者は資産負債観の利益であることから、利益観においては、収益費用観と資産負債観の混合概念であることが明らかとなる。

そして、収益については、(a)企業の製品または役務の販売において受領した資産または清算された負債の額、(b)取引資産以外の資産の販売または交換から生じた利得および(c)負債を有利に決済することから生じた利得の3つの総称的な言葉として用いている（p.341）。これらに加え「資産が移転され、役務が行使され、あるいは企業の財がもう一方の当事者によって利用され、それと同時に資産の取得あるいは責務の減少にともなう場合に認識される」（p.341）とされている。

また、費用は、「資産原価あるいはその一部分で、利益の測定にあたり、収益から控除されるべき額である。これらの控除分は、その期間における現金の支出、資産原価の全額またはその一部の消費あるいは、負債の発生を通じて生じる」（p.341）としている。

序説では、収益および費用を、成果および努力としていたのに対し、AAA1948年改訂版では、少なからず資産および負債に関連して、収益および費用を発生または認識されることが示されている。

そして、序説では鍵概念とされた対応概念について、AAA1948年改訂版の対応は、「その期間の収益と直接的に対応せしめるあるいは関連付ける」、「その期間の収益と間接的にしか関連付けられない」および、「その期の収益の生産に関連付け得ないにしても、資産原価が費消したことがその期に測定できる」（p.341）という3点を挙げている。これらは、序説の対応概念とほぼ同様のものと解釈できる。

上述した通り、AAA1948年改訂版は、利益を資産負債観および収益費用観の混合概念として示されていた。しかし、対応概念は序説と変化がなく、すなわちそれは利益測定プロセスにおいては序説と同様であると考えられる。したがって、AAA1948年改訂版は収益費用観の特色を未だ有していると考えられる。

¹² 諸井 [1958] は、「資産を正面から論ずるようになったのは一九四八年改訂版からである」（諸井 [1958] 176頁）と指摘している。

第4節 資産負債観の萌芽

次に、資産負債観の萌芽がみられる基準および理論として、次のものを取り上げて検討を加えていく。“Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements 1957 Revision（以下、AAA1957年改訂版）”，“A Tentative Set of Broad Accounting Principles for Business Enterprises（以下、ARS第3号）”，および“Statement of the Accounting Principle Board No.4 : Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements of Business Enterprises（以下、APB Statement第4号）”である。

1 AAA1957年改訂版

AAA1957年改訂版は、その報告書の目的として、(1)会計の基本的諸概念の提示、および(2)株主や他の会社企業に利害関係を有するものに対する、一般的目的の報告書が従うべき諸基準を提示することを挙げている（AAA [1957] p.536 : 以下、同文献はp.のみ示す）。

まず、基礎的概念の1つとして、「実現 (realization)」が挙げられている。それは、「会計記録上での認識計上を正当化するに足るだけの確定性と客観性とを備えるにいたった」(p.538) ことであり、資産と負債の変動を規定する概念として位置付けられていることである。

資産については、AAA1948年改訂版と同様、原価の下位概念としていた資産は独立化されている。資産は、「特定の会計実体のなかで、企業の諸目的に充用されている経済的資源」(p.538) であり、「予想される操業活動に利用しうるあるいは役立ちうる、用役潜在力 (service-potentials) の総計額である」(p.538) と定義付けている。

加えて、資産の測定においては、「資産の価値は、その用役潜在力の貨幣等価額」(p.539) であり、かかる貨幣等価額は「用役 (service) に由来するすべての流れ (streams) の将来の市場価格、すなわち確率と利子率によって現在価値を割り引いたもの」(p.539) と述べている。つまり、割引現在価値を評価基準に用いることが想定されている。

次に、利益については、実現純利益 (realized net income) と株主純利益 (net income to shareholders) を挙げている。前者は、「(a)収益を対応する費消済原価と比較して求めた過不足差額、および(b)資産の売却、交換その他の転換から企業にもたらされたその他の利得または損失」による純資産増加額である (p.540)。後者は、前者に対して、「支払利子、法人所得税、利益配当額、および債務免除や寄付のような取引から生じる貸方記入または借方記入も含めることもある」(p.540) としている。そして、AAA1957年改訂版では、実現純利益と株主純利益のどちらが企業の純利益 (net income) とするかを問題としている。

したがって、企業の純利益は、資産および負債を定義した上で、期末の純資産額が期首分を増加した分としてとらえている。その上で、(a)の通り、収益と費用の対応および実現によ

って認識および測定されることから、AAA1948年改訂版と同様であり、資産負債観および収益費用観の利益が混在した定義と考えられる。さらに(b)では、未実現利益の計上が暗に示されていると考えられる¹³。

次に、収益については、「実現純利益の主要源泉」としたうえで、「ある期間に企業がその顧客に提供した製品または役務の総体を金額で表示したもの」(p.540)と定義されている。すなわち、これらはフロー概念であることから、それまでの歴史的な実現概念とは大差はない¹⁴。

そして、費消済原価は、「費用」と「損失」とに分類することができるとしたうえで、費用とは、「財または用役の市場への流れおよびそれに関連する業務についての費消済原価で、直接的または間接的に特定の会計期間に関連を有するもの」とされ、損失は、「企業の収益生産活動に貢献するところのない費消済原価である」(p.541)とされている。費用に関していえば、期中フロー分の費消分として、収益と対応させて導いている。

次に、負債および持分に関しては、次の通りに記述されている。「債権者の権利分あるいは持分(負債)は、これまでの諸活動あるいは会計事象から生じたその企業実体に対する請求権で、通常は、その解決に会社の財の支出を必要とする。株主の権利分あるいは、持分は、会社の資産に対する残余請求権を表す」。また、とくに負債については、「通常契約または当事者の了解により、ある決定された期日において決済することを要する。株主持分は、このような要件をその属性として備えていない」(p.542)とされている。つまり、負債も純資産も残余請求権であり、負債はとくに請求権という法的側面から決済される条件がつくものとして解釈することができる。

このように、AAA1957年改訂版では、資産概念を用役潜在力という概念によって定義している¹⁵。資産を用役潜在力として主張したVatter [1947]によれば、用役潜在力は決して新しい概念ではなく、序説においても述べられていることを指摘している(Vatter [1947] p.16)¹⁶。序説では、原価という概念下に資産があったが、AAA1957年改訂版で

¹³ 未実現利益の計上に関しては、成川 [2003] 216頁を参照。

¹⁴ 実現概念の詳細については、藤井 [2007] 53頁を参照。

¹⁵ 用役潜在力(service potentials)と資産概念については、青柳 [1959] および中島 [1960] を参照。

¹⁶ 序説では「『用役』は、勘定の背後にある重要な要素、すなわち、交換のときにその企業に依然として他の用役潜在性(service-potentialities)をもたらずという用役潜在性である」と述べ、会計は依然として強く経済学に根ざしていることを指摘している(Paton and Littleton [1940] p.13)。井尻 [1968] は、Vatter [1947] および Paton and Littleton [1940] による用役潜在力および用役潜在性は、資産を経済学的な側面からとらえるものであり、「財の効益値に着眼したもの」と指摘している(井尻 [1968] 87頁)。また、黒澤 [1958] は、Vatter [1947] の所論に対し、資金という概念下に、資産および持分を上位概念とし、収益および費用を下位概念としてとらえている(黒澤 [1958] 13-19頁)。この点からも、1957年改訂版は、資産負債観の財務諸表の構成要素の定義方法に類似していると考えられる。

は、用役潜在力は資産概念の本質として位置付けられている。これは、資産負債観において資産および負債を鍵概念としていることと合致する。しかし、利益測定など他の概念では、これまでの対応概念に依存していることから、収益費用観の性質を色濃く残している。したがって、AAA1957年改訂版は、資産概念という側面においてのみ資産負債観の萌芽がみられる。

2 ARS 第3号

1962年、SprouseとMoonitzはARS第3号を公表した。まず、これまで同様、財務諸表の構成要素について分析を加える。これをまとめたものが表1-9である。資産は、「資産としての資源の地位は、通常一時的なもの」(Sprouse and Moonitz [1962] p.21: 以下、同文献はp.のみ示す)、そして「ほとんどの資産は、ある限られた量の経済的用役(economic service)を提供し得るにすぎないか、あるいは限られた期間中、経済的用役を提供しうるに過ぎない」(p.21)と述べたうえで、「これらの用役が費消され、あるいはその期間が経過すれば、その資産としての地位は失われる」(p.21)としている。

このように、ARS第3号における資産概念は、AAA1957年改訂版と同様に、経済学的な側面から叙述していることが分かる。FASB討議資料の資産負債観による定義が、「将来の経済的便益」(FASB [1976a] para.91)であることから、ARS第3号における資産概念は、まさしく資産負債観の萌芽としてとらえることができる¹⁷。

次に、負債については、次の通りである。「『責務』という用語は、企業に対するある請求権または一連の請求権を意味し、その請求権のそれぞれは、既知または合理的に確定できる満期日と、既知のまたは合理的に測定できる独立の価値をもっているもの」(p.37)である。つまりAAA1957年改訂版同様、法的側面から負債をとらえていると解釈できる。

この点に関して、「前述の定義と説明は、『法律全書』に要約されている法の態度と一致する」(p.37)と法的アプローチを採用したことを明記している。したがって、負債を法的アプローチで定義付けようとした点は、これまでの会計基準および理論と同様である。

次に、利益についてみれば、次の通りに述べられている。すなわち「企業実体の純資源の増加変数である。したがって、利益の構成要素(収益、費用、利得ならびに損失)の測定は、資産と負債の側における測定に依存しなければならない」(p.11)と述べている。この利益概念は、資産負債観の利益測定と同様である。

¹⁷ 藤井 [1997] は、「用役潜在力」と「期待される将来の経済的便益」に関して、同様のものとして差し支えないと指摘している(藤井 [1997] 74頁)。

表 1-9 ARS 第 3 号における財務諸表の構成要素の定義

資 産	期待される将来の経済的便益 (future economic benefits) であり, これに対する権利がなんらかの当期, もしくは過年度の取引の結果, 企業によって取得されているものである。
負 債	資産を譲渡しあるいは用役を提供すべき責務であり, 過年度もしくは当期の取引から生じ, かつ将来において決済を必要とする責務である。
所有主持分	企業資産に対する残余持分の金額によって表される。
利 益	純利益 (稼得利益, 所得 net income, earnings, income) もしくは, 純損失 (net loss) は, 物価水準の変動もしくは, 追加出資から生じる投資資本の変動ならびに所有主への分配以外による, 所有主持分の増加 (減少) である。
収 益	財の生産もしくは引渡しならびに, 用役提供に起因する企業の純資産の増加である。
費 用	収益の創造に際しての経済的用役の使用の結果, もしくは政府当局による課税の結果生じる純資産の減少である。
利 得	投下資本の増加もしくは収益以外の原因による純資産の増加である。
損 失	投下資本の減少もしくは費用以外の原因による純資産の減少である。

出典 : Sprouse and Moonitz [1962] pp.8-9 より作成。

そして, ARS 第 3 号の特色として, 実現概念を全面的に否認している (p.19)。また, 対応については, (1)直接的対応と(2)期間的対応の 2 つに区別している (p.50)。これは, 収益費用観の利益測定プロセスを排除していると考えられる¹⁸。また, ARS 第 3 号では, 評価基準として, 過去の交換価格として取得原価, 現在の交換価格として購入時価 (取替原価), そして, 未来の交換価格として現在価値を挙げている (pp.23-24)。

このように, ARS 第 3 号は, 総じて資産負債観の萌芽としてみることができ, 評価基準に複数の選択肢が与えられている点も, FASB 討議資料に通じるものがあると結論付けられる。

3 APB Statement 第 4 号

APB Statement 第 4 号の性格は, 「すでに認められた考えを確認し体系化するもの」(AICPA [1970] para.3 : 以下, 同文献は para.または p.のみ示す) であり, 「“Accounting Terminology Bulletins (以下, ATB) ”のなかで取り上げられている専門会計用語の定義のいくつかを修正するもの」 (para.7) とされている。

APB Statement 第 4 号において, 財務会計の基本的要素として挙げられているのは表 1-10 の通りである。資産の定義は, 経済的資源, 負債は, 経済的責務という言葉で表現されている。経済的資源とは, 「経済活動を行うために入手可能な, 量的に制約された手段 (必要な

¹⁸ 実現概念および利益測定については, 藤井 [2007] 116-117 頁を参照。

使用量との関係からみて、供給に制限のある手段)」(para.57)である。また、経済的責務とは、「将来、他企業に対して経済的資源を移転および用役を提供するという現在の責任」(para.58)である。

表 1-10 APB Statement 第 4 号における財務諸表の構成要素

資 産	一般に認められた会計原則に準拠して認識・測定される企業の経済的資源 (economic resources) である。資産には、資源ではないが、一般に認められた会計原則にしたがって認識、測定されるある種の繰延費用 (deferred charges) も含まれる。
負 債	一般に認められた会計原則に準拠して認識・測定される企業の経済的責務 (economic obligations) である。負債には、責務ではないが、一般に認められた会計原則にしたがって認識、測定されるある種の繰延収益 (deferred credits) も含まれる。
所有主 持 分	企業に対する所有主持分の利害である。企業の資産が負債を超過する額である。
収 益	所有主持分を変動させるようなタイプの企業の営利活動から発生し、一般に認められた会計原則に準拠して認識・測定された資産の増加総額もしくは負債の減少総額である。
費 用	所有主持分を変動させるようなタイプの企業の営利活動から発生し、一般に認められた会計原則に準拠して認識・測定された資産の減少あるいは負債の増加総額である。
利 益	1 会計期間における収益に対する費用の超過額 (不足額) である。それは、一般に認められた会計原則に準拠して認識・測定され、経営活動から 1 会計期間内に生じた企業の所有主持分 (資産マイナス負債) の純増加額 (純減少額) である。

出典：AICPA [1970] paras.132, 134 より作成。

収益について、ATB 第 2 号と APB Statement 第 4 号の違いとして、「(1) 通常の認識時点—販売—ではなく、むしろ、収益の性格を強調しており、(2) 『商品以外』の資産の売却または交換より得られたものであっても、単にその利得 (gain) のみを含めるのではなく、その取引総額を含めている」(p.52) と指摘している。

また、費用に関して、ATB 第 4 号と APB Statement 第 4 号の定義が異なることを指摘し、次のことを述べている。すなわち、「処分された『商品以外』の損失 (loss) ...のみを含めるのではなく、むしろその原価 (cost) を含めている点を除けば、ATB における『広義』の意味¹⁹に近い」(p.53) と述べている。

また、利益に関しては、APB Statement 第 4 号において、収益と費用の差額である点は同様だが、APB Statement 第 4 号では、さらに所有主持分の期間変動額としての定義を加えている。すなわち、APB Statement 第 4 号における実質的な利益測定は、「1 会計期間中の企

¹⁹ 「収益から控除することのできるすべての費消した原価を意味する。」(AICPA [1953] para.3)

業の収益と費用を識別し、測定し、そして関連付けるプロセス」(para.147)と述べたうえで、「収益と費用が、認識される時点は、同時に資産純額の変動が認識されるときでもあるため、利益計算は、資産の評価と相互依存の関係にある」(para.147)と説明を加えている。

このような APB Statement 第 4 号の利益測定は、「発生主義会計」(para.144)として位置付けている。「原始記帳と実現の慣行こそ、『原価主義』(より正確に言えば、取得価格または歴史的な原価のルールである)の基礎をなすものである」(para.164)と述べている通り、取得原価主義会計を想定している。

つまり、利益測定プロセスでは、実現した収益と、それに対する費用を対応させることで、その差額として利益を算出しようと試みている。ここで、実現における定義も、稼得プロセスという用語を用いながらも、その稼得という定義自体も、収益の発生要因を具体的に挙げているという、循環的な定義に陥っている。

循環的な定義について、Staubus [1972] は、「ミックスされた定義」(Staubus [1972] p.39)と指摘している。すなわち、資産および負債は、「一般に認められた会計原則に従って認識・測定される」(para.32)ことが要求されながらも、一般に認められた会計原則とは、「経験、思考、慣習、慣用、そしてかなりの程度、実務上の必要性を基礎として発展してきたものである」(para.139)とされ、極めて実務という観点が混合されている(Ijiri [1971] p.50)。また、GAAP の内容が明らかにされないかぎり、資産の概念も明らかにされないため、定義が循環的であると言わざるを得ない。

総じて、APB Statement 第 4 号では、資産および負債を、経済的資源および経済的責務という、経済学的アプローチから定義付けている点については、資産負債観の特色を有している。また、資産と負債を軸に財務諸表の構成要素を体系付けようとしている点は、資産負債観の基本的特徴に合致する。しかし、利益測定においては、依然として収益から費用の差額という、収益費用観の特色を残していることが分かる。

第 5 節 利益と将来キャッシュ・フロー

これまで、各基準および理論を分析することによって、資産負債観および収益費用観の起源を明らかにしてきた。そこで次に、資産負債観および収益費用観の本質を整理する。そして、将来キャッシュ・フロー概念について、“*Objectives Of Financial Statements : Report Of The Study Group On The Objectives Of Financial Statements* (以下、Trueblood 報告書)”を手掛かりとして、利益の本質を明らかにする²⁰。

²⁰ Trueblood 報告書は、その議論を深化させる形で、FASB 討議資料の公表へと繋がっているものと指摘されている(津守 [1997] 1 頁)。

1 資産負債観と収益費用観の本質

まず、収益費用観の萌芽は、SHM 会計原則にみられる。SHM 会計原則は、実務のなかから損益計算書を重視する思考、すなわち、収益から費用を控除することによって利益を導くことを要求していた。これは、収益費用観の利益に合致している。

序説によって、収益費用観が形成されたと考えられる。序説では、収益を「成果」、費用を「努力」とし、対応させることによって、収益稼得能力を表す利益を導き、当期に費消されなかった原価を資産としていた。これが、序説にみられる収益の実現および費用との対応を、1つの利益測定プロセスとする、「対応概念」という特色に表れている。したがって、収益費用観の本質は、「対応概念」にあると結論付けられる。

そして、AAA1948年改訂版では、原価という項目から資産が独立し、権利という法的な側面から定義を行っていた。利益に関しても、収益費用観および資産負債観の混合概念として位置付けられるが、収益費用観の本質である対応概念は、序説と同様のものであることから、AAA1948年改訂版は、依然として収益費用観の基準として結論付けられる。

以上から、収益費用観の本質は、次の3点にまとめることができる。

- (1) 利益は、1期間における収益と費用の差額であり、収益稼得能力および経営者の能率の指標である。
- (2) 収益および費用は、企業の成果および努力である。
- (3) 利益測定プロセスは、対応概念に依存する。

次に、資産負債観の萌芽は、AAA1957年改訂版にあると考えられる。AAA1957年改訂版では、法的なアプローチから脱却し、「経済的資源」および「用役潜在力」という経済的なアプローチによって資産を定義付けている。したがって、資産負債観が資産を軸に定義を行うものであることから、資産概念において、資産負債観の萌芽がみられる。しかし、AAA1948年改訂版同様、利益に関して、資産負債観および収益費用観の混合概念である点については、資産負債観として完全に位置付けることはできないと考えられる。

ARS 第3号は、資産を「将来の経済的便益」とし、負債を引き渡す責務とする、経済学的なアプローチによる定義が与えられた。そして、所有主持分は、資産と負債の差額とされ、利益はその変動であり、収益および費用は、所有主持分の変動要因として位置付けられた。これは、資産負債観による会計観の萌芽として結論付けられる。

また、1970年のAPB Statement 第4号では、資産および負債の概念を、経済的資源および経済的責務とし、経済学的アプローチによって定義付けられている。所有主持分は、資産から負債を控除したものであり、利益はその変動額であった。収益および費用は、資産の増加および負債の減少、負債の増加および資産の減少であり、FASB 討議資料と同様の定義が与えられている。

しかし、本質的に、GAAPに準拠するという記述があるものの、GAAPが明らかにされな

いことから、定義が循環的であり、欠陥があると考えられる。また、利益測定を発生主義会計と位置付け、その本質は、収益と費用の差額として利益として導くという収益費用観そのものであった。したがって、APB Statement 第4号は、形式的には、資産負債観の萌芽がみられるが、収益費用観の名残があるといえる。

以上から、資産負債観の本質をまとめると、次の3点となる。

- (1) 利益は、企業の富の増減の指標であり、期末の純資産が期首の純資産を超過した分である。
- (2) 資産および負債は、将来キャッシュ・インフローおよび将来キャッシュ・アウトフローである。
- (3) 利益測定プロセスは、将来キャッシュ・フロー概念に依存する。

2 将来キャッシュ・フローと利益の本質

次に、利益の本質を明らかにするために、1973年に公表された Trueblood 報告書を取り上げる。Trueblood 報告書は、その一貫した目標に、「会計基準の基礎になり得るような機能的なフレームワークを作り上げること」(AICPA [1973] p.9: 以下、同文献は p.のみ示す)を挙げている。

まず、Trueblood 報告書では利益に関して、会計学上の利益 (income or earnings) と経済学上の利益 (income) を挙げている。経済学上の利益は、「一定期間に起こった幸福さ (well-being) または裕福さ (better-offness) の変化」であり、企業の操業活動の諸側面に結び付けたかたちでは、適切に定義されないとされる (p.22)。

また会計上の利益は、「事業活動を測定し、そして、企業の総合的な目標に向かって、期間ごとの発展を表示しなければならない」ものであり、経済学上の裕福さという概念が取り入れられ、最大の現金を生み出すために、現金を利用した企業の成功度合いをとくに導かなければならないとしている (p.22)。

そして、すべてが分かっている状態、つまり、確実性の状況下では、経済学上の利益と会計学上の利益は一致し、つまり1期間の利益は、資本コストに対する適切な利率をもって割り引いた将来キャッシュ・フローの現在価値の変動額になると指摘している (p.22)。

すなわち、経済学上の利益は、富の増減の指標そのものであり、確実性の状況下である場合、経済学上の利益と会計学上の利益は一致し、本質的に将来キャッシュ・フローの概念が内在するものと考えられる。

次に、適切な財務諸表が開示された際、意思決定者の視点からみれば、「より裕福であり、より多くの現金を生み出し、また、ある将来時点における利益を現金へ転換するなどの企業的能力」、すなわち、収益稼得能力 (earning power) を予測することが求められると指摘している (p.23)。

収益稼得能力は、「本質的に、将来現金を生み出す能力という概念」であり、現金を生み出す能力と会計学上の利益は密接に関連し合い、「比較的短期間では、現金主義よりも発生主義の方が、企業の発展の測定により有用である」と述べている (p.23)。より長い期間をとれば、現金を生み出す能力と会計学上の利益は、より近付くことから、企業の全期間からすれば、両者は合致し、会計学上の利益は、事業活動から生み出される現金からのみ導かれ、現金を生み出す能力と収益稼得能力は、等しいと帰結させている (p.23)。

すなわち、意思決定有用性の観点から、利益には、収益稼得能力を予測することが求められる。収益稼得能力は、将来現金を生み出す能力、それは将来キャッシュ・インフローをもたらすことを意味する。したがって、利益は、収益稼得能力を表す指標であり、収益稼得能力は、将来キャッシュ・フロー概念と結び付くことが明らかとなる。

井原 [1988] によれば、AAA1957 年改訂版の「企業実体の活動は、通常、利益獲得という目的を思考し、概括的にいえば、財および用役の取得、これらの取得されたものの変形、および成果としての生産物の市場への引渡を含む」(AAA [1957] p.537) という企業の目的に着眼したうえで、「資産の本質とされるサービス潜在力 (本論文における用役潜在力—筆者) について検討を加えると、それは、企業目的を達成するために有用であるのだから、...収益稼得能力として理解される」(井原 [1988] 38 頁) と述べている。

このように、企業の目的という観点からみれば、「用役潜在力」、ARS 第 3 号の「将来の経済的便益」、および APB Statemant 第 4 号の「経済的資源」は、必然的に、収益稼得能力に結び付くと考えられる。また、Trueblood 報告書において、収益稼得能力は、将来キャッシュ・フロー概念と結び付くことが明らかとなった。

収益費用観の利益は、収益稼得能力を表す指標であり、その収益稼得能力には、将来キャッシュ・フロー概念が内在している。そして、資産負債観の利益は、富の増減を表す指標であり、すなわち将来キャッシュ・フロー概念にしたがっており、また、資産負債観の資産概念は、将来のキャッシュ・インフロー、すなわち将来キャッシュ・フロー概念にしたがっている。以上のことを整理すれば、図 1-1 の通りとなる。将来キャッシュ・フロー概念に利益の本質があると結論付けることができる。



図 1-1 将来キャッシュ・フロー概念の関係

むすび

本章では、まず、FASB 討議資料から、資産負債観および収益費用観の概念を明らかにすることから始め、アメリカにおける会計基準および理論を歴史的に振り返って分析を加えた。収益費用観は、SHM 会計原則に起源を發し、序説によって形成された。AAA1948 年改訂版も同様に収益費用観に分類され、その本質は、収益および費用は、「成果」および「努力」であり、それらの差額として導かれる利益には収益稼得能力としての指標の意味を有していた。そして、利益測定プロセスは、対応概念に依存しているものであった。

続く、AAA1957 年改訂版によって、資産負債観の萌芽がみられると考えられる。AAA1957 年改訂版、ARS 第 3 号および APB Statement 第 4 号では、資産概念を「用役潜在力」、「将来の経済的便益」および「経済的資源」とされ、その本質は、将来キャッシュ・フロー概念にあった。AAA1957 年改訂版では、資産を中心として他の構成要素を定義付けていながら、利益概念は混合概念であり、完全には資産負債観と位置付けられない。

ARS 第 3 号では、資産を軸として他の構成要素を定義しており、利益も資産負債観の利益として一元化され、資産負債観の萌芽がみられた。APB Statement 第 4 号では、構成要素の定義が資産負債観でありながら、定義が循環的であり、収益費用観の性質を残している点が存在した。

そして、Trueblood 報告書によって、会計的利益と経済的利益に落とし込んで検討されている。会計的利益は、経済的利益の富という概念が取り入れられる必要があり、確実性の状況下において、両利益概念は、一致することを指摘している。同様に、全体利益という観点からも、両利益概念が一致することを述べている。

また意思決定者の観点からみれば、収益稼得能力 (earning power) を予測することが求められ、利益における役割は、この収益稼得能力にあるという (AICPA [1973] p.23)。収益稼得能力とは、「本質的に、将来現金を生み出す能力という概念」 (AICPA [1973] p.23) と定義され、すなわち、これは、将来キャッシュ・フローに他ならない。

このように、Trueblood 報告書では、会計的利益と経済的利益が一致するということから、その両者の本質は、収益稼得能力にあり、すなわち、将来キャッシュ・フロー概念にあるということが明らかとなった。したがって、意思決定の観点から、利益における本質は、将来キャッシュ・フロー概念にある。将来キャッシュ・フローは、すなわち、現在価値会計および経済的利益の本質でもある。次に第 2 章では、経済的利益の萌芽期からその学説を辿る。

第2章 現在価値会計の萌芽とのれん

はじめに

経済的利益は、1900年代初頭から経済学者を中心として、所得 (income) の概念を定義することから始まった。そのきっかけとなったのが、Fisher による『利子論』 (“*The Nature of Capital and Income*”) である。その後、経済的利益は、Lindahl および Hicks によって主張され、現在の経済的利益の原型を成すものと考えられる。

Hicks は、事前所得および事後所得について提唱しているが、ここで登場するウィンドフォール (windfall) は、経済的利益の特徴の 1 つとして挙げられる。ウィンドフォールには、のれんが含まれている。経済的利益におけるのれんは主観のれん (subjective goodwill) と呼ばれ、その後、Edwards and Bell [1961] らによって指摘される。この経済的利益におけるのれん (主観のれん) は、経済的利益を検討するうえで不可避の論点である。

また、経済的利益は、現代的には企業価値評価の基礎となる論理を有している。企業価値評価においても、のれん (自己創設のれん、識別不能無形資産) の測定がなされることが必要とされている。

このように、経済的利益とのれんには、一定の関係性があり、その関係性を検討する必要があると思われる。これまでの論文は、のれんと経済的利益は、別に論じているものが中心であった。そこで、本論文では、経済的利益とのれんの両者を挙げ、同時に関係を明らかにすることを目的とする。

そのために、本論文では、まず、Fisher, Lindahl および Hicks の所説から、経済的利益の起源および展開を、明らかにする。そのうえで、経済的利益とのれんを論じた文献として、Canning を挙げ、その内容を明らかにする¹。そのうえで、のれん概念の諸説について整理したうえで、経済的利益とのれんの関係性を明らかにしていく。

第 1 節 経済的利益の展開

経済的利益を検討していくうえで、Fisher, Lindahl および Hicks による学説を概観し、経済的利益の性質について述べる。本論文では、まず Fisher の所得の概念定義を中心として概観する。次に、Lindahl では、Fisher の所得概念を基礎とした所得の計算構造について触れる。さらに、Hicks においては、事前および事後概念について検討を加え、経済的利益の特

¹ 経済的利益とのれんを同時に論じたものとして、Edwards and Bell [1961] が挙げられるが、これについては、第 4 章において論じる。

徴を明らかにする。

1 Fisher による消費としての所得

まず、Fisher は、所得 (income)² について次の 3 概念について述べている (Fisher [1930] p.11)。

(1) 心地よい感覚および経験から構成される、享樂または精神的所得 (enjoyment or psychic income)

(2) 生活費によって測定される、実在所得 (real income)³

(3) 人がその生活費にあてるために受け取った貨幣からなる貨幣所得 (money income)

このうち、貨幣所得が一般的に所得と呼ばれ、享樂および精神的所得は、最も基本的であるが、生活費によって測定される実在所得が最も実際的であると述べている (Fisher [1930] p.11)。

実在所得とは、内的享樂を与えてくれる、外的世界における最終的物質的事象から成り立つものである (Fisher [1930] pp.5-6)。この享樂は、財または用役を消費することで得られ、所得はこの消費を貨幣的に測定したものとして解釈できる。それゆえ、Fisher による所得は、「消費としての所得 (income as consumption)」と呼ばれている (Kaldor [1955] p.56, Lindal [1933] p.399)。

Fisher による所得の特徴の第 1 に、資本 (capital) と所得区別しているところにある。Fisher は、所得と資本の関係について次のように述べている。「一定時点に存在する富 (wealth) のストックは、資本 (capital) と呼ばれ、一定期間に富から得られる用役 (service) からのフローは所得 (income) と呼ばれる。」 (Fisher [1906] p.52) これは、ストックという富である資本財 (capital goods) から、フローとして所得を生み出されるものであり、所得を生み出す資本と所得は区別されている。Fisher は、所得が生み出されるプロセスを図 2-1 のように示している (Fisher [1930] p.15)。

この図 2-1 では、資本財から、所得が生じることに加えて、その所得から、所得価値が導かれ、その価値から、資本価値が導かれる。

Fisher の所得概念の第 2 の特徴は、貯蓄と所得を分けることである。この点について Fisher は、「資本価値は、貯蓄によって増加し、所得はこの資本増加額と同じ金額減少する」 (Fisher [1930] p.29) と述べている。Fisher によれば、所得は、内的享樂を得るために消費された財または用役の貨幣的な測定によって導かれる。したがって、貯蓄は現時点での内的享樂を

² 個人における“income”は所得とし、企業における“income”は利益として訳出している。

³ “real income”について、気賀・気賀 [1980] によれば、「実質所得」として訳出しているが、角ヶ谷 [2009] では、「実在所得」として訳出されている。本論文では、実質は、「net」のことを意味し、意味を分けることから、「実在所得」として訳出した。

引き出すことができないことから、貯蓄と所得が区別されるのである。この点については、Lindahl においても後述する。

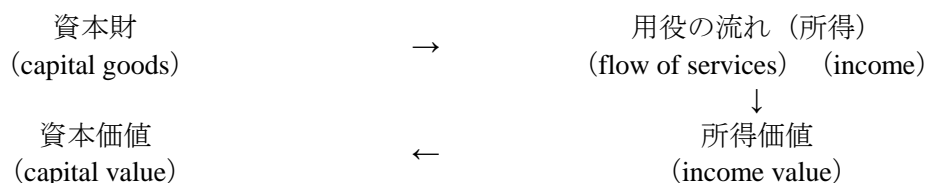


図 2-1 所得と資本

出典：Fisher [1930] p.15

貯蓄と所得が区別されれば、貯蓄も図 2-1 のサイクルをたどることになる。貯蓄として現在の所得から除外されたフローは、資本財の増加を通じて将来の所得の増加につながり、将来の所得の増加は、所得価値の増加を通じて資本価値を増加させる。

この将来の所得を資本化したものが、資本価値としての現在価値である。将来の所得と資本価値として現在価値との懸け橋となっているのが、割引率としての利子率であり、利子率は、貨幣の価格と呼ばれることとなる (Fisher [1930] p.13)。

このように、Fisher における経済的利益は、資本財の「消費としての所得」である。そして貯蓄と所得を切り離したことにより、貯蓄は、将来の所得を増加させる。そして、将来の所得を利子率によって割り引いたものが、資本価値としての現在価値となる。

2 Lindahl による利子としての所得

Lindahl は、Fisher の所説に批判的な検討を加えることから、その理論を展開している。「彼 (Fisher : 筆者加筆) は、資本という言葉によってすべての資本の増加を包含している—たとえそれが利子の貯蓄によって生じたものであっても—ことによって、首尾一貫しないという攻撃にさらされている。」 (Lindahl [1933] p.401) つまり、Fisher の所得概念では、所得と貯蓄が区別されていたのに対し、Lindahl はその区別を取り払い、貯蓄を所得概念に加えている。

この点について、Lindahl は、次のように述べている。所得は、「一定期間に生じると期待される消費と貯蓄の和と一致している。この場合の貯蓄とは、(意外の) 利得および損失を除く資本価値の増加を表している。」 (Lindahl [1933] p.401) Fisher における消費は、財または用役の消費を所得とする実在所得であり、用役の流れとしてのフロー概念であった⁴。

⁴ フロー概念を提唱した Fisher [1906] に対して、ストック概念の経済的利益 (所得) を提唱した論者として、Mill [1848] や Marshall [1890] が挙げられる (Previts [1980])

このとき、貯蓄は、ストックとして、所得概念と区別されていた。しかし、Lindahl の所得概念は、所得概念に貯蓄を加えることで、所得として統一的にとらえ、資本価値の増減をもって所得としている (Lindahl [1939] pp.143-144)。

このように、Lindahl は、自らの所得概念を Fisher と対比させ、「利子としての所得 (income as interest) 」 (Lindahl [1933] p.401) と呼んでいる点に特徴がある。資本価値は、利子としての所得、すなわち利子率で割り引かれた将来の用役が現在に近づくにしたがって生じる増加額としての所得を測定するための出発点である。所得は、ある期間の開始前に関して、資本価値とその期間に適用される利子率との積とみなすことができると述べている (Lindahl [1933] p.400)。

所得が資本価値と利子率との積で表せる関係は、次のように (数式 1) で説明することができる⁵。期首時点における資本価値 SV_0 は、資本財から得られる収入 (キャッシュ・インフロー) CF と利子率 r によって表される。

$$SV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (\text{数式 2.1})$$

そして、期末時点における資本価値 SV_1 は、同様に次の (数式 2.2) の式で表される。

$$SV_1 = \frac{CF_2}{(1+r)^1} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} + \frac{CF_4}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^{n-1}} \quad (\text{数式 2.2})$$

所得 EI_1 は、ストック概念として捉えられた資本価値の増減した分である。このとき、当期中に実現した、資本財から得られた収入 CF_1 を加算し、次の (数式 2.3) で表される⁶。

$$EI_1 = (SV_1 + CF_1) - SV_0 = CF_1 - (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 2.3})$$

ここで、(数式 2.3) の SV_0 と SV_1 に、それぞれ、(数式 2.1) と (数式 2.2) を代入すれば、次の (数式 2.4) のようになる。

$$\begin{aligned} EI_1 &= \left[CF_1 - \frac{CF_1}{(1+r)} \right] + \left[\frac{CF_2}{(1+r)} - \frac{CF_2}{(1+r)^2} \right] + \dots + \left[\frac{CF_n}{(1+r)^{n-1}} - \frac{CF_n}{(1+r)^n} \right] \\ &= r \frac{CF_1}{(1+r)} + r \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + r \frac{CF_n}{(1+r)^n} = rSV_0 \end{aligned} \quad (\text{数式 2.4})$$

このように、所得は、期首時点の資本価値と利子率との積として表すことができることから、期末時点 (1 時点) における経済的利益 EI_1 ⁷は、期末と期首時点 (0 時点) の価値 SV_t ($t=0,1,2,\dots,T$) の差額に収入 CF_1 を加えたものであり、それは、利子率 r と期首時点の主観

pp.161-166, 181-182)。

⁵ 斎藤 [1988] 6-8 頁を参考に作成。

⁶ (数式 2.3) は次のように標記される場合もある。

$$EI_1 = (SV_1 + CF_1) - SV_0 = CF_1 + (SV_1 - SV_0)$$

⁷ 本文中における所得は、経済的利益と同義であることから、これ以後も原文に沿った説明において、「経済的利益」を使用している。

価値 SV_0 を乗じたものとして表すことができる。したがって、Lindahl による経済的利益は、次の(数式 2.5)で表される。

$$EI_1 = SV_1 - SV_0 + CF_1 = rSV_0 \quad (\text{数式 2.5})$$

また、Lindahl は所得算定の意義として主体の意思決定のために役立つことを挙げ、「予想所得 (anticipated income)」と「達成所得 (income obtained)」という概念を示している (Lindahl [1933] p.400)。これは、すなわち、予想利益と実際利益を比較したものであり、事前所得および事後所得につながるものである。この点については、次に Hicks の所説において述べていく。

3 Hicks による事前・事後所得

Hicks は所得を、次のように定義する。「実際的な事象における利益計算の目的は、自分自身貧しくなることなしに消費できる金額を、人々に示すことである。この考え方によると、ある人が、一週間の間に消費し得る最大値 (the maximum value) を所得として定義づけるべきであり、週の始めにおけると同様、週の終わりにおいても、なお裕福であることを期待すべきであるように思われる。」 (Hicks [1939] p.172)

この所得の定義を中心的定義としたうえで、第 1 の近似概念から第 3 の近似概念を提示することで、中心的定義に近づけている。まず、第 1 の定義は、次のように述べられている。「個人の見込み収入の資本化された貨幣価値にすべてを依存させようとするものである。... (中略) ...もし (貨幣額としての) 見込み収入の資本価値を増減なく維持するという期待があるべきならば、1 週間のうちにそれ以上を費やすことができない最大額である。」 (Hicks [1939] p.173)

次に第 2 の定義は、「個人が今週に費やすことができ、さらにこれに続く各週に同じ金額を費やせることを期待できるような最高額」と述べている (Hicks [1939] p.174)。第 1 の定義から第 2 の定義へと議論が進む背景には、利子率の変化という問題がある。利子率の変化がない場合は、第 1 の定義が中心的定義と等しくなるが、変化がある場合は、第 2 の所得が、中心的定義に近い近似概念であると述べている (Hicks [1939] p.174)。

そして、第 3 の定義は、「個人が今週に費やすことができ、さらにこれに続く各週に実質額で同じ金額を費やせることを期待できるような最大の貨幣額」としている (Hicks [1939] p.174)。第 2 の定義から第 3 の定義には、物価変動という問題がある。物価の上昇が予測されれば、今週およびこれに続く各週にあたる同じ金額を使用と計画する個人は、各週において、週の初めよりも経済状態が悪化することを予測しなければならない。したがって、この定義が望ましいと考えられる。

これらの第 1 の所得から第 3 の所得までの議論の結果から、結局は、中心的定義に立ち返っている。これら第 1 の定義から第 3 の定義による所得の定義は、個人の期待される主

観的な所得である。これを、Hicks は、事前所得 (ex ante income) と呼んでいる。

それに対して、Hicks は、事後所得 (ex post income) を挙げている。もし個人の期待が正確に実現されない場合には、週末における彼の見積もり額の価値は、期待されたよりも大きくなるか小さくなる可能性がある。Hicks は、これを「意外な利得・損失 (ウインドフォール)」 (windfall profit or loss) と呼んでいる。そして、事後所得とは、事前所得から、ウインドフォールを加算および減算することによって導かれる (Hicks [1939] p.178)。

そして、「前述した、所得の定義の諸定義にウインドフォールを加減すれば、新たな1組の諸定義、すなわちウインドフォールを考慮した事後の所得が得られる」 (Hicks [1939] p.178) とし、上述した第1から第3までの事前所得に対応するかたちで、第1から第3の事後所得が導かれることを指摘している。さらに、これらの事後所得は、客観的であると述べている (Hicks [1939] p.179)。

しかし最終的に、Hicks は、ウインドフォールを含まない事前所得を主張している。Hicks は次のように述べている。「行為 (conduct) に関係ある所得は、ウインドフォールを除外したものでなければならぬ。ウインドフォールが発生した場合には、その週の所得ではなく将来の所得に含めなければならない。」 (Hicks [1939] p.179) これは、すなわち、今期の所得において、ウインドフォールを含めることを適切とは考えていないと解釈することができる。

Hicks の主張した事前所得および事後所得の関係を表せば、次の (数式 2.6) で表すことができる。

$$\text{事後所得} = \text{事前所得} \pm \text{ウインドフォール} \quad (\text{数式 2.6})$$

(数式 2.6) における事前所得は、すなわち確実性の状況下における所得である。これは、Lindahl における計算例によって導かれるものである。そして、Hicks は、期待値と実際値の差として、不確実性の状況下の概念を導入することにより、ウインドフォールを用いて、事後所得を導いている。

この点を数式で整理していく。事前所得は、期首時点において予定および予測された期末時点の期待された価値を基準にするのに対し、事後所得は、期末における実際の価値を用いる。そして、その期末時点の期待値と実際値の差額が、ウインドフォールとなり、これを c と置くと、期首時点に予定された経済的利益 (事前所得) EI_1^a と、期末時点での実際の経済的利益 (事後所得) EI_1^p は、既述した (数式 2.5) も合わせて考えると次の (数式 2.7) の関係で示すことができる。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = (SV_1 + c) - SV_0 + CF_1 \quad (\text{数式 2.7})$$

(数式 2.7) における事後的な経済的利益は、(数式 2.8) のように変形することができる。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = SV_1 - SV_0 + CF_1 + c \quad (\text{数式 2.8})$$

このように、経済的利益は、Fisher, Lindahl, そして Hicks という流れのなかで、進展し

ていくことが明らかとなった。これを簡単にまとめれば、次の表 2-1 となる。

表 2-1 経済的利益の進展と特徴

論者	進展と特徴
① Fisher	経済的利益の定義と現在価値の登場
② Lindahl	現在価値計算を用いた利子による利益の定式化
③ Hicks	事前利益・事後利益

第 2 節 Canning による現在価値会計とのれん

これまで、Fisher, Lindahl および Hicks の経済的利益について述べてきた。次に、1929 年に刊行された Canning 著『会計の経済学—会計理論の批判的分析—』”*The Economics of Accountancy—A critical Analysis of Accounting Theory*”を手掛かりとして、経済的利益およびのれんについて明らかにする。Canning は、Fisher [1906] から影響を受けたとされる⁸。

Canning [1929] は、研究の目的について次のように述べている。「研究の目的は、会計専門家の仕事の結果を、いっそう便利にまた着実に入手できるようにすることである。さらに、経済学者の仕事のうち、会計専門家が取り扱う理論や実務の問題に適用できると思われる部分を会計専門家に知らせることである。」(Canning [1929] p.5 : 以下、同文献は p.のみ示す)

このように、Canning は、経済学的理論を持ち込むことによって会計上の実務の問題点を解決することを目的としている。そこでは、理論的な側面と実践的な側面の両面から議論されている。以下では、財務諸表の構成要素、利益、利益測定、およびのれんについて検討を加えていく。

1 財務諸表の構成要素

(1) 資産

まず、Canning は、資産 (asset) について、次のように定義している。「資産とは、貨幣 (money) という将来の用役 (service) または、貨幣に転換しうる用役であり、その受益権は法律上または衡平法上 (equitably) ある人またはある人の一団に対して保証されている受益権 (the beneficial interest) である。(ただし、契約の両当事者が比例的に未履行の契約から生じる用役を除く。) そのような用役は、それを使用する (runs) ある人またはある人の一団にとってのみ資産である。」(p.22) この定義には資産が、将来的に貨幣になる、すな

⁸ Schumpeter [1967] は、経済学者と会計人 (会計専門家) の調和を行った最初の学者として、Fisher [1906] を挙げ、それに続くのは、Canning [1929] だと指摘している (Schumpeter [1967] p.945)。

わち将来キャッシュ・インフローを生む用役であり、法律的な権利であることを示している。これは、「用役潜在性 (service potential)」と言われる概念である⁹。

また、Canning は、「資産は、用役または利益 (income) の要素として考えられる」(p.48) とする。Fisher は富 (wealth) の成立の条件として、物体 (object) であることを挙げる。これに対し、「すべての資産が、直接にまたは近似的に、特定の物体と関連しているわけではない」(p.14) と述べている。例として、企業の所有するトラックを挙げている。トラックは資産であるが、資産を構成するものは、トラックの所有権 (legal title) でもなく、トラックの存在そのものでもない。ここで本質的なことは、「トラックの特定の予想された用役 (anticipated service) が、その企業の便益 (benefit) へと変化していく (inure) こと」(p.14) であるという。

(2) 負債・持分

このような資産に対して、負債 (liability) は、負の資産として、次のように定義されている。

「負債とは、貨幣の価値を有する用役であり、資本主 (proprietor) が他人 (またはある人の一団) に対して返済すべき法的な (または公正な) 義務 (duty) として現れている状況のものをいう。また、負債は、この他人からその資本主に対して負っている額または、それ以上の貨幣価値の特定の用役によって、資本主のその義務が無条件に相殺されない状態にある貨幣評価の可能な用役である。」(pp.55-56)

ここでの資本主 (proprietor) とは、単に「資産の所有者 (holder of a set of asset)」(p.48) を意味している。また、貸方全体としての持分 (equity) は、資本主持分 (proprietorship) という概念を表し、それとは区別する形で、純資産 (net asset)¹⁰を意味するものとして、純資本主持分 (net proprietorship) を示している。(p.48)。

資本主持分は、「一連の資産の所有者のその資産に対するすべての便益の権利によって構成される」(p.55) という。また、純資本主持分は、「単なる差額であると定義するほかに定義を本質的に説明することができない」(p.56) としたうえで、「資本主持分の金額から負債の金額の合計を控除することによって明らかとなる差額である」(p.56) としている。

資本主持分 (proprietorship) を、負債とするかどうかと検討する際、「資本主の利益にとって不利なものか、そうでないのか」(p.61) ということを基準としている。しかし、負債または持分を定義するにあたっては、「理想的に定義としてあるべきものについての筆者の考えを表すよりも、むしろ、最良の実務を説明することを目的としていた」(p.62) と述べている。

このように、負債および持分の概念の分析は、資産概念の本質が、用役潜在性にあるとい

⁹ 用役潜在性 (service potential) は、Vatter [1947]、AAA [1957] および Sprouse and Moonitz [1962] にも述べられている。

¹⁰ 本文中では、総括して、純資産としているが、純資産所有主持分 (owner's equity) または、残余持分 (residual equity) のことを指している。

う論理がを重視しているのに比べて、実務の説明を主眼を置いていることが明らかとなる。

2 利益

Canning [1929] は、利益を議論するうえで、既述した Fisher [1906] における利益を引用している¹¹。そのうえで利益測定に対して、企業にとっての事実そのもの、すなわち、企業設立の日から解散の日までに得られる利益 (income)¹²の確定的な成果を考慮に置く必要があるという。これを「最終全体利益 (ultimate total income)」と呼び、次のように定義している。「最終全体利益とは、資産の経済的性質 (economic attributes) を持っていることが証明されるにも関わらず、資産として記帳されない他の用役の貨幣による確定的成果 (final fruition) である。」 (p.95)

ここでの最終全体利益は、企業における全体期間において稼得され、またそれは、用役と同意語であるという指摘から、企業全期間において稼得された収益を指していると解釈される。しかし、企業活動の複雑性の観点から、契約における費用 (経費) (expense) の配分の難点を指摘し、また毎年の会計報告の必要性を述べたうえで、期間利益 (annual income) の重要性を示唆している (pp.96-97)。

このように、企業の全体期間を重視する Canning は、特定の期間における総利益 (gross income) を次のように定義している (p.100)¹³。

総利益 = 総営業利益 (gross operating income) + 総財務利益 (gross financial income)

総営業利益とは、次のようなものである。「会計専門家が、ある期間の総営業利益についていう際、彼らは、その期間内に実現した、企業活動の要素であるすべての基本的な用役 (elementary services) の貨幣による成果 (あるいは貨幣等価物) を意味している。」 (p.101)

ここでの実現として、次の3点を挙げている (p.103)。

¹¹ Fisher [1906] によれば、次のように利益に関して述べられている。「利益 (income) は、期間を通じてのフローとして定義されており、資本 (capital) のような1時点での資金として定義されるものではない。抽象的な用役 (abstract service) から構成されるものとして定義されており、資本のような具体的な富 (objective wealth) から構成されるものではない。したがって、何らかの道具を通じての利益は、その道具によってなされる用役のフローである。」 (Fisher [1906] p.52) このように、Fisher [1906] では、利益をフロー概念を用いてとらえようとしている。Canning [1929] も、フロー概念を用いて、利益を定義している。

¹² ここでの、“income” は、(本質的には何でも) 用役と同意語として用いられている (Canning [1929] p.94 notes.2)。

¹³ 1920年代の会計理論家が、利益を財務および営業 (financial and operating) に分割する必要性を認識したのは、利益決定を取り扱う経済的文献がより洗練され増加したからと指摘されている (Previts and Merino [1998] p.261)。

- ① 1年以内の貨幣の将来の受取が、発生の可能性が高い。
- ② 受け取る金額が、かなりの程度で信頼性をもって見積もることができる。
- ③ 循環において生じる、もしくは生じられるべき費用が、かなりの程度で信頼性をもって見積もることができる。

また、「基本的な用役」とは、「経済学者による形態効用、場所効用および時間効用と、密接に類似するもの」(p.108)である。すなわち、用役同士の結合は、企業の営業活動を通して、これらの経済的要素へと分解されるという(p.108)。

また、総財務利益とは、次のようなものである。「ある期間における総財務利益は、期間内にもたらされ、ある人(またはある人々)から他の人(または他の人々)によって作られた貨幣資金の譲渡(Grants)から生じた賃貸利益(hire earnings)から構成されている。」(p.109)ここでの、譲渡とは、広い意味で使用されており、「すべての貨幣の貸付および貨幣信用取引の延滞、財または用役の販売からの支払いの延期ですらも含まれる」(p.110)ものである。

これら総営業利益と総財務利益の関係のうち、相違点については次のように述べられている。総営業利益による用役は、営業循環の終わりに与えられる用役である。総財務利益は、貨幣資金の譲渡によって、取引のはじめに与えられた用役からもたらされる。また、貨幣のアウトフローから貨幣のインフローのある営業循環のなかで、営業利益は、不規則に変化していく非常に多くの用役が存在する。それに対して、財務取引においては、用役は、介在しない(p.116)。

そして、唯一の重要な共通点として、受取人がその貨幣の流出に対して、貨幣による成果を期待するという点を挙げている(p.116)。

Canning は、次に、これまでの純利益(net income)と総利益(gross income)の関係を次のように示している(p.126)¹⁴。

純利益＝総利益－控除項目

純利益に対して次のように述べている。「純利益に性質上の特性をあてようという主張は支持されない。それは、完全に量的なものだからである。もちろん、これは純利益が2種類の同質でないものの合計値の差額を表すという事実から考えられることである。」(p.126)

また、Canning は、最終利益合計と同様に、純利益に対しても、企業の事実となる最終純利益「final net income」を示している(p.126)。しかし、最終純利益は、最終総利益と総利益と同様に、全体利益と期間利益の関係からみれば、企業の進歩を表す単なる指標でしか

¹⁴ Canning [1929] と同時期の文献 Paton [1922] においても、利益概念を2つ挙げている。すなわち、Paton においては、「収益(income)は持分に対する純増加(gross addition)を表す。費用(cost)は収益からの控除を表す」(Paton [1922] p.155)とし、それらの差は、純利益(net income)となる。さらに、それを純収益(net revenue)として振り替える処理を提案している(Paton [1922] p.182)。

いとされる。そのうえで、Canning は、次のように述べている。

「毎年計算される純利益数値と、理念上、最終的に一致するであろうと仮定した数値の誤差は、一般に、総利益中の見積上に関する誤差に比べれば、とても大きいものである。周知の通り、一般的な控除項目のなかには、どんな総利益項目に比べても、一定の信頼度をもって測定することが、ずっと困難なものがあるからである。」 (p.127)

このように、Canning は、実務で用いられている純利益に対して、理想の利益について議論している。まず、土地の価格上昇について挙げ、上昇分は、収益としないとし、ある出来事は有利な側面と不利な側面を持つ場合において、不利な出来事は記録されるものの、有利な側面は、その結果が確定するまで記録されないとする。このように、「ほとんどすべての企業において、会計専門家の手続きは総利益を控除項目よりも遅れて認識することが普通である」 (p.134) と述べられている。

もし、これら総利益の科目（収益の科目）と控除項目が同時に計上されれば、利益はほとんど理想的な会計処理に至ると考えられる。この理想と設定されているのが、理想利益 (ideal income) であり、これは、Fisher [1906] が指摘した「標準利益」 (standard income) または「理想利益」である (p.135)。

しかし、Canning は、理想利益と厳密に一致する測定値を得ることはできないと指摘する (p.135)。その理由として、「多くの資産の増価あるいは減価は、個別的にはではなく、間接的に全体として評価するほかはないため、正確に資本価値を得ることはできない」 (p.135) とされている。

そのうえで、理想利益または標準利益が、次の 6 つの変数の合計から構成されるときに、可能であると指摘している (p.135)。

- ① 資本主 (proprietor) にとって有利な収入
- ② 資本主にとって不利な支払い
- ③ 正しい資本価値の増価
- ④ 正しい資本価値の減価
- ⑤ 正しい資本価値がない場合の簿価の増価
- ⑥ 正しい資本価値がない場合の簿価の減価

3 測定

次に、具体的に測定を行ううえで、Canning は、財務ポジション (financial position) という概念に触れている。財務ポジションとは、「企業の資本価値に関するものというよりもむしろ、資産の評価と構成に関するポジション」 (p.191) と定義している¹⁵。

¹⁵ 測定を考慮する際、負債の測定においても考慮しなければならないが、Canning は、財

そして、財務ポジションを、資金の獲得 (procurements) と分配¹⁶ (distributions) に関連付けて考え、さらに時間を考慮に入れて考察を加えている。これを次の表 2-2 のように分類している (p.182)。

表 2-2 財務ポジションの分類

資金の獲得	資金の分配
① 完了	① 完了
② 完了	② 期待される
③ 期待される	③ 完了
④ 期待される	④ 期待される

出典：Canning [1929] p.182 より筆者作成

ここで、貸借対照表は、①から④のうち、どれが当てはまり、また資産はどのような役割を果たすか議論している (p.182)。すなわち、貸借対照表が①から④のペアのうち、どれを示す役割を果たすかの議論である。

まず、①に当てはまるならば、将来の貸借対照表は、企業の設立以来の総現金収入および支出を示さなければならないため、不適格である。また、②および③も、それぞれ資金獲得の側が、あるいは分配の側かにおいて、①の場合と同様であるために不適格である。

そこで、将来に期待される資金の獲得、つまり、将来における資金の獲得能力という点において、④が、最も貸借対照表に当てはまるものであるとしている (p.182)。例えば、現金勘定を挙げれば、現金は、「任意にまたは要求に対して利用可能の資金」 (p.182) である。これは、所有者の意思で、その将来の数値がゼロになることもあり、または、現在よりも大きな数値を示すこともあるだろう。受取勘定 (accounts receivable) は、短期間で資金が獲得されるだろうという期待を明らかに表している。これらの勘定では、短期間で資金が獲得されるだろうという期待を表している (p.183)。

このように、現金は、「期待される」という要件を満たすことになる。同様に、売掛金 (receivable)、完成品 (finished goods inventory)、半製品 (manufactured goods) を挙げて説明を加えている。これらは、直接評価 (direct valuation) できるとされる (pp.182-183)。

それに対して、間接評価 (indirect valuation) せざるを得ないものも存在する。それは、工場で使用される機械である。これは、直接的かつすぐに貨幣をもたらすものではない。また、機械の価値はそれからもたらされる用役か、その用役を獲得するための支出によって得られるが、それらのサービスが個々に売られない限り、直接的な貨幣評価はすることができない。

務ポジションの箇所において、負債の測定について論じていない (Canning [1929] pp.179-194)。これは、負債を、負の資産として定義しているためであると思われる。

¹⁶ これは、つまり流出のことである。

このように、Canning [1929] は、理想的には、直接評価すなわち、将来の資金の流列の把握（将来キャッシュフローの割引現在価値）を行うことを述べている¹⁷。その場合、貸借対照表は、企業の資本価値について、事実に適合し、合理的で信頼できる財政状態を表示できるとする。しかし、直接評価を、棚卸商品からさらに超えて、それ以上に進めようと試みすることは、会計士の任務というよりもむしろ、「透視者」や「星占い」の仕事であると述べている。したがって、財政状態を表示する際、直接評価に間接評価を補足する方法が実際的であるとする。（pp.184-185）。

4 のれん

Canningによれば、のれん（goodwill）は、次のように定義されている。「のれんは、それが貸借対照表に計上される場合、総合的評価勘定（master valuation account）にすぎない。つまり、のれんは、必ずしも法律上の属性ではないが、資産の経済的属性をもつ無数の諸項目や資産として計上された項目についての過小評価分の未配分項目が投げ込まれた包括的な情報（catch-all）にすぎない。それは典型的な評価勘定である。」（pp.42-43）

このように定義される Canning によるのれん概念は、「総合的評価勘定説」と呼ばれるものである。これは、資産の評価額の誤りと、企業実体全体の現在価値と識別可能な持分（純資産）との差額を表すものである（p.42）。

さらに、のれんについて次のように指摘している。「将来利益の構成要素の多くが資産評価から除去され、資産評価に含まれる構成要素が極端に過小評価される場合、企業が、同じ業界の別の企業における資産の帳簿価額に対する営業利益率（ratio of operating profit）をはるかに超えるそれを示すことは驚くべき問題ではない。そのような企業は、価値あるのれんを保有していると言われる。企業が所有主を変えるとすれば、その総資産と総負債の差額を超える対価を払ってそうするであろう。」（p.42）

これまで述べてきた通り、Canning は利益においても全体的視点を用いて議論を行ってきた。のれんにおいても、同様の視点を用いて、積極のれん（positive goodwill）と消極のれん（negative goodwill）の概念を示している。

資産において、間接評価が用いられる場合、資産全体を構成する個々の資産について、個別的生産力の前提を想定することが便利であると考えられる。そこで、その前提を元に、資産全体を構成する個々の資産を総合した企業の資本価値について次のように述べている。

「製品を一般の買い手に販売し、その勘定を回収するために必要なすべての用役獲得のための支出予定額が、これによる営業受取予定額よりも相当に少ない場合は、その用役の総計はそのコストに値するだけの価値を持つといえるだろう。言い換えれば、企業の将来にお

¹⁷ Canning の利益測定については、Chambers [1979] pp.769-770 に詳しく論じられている。

ける総収入の現在価値が、将来における総支出よりも大きい時、企業はその差額に等しい資本価値を持つ。」 (p.187)

そして、上記のような場合に、積極のれんが生じるとされる。積極のれんとは、「ある時点において、将来収入の現在価値が、①将来支出の資本価値と、②用役を獲得するために支出されたもののうち、未だ用役を受け取っていないか、または実現していない資本価値部分との合計額を、超える金額である。」 (p.188)

それに対して、消極のれんとは、「ある時点において、将来収入の現在価値が、①将来支出の資本価値と、②用役を獲得するために支出されたもののうち、未だ用役を受けとっていないか、または実現していない資本価値部分の合計額よりも、少なくなる金額である。」 (pp.188-189)

このようにのれんを述べたうえで、Canning [1929] は、「のれんを正確に評価することは、企業の資本価値を評価することであり、会計実務の改善に繋がる」とする (p.192)。

第3節 のれん概念と経済的利益

これまで、経済的利益の諸説と Canning の所説について述べてきたが、それらの議論とのれん概念との関係について述べていく。Tearney [1971] は、3つののれん概念があると指摘している。それらは、超過利益説 (excess profit concept) , 差額説 (residuum concept) および、潜在的無形資産説 (Momentum concept) である (Tearney [1971] p.43)¹⁸。本稿では、超過利益説および潜在的無形資産説 (識別不能無形資産説) と、差額説に大別し、のれん概念を検討したうえで、経済的利益との関係性について論じていく。

1 のれん概念の分類

のれんとは、純資産額の差額として導かれるものである。純資産の差額ということは、資産および負債の評価基準 (測定属性) に依存する。したがって、その評価基準の差異によって、のれんが分類されることとなる。この分類は、**図 2-2** の通りである。

¹⁸ 梅原 [2000] は、Tearney [1971] と同様に、のれん概念を3つに分類している。3つの概念とは、将来期待される超過利益の価値として、超過利益説 (excess earnings concept) , 企業価値と識別可能純資産額との差額として、差額説 (residuum concept) および、識別不能無形資産の価値として、潜在的無形資産説 (hidden assets concept) である (梅原 [2000] 9頁)。また、Hendriksen [1965;1970;1977;1982;1992;2001] ものれんについて解釈を与えているが、年代によって大きく差異があるためここでは取り扱わない。Hendriksen についての詳細は、山内 [2012] に詳しく検討されている。

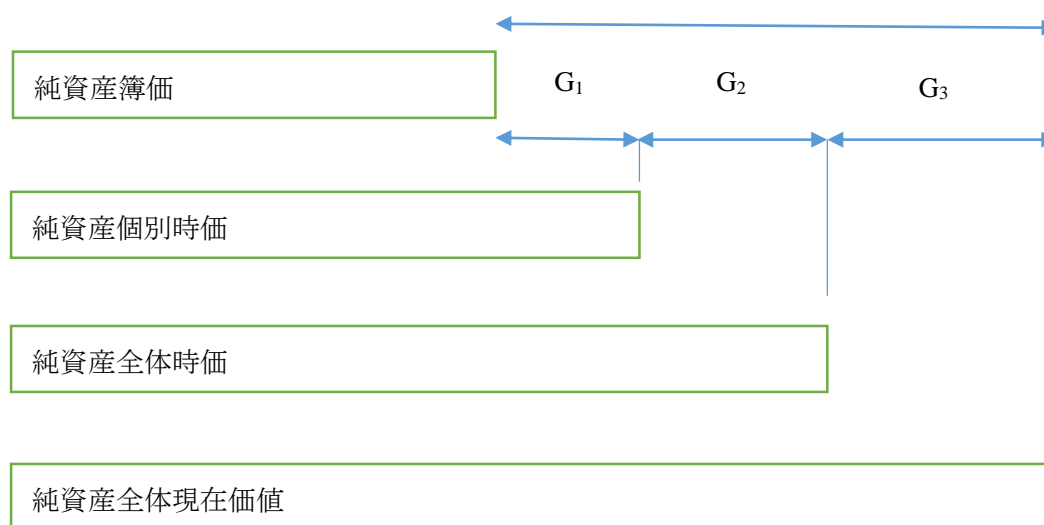


図 2-2 のれんの分類

出典：山内 [2010] 227 頁，木下 [2009] 123 頁，榊原 [2011] 15 頁を参考に筆者作成¹⁹

のれんを測定するうえでの評価方法の大きな視点として、まず、各資産および負債の個別項目の差額としての純資産か、純資産の全体価値測定か、という視点がある。また評価方法としては、簿価、時価（公正価値）、現在価値（使用価値）が存在する。そして、それぞれの差額として図 2-2 における G_1 、 G_2 および G_3 ののれんを導くことができる²⁰。

まず、 G_1 は、純資産個別時価と純資産簿価の差額として導かれる。純資産簿価とは、帳簿価額によって純資産を評価する方法である。純資産個別時価とは、純資産を個別測定した時価の合計である。純資産個別時価と純資産簿価の差額である G_1 で測定される資産は、一般的に識別可能無形資産と呼ばれている概念である。

次に、 G_2 は、純資産全体時価と純資産個別時価との差額として計算される。純資産全体時価とは、純資産を全体測定した金額を指しており、これは企業結合において、取得企業から被取得企業に支払われる対価としての金額である。すなわち、 G_2 は、Edwards and Bell [1961] における、客観のれんと呼ばれる概念である。

最後に、 G_2 と G_3 を合わせた部分は、純資産全体現在価値と、純資産個別時価の差額である。純資産全体現在価値とは、企業全体の使用価値のことを意味する。 G_2 と G_3 を合わせた部分は、Edwards and Bell [1961] において、主観のれんと呼ばれる概念である。

このように、のれんは、評価基準（測定属性）と、個別か全体かという測定手法によって

¹⁹ 木下 [2009] および榊原 [2011] では、Ma and Hopkins [1988] を参考としてのれんの概念図を示している。

²⁰ 山内 [2010] 227 頁を参考に図 2-2 を作成した。山内は、制度的側面と企業結合の視点から、概念整理を行っているが、本論文では、経済的利益との関係を中心に行っていることから、単純化している。

分類される。次に、このように分類されたのれん概念を大きく2つに区別し、その諸説について述べる。それは、超過利益説および潜在的無形資産説（識別不能無形資源説）と、差額説である。ここで、議論の対象となるのは、G₁、G₂、およびG₃のすべてである。

2 超過利益説

超過利益説および潜在的無形資産説（識別不能無形資源説）について述べる。「討議資料：企業結合と買入無形資産の会計処理に関する問題の分析」*Discussion Memorandum: An analysis of issues related to Accounting for Business Combinations and Purchased Intangibles*（以下、企業結合討議資料 [1976b]）では、潜在的無形資産説（識別不能無形資源説）について次のように述べられている。

「被取得企業に対する総計コストが、取得された識別可能な純資産の時価を超えるならば、被取得企業は、取得企業にとって価値のあるなんらかの他の資源をおそらく保有している。」（FASB [1976b] para.155）

まず、潜在的無形資産説によれば、のれんを構成する識別不能な無形の諸資源は、超過利益に貢献することが想定し²¹、超過利益説では、超過利益の源泉として識別不能無形資源を考えている。この点について、企業結合討議資料 [1976b] では、潜在的無形資産説と超過利益説に関して、次のように述べている。潜在的無形資産説は、「超過利益概念の延長にすぎないと指摘する論者がいる。というのは、超過収益力を強調する論者は、超過収益力に貢献する有利な諸要素および諸条件を認識しているからである」（FASB [1976b] para.155）

表 2-3 企業の超過収益力に帰属させるべき可能な有利な要因または状況

1 優秀な経営チーム	9 会社スタッフによる慈善事業への貢献
2 優秀な販売管理者や組織	や市民活動への参加による共同社会での高い地位
3 競争企業の企業経営者の弱み	10 競争企業の企業の低落
4 効果的な広告	11 他企業との良好な関係
5 秘密の製造法	12 戦略的位置
6 良好な労使関係	13 才能あるいは資源の発見
7 確立した誠実さから生じる良好な信用	有利な課税状況
8 被雇用者への最高の訓練	15 有利な政府規制

出典：Catlett and Olson [1968] pp.17-18（武田安弘 [1982] 319 頁，梅原 [2000] 17 頁）

したがって、潜在的無形資産説では、のれんを、超過利益に対する識別不能無形資源とみなしている。それに対して、超過利益説では、のれん自体を超過利益とみなし、その超過利益の資源として、識別不能無形資源を想定している。

²¹ 潜在的無形資産説を主張した論者として、Catlett and Olson [1968] が挙げられる。

超過利益説²²は、これまで多くの論者によって指摘されてきた。Paton and Littleton [1940] は、次のように述べている。「あるゴーイング・コンサーンを購入する価格のうちに含まれているのれんの原価は、本質的には、見積り超過収益力—予想純利益額が、問題の有形資産に対して正常収益率を示すに十分なだけの利益額を超える分—の割引現在価値である。」(Paton and Littleton [1940] p.92)

このように、超過利益説と潜在的無形資産説は、超過利益を生み出す源泉がのれんか、または、超過利益自体がのれんそのものかという相違点であることがわかる。両者は、同じ事象をどちらの方向から見ているかという違いということである。

また、のれんの金額の測定という観点においては、超過利益説および潜在的無形資産説の両者は、将来期待される超過利益を、現在価値で割り引いて測定される。この手法によれば、期待される超過利益の現在価値と、のれんは一致することになる。図 2-2 でみれば、純資産簿価から、 G_1 、 G_2 および G_3 を推定する手法である。したがって、超過利益説および潜在的無形資産説は、測定という観点では、現在価値による割引計算という同一の測定手法を用いている。

しかも、超過利益説および潜在的無形資産説は、将来の超過利益分を、現在価値によって直接的に計算される。これは、Lindahl による利子としての所得のように、経済的利益における現在価値による測定と同一のものである。

さらに、期待される超過利益の現在価値とのれんが一致する過程は、Edwards and Bell [1961] や、Feltham and Ohlson [1995] によって証明されている²³。Edwards and Bell [1961] および Feltham and Ohlson [1995] では、クリーンサープラスの条件下において、会計的利益を基礎として、将来超過実現可能利益および将来異常利益の現在価値と、のれんが一致することが示されている。

Edwards and Bell [1961] における超過実現可能利益 (exceed realizable profit) と、Feltham and Ohlson [1995] における異常利益 (abnormal earnings) は、超過利益そのものであり、残余利益と呼ばれる概念である。残余利益は、会計的利益を用いた概念である²⁴。

したがって、超過利益説および潜在的無形資産説は、その測定において現在価値計算という経済的利益の論理を有しているが、超過利益自体は、残余利益と同一であり会計的利益の

²² 超過利益説を厳密に考えれば、さらに2つの概念が存在する。1つは、超過利益(資本還元価値)説と呼ばれるものであり、もう1つは、超過利益期待説である。超過利益期待説は次の通りである。「企業結合に参加する取得企業の主たる動機は、追加的な将来利益を獲得する点にある。総計コストは、被取得企業の収益力に対する評価を反映したものである。総計コストが被取得企業の識別可能な純資産の時価を超える場合、その超過額は、期待される追加的な収益力に関連している。追加的な将来利益についての期待がなければ、のれんに対していかなる金額も支払われることはない。」(FASB [1976b] para.150)

²³ この式に関しての詳しい点は、島崎 [2015] に示されている。

²⁴ 残余利益と会計的利益の関係については、島崎 [2014] に検討されている。

性質を有している。会計的利益でありながらも、現在価値によって測定されるという点は、Canning [1929] が指摘した、まさに「最終全体利益 (ultimate total income)」が結局のところ一致することによって、保証されることになる。

3 差額説

梅原 [2000] によれば、差額説は、総合的評価勘定説と相乗効果説²⁵の2つがある(梅原 [2000] 8-10 頁)。総合的評価勘定説は、既述した Canning [1929] が主張した概念である。その特徴を整理すれば、資産の評価額の誤り(現在価値測定による見積りの誤り)と、企業実体全体の現在価値と識別可能な持分(純資産)との差額を表すものであった。

相乗効果説とは、Miller [1973] が主張するものであり、のれんを「システムとその部分の単純総計との間の比較不能性」(Miller [1973] p.285)と定義する。報告実体は、システムすなわち、作動するための構造である。それは相互に結びついた諸要素から構成され、それらの諸要素はともに機能し全体的に統合されている。要素の相互作用は、相乗効果を生み出すと期待され、通常、実際に相乗効果を生み出している(Miller and Islam [1988] p.141)。

このように、総合的勘定評価説は、のれんを消極的に「ゴミ箱」のようにしているのに対して、相乗効果説は、のれんを「シナジー」としてみなし、積極的に価値がありその価値が相互有機的な結びつきによって生み出されるものである²⁶。

この2つの要素を Gynther [1969] にしたがって検討してみる。Gynther [1969] は、まず、純資産全体現在価値(企業全体価値)と識別可能な純資産に対して、次のように述べている。

「我々が全体としての企業実体を評価でき、少なくとも、期待将来正味キャッシュ・フローを識別し、割り引くことによって、そのすべての有形資産を評価できるとしても、その企業実体の『名声や評判』、『優れた従業員』、および『社会的関係やビジネス上の関係』など(つまり、ほとんどの無形資産)のような、より主観的な資産の正味現在価値を計算することは依然としてできないであろう。」(Gynther [1969] p.248)

のれんは「この状況のもとで、全体としての企業実体の総正味現在価値と直接評価できる正味資産の現在価値の合計額との差額」(Gynther [1969] p.248)として定義される。そして、「概念上、この場合、のれんは、列挙し、個別に評価することができない資産の正味現在価値」(Gynther [1969] p.248)と述べられている。

²⁵ 相乗効果説は、コアのれん説(シナジー説)とも呼ばれ、FASB および IASB の基準等において述べられている。相乗効果説とは、差額としてのれんを測定するが、その一部には、集合体として価値の源泉となるコアのれんが存在するとされている概念である。詳しいことについては、第6章において議論する。

²⁶ 相乗効果説の登場が、Canning [1929] を基礎としていることに関しては、山内 [2010] に詳しく検討されている。また、相乗効果説については、第6章にて詳しく検討する。

次に、資産評価額の誤りという点について、「実務上、現在いかなる方法によっても、個々の将来キャッシュ・フローを分離できないので、我々は、ほとんどの資産の正味現在価値を計算できない」とされる（Gynther [1969] p.248）。そして、これは、「ほとんどの資産の正味現在価値は、見積りにすぎないことを意味し、（全体としての企業実体の正味現在価値を入手できると仮定しても）見積りプロセスにおける誤りが、のれんの金額における補正的誤りをもたらすであろう」（Gynther [1969] p.248）と述べている。

このように、総合的評価勘定説によれば、のれんは、識別不能無形資産の価値や識別可能資産の現在価値についての見積りの誤りを含む評価勘定であると説明されている。すなわち、図 2-2 をみれば、純資産全体現在価値（企業全体価値）から、純資産簿価を除くことで算出される。

ここで、本稿において、既述した Fisher, Lindahl および Hicks の所論、すなわち、経済的利益と併せて検討する。期首時点における資本価値 SV_0 は、（数式 2.1）の通り、利子率とキャッシュ・フローによって現在価値によって計算された。そして、期末時点における資本価値 SV_1 との差額が、経済的利益（所得）である。そして、その期末時点の期待値と実際値の差額が、ウインドフォールとなり、これを c と置くと、期首時点に予定された経済的利益（事前所得） EI_1^a と、期末時点での実際の経済的利益（事後所得） EI_1^p は、既述した（数式 2.5）も合わせて考えると次の（数式 2.7）の関係で示すことができた。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = (SV_1 + c) - SV_0 + CF_1 \quad (\text{数式 2.7})$$

（数式 2.7）における事後的な経済的利益は、（数式 2.8）のように変形することができる。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = SV_1 - SV_0 + CF_1 + c \quad (\text{数式 2.8})$$

（数式 2.8）のように、経済的利益は、現在価値測定の差額に収入 CF_1 を加えて計算される。この現在価値測定による差額と、ウインドフォールは、期首および期末それぞれの将来に対する期待値と実際値の差である。期首の価値は、その期の収入と期末以降の将来の収入とに対する期首時点での期待に依存し、期末の価値は、すでに確定したその期の収入と、将来の収入に対する期末時点での期待とに依存する。

したがって、期首に期待されなかった価値変動には、①期中に生じた実際の収入が期首の期待と異なった分および②将来に関する期末時点の期待が期首時点のそれと違った分が含まれるとされる（斎藤 [2007] 8-9 頁）。

このように、経済的利益においても、総合的評価勘定説と同様に見積りおよび期待値の変更として、ウインドフォールを設けていることがわかる。これは、総合的評価勘定説によるのれんと、ウインドフォールも共に、経済的利益および現在価値測定に依存する性質を有しているからだと思われる。逆にいえば、ウインドフォールおよび総合的評価勘定説によるのれんが、現在価値測定における固有の性質だと考えられる。

むすび

本稿では、経済的利益の発展と関連してのれんとの関係を明らかにすることを目的としていた。経済的利益は、Fisher, Lindahl および Hicks の所説において、その論理が形成された。経済的利益の本質をまとめれば、次の2点に集約される。

- ① 富の測定として、資本価値を利子率によって乗じて計算される現在価値測定が用いられる。
- ② 予想値としての事前利益と、実際値としての事後利益によって、将来の不確実な事象の変化に対応し、事前利益と事後利益の差異としてウインドフォールを設定する。

次に、Canning [1929] では経済的利益に基づいた財務諸表の構成要素の定義と、総合的評価勘定説に基づくのれんについて述べた。財務諸表の構成要素は、用役潜在性を中心とした資産概念を基に、負債を負の資産として定義づけ、それらは、理想的には、直接評価として現在価値を挙げていた。また、のれんは、資産の評価額の誤りと、企業実体全体の現在価値、すなわち純資産全体現在価値と識別可能な純資産との差額を表すものである。

続いて、のれんは、超過利益説と差額説に大別された。超過利益説は、超過利益説および潜在的無形資産説があるが、超過利益を生み出す源泉がのれんか、または、超過利益自体がのれんそのものかという相違点であるが、同じ事象をどちらの方向から見ているかという違いであり、結局両者は、測定の観点から見れば、同じものである。その測定は、将来の超過利益を現在価値によって導かれ、この点は、上記経済的利益の本質①の現在価値測定と合致している。

また、超過利益は、Edwards and Bell [1961] および Feltham and Ohlson [1995] によって主張された残余利益であり、これは会計的利益の性質を有していた²⁷。したがって、超過利益説および潜在的無形資産説は、会計的利益の性質を有していながらも、現在価値による測定が行われ、それは、Canning の全体利益が一致することによって支えられている。

続いて差額説は、Canning による総合的評価勘定説と相乗効果説があった。総合的評価勘定説は、識別不能無形資産の価値や識別可能資産の現在価値についての誤りを含む評価勘定であると説明される。相乗効果説は、総合的評価勘定説を基礎として、総合的評価勘定説が消極的にのれんをとらえているのに対して、のれんから積極的に価値を見出すものであった。

差額説としての総合的評価勘定説および相乗効果説の測定は、超過利益説および潜在的無形資産説同様、現在価値に依存する。しかし、超過利益説および潜在的無形資産説が直接的に現在価値測定によって導かれるのに対して、差額説では、あくまでも差額としてからしか計算させることはない。

²⁷ これは、島崎 [2014] によって検討されている。

そして、その差額という意味において、経済的利益と差額説の同一の論理がある。それが、ウィンドフォールと差額説が、現在価値測定における見積りの変更を含んだ、将来予測に伴う不確実性に対応した論理がある。これは、上記の経済的利益の本質の②と一致している。

このように、のれんはその測定において、直接的または間接的に現在価値測定に依存しているだけではなく、不確実性へに対応しているという点においても経済的利益との関連があると結論付ける。

第3章 現在価値会計の進展

はじめに

現在価値を評価基準（測定属性）として利益測定を行うのが、現在価値会計である。現在価値会計は、これまで、Fisher, Hicks および Alexander 等の経済的利益を主張する論者によって主張されてきた。

2012年6月29日、日本において、企業会計基準委員会から改正企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」が公表された。これにおいて、個別財務諸表においては、包括利益の開示を当面見合わせるという内容であった。包括利益の理念的な概念とされるのが、経済的利益である（Bromwich et al. [2010] pp.350-352）。包括利益が全面的に採用されないのも経済的利益に問題点があると考えられる。

このような経済的利益の問題点を超克しようとしたのが、企業利益として経済的利益を提唱した Alexander [1950]¹であった。Alexander [1950] では、理想的な経済的利益として、可変利益概念が主張されている。本論文の目的は、可変利益概念について考察し、その現代的な意義を明らかにすることである。ここでの現代的な意義とは、可変利益の論理が、現代まで息づいているかどうかということである。それを確認するために、残余利益概念と対比させる。残余利益概念は、Solomons [1965] によって、提唱され、その後クリーン・サープラス・モデルとして発展する概念である。そこで、残余利益概念と可変利益概念の関係を記号または数式を用いて整理・検討することで、現代的な意義を明らかにする。

第1節 現在価値会計の概要

Alexander [1950] は、経済的利益と会計的利益を比較することによって、経済的利益の性質を明らかにしている。そこで、まず、会計的利益と経済的利益を明らかにする。次に、現実性の状況下における場合および不現実性の状況下における場合の経済的利益について述べたうえで、Alexander [1950] の主張である可変利益（variable income）と現在価値会計の性質を明らかにする。

¹ AAA [1977] によれば、Alexander [1950] は、規範的理論家（normative theorist）に位置づけられ、提唱者というよりも、分析家および解説者と考えられている。また、研究動機が、分析、批判および提案したいという願望にあると考えられている（AAA [1977] pp.5-6）。それに比べて、Alexander [1962] では、Solomons により、詳細に検討を加えられており、可変利益概念については、Alexander [1962] を参考とした。

1 会計的利益と経済的利益

Alexander [1950]によれば、利益測定には2つのアプローチが存在するという。それは、ある者の1年間の利益である持分変化アプローチ (equity change approach) と、ある特定の営業活動から生じる利益である営業活動利益アプローチ (operating profit approach) である (Alexander [1950] p.10)。以下では、持分変化アプローチと営業活動利益アプローチについて述べる。

(1) 持分変化アプローチ

ある者の1年間の所得 (income)²は、一般的に、その期間中にある者が支出できる額である。基本的概念として、人は物的な対象物を利用し、または行為を行うことによって、ある経験を希望している。この希望された経験が満足 (satisfaction) とされる。このある者の満足を測定できるとするならば、一定期間におけるその者の所得は、その者がその期間中に得た満足に対する金額として定義することができる。満足の用語の代わりに、裕福さ (well-being) という用語を用いるならば、1期間の裕福さの正味変化額は、所得から消費 (consumption) を引いた残額であり、所得は、消費と裕福さの正味変化額を加えたものとして表わされる (Alexander [1950] pp.10-12)。

そして、ある者の所得と裕福さは、満足という用語ではなく、これらの満足を与える財と用役 (goods and services) によって定義される。財と用役は、慣習的に貨幣 (money) と交換され、富 (wealth) と呼ばれ、経済学上の裕福さの構成要素である。したがって、ある者の富は、「直ちに貨幣測定可能な (directly capable of a money measure)」支配下にある財と用役の総計額として定義される³ (Alexander [1950] pp.12-13)。

² 個人における“income”は、所得とし、企業における“income”は、利益として訳出している。

³ 個人の所得について、Fisher [1930] は、次の3概念についてのべている (Fisher [1930] p.11)。(1) 心地よい感覚および経験から構成される、享樂または精神的所得 (enjoyment or psychic income)、(2) 生活費によって測定される、実在所得 (real income)、および(3) 人がその生活費にあてるために受け取った貨幣からなる貨幣所得 (money income) である。そして、貨幣所得が、一般的に所得と呼ばれ、また享樂および精神的所得は、最も基本的であるが、会計上は、生活費によって測定される実在所得が最も实际的であると述べている (Fisher [1930] p.11)。実在所得とは、すなわち、内的享樂を与えてくれる、外的世界における最終的物質的事象から成り立つものである (Fisher [1930] pp.5-6)。すなわち、享樂は、財または用役を消費することで得られ、所得はこの消費を貨幣的に測定したものとして解釈できる。

また、Hicks [1939] は次のように述べている。「实际的な事象における利益計算の目的は、自分自身貧しくなることなしに消費できる金額を、人々に示すことである。この考え方によると、ある人が、一週間の間に消費し得る最大値 (the maximum value) を所得として定義づけるべきであり、週の始めにおけると同様、週の終わりにおいても、なお裕福であることを期待すべきであるように思われる。」 (Hicks [1939] p.172)

このような富に関する利益概念は、個人の所得の定義に限定する必要はなく、ある資産の利益として議論することができる。企業または株式会社は、資産としてみなされ、企業の成長は、利益と資本 (income and capital) を明確に区別することから導かれる主要な要因である (Alexander [1950] p.14)。ある一定の年における会社の利益は、会社が持分所有主に分配できる金額として、さらに、会社が期首と同様に期末においても裕福であるような金額として定義される (Alexander [1950] p.15)。これは、「資本維持 (maintaining capital intact)」と表現される。

Alexander [1950] は、このように、ある一定の年の個人の所得を出発点として、年の終わりの持分の中へ計算される年間に、持分所有主への富を分配することとともに、年の始めと年の終わりにおける持分の正味の価値における差異を、企業の利益として定義づけた (Alexander [1950] p.15)。

すなわち、持分変化アプローチによる利益とは、持分所有主への分配を含めた期中の持分価値の変動額である。持分価値は、将来流入されると期待される価値を、適切な利率をもって割り引かれた現在価値として導かれる。このように、持分変化アプローチによる利益は、経済的利益である。

(2) 営業活動利益アプローチ

持分変化アプローチからの経済的利益に対して、営業活動利益アプローチによる利益は、年間の営業活動から生じる利益の分析から生じる。この利益は、ある年度に生産された生産物の価値から、それを生産するために必要とするコストを控除することによって算出される (Alexander [1950] p.16)。すなわち、これは、収益とそれに対応するコストまたは費用を対応⁴させ、その差額として利益を導くという、伝統的な会計的利益である。

営業活動利益は、持分変化の構成要素の 1 要素とされる点で、持分変化利益の方が営業活動利益よりも広い概念となる (Alexander [1950] p.17)。そして、ある特定期間の持分の変化は、営業活動利益の合計額に、コストおよび収益に関連づけられない資産および負債の変化額を加えたものとして定義される。これを式で表せば、次の通りとなる。

$$1 \text{ 期間の持分の変化額} = \text{営業活動利益} + \text{資産・負債の変化額}$$

上の式において、左辺の 1 期間の持分の変化額と右辺の営業活動利益が等しくなるのは、資産および負債の変化額がゼロのときである。具体的には、企業の所有する資産が、営業活動からのコストに入らない、または営業活動の生産物からの利益にならないときが挙げられる。このとき、営業活動利益アプローチからの会計的利益と持分変化アプローチからの経

⁴ Alexander [1950] は、生産による商品の在庫品の評価を、市場で評価すると述べている。これによって、後述している Neverlose 社による具体例 (Alexander [1950] pp.18-24) では、取得原価および市場価格 (売却時価) を提示している。Alexander [1962] では、さらに、取替原価 (replacement cost) も加えられている。

済的利益は一致する (Alexander [1950] p.17)。

2 確実性の状況下の場合

Alexander [1950] は、利益測定に関して、持分変化アプローチと営業活動利益アプローチについて挙げ、前者は経済的利益、後者は会計的利益を意味していた。次に、Alexander [1950] は、確実性の状況下⁵における経済的利益と会計的利益の関係について定義を行っている。これをまとめたものが次の表 3-1 である。

表 3-1 各利益概念

経済的利益 (economic income)	当期および将来期間の配当の資本還元価値の期中変動
有形利益 (tangible income)	経済的利益 －のれんの期中変動 (ゴーイング・バリュー) ⁶ ＝有形持分価値の変動合計
会計人の利益 (accountant's income)	有形利益 －当期に未実現である有形資産の価値変動 ＋他の期間に発生し当期に実現した有形資産の価値変動 ＝すべての資産の売上高－これらの資産に配賦される原価

出典：Alexander [1950] p.38 より筆者作成

経済的利益は、期末の持分価値が期首を上回った分を示し、期首および期末の持分価値は、予測される純収入分の現在価値として測定される。経済学者的な視点から、企業の所有主持分は、将来受取額の流れ (stream) の現在価値が価値となる。これは、企業の経営における多岐に及ぶ購入および販売と営業活動の影響を受けやすい可能性がある。

すなわち、所有主持分は、経営に大きく左右されるが、経営者は、現在価値の最大化のために、合理的に行動することが前提としておかれている (Alexander [1950] p.28)。そこで、確実性の状況下では、将来受取額の特定の流れと利率の仮定があることで、(1) 期間利益

⁵ 確実性の状況下について、Alexander [1950] は、次の条件を仮定している。すなわち、特定の資産に関連した将来受取額が確実に分かっている、どんな特定の将来期日に受取合計金額の現在価値を決定する一定の方法をもっている、および一般物価指数が一定という条件である (Alexander [1950] p.26)。これにより、将来受取額の現在価値の合計として、価値を測定することができる。

⁶ ゴーイング・バリュー (going value) とは、将来の配当支払の資本還元価値と有形持分との差を示している (Alexander [1950] p.21)。すなわち、それは無形持分価値 (intangible equity value) のことを指し、のれん価値として解釈できる。

と、(2) 資本を原因とする受取または支払額を算定できるとしている (Alexander [1950] p.33)。(2) 資本を原因とする受取または支払額とは、次のような条件を示したうえで、これらによって定義づけられた利益は、経済的利益と等しいと述べている。(Alexander [1950] p.33)。

- (a) ある期間の受取額が、利益に資本を原因とする受取額を加算した、または資本を原因とする支払額を減算したものに等しい。
- (b) 資本を原因とする受取額が、その期間における将来受取額の資本価値の変動総額と等しいが、逆符号である。
- (c) ある期間の利益は、その期間の受取額に、その期間にわたる将来受取額の資本価値の変動を加算したものと等しい。
- (d) その期間の利益は、利率をかけた過去の期間の期末時点での将来受取額の資本価値と等しい。

ここで、 t 時点 ($t=0,1,2,\dots,T$) における経済的利益 EI_t は、所有主持分への当期および将来の正味キャッシュ・フロー⁷の現在価値の期中変動額、すなわち、期首の正味キャッシュ・フローの現在価値 SV_t および期末の正味キャッシュ・フローの現在価値 SV_{t+1} の差額であることから、これを式で表すと次の式で表すことができる⁸。

$$EI_t = SV_{t+1} - SV_t$$

$$SV_t = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 3.1})$$

経済的利益からのれんの期中変動額 (ゴーインバリューの変動額) を差し引いたものが有形利益であり、会計人の利益すなわち、会計的利益は、有形利益のうち有形資産の価値変動の当期に実現した分を加減することで導かれる。

3 不確実性の状況下の場合

次に、Alexander [1950] は、不確実性の状況下における経済的利益として、まず、事後的価値 (hindsight value) を説明している。期首の持分の事後的価値は、期末の持分価値からもとの期首へ割引くことによって見積られる。期末持分と期首の事後的価値の相違として計算された利益は、純粹経済的利益と呼ばれる (Alexander [1950] p.61)。

期首の所有主の持分価値が 200,000 ドル、期末は 241,500 ドル、所有主への配当額は 10,000

⁷ 所有主持分への正味キャッシュ・フローとは、すなわち、企業と所有主の関係である、配当のことを示している。

⁸ 第2章で示した (数式 2.3) および (数式 2.4) を一般化した数式で示したものが、(数式 3.1) となる。

ドル、利率を5%と仮定して、これを説明すると次の通りである⁹。

期末持分価値は、241,500 ドルであり、期首持分の事後的価値は、230,000 ドル ($\frac{241,500 \text{ ドル}}{1+0.05} = 230,000$) と計算されることから、純粋経済的利益は、11,500 ドル ($241,500 - 230,000 = 11,500$) となる。また、期首に計算された期首持分価値は、200,000 ドル ($\frac{10,000 \text{ ドル}}{0.05} = 200,000$) となる。この差額である、30,000 ドル ($230,000 - 200,000 = 30,000$) は、期待せざる利得 (unexpected gain) と呼ばれるものである。

このようにして、不確実性の状況下における経済的利益は、混合経済的利益 (mixed economic income) または包括的持分変化利益 (comprehensive equity-change) と呼ばれ、それは純粋経済的利益と期待せざる利得を合計したものである。(Alexander [1950] p.17)。この関係を式で示せば、(数式 3.2) の通りである。

$$\text{混合経済的利益} = \text{純粋経済的利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.2})$$

また、Alexander [1950] は、期首の持分価値と期末の持分価値の差額と、実際の正味受取額の関係が崩れた際、そこから、可変利益 (variable income) という概念が登場する余地があるとしたうえで、可変利益¹⁰を定義している (Alexander [1950] p.66)。

Alexander [1950] は、可変利益の構成要素として、次の2点を挙げている。

- (1) 有形持分 (ゴーイング・バリューを除く) の変化
- (2) ゴーイング・バリューの変化—当期の行為からは生じなかった将来の期待の変化に帰属するゴーイングバリュー (あるいは無形資産) の変化

すなわち、可変利益は、期待値の変化から生じていないゴーイング・バリューのすべての変化を調整した (配当前の) 有形持分の変化と等しい (Alexander [1950] p.70)。

すなわち、可変利益とは、ある特定の期間を超えたある資産からの正味受取額に、前もって計算された調整要素を加算および減算することで導かれる。前もって計算された調整要素は、期首の資産価値と、期首時点現在で期待されることを基礎とした配当前の期末期待価

⁹ 数値は、Alexander [1950] が先述している、Neverlose 社の具体例によるものである (Alexander [1950] pp.17-19)。

¹⁰ Alexander [1950] の可変利益に対して、Hicks [1939] では、事前 (ex ante) 所得と事後 (ex post) 所得の概念を提唱している (Hicks [1939] p.88)。Hicks [1939] が、追加的情報によって修正した期首の現在価値を基準に測定するのであって、当期中に生じた利得を、そのまま当期の所得 (利益) とすることなく、期首の現在価値を修正してこれに含めている。Alexander [1950] は、追加的情報入手前の期首時点で予測された期首の現在価値をもとにして利益を測定し、当期中に生じた利得は、そのまま当期の利益として処理する (中村 [1984] 32-41 頁)。Alexander [1950] では、これを次のように述べている。「今期の受取額の一部が将来期間の受取額の減少の費用であった場合、今期に増加した分と、将来期間の期待からの犠牲の割引いた分の差額のみ利益に算入することが望ましい。」 (Alexander [1950] p.67)

値の差である (Alexander [1950] p.67)。

Alexander [1950] は、不確実性の状況下において、可変利益の概念は、利益から期待せざる利得を排除した最も有用な経済的利益であるように思われると主張している (Alexander [1950] p.71)。可変利益と期待せざる利得は、混合経済的利益の構成要素であり、合計額は、期首から期末までの持分価値の変化に等しくなる (Alexander [1950] p.68)。この関係を式で示したものが、次の (数式 2.3) である。

$$\text{混合経済的利益} = \text{可変利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.3})$$

ここで、(3.2 式) と (3.3 式) を比較すれば、純粋経済的利益と可変利益は、等しくなるが、概念的にまったく異なるものである。それを示すために、Alexander [1962] を用いて説明を加えていく。

Alexander [1962] では、(2 式) の期待せざる利得を、純粋期待せざる利得 (pure unexpected gains) とし、(3 式) の期待せざる利得を、可変期待せざる利得 (variable unexpected gains) と定義づけている。以下の具体例をもって、両概念の差を明らかにする (Alexander [1962] pp.182-183, Alexander [1950] pp.64-68)。

【具体例】 キャンディー商人

- (1) 商品は 1 種類で、1 箱 1 ドルで販売されている。
- (2) 1 箱当たり 0.75 ドルで仕入れている。
- (3) 1 年間の店舗の賃貸料は 1,000 ドル、事務員の給料は、4,000 ドル。その他費用は無い。
- (4) 売上高は毎年変動するが、平均は年 40,000 ドルと予想される。
- (5) 今年、販売市場が改善し、実際の売上額が、50,000 ドルになった。
- (6) 費用は、42,500 ドル ($\frac{50,000}{1} \times 0.75 + 1,000 + 4,000$) となる。
- (7) 実際受取額の利益は、7,500 ドルとなる。
- (8) 期末時点で、将来年平均 6,000 ドルの純利益が得られるものと予想される。
- (9) 物価水準は一定、利子率は 5%、利益からの引出は期末時点に行われると仮定される。

ここで、数式で表すために、文字を次の表 3-2 の通りに定義する (Alexander [1962] pp.182-183)。

表 3-2 【具体例】 キャンディー商人の数式の定義

期首の期中における受取額を除外した持分価値	V_0
期末の期中における受取額を除外した持分価値	V_1
V_0 の実際価値	V_{0a}
V_0 の期待価値	V_{0e}
実際受取額の利益	R_a
利子率	i

出典：Alexander [1962] pp.182-183 より筆者作成

V_0 および V_1 は、受取額を除外した持分価値ということは、実際受取額の利益 R_a を含めてい

ない。実際受取額の利益 R_a とは、すなわち、正味キャッシュ・フローのことを意味している。

まず、期首時点において、5,000ドル ($40,000 - \frac{40,000}{1} \times 0.75 - 1,000 - 4,000 = 5,000$) の利益を期待することができる。したがって、利率が5%であるから、期首持分の実際価値 (V_{0a}) は、100,000ドル ($\frac{5,000}{0.05} = 100,000$) となり、期末持分の期待価値 (V_{1e}) も同様に 100,000ドルとなる。

次に、期中の実際受取額の利益 (R_a) は、7,500ドルである。期末時点において、将来年平均6,000ドルの利益が得られるものと期待していることから、期末持分の実際価値 (V_{1a}) は、120,000ドル ($\frac{6,000}{0.05} = 120,000$) となる。これらをまとめて、期首持分の事後的価値、すなわち、期末時点における持分価値を期首に割り引いたものを式で表わすと次の通りとなる。

$$\frac{1}{1+i}(V_{1a} + R_a) = \frac{1}{1.05}(120,000 + 7,500) = 121,428$$

このとき、混合経済的利益は、次の通りである。

$$V_{1a} - V_{0a} + R_a = 120,000 - 100,000 + 7,500 = 27,500$$

混合経済的利益は、27,500となり、次にこの金額を(数式3.2)と(数式3.3)を代入して、期待せざる利得の差異を明らかにする。

まず、(数式3.2)は次の通りであり、それを表3-2の文字で置けば、(数式3.2')となる。そこに、上述した所与の条件の数値を代入する。

$$\text{混合経済的利益} = \text{純粋経済的利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.2})$$

$$V_{1e} - V_{0a} + R_a = \frac{i}{1+i}(V_{1a} + R_a) + \frac{1}{1+i}(V_{1a} + R_a) - V_{0a} \quad (\text{数式 3.2'})$$

$$\begin{aligned} 27,500 &= \frac{0.05}{1+0.05}(120,000+7,500) + \frac{1}{1+0.05}(120,000+7,500) - 100,000 \\ &= \quad \quad \quad 6,072 \quad \quad \quad + \quad \quad \quad 21,428 \end{aligned}$$

次に、(数式3.3)は次の通りであり、同様に、表3-2の文字で置けば、(数式3.3')となる。そこに、上述した所与の条件の数値を代入する。

$$\text{混合経済的利益} = \text{可変利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.3})$$

$$V_{1a} - V_{0a} + R_a = V_{1e} - V_{0a} + R_a + (V_{1a} - V_{1e}) \quad (\text{数式 3.3'})$$

$$\begin{aligned} 27,500 &= 100,000 - 100,000 + 7,500 + (120,000 - 100,000) \\ &= \quad \quad \quad 7,500 \quad \quad \quad + \quad \quad \quad 20,000 \end{aligned}$$

したがって、(数式3.2)および(数式3.3)は、混合経済的利益を表している点は同じ式であるが、その内容は、(数式3.2')および(数式3.3')のようにその概念は異なり、さらに、具体的な数値を代入することで、差異が明らかとなる。このように、期待せざる利得は、純粋期待せざる利得と可変期待せざる利得という2つの概念があることが分かる。

第2節 Solomons による可変利益概念

次に、Alexander [1950] を改訂した Solomons が可変利益概念について考察した Solomons [1961] を手掛かりとして、可変利益概念について詳しく明らかにしていく。そのなかで、Alexander [1950] との異同点を導く。

1 Alexander と Solomons による可変利益概念

まず、これまで述べてきた Alexander によれば、可変利益の構成要素は、次の2つであると述べている (Alexander [1950] p.70)。

- (1) 有形持分価値の変化額
- (2) 予測されたゴーイング・バリュー価値の変化額

次に、可変利益の構成要素について Solomons [1961] では詳しく検討されている。それをまとめたものが表 3-3 である。また、可変利益に含まれない要素の具体例として、法律の変化または市場利子率の変化による企業外部の要因によるものを挙げ、(可変) 期待せざる要素に該当すると述べている (Solomons [1961] p.381)。

表 3-3 可変利益の構成要素

構成要素	特徴
(1) 歴史的な原価評価による、正味有形資産の変化額	会計利益を減価償却や棚卸資産の評価損益を計上する前の会計的な純利益である。
(2) 資産の使用または陳腐化による市場価値の期待損失	期首時点で予測した配当前の持分価値の変化であり、を示している。ここでの償却は、歴史的な原価による配分ではなく、市場価値に基づいた償却であることが望まれている。そして、両者は、そして確実性の状況下では一致する。
(3) (2) に含まれない、有形資産価値の変化または無形資産価値(のれん価値)の変化	経営管理者の企業の営業活動の結果に応じた持分価値の変化を指している。企業の純利益の一部を構成したのれんの価値の確実な変化を認識することは、会計人の利益と可変利益を明らかに区別するものである。

出典：Solomons [1961] pp.381-382 を参考に筆者作成

(1)は、実際受取額の利益 R_a であり、減価償却費や棚卸資産の評価損益を計上する前の会計的な純利益である。すなわちこれは、正味キャッシュ・インフローを表すものである。(2)

は、期首時点で予測した配当前の持分価値の変化である、 $V_{1e} - V_{0a}$ を意味しており、すなわちこれは、資本の減耗であり、歴史的原価の配分というよりもむしろ、固定資産の利用および陳腐化による持分価値の期待された喪失である。

そして、(3)は、 $V_{1a} - V_{1e}$ を表しており、のれんおよびその他の無形資産の価値変化のことを指している。企業の営業活動の結果に応じて内部的に生じた価値変化に限定される。外部的要因によって生じたのれんの価値変化、例えば、法律や市場利子率の変化などは、含めないとしている (Solomons [1961] p.381)。

このように、可変利益と混合経済的利益の関係を整理すると、次の(数式 3.4)の通りとなる。

$$\begin{aligned} & \text{混合経済的利益} \\ & = \text{(1)正味受取額} + \text{(2)前もって計算された調整要素} \qquad \qquad \qquad \text{(数式 3.4)} \\ & \quad + \text{(3) (可変) 期待せざる利得} \end{aligned}$$

2 経済的利益概念と可変利益概念の特質

これまで、Alexander [1950] および Alexander [1962] を手がかりに、経済的利益概念について明らかにしてきた。まず、Alexander [1950] は、経済的利益を明らかにするために、会計的利益と対比することによって、その性質を明らかにしていた。それは、持分変化アプローチと営業活動利益アプローチと呼ばれるものであり、前者から導かれる利益は経済的利益であり、後者は会計的利益が導かれた。

経済的利益とは、持分所有主への分配を含めた期中の持分価値の変動額である。期首持分価値および期末持分価値は、期待される正味キャッシュ・フローの流入額を現在価値によって割り引いたものとして測定される。すなわち、経済的利益とは、現在価値によって測定されることから理念的な現在価値会計の利益である。

まず、確実性の状況下における経済的利益は、期待される正味キャッシュ・インフロー、すなわち所有主持分の配当額(配当リターン)にあたり、その現在価値の期首と期末の差額となる。すなわち、これを式で表すと(数式 3.1)で表すことができた。

$$\begin{aligned} EI_t &= SV_{t+1} - SV_t \\ SV_t &= \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \qquad \qquad \qquad \text{(数式 3.1)} \end{aligned}$$

そして、Alexander [1950] では、経済的利益を、ゴーイングバリュー(無形持分価値)の期中変動額と有形持分価値の期中変動額に分解している。前者は、のれんの期中変動額であり、後者は、当期の未実現および実現分の有形資産を加減することで、会計人の利益、すなわち会計的利益となる。

次に、不確実性の状況下の場合では、ゴーイング・バリューおよび有形持分価値の変動額

には、期待せざる利得が含まれており、それらを含んだ分の経済的利益は、混合経済的利益であった。すなわち、この関係を表わせば、次の式で表わすことができた。

$$\text{混合経済的利益} = \text{純粋経済的利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.2})$$

また、Alexander [1950] では、経済的利益の構成要素として、可変利益を提唱していた。すなわち、可変利得とは、ある特定の期間を超えたある資産からの正味受取額と、期首の資産価値と、期首時点現在で期待されることを基礎とした配当前の期末期待価値の差を加算または減算したものである (Alexander [1950] p.67)。可変利益に期待せざる利得を加えたものが、混合経済的利益であり、次の式で表すことができた。

$$\text{混合経済的利益} = \text{可変利益} + \text{期待せざる利得} \quad (\text{数式 3.2})$$

(2式) および (3式) における、期待せざる利得は同義のものではなく、Solomons [1961] によれば、それぞれ純粋期待せざる利得と可変期待せざる利得となる。このように、混合経済的利益と可変利益の関係を示すと、次の (数式 3.4) で表すことができる。

$$\begin{aligned} & \text{混合経済的利益} \\ & = (1)\text{正味受取額} + (2)\text{前もって計算された調整要素} \quad (\text{数式 3.4}) \\ & + (3)\text{(可変) 期待せざる利得} \end{aligned}$$

(1)正味受取額は、減価償却費や棚卸資産の評価損益を計上する前の会計的な純利益である。したがって、ここでの計算は、期間的な対応や評価をとみなわない状態での、純粋な取得原価主義会計である。そして、(2)は、期首時点で予測した配当前の持分価値の変化であり、これは、資産価値の資本的な減耗である。

(3)についての取り扱いは、Solomons [1961] および Alexander [1950] によって、差がある。Solomons [1961] では、のれんおよび無形資産価値の変動を、外部要因と内部要因に分けたうえで、外部要因による変動に関するものを(3)の(可変)期待せざる利得に加えている。

それに対して、Alexander [1950] では、ゴーイング・バリュー価値(のれん)の変化分を可変利益にすべて含んでいることから、主観ののれんが可変利益のなかに含まれている。このように、Alexander [1950] , Alexander [1962] および Solomons [1961] が提唱した可変利益は、その計算プロセスにおいて、従来の会計的利益を織り込んで計算するものであった。

第3節 残余利益概念への展開

本論文では次に、Solomons [1965] が提唱した残余利益(residual income)概念について述べていく。そのうえで、残余利益概念と可変利益概念の関係を明らかにすることで、可変利益概念の現代的な意義を述べる。

1 残余利益概念

残余利益 (Residual Income : RI) 概念は、古くから、アメリカの実務の世界では、用いられてきた指標である¹¹。それを理論的に体系化したのが Solomons であった。Solomons は、残余利益概念を用いることに関して、事業部業績の尺度、すなわち経営管理者の成功度合を測定することを目的として挙げている (Solomons [1965] p.63)。

そこで、Solomons は、残余利益を、「資本コストを上回る正味の利益の超過額」(Solomons [1965] p.63) と定義づけている¹²。すなわち、残余利益は、利益と資本コストから構成されている。

Solomons が与えた定義にしたがって、残余利益を単純にして考えれば、資本コストは、「利率×資本使用額」として算出される。 t 期 ($t=0, 1, \dots, T$) における残余利益を式で示すと次の (数式 3.5) のようになる。

Solomons は、事業部の管理者を評価する視点として管理可能性 (controllability) を挙げ (Solomons [1965] p.71)、利益を、管理可能なものと、そうではないものとに分類することができる」と指摘している (Solomons [1965] p.81)。

$$RI_1 = NI_1 - rBV_0 \quad (\text{数式 3.5})$$

RI_1 : 第 1 期における残余利益, NI_1 : 第 1 期における利益, r : 資本コスト (率),
 BV_0 : 第 1 期期首における純資産 (資本) 額

また、利益には税引後または税引前の金額が存在することも考慮されている。Solomons は、財務報告では税引後営業利益、経営者の管理のためには税引前利益を用いるべきと主張している (Solomons [1965] p.117)。この点から、財務会計および管理会計の残余利益の違いとして、前者は税引後、後者は税引前の金額を用いることが指摘される (櫻井 [2012] 684 頁)。そのうえで、Solomons は、事業部の管理者および業績評価の視点からは、税引前残余利益が適当であると帰結させている (Solomons [1965] p.120)。

次に、資本コストについては、「使用資本額とその資本額に対する利率を乗じて算出しなければならない」とし、すなわちそれは、機会原価 (opportunity cost) であると指摘している (Solomons [1965] p.208)。一般的に、資本コスト (率) とは、企業の利害関係者が企業に対して資金投下した際の要求利率のことを指している。

具体的には、企業の利害関係者として、2つの視点で資本コストは定義づけられる。1 点目が、株主の視点であり、これは「株主資本コスト」と呼ばれる。2 点目が、債権者の視点

¹¹ 残余利益登場に関する General Electric (GE) 社との関係については、高浦 [2010] に詳細に述べられている。

¹² このようにして定義づけられる残余利益は、Edwards and Bell [1961] では、超過実現可能利益 (excess realizable income)、Ohlson [1995] および Feltham and Ohlson [1995] では、異常利益 (abnormal earnings) と呼ばれるものである。

である。債権者にとってみれば、企業は債務者であり、それは、企業の負債項目に該当することから、これは「負債コスト」と呼ばれる。すなわち、両者にとってみれば、資本コストは機会費用であり、最低限のリターンとして捉えることができる。

実際問題として、企業の利害関係者の多様なことから、資本コスト（率）にも様々な利子率が想定される。したがって、これら数ある資本コストを加重平均して算出された、加重平均資本コスト (Weighted Average Cost of Capital : WACC) が用いられている。Solomons でも、資本コストの問題を取り上げているが、Solomons 自身は、加重平均資本コストを提唱している (Solomons [1965] pp.158-159)。

2 可変利益概念と残余利益概念

次に、可変利益概念と、残余利益概念の関係を明らかにする。まず、両者の関係を明らかにするうえで、可変利益概念に考察を加える。経済的利益に関連する可変利益概念は、次の(数式 3.4) で表された。

$$\begin{aligned} & \text{混合経済的利益} \\ & = (1)\text{正味受取額} + (2)\text{前もって計算された調整要素} \quad (\text{数式 3.4}) \\ & + (3)\text{(可変) 期待せざる利得} \end{aligned}$$

ここで、可変利益概念に該当するのは、(1)正味受取額と、(2)前もって計算された調整要素である。(1)正味受取額とは、伝統的な会計的利益から得られる金額を差し、(2)前もって計算された調整要素とは、減価償却によらない資産価値の減耗分をさしていた。したがって、(数式 3.4) に基づき、可変利益概念を式で表せば、次の(数式 3.6) で表すことができる。

$$\text{可変利益概念} = (1)\text{会計的利益} + (2)\text{資産価値の減耗} \quad (\text{数式 3.6})$$

次に、(数式 3.6) において、(2)資産価値の減耗について明らかにする。資産価値の減耗とは、企業活動を行ううえでの価値の減少分である。すなわち、この資産価値の期首時点(0時点)での資産価値 SV_0 は、次の式で表される。

$$SV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 2.1})$$

$$(\text{数式 3.7})$$

CF は、このときその資産から得られる収入(正味キャッシュ・インフロー)である。これは、第2章第1節においての資本価値の現在価値を示す(数式 2.1)と同義である。次に、(数式 2.2)と同様に、期末時点(1時点)における資産価値 SV_1 は、(数式 3.8)式で表される。

$$SV_1 = \frac{CF_2}{(1+r)^1} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} + \frac{CF_4}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^{T-1}} \quad (\text{数式 2.2})$$

$$(\text{数式 3.8})$$

このとき、その期首と期末の資産の差額 $SV_0 - SV_1$ が、資産価値の減耗分にあたる。資産価値の減耗分 $SV_0 - SV_1$ は、可変利益概念の(数式 3.6)における、(2)資産価値の減耗である。

したがって、可変利益概念 VI_1 を、(1)会計的利益を NI_1 として表せば、次の数式で示される。

$$VI_1 = NI_1 + (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.9})$$

次に、資産の減耗ではなく、資産から生み出された価値について考える。その価値とは、すなわち、資産から生まれた利益としてとらえることができる。この利益は、第2章において説明した、(数式 2.3)と同義である。

$$EI_1 = (SV_1 + CF_1) - SV_0 = CF_1 - (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 2.3})$$

ここでは、期末(1時点)時点における資産から生みだされた利益 I_1 を、(数式 2.3)を用いて定義する。その式は、次の通りである。

$$I_1 = (SV_1 + CF_1) - SV_0 = CF_1 - (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.10})$$

ここで、(数式 3.10)の SV_0 と SV_1 に、それぞれ、(数式 3.7)と(数式 3.8)を代入すれば、次の(数式 3.11)が得られる。

$$\begin{aligned} I_1 &= \left[CF_1 - \frac{CF_1}{(1+r)} \right] + \left[\frac{CF_2}{(1+r)} - \frac{CF_2}{(1+r)^2} \right] + \dots + \left[\frac{CF_T}{(1+r)^{T-1}} - \frac{CF_T}{(1+r)^T} \right] \\ &= r \frac{CF_1}{(1+r)} + r \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + r \frac{CF_T}{(1+r)^T} = rSV_0 \end{aligned} \quad (\text{数式 3.11})$$

(数式 3.11)も、第2章において説明した(数式 2.4)と同義である。したがって、当該資産から生み出される利益 I_1 は、 rSV_0 となる。

$I_1 = rSV_0$ という条件を(数式 3.12)とし、(数式 3.10)の左辺に代入すれば、次のようになる。

$$I_1 = CF_1 - (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.10})$$

$$I_1 = rSV_0 \quad (\text{数式 3.12})$$

$$rSV_0 = CF_1 - (SV_0 - SV_1)$$

$$CF_1 - rSV_0 = (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.13})$$

したがって、(数式 3.13)が導かれる。(数式 3.13)式を、(数式 3.9)に代入すれば、(数式 3.9)は次のように変形することができる。

$$VI_1 = NI_1 + (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.9})$$

$$rSV_0 - CF_1 = (SV_0 - SV_1) \quad (\text{数式 3.13})$$

$$VI_1 = NI_1 + CF_1 - rSV_0 \quad (\text{数式 3.14})$$

ここで、(数式 3.14)について考察を加える。(数式 3.14)において、 NI_1 は会計的利益であり、期末(1時点)時点に資産から生みだされた利益 I_1 から生じた、キャッシュ・インフロー CF_1 は、会計的利益 NI_1 の概念に含まれているものである。よって、(数式 3.14)は、本来的には、次の(数式 3.15)とされるのが正しい。

$$VI_1 = NI_1 - rSV_0 \quad (\text{数式 3.15})$$

ここで、残余利益概念を再度併記して記載すれば、次の通りである。

$$RI_1 = NI_1 - rBV_0 \quad (\text{数式 3.5})$$

RI_1 : 第 1 期における残余利益, NI_1 : 第 1 期における利益, r : 資本コスト (率),
 BV_0 : 第 1 期期首における純資産 (資本) 額

このように, (数式 3.15) および (数式 3.5) は, 同一の論理で導かれていることが一見して理解できる。ただし, ここで SV_0 と BV_0 の差異について検討しなければならない。まず, SV_0 は, 期首 (0 時点) 時点での資産価値である。それに対して, BV_0 は, 期首 (0 時点) 時点での, 純資産 (資本) 額である。これは, 資産=資本という, 負債がない条件下においては, 残余利益概念と可変利益概念が, 等しくなるということを表している。もちろん, 現実的には, 負債が存在するために, 等式とはなりえない。

また, SV_0 は, すなわち, 資産の現在価値によって導かれている。それに対して, BV_0 の純資産 (資本) 価値は, 現在価値測定という状況下, すなわち, 現在価値会計の状況下においては, SV_0 と等しくなる。

このように, 数式展開してきたことで, 可変利益概念と残余利益概念には, 同一の論理があるということが明らかとなった。それは, とともに, 会計的利益 NI_1 を基礎として成り立ち, さらに, Alexander のいう理想的な状況下における, 現在価値測定によれば, 可変利益概念および残余利益概念は一致すると考えられる。

むすび

本章では, Alexander と Solomons の学説を手掛かりとして, 可変利益概念と残余利益概念の関係を明らかにすることを目的としていた。まず, Alexander [1950] および Alexander [1962] で主張された経済的利益は, 期末持分と期首持分の差額としてのものであり, 理念的には, 所有主への配当額, すなわち企業と所有主の関係における正味キャッシュ・フローの現在価値として求めることが可能であった。

Alexander [1950] および Alexander [1962] は, 現実的な利益概念として, 可変利益を主張していた。Alexander [1950] および Alexander [1962] の可変利益の違いは, 内部要因として発生するのれん価値の変化にあった。

そして, Solomons [1965] が提唱した残余利益概念は, 会計的利益である純利益から期首帳簿価額と資本コスト (率) を乗じたものを引いたものであった。残余利益概念をもとにした。可変利益概念は, 次の式であらわすことができた。

$$VI_1 = NI_1 - rSV_0 \quad (\text{数式 3.15})$$

残余利益概念は, 次の通りである。

$$RI_1 = NI_1 - rBV_0 \quad (\text{数式 3.5})$$

RI_1 : 第 1 期における残余利益, NI_1 : 第 1 期における利益, r : 資本コスト (率),
 BV_0 : 第 1 期期首における純資産 (資本) 額

このように, (数式 3.15) および (数式 3.5) は, 同一の論理で導かれていることが一見して理解できる。ただし, ここで SV_0 と BV_0 の差異について検討しなければならない。まず, SV_0 は, 期首 (0 時点) 時点での資産価値である。それに対して, BV_0 は, 期首 (0 時点) 時点での, 純資産 (資本) 額である。これは, 資産=資本という, 負債がない条件下においては, 残余利益概念と可変利益概念が, 等しくなるということを表している。もちろん, 現実的には, 負債が存在するために, 等式とはなりえない。

また, SV_0 は, すなわち, 資産の現在価値によって導かれている。それに対して, BV_0 の純資産 (資本) 価値は, 現在価値測定という状況下, すなわち, 現在価値会計の状況下においては, SV_0 と等しくなる。

このように, 数式展開してきたことで, 可変利益概念と残余利益概念には, 同一の論理があるということが明らかとなった。それは, とともに, 会計的利益 NI_1 を基礎として成り立ち, さらに, Alexander のいう理想的な状況下における, 現在価値測定によれば, 可変利益概念および残余利益概念は一致すると考えられる。

第4章 現在価値会計とのれん

はじめに

経済的利益は、第2章および第3章で述べきたように、Fisher, Lindahl, Hicks および Alexander が主張してきた。いずれもその問題点として挙げられるのが、現在価値測定における不確実性であった。

第3章で明らかにしたように、Alexander [1950; 1962] は、経済的利益概念の不確実性を超克するために、可変利益 (variable income) を提唱している。そのなかで明らかになったのは、可変利益概念におけるのれんは、部分的に (可変) 期待せざる利得に含まれていることであった。

そこで、本論文では、主観のれんを手掛かりとして経済的利益の考察を行う。そのために、Edwards and Bell の学説を考察の対象とする。Edwards and Bell は、カレント・コスト会計を提唱していくなかで、経済的利益におけるのれん概念、つまり主観のれんを明らかにしているだけでなく、実現可能利益 (realizable profit) について触れている。そして、Alexander および Solomons の可変利益概念について触れ、可変利益概念におけるのれんの役割について考察する。

そのうえで、Edwards and Bell による実現可能利益概念と、Solomons による可変利益概念を比較考察し、その関係性を明らかにすることが本論文の目的である。比較考察するにあたり、両概念を明確化するために、数式化することによって理論を展開していく²。

第1節 Edwards and Bell による実現可能利益と経営利益

Edwards and Bell は、主としてカレント・コスト (current cost) を提唱していることで知られている³。カレント・コストによる会計システムを主張する経緯のなかで、Edwards and Bell は、経済的利益概念、主観のれん (subjective goodwill) 、および実現可能利益 (realizable profit) について検討を行っている。そこで、本節では、Edwards and Bell 学説を概観しながら、経済的利益、主観のれん、および実現可能利益について明らかにする。

¹ Alexander および Solomons は、のれんの変化額として、「ゴーイング・バリュー (going-value)」という用語を用いている。

² 概念を数式化するにあたり、峯村 [1971] や角ヶ谷 [2009] を参考とした。

³ Edwards and Bell [1961] の先行研究としては、多く文献が存在する。その多くは、カレント・コストに対する研究であり、近年のものとしては、石川 [1992] や上野 [1995] が挙げられる。本論文では、のれんを中心として考察するため、カレント・コストに対しては深く言及はしない。

1 会計の目的

Edwards and Bell は、会計を経営意思決定を評価する手段として役立てられる必要性を述べている。それは、「(1) 生産過程における当期の事象を統制し、(2) 将来における意思決定をよりよいものにし、(3) 将来における意思決定方法そのものを改善することに貢献すること」(Edwards and Bell [1961] p.4 : 以下、同文献は p.のみ示す) であると述べている。Edwards and Bell は、とくに内部的な意思決定すなわち、経営者による意思決定支援を目指していたことがわかる。

この内部的な意思決定支援機能を果たすために Edwards and Bell は、利益は「標準以上の意思決定能力に対する報酬であると考えられる」(p.31) としている。そして、利益に関する意思決定は、「その企業が最大の利益(または少なくともその分)を生むような行動コースを選択すること」(p.32) に向けられ、「企業目的としての利益(経済的利益)は、未来のものであるとともに、期待値としてあるもの」(p.32) と述べている。そして、期待値と実際値の差が業績の評価につながり、期待(expected)利益と実際(actual)利益は、視点が違うことを除けば、その構成要素および範囲の釣り合いがとれていなければならないとする(p.32)。

2 実現可能利益

Edwards and Bell は、利益獲得を目指した活動は、次の2つに分けることができるとしている(p.36)。

- (1) 生産諸要素を結合させたり移動させたりして、要素価値を超える販売価値の生産物にすることによって、利益を生み出す活動
- (2) 資産や負債を、その資産の価格が上昇、あるいは負債の価格が下落する間保有することによって利益を生むという活動

(1) の生産活動からの利益が、営業利益(operating profit)であり、(2) の保有活動からの利益が、資本利得(capital gain)とされる(p.73)。営業利益と資本利得をどのように線引きするかということは、収益と費用および資産と負債をどのように評価するかに依存するという。その評価において、次の3つの局面を提示している(p.74)。

- (1) どの形態(および場所)で評価するか
- (2) どの日付の価格を用いて評価するか
- (3) どの市場の価格を用いて評価するか

評価の対象となる資産は、「最初の形態」、「現在の形態」または「最終の形態」で評価することができる。「最初の形態」はつまり、インプットで評価する方法であり、会計的な

評価の特徴であり、「最終の形態」または「現在の形態」は、経済学的方法である (p.75)。

いずれの形態であっても、過去、現在または未来の価格を用いることができる (p.75)。さらに価格について、2つの異なった市場から得られるとしている。それは、「企業が、資産をその特定の形態で、特定の時点で買うことができる市場」 (p.75) と「企業が、資産をその特定の形態で、特定の時点で売ることができる市場」 (p.75) である。前者から得られる価格を「購入価格 (entry price)」とし、後者から得られる価格を「売却価格 (exit price)」とする⁴。これらの概念を組み合わせることで、表 4-1 の価値概念について提示している。また、そこから導かれる6つの価値概念については、表 4-2 の通りにまとめられる。

表 4-1 価値概念の一覧

資産の形態 ・場所 評価の 時点・市場	初めのインプット	現在の形態	最終の形態
過去・購入市場	歴史的原価 (historic costs)	見捨てられた代案	不適合
過去・売却市場	見捨てられた代案	見捨てられた代案	不適合
現在・購入市場	カレント・コスト (current costs)	現在原価 (present costs)	不適合
現在・売却市場	不適合	機会原価 (opportunity costs)	カレント価値 (current values)
未来・購入市場	潜在的な取替原価 (possible replacement cost)	潜在的な取替原価 (possible replacement cost)	不適合
未来・売却市場	不適合	潜在的な売却価値 (possible selling values)	期待価値 (expected values)

出典：Edwards and Bell [1961] p.77 table 3

そして、Edwards and Bell は、営業利益に対して、購入価値を基礎とする立場と、売却価値を基礎とする立場を展開している。購入価値を基礎とする立場は、営業利益について、「販売基準」または「実現基準」を採用することである。売却価値を基礎とする立場は、営業利益について、「生産基準」、「実現可能基準」または「発生基準」をとることである (pp.79-80)。

まず、売却価値を基礎とする立場では、実現可能基準のもとでは、すべての資産に売却価

⁴ “entry price”および“exit price”は、近年、「入口価格」および「出口価格」とも訳出される。本論文では、購入市場と売却市場という文言と対応させるために、「購入価格」および「売却価格」として訳出した。

値によって評価されることが要求される。しかし、カレント価値は、売却された資産しか評価することができないことから不適合であるとされる。また、売却された資産の価値は、カレント価値で評価したものと、期待価値または機会原価によって評価したものと一致することから、期待価値または機会原価の選択のどちらを選択しても不都合ではない（pp.80-81）。

表 4-2 各価値概念

売却価値：	
(1) 期待価値 (expected values)	企業の計画通りにアウトプットが販売されるとすると、将来受け取るものと期待される価値
(2) カレント価値 (current values)	販売される財または用役の対価として、当期中に実現された価値
(3) 機会原価 (opportunity costs)	資産（完成品、仕掛品または原材料のどれか）を、企業外部に（それ以上加工せずに）即時に得られる最高の価格で売却したとする場合、現在実現するはずの価値
購入価値：	
(1) 現在原価 (present costs)	その資産を現在のままの形で取得するための原価
(2) カレント・コスト (current costs)	その資産を現在の形にまで生産するのに使用したインプットを、現在取得するための原価
(3) 歴史的な原価 (historic costs)	その資産を現在の形にまで生産するのに、企業が実際に使用したインプットの取得当時の原価

出典：Edwards and Bell [1961] p.79 より筆者作成

しかし、期待価値は、主観価値 (subjective value) であることから、客観性という観点から棄却され、機会原価こそ、売却価値によって記録するための重要な評価基準とされる (p.81)。そこで、生産時点から生じる営業利益は、「ある生産時点の終わりにおける資産の機会原価から、生産時点の初めにおけるそれを差し引いた」 (p.88) のものとされ、保有活動によって生じる資本利得は、「保有時間の終わりにおける資産の機会原価から、保有時間の初めにおけるそれを差し引くこと」によって導かれる (p.88)。

このようにして、機会原価を基礎とした営業利益が、「実現可能営業利益 (realizable operating profit)」であり、資本利得が「実現可能資本利得 (realizable capital gain)」とされる。これらを合計したものが、実現可能利益と定義される (p.88)。

3 経営利益

次に、Edwards and Bell は、「伝統的な会計上の利益概念が、生産の面と時間の面と両方に実現基準を用いている」 (p.89) と指摘したうえで、実現可能利益は、生産の面と時間の面の両方に実現可能基準を適用していると述べている。これは、既述した、生産活動と保有

活動の2つに大別できるという視点である。

そこで、生産の面および生産活動において実現基準を適用し、時間の面および保有活動においては実現可能基準を適用した利益を「経営利益 (business profit)」としている。所有している資産を評価する基準として、購入価値が用いられ、その購入価値はその時点での価値で計上される。すなわち、資産はすべてカレント・コストで記録され、生産による利益は、販売されるまで認識されない (p.90)。

そして、Edwards and Bell は、表 4-2 における各価値概念で、営業利益の定義によると、カレント価値とカレント・コストが対応させられるとしている。まず、生産に関して実現基準に基づいて利益を決定するのは、カレント価値しかないとされる。期待価値は、主観的であることから棄却され、機会原価は、企業によって販売された資産にだけ限定されるものではないからである (p.91)。

また、歴史的な原価は期待価値と同様に、当期の事象を記録する手段としては不適合であり、歴史的な原価とカレント価値を直接対比させると、「そこで計算される利益総額を、生産活動による分と保有活動による分とに分離することができない」 (p.91) とする。

最終的に、カレント・コストと現在原価の比較においては、「現在原価で資産を評価することは、最終の販売以前になんらかの営業利益を認識する」 (p.92) 結果となることから、カレント・コストが、「企業の現在の生産過程で用いられている生産資源を測定する最善の尺度」 (p.93) としている。

アウトプットの生産と売却に関わる利得は、カレント価値とカレント・コストを対比することによって生じ、それを「当期営業利益 (current operating profit)」とされる。その一方で、保有資産のカレント・コストの増加分は、「原価節約 (cost saving)」を意味している。したがって、保有活動に対して実現可能基準を適用していることから、これは「実現可能原価節約 (realizable cost saving)」とされる。「実現可能原価節約」と「当期営業利益」を合計したものが、「経営利益」となる (pp.93-94)。

第2節 Edwards and Bell におけるのれん

1 経済的利益概念

既述した通り、Edwards and Bell の会計の目的は、経営者による意思決定の支援にあった。そして、「企業目的としての利益 (経済的利益) は、未来のものであるとともに、期待値としてあるもの」 (p.32) とし、期待利益と実際利益の対比を行っている。それらの対比から、業績の評価が可能となる。すなわち、業績の評価は、ある期間に実際に生じた諸事象の記録 (実際利益) とその期待値 (期待利益) を比較することによって可能になるからである (p.32)。

期待利益と実際利益の対比は、経済的利益と会計的利益に繋がる。すなわち、「経済学は、

一群の期待値と、それを要約した期待利益を取り扱うのに対して、会計学は、実際に生じた事象と、それに基づく実際利益を計算し表示しようとする」(p.4)ということである。Edwards and Bell [1961] の論理展開は、この経済的利益概念を出発点として利益概念の検討を行っている。以下では、その論理の流れを示していく。

Edwards and Bell は、まず、Hicks における経済的利益概念の検討から利益概念の検討を行っている。Hicks における利益(所得)概念は、次の通りである。「ある人が、一週間の間に消費し得る最大値(the maximum value)を所得として定義づけるべきであり、週の始めにおけると同様、週の終わりにおいても、なお裕福であること(well off)を期待すべきであるように思われる。」(Hicks [1939] p.172)

この経済的利益概念は、「裕福さ(welfare)」の概念であり、事前的(ex ante)概念であろうと、事後的(ex post)概念であろうとも、主観的(subjective)なものであるといい、会計的に意味を有するのは、事後的概念であるという(p.24)。(経済的)利益(所得)は、次の通りに表される。

期中の実際消費額 + (期末に感じている(thinking)裕福さ - 期首に感じた裕福さ)

「この概念が個人の問題から企業の会計の問題に移されると、『感じる人(thinkers)』と『裕福(well-offness)』または裕福さ(welfare)を測る方法が導入されなければならない」(p.24)としたうえで、「感じる人」が、経営者に該当し、経営者の目から見て、どれだけ「裕福か」を測る必要があるという。

つまり、(経済的)利益は、「その期の終わりに、経営者が企業の現存の純資産をもとに稼得するものと、その時期待する純収入の割引価値をすべて合計」(pp.24-25)することで導かれる。これを主観価値(subjective value)とすれば、その期の初めに同じようにして計算された価値を差し引くことによって経済的利益は測定される。

このように、Edwards and Bell は Hicks における経済的利益を出発点として、経済的利益を、「事後的に計算された主観価値の差額(増加分)」として定義づけている(p.25)。すなわち、経済的利益とは、主観利益(subjective profit)であり⁵、「ある期において、主観価値を減少させないで配当として支払うことができる額」(p.38)である。

以上のような経済的利益と主観価値の関係を、理解しやすいように、数式化して整理する。

⁵ Edwards and Bell は、主観利益が主観的であることから、それに代わる最良の近似値として「企業資産の市場価値の変動額」(Edwards and Bell [1961] p.25)としたうえで、近似値というよりもむしろ最も正しい値であることを展開し、検証可能性を市場において求めることとなる(Edwards and Bell [1961] p.25)。そして、短期的な観点に立つものとして「実現可能利益(realizable profit)」, 長期的な概念として、「経営利益(business profit)」を提唱することとなる(Edwards and Bell [1961] p.26)。結局、主観利益は、

(1) 客観的に測定できない、および(2) その主観的測定すらも、通常は、企業の営業計画がすでに改訂されてしまったあとになるまでは行うことができないということから、理想的な会計測定概念であることを放棄している(Edwards and Bell [1961] p.42)。

第3章同様に、期待する純収入、すなわち期待される正味キャッシュ・インフローを CF 、利子率を r とし、 t 時点 ($t=0,1,2,\dots,T$) における主観価値 SV_t は、次の(数式 3.1)の一般式で表すことができた。

$$SV_t = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 3.1})$$

ここで、期首時点における(0時点)主観価値 SV_0 は、第2章および第3章の数式を再掲させれば、次の通りである。

$$SV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 2.1})$$

$$(\text{数式 3.7})$$

同様に、期末における(1時点)主観価値 SV_1 は次の通りである。なお、期末時点で実際に発生した正味キャッシュ・インフロー CF_1 とする。

$$SV_1 = CF_1 + \frac{CF_2}{(1+r)^1} + \frac{CF_3}{(1+r)^2} + \frac{CF_4}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^{T-1}} \quad (\text{数式 2.2})$$

$$(\text{数式 3.8})$$

そして、期首主観価値 SV_0 と、期末主観価値 SV_1 の差額が、主観利益である経済的利益 EI_1 となることから、これを式で示すと次の通りとなる。

$$EI_1 = SV_1 - SV_0$$

これを計算すると次の通りとなる。

$$\begin{aligned} EI_1 &= \left[CF_1 - \frac{CF_1}{(1+r)^1} \right] + \left[\frac{CF_2}{(1+r)^1} - \frac{CF_2}{(1+r)^2} \right] + \dots + \left[\frac{CF_T}{(1+r)^{T-1}} - \frac{CF_T}{(1+r)^T} \right] \\ &= r \frac{CF_1}{(1+r)^1} + r \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + r \frac{CF_T}{(1+r)^T} = rSV_0 \end{aligned}$$

したがって、経済的利益 EI_1 は次の(数式 4.1)のように示すことができた。

$$EI_1 = SV_1 - SV_0 = rSV_0 \quad (\text{数式 4.1})$$

このように、経済的利益は、期首主観価値と期末主観価値の差額として表され、(数式 4.1)の通り、期首主観価値に利子率を乗じることによっても算出することができることが明らかとなった。

さらに Edwards and Bell [1961] では、経済的利益として、事後的な利益 (past profit)⁶を挙げ、期待される利益 (expected profit) と期待せざる利益 (unexpected profit) またはウインドフォール (windfalls) により構成されているとする (p.32)。これを数式で表したものが、(数式 4.2) である。(数式 4.2) 中では、事後的な利益としての、期末時点での実際の利益 EI_1^p は、期待される利益である期首時点に予定された利益 EI_1^e とウインドフォールである c によって表されている。また、期首時点に予定された利益 EI_1^e は、(数式 4.1)における経済的

⁶ 事前および事後という概念は、事前 (ex ante) 所得と事後 (ex post) 所得という、Hicks [1939] によるものである (Hicks [1939] p.88)。

利益 EI_1 と同義である。したがって、右辺はそれを用いて変形してある。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = (SV_1 + c) - SV_0 \quad (\text{数式 4.2})$$

2 主観のれんと客観のれん

経済的利益は、主観価値という一般概念および一般式から説明してきた。次に、Edwards and Bell [1961] は、主観のれん (subjective goodwill) と客観のれん (objective goodwill) という概念を提示している。主観のれんとは、主観価値が、個々の資産の市場価値の合計を超える価値を示す。また、客観のれんとは、企業を1個の統一体として見た際の市場価値が、個々の資産の市場価値の合計を超える価値である (p.37)。

主観のれんと客観のれんの関係は、次の通りに示されている (pp.37-38)。

- (1) 主観のれんは、客観のれんを超えていなければならない。さもなければ、企業の所有主が変わってしまう。
- (2) 主観のれんは、正の値でなければならない。さもなければ、企業は破たんしてしまう。
- (3) 所有している資源があるならば、企業は主観価値 (したがってまたは主観のれん) が最大になるような計画を採用すべきである。
- (4) もし、企業が目標利率 (target rate of interest) で借り入れることができ、資源を制約されることが無い場合、最大の主観のれんをうむような計画が最も収益性が高い。

これらのうち、(3) は、(4) の特殊な場合であるとみることができ、代替案のなかで選択するための一般的な基準は、主観のれんの最大化となる (p.38)。

次に、主観のれんと客観のれんの関係を数式で表す。記述した通り、 t 時点 ($t=0,1,2,\dots,T$) における、主観価値 SV_t は、次の (数式 3.1) 一般式で表すことができた。

$$SV_t = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 3.1})$$

のれんの測定にあたり、この一般式における最終項は、企業の清算時 (T 時点) において、資産の処分を想定する。よって、最終項は市場価値 MV とする。この仮定を基に、0 時点における主観価値 SV_0 は、期待される正味キャッシュ・フロー CF と資産の処分時市場価値 MV_T を用いて (数式 4.3) のように表される。

$$SV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{MV_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 4.3})$$

ここで、0 時点における主観のれん SG_0 は、現在の個々の資産の市場価値の合計が MV_0 とすれば、次の (数式 4.4) として表すことができる。 (ただし $SV_0 \geq MV_0$)

$$SG_0 = SV_0 - MV_0 \quad (\text{数式 4.4})$$

また、0 時点における客観のれん OG_0 は、企業を1個の統一体として見た際の市場価値 OV_0 とすれば、次の式で表すことができる。ここで、客観のれん OG_0 と主観のれん SG_0 の関係は、

常に、 $SG_0 > OG$ である。

$$OG_0 = OV_0 - MV_0$$

3 主観利益と主観のれん

これまで述べてきた主観のれんおよび主観利益は、ともに主観的なものであった。そこで、Edwards and Bell [1961] では、客観性を確保するものとして、企業資産の市場価値の変動によるものを提案している。そして、それがすなわち、実現可能利益であった。そこで、実現可能利益と主観利益の関係は、「のれんを市場価値に転換する期待」として説明することが可能となる (p.48)。

主観のれんは、主観価値が個々の資産の市場価値の合計を超過する分であり、企業の期待と市場の期待とが相違することによって生じていた。主観的な期待値は、市場の期待値と一致することにより、その正しさが認められることとなる (p.48)。

利益の最大化のためには、代替的な行動コースのなかから最大の主観のれんを有するもの、すなわち、最大の期待値を選択すべきであった (pp.32and48)。そのなかで、経営計画は、主観利益を稼得すること、および主観のれんの1部を市場価値に転換するという2つの側面を有している。経営計画が進行するにつれて、主観のれんが、市場価値に転換することから、それは、実現可能利益の1要素となる。これを式で表すと次の通りとなる (pp.48-49)。

$$\text{実現可能利益} = \text{主観利益} + \text{主観のれんの減少額}$$

これを元に、期待主観利益 (expected subjective profit) と、事後主観利益 (past subjective profit) は、次の式で表される (pp.51-52)。

$$\text{期待主観利益} = \text{期待実現可能利益} - \text{期待主観のれんの減少額}$$

$$\text{事後主観利益} = \text{事後実現可能利益} - \text{事後主観のれんの減少額}$$

これら2つの式全体を引くことで、期待せざる実現可能利益と期待せざる主観のれんの変化分の差額として、期待せざる主観利益を定義することができる。期待せざる主観利益(c)は、2つの要素に分割され、市場価値の実際の変化に関する、期待せざる事象(b)および主観のれんの実際の変化に関する、期待せざる事象(d)となる (p.52)。これを、式で表すと次のようになる。

$$\text{期待せざる主観利益} = \text{期待せざる市場価値変化分} + \text{期待せざる主観のれん変化分}$$

$$c = b + d$$

数式によって表す際に後述することとなるが、主観のれんは、ある時点においてそれ以降続く期間に生じると期待されたすべての超過利益額 (実現可能利益 - 市場価値に対する目標利率での利子) である。期待せざる主観のれん変化分 d は、現在これらの超過利益に割り当てられる価値が当初の営業計画のもとで期待された額とは異なっていることを意味して

いる (pp.52-53)。

ある期の間を生ずるものと期待実現可能利益は、配当支払い前における企業のすべての資産の合計としての市場価値 MV が増加するものと期待された分、すなわち、 $MV_1 - MV_0$ となる。計画の初めにおける市場価値は既知であるので、その期の実際の実現可能利益に関する期待せざる要素 b は、その期末における実際市場価値と、期待市場価値との差異を示す。そして、期末の実際市場価値は、 $MV_1 + b$ となる (p.53)。

実際の実現可能利益が、期待実現可能利益と相違する額は、ウインドフォール (意外な損益) となる。ウインドフォールには、営業利益と資本利得の両方からの期待せざる要素を含んでいる (pp.53-54)。

このような実現可能利益と主観利益の関係を数式で表す。 t 時点 ($t=0,1,2,\dots,T$) における、実現可能利益 RZI_t は、主観利益 EI_t と主観のれんの減少分を合わせたものであった。したがって、次の (数式 4.5) ように表すことができた⁷。

$$RZI_t = (SV_t - SV_{t-1}) + \{(SV_{t-1} - MV_{t-1}) - (SV_t - MV_t - CF_t)\} \quad (\text{数式 4.5})$$

これを整理すると、次の (数式 4.6) となる。

$$RZI_t = (MV_t + CF_t) - MV_{t-1} \quad (\text{数式 4.6})$$

次に、後述するとした、主観のれんにおける性質について数式で明らかにしていく。主観のれんは、ある時点においてそれ以降続く期間に生じると期待されたすべての超過利益額で表すことができる。ここでの超過利益額とは、実現可能利益から、市場価値に対する目標利率での利子に乗じたものである。これを、超過実現可能利益と呼ぶ。超過実現可能利益を $ERZI_t$ として表せば、次の (数式 4.7) となる。

$$ERZI_t = (MV_t + CF_t) - (1+r)MV_{t-1} \quad (\text{数式 4.7})$$

ここで、超過実現可能利益の合計、すなわち現在価値流列によって計算すると、次のように表すことができる。

$$\frac{MV_1 + CF_1 - (1+r)MV_0}{1+r} + \frac{MV_2 + CF_2 - (1+r)MV_1}{(1+r)^2} + \dots + \frac{MV_T - (1+r)MV_{T-1}}{(1+r)^T}$$

この式に、既述した (数式 4.3) を代入すると、次の通りとなる。

$$\begin{aligned} SV_0 - MV_0 + \frac{MV_1}{1+r} - \frac{MV_1}{1+r} + \frac{MV_2}{(1+r)^2} - \frac{MV_2}{(1+r)^2} + \dots - \frac{MV_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} - \frac{MV_{T-1}}{(1+r)^{T-1}} \\ = SV_0 - MV_0 = SG_0 \end{aligned}$$

このような計算から、(数式 4.4) の主観のれんの式が導かれる。(数式 4.3) は主観価値と、企業処分時における価値を加味したものであり、企業評価モデルにおける配当割引モデルと同義である。そして、(数式 4.6) は、期首の市場価値 MV_{t-1} 、期末の市場価値 MV_t の差額としての利益、および配当額とした CF_t を表している。すなわち、これは、クリーンサー

⁷ ここでの正味キャッシュ・フロー CF_t は、配当を示している。

プラス関係である。さらに、超過実現可能利益 $ERZI_t$ は、残余利益概念に他ならない⁸。

次に、Alexander および Solomons が提唱した可変利益 (variable income) 概念について、のれんとの関係を合わせて検討していく⁹。可変利益概念は、Solomons [1961] によって詳しく検討されているので、基礎として概念の数式化を行い、可変利益概念、可変期待せざる利得、およびのれんについて明らかにする。

第3節 経済的利益の比較

ここまで、Edwards and Bell [1961] を手掛かりに経済的利益および主観のれんの性質、また実現可能利益概念を明らかにし、Alexander [1950] , Alexander [1962] および Solomons [1961] によって、可変利益概念を検討してきた。次に、実現可能利益概念と可変利益概念を比較検討し、それらの関係性を明らかにしていく。

1 可変利益概念の定式化

次に、Alexander と Solomons が主張した可変利益概念を定式化する。まず、Alexander によれば、可変利益の構成要素は、次の2つであると述べている (Alexander [1950] p.70)。

- (1) 有形持分価値の変化額
- (2) 予測されたゴーイングバリュー価値の変化額

可変利益の構成要素について Solomons [1961] では詳しく検討されている。それをまとめたものが表 3-3 であった。

また、可変利益に含まれない要素の具体例として、法律の変化または市場利率の変化による企業外部の要因によるものを挙げ、(可変) 期待せざる要素に該当すると述べている (Solomons [1961] p.381)。

以上のことから、可変利益概念および混合経済的利益概念を数式としていく。ここでは、両利益概念を一般化するために、 t 時点 ($t=0,1,2,\dots,T$) における、可変利益 VI_t と混合経済的利益 MEI_t を定義する。まず、歴史的な原価に基づく利益を HCI 、市場価値を MV 、主観価値を SV とする。そして、 t 時点における実際主観価値を SV_t^a 、 t 時点における期待主観価値を SV_t^e とする。

⁸ Ohlson [1995] では、Edwards and Bell における超過実現可能利益を引用し、「abnormal earnings」として理論を展開している。本論における計算過程は、Ohlson [1995] および Feltham and Ohlson [1995] によって主張される残余利益モデル (residual income model) の定義式と同義のものである。

⁹ Alexander [1962] は、Alexander [1950] を改訂したものであり、可変利益概念以外の論点に対する記述は、Alexander [1950] のオリジナルのものを引用した。

表 3-3 可変利益の構成要素（再掲）

構成要素	特徴
(1) 歴史的原価評価による、正味有形資産の変化額	会計利益を減価償却や棚卸資産の評価損益を計上する前の会計的な純利益である。
(2) 資産の使用または陳腐化による市場価値の期待損失	期首時点で予測した配当前の持分価値の変化であり、を示している。ここでの償却は、歴史的原価による配分ではなく、市場価値に基づいた償却であることが望まれている。そして、両者は、そして確実性の状況下では一致する。
(3) (2) に含まれない、有形資産価値の変化または無形資産価値（のれん価値）の変化	経営管理者の企業の営業活動の結果に応じた持分価値の変化を指している。企業の純利益の一部を構成したのれんの価値の確実な変化を認識することは、会計人の利益と可変利益を明らかに区別するものである。

出典：Solomons [1961] pp.381-382 を参考に筆者作成

この仮定にしたがい、可変利益 VI_t および混合経済的利益 MEI_t を定義すれば、次の（数式 4.8）および以下の（数式 4.9）となる。

$$VI_t = \underbrace{HCI_t}_{(1)} + \underbrace{(MV_t - MV_{t-1})}_{(2)} + \underbrace{\{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\}}_{(3)} \quad (\text{数式 4.8})$$

（数式 4.8）において、可変利益 VI_t は、歴史的原価評価による会計的利益の HCI_t が基礎となる。これは、上述した表 3-3 における Solomons [1961] の可変利益の構成要素である (1) と対応している。次に (2) は、市場価値の期待損失ということから、市場価格の差として表される。そして、(3) は持分価値の変化額、すなわち、それは予測されたゴーイング・バリュー価値（のれん価値）の変動額である。期首で予測された期末時点のゴーイング・バリュー価値 $(SV_t^e - MV_t)$ と、期首時点の実際のゴーイング・バリュー価値の差 $(SV_{t-1}^a - MV_{t-1})$ である。

同様に、混合経済的利益 MEI_t を定義すれば、次の（数式 4.9）として表される。

$$MEI_t = VI_t + \{(SV_t^e - MV_t) - (SV_{t-1}^a - MV_{t-1})\} \quad (\text{数式 4.9})$$

（数式 4.9）の混合経済的利益 MEI_t は、可変利益 VI_t と、可変期待せざる利得として、 $\{(SV_t^e - MV_t) - (SV_{t-1}^a - MV_{t-1})\}$ として表される。これは、期首時点で予測された期末の価値と市場価格を照らし合わせた差異、または期末時点での実際の市場価格との差異から導かれる。そして、（数式 4.8）に（数式 4.9）に代入して、式を整理すると、次の（数式 4.10）が導かれる。

$$\begin{aligned}
MEI_t &= HCI_t + (MV_t - MV_{t-1}) \\
&\quad + \{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\} \\
&\quad + \{(SV_t^e - MV_t) - (SV_t^a - MV_t)\}
\end{aligned}
\tag{数式 4.10}$$

(数式 4.10) において、 $HCI_t + (MV_t - MV_{t-1})$ は、会計的利益と市場価値の差額であることから、表 3-3 における有形利益に該当する。そして、 $\{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\}$ は、予測されたゴーイング・バリュー価値の変化額であり、 $\{(SV_t^e - MV_t) - (SV_t^a - MV_t)\}$ は、可変期待せざる利得に該当している。

2 ウインドフォールと期待せざる利得

まず、期末時点 (1 時点) における経済的利益 EI_1 は、期末と期首 (0 時点) 時点の主観価値 SV_t ($t=0,1,2,\dots,T$) の差額であり、それは、利子率 r と期首時点の主観価値 SV_0 を乗じたものとして表すことができた。これを示したのが、次の (数式 4.1) であった。

$$EI_1 = SV_1 - SV_0 = rSV_0 \tag{数式 4.1}$$

そして、経済的利益には、事前 (ex ante) と事後 (ex post) の概念が存在する (Hicks [1939] p.88)。事後的な利益 (past profit) は、期待される利益 (expected profit) と期待せざる利益 (unexpected profit) またはウインドフォール (windfalls) により構成されているとする (Edwards and Bell [1961] p.32)。事前的な経済的利益は、期首時点において予定および予測された期末時点の期待された主観価値を基準にするのに対し、事後的な経済的利益は、期末における実際の主観価値を用いる。そして、その期末時点の期待値と実際値の差額が、ウインドフォールとなり、これを c と置くと、期首時点に予定された利益 EI_1^a と、期末時点での実際の利益 EI_1^p は、(数式 4.1) も合わせて考えると次の (数式 4.2) で示すことができた。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = (SV_1 + c) - SV_0 \tag{数式 4.2}$$

(数式 4.2) における事後的な経済的利益は、(数式 4.2') のように変形することができる。

$$EI_1^p = EI_1^a + c = SV_1 - SV_0 + c \tag{数式 4.2'}$$

(数式 4.2') における、 $SV_1 - SV_0$ は、期首時点に予定された利益 EI_1^a であり、これは、Alexander および Solomons によれば、純粋経済的利益と同義となる。すなわち、第 3 章で述べた通り、純粋経済的利益を再掲すれば、次の (数式 3.2) で示された。

$$\text{混合経済的利益} = \text{純粋経済的利益} + \text{期待せざる利得} \tag{数式 3.2}$$

(数式 4.2') における $SV_1 - SV_0$ と c のウインドフォールは、(数式 3.2) において純粋経済的利益と期待せざる利得にそれぞれ対応していることがわかる。しかし、期待せざる利得は、可変利益における可変期待せざる利得は異なるものであった。可変利益 VI_t と混合経済的利益 MEI_t の関係は、次の (数式 4.8) と (数式 4.9) として表すことができた。

$$VI_t = HCI_t + (MV_t - MV_{t-1}) + \{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\} \tag{数式 4.8}$$

$$MEI_t = VI_t + \{(SV_t^e - MV_t) - (SV_t^a - MV_t)\} \tag{数式 4.9}$$

可変期待せざる利得と期待せざる利得が異なるのと同様に、可変期待せざる利得とウイ

ンドフォールも異なる。ウインドフォールは、期首および期末それぞれの将来に対する期待値と実際値の差である。期首の価値は、その期の収入と期末以降の将来の収入とに対する期首時点での期待に依存し、期末の価値は、すでに確定したその期の収入と、将来の収入に対する期末時点での期待とに依存する。

したがって、期首に期待されなかった価値変動には、①期中に生じた実際の収入が期首の期待と異なった分および②将来に関する期末時点の期待が期首時点のそれと違った分が含まれるとされる（斎藤 [2007] 8-9 頁）。

①は、実際のキャッシュ・フローが期首の期待と異なった分では、正味の貨幣性資産に生じた価値変動であり、現金収入が該当する。それに対して、②は、保有している非貨幣性資産の価値変動が考えられ、事業用資産の含み益が含まれるとされる（斎藤 [2007] 9 頁）。

それに対して、可変期待せざる利得について考察するために、可変利益概念を見てみると、歴史的原価評価による利益と、期首時点に予測した配当前の価値に分けることができた。したがって、①と②として分けて考えれば、①は、可変利益に含まれるが、②は、可変期待せざる利得に含まれると考えられる。

したがって、ウインドフォールの概念が①および②を、含むのに対して、可変期待せざる利得では②のみを含め、①は、可変利益に算入されている。このようなウインドフォールと可変期待せざる利得の差異は、すなわち、可変期待せざる利得と、期待せざる利得の差異と同じものである。

3 実現可能利益概念と可変利益概念

Edwards and Bell [1961] が主張した実現可能利益 RZI_t は、主観利益 EI_t と主観のれんの減少分を合わせたものであった。したがって、 $t-1$ 時点から t 時点に時間が進行することによって、実現するキャッシュ・フローを CF_t とすると、次の（数式 4.5）で表すことができ、これを計算すると、（数式 4.6）となった。

$$RZI_t = (SV_t - SV_{t-1}) + \{(SV_{t-1} - MV_{t-1}) - (SV_t - MV_t - CF_t)\} \quad (\text{数式 4.5})$$

これを整理すると、次の（数式 4.6）となる。

$$RZI_t = (MV_t + CF_t) - MV_{t-1} \quad (\text{数式 4.6})$$

（数式 4.5）は、次の（数式 4.5'）のように書き換えることができる。

$$RZI_t = CF_t + (SV_t - SV_{t-1}) + \{(SV_{t-1} - MV_{t-1}) - (SV_t - MV_t)\} \quad (\text{数式 4.5'})$$

主観のれんの減少分 $\{(SV_{t-1} - MV_{t-1}) - (SV_t - MV_t)\}$ は、その価値が市場価値に転換していくということが Edwards and Bell の仮定である。また、実現可能利益 RZI_t における正味キャッシュ・インフロー CF_t と、期末主観価値と期首主観価値の差額である主観価値および経済的利益がその基礎となっていることがわかる。

実現可能利益概念に対して、可変利益概念は、会計的利益を基礎としていた。すなわち、

歴史的原価評価における利益である HCI_t と、市場価値変動による損失である $(MV_t - MV_{t-1})$ は、合わせて有形利益と呼ばれる。それに、予測されたゴーイングバリュウ価値の変動 $\{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\}$ を加えることで示される。

$$VI_t = HCI_t + (MV_t - MV_{t-1}) + \{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\} \quad (\text{数式 4.8})$$

このように、(数式 4.5') における実現可能利益と (数式 4.8) における可変利益概念では、前者が $\{(SV_{t-1} - MV_{t-1}) - (SV_t - MV_t)\}$ という主観のれんの変動を含んでおり、後者は、 $\{(SV_{t-1}^a - MV_{t-1}) - (SV_t^e - MV_t)\}$ という予測されたゴーイングバリュウ価値の変動を含んでいる。

したがって、実現可能利益における主観のれんの変動額と、可変利益における予測されたゴーイングバリュウ価値の変動は同義のものであり、その本質は、主観価値と、個々の資産の市場価値の合計の差額として導かれる。

むすび

本章では、Edwards and Bell と Alexander および Solomons の学説を比較して、可変利益概念と経済的利益概念の関係を明らかにすることを目的とした。

まず、Edwards and Bell による経済的利益概念は、Alexander および Solomons が主張した混合経済的利益と純粋経済的利益と同義のものであった。したがって、混合経済的利益の構成要素である期待せざる利得と、ウインドフォールも同義のものである。

ウインドフォールには、①期中に生じた実際の収入が期首の期待と異なった分および②将来に関する期末時点の期待が期首時点のそれと違った分の 2 つの要素が含まれるのに対して、可変期待せざる利得では、①は含まれず、②のみが該当する。すなわち、ウインドフォールと可変期待せざる利得の差異である。

次に、Edwards and Bell の実現可能利益と、Alexander および Solomons の可変利益概念を数式化することで、明らかとなったのは、前者における主観のれんと、後者における予測されたゴーイングバリュウ価値の変動が同義のものということである。すなわちその本質は、主観価値と、個々の資産の市場価値の合計の差額である。

このように、経済的利益概念を出発点とした Edwards and Bell [1961] における実現可能利益と会計的利益を基礎とする Alexander [1950] および Solomons [1961] による可変利益概念は、主観のれんにおいて同一の論理の関係性があることが明らかとなった。

第5章 現在価値と企業価値評価

はじめに

本章の目的は、企業価値評価モデルの基礎的な理論と実務的・実践的な特徴と課題を明らかにし、企業価値評価における現状を明らかにすることである。第1章で述べた通り、企業価値という概念には、多くの定義が存在している。ファイナンスという側面や会計的側面、また理論的側面や実務的側面において、企業価値の定義は、多様に存在している。

そこで本章では、まず、企業価値を定義したうえで、企業価値評価モデルの特徴を整理する。企業価値評価モデルの分類として、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチが挙げられる。そのなかで、現在価値評価によるインカム・アプローチに基づく企業価値評価モデルについて述べる。さらに、これらの理論を背景とした、実務的・実践的に用いられている企業価値評価モデルおよび評価指標を挙げ、その特徴・問題点を明らかにする。

これらの問題点を超克する企業価値評価モデルとして、収益還元方式（利益還元法）として分類される、残余利益モデル（Residual Income Model : RIM, 残余利益法, クリーン・サープラス・モデルとも呼ばれる）がある。

残余利益モデルは、現代的にはファンダメンタルズ（fundamentals）分析¹の中核をなす評価手法である。その概念は、第3章第3節で挙げた Solomons [1965] による残余利益概念を基礎とされ、Edwards and Bell [1961] における超過実現可能利益（excess realizable income）の計算過程と一致する。本章では、第3章で明らかにした残余利益概念と、クリーンサープラスおよび現在価値（配当割引モデル）を用いることによって、残余利益モデルの導出過程を示す。

さらに、残余利益モデルを基礎とした、Ohlson [1995] および Feltham and Ohlson [1995] による Ohlson モデル²の構造を概観する。とくに、「線形情報ダイナミクス」と「残余利益以外のその他の情報 v_t 」にスポットを当て、Ohlson モデルを用いた実証的研究における有用性、および課題と現状を明らかにする。

¹ ファンダメンタル分析は、第5章で既述した PBR や PBR および残余利益モデルなど、公表されている会計情報を用いて企業価値評価や、財務分析を行う方法である。

² 一般的に、Ohlson モデルと残余利益モデルは、同一視して使用されるが、本論文では、企業価値評価モデルとしての残余利益モデルと、実証的研究におけるモデルとしての Ohlson モデルという区別をするために、用語を使い分けている。

第1節 企業価値評価の基礎

1 企業価値の諸概念

企業価値評価 (valuation) とは、「予測 (forecast) をある企業全体あるいはその構成部分の価値に変換すること」 (Palepu et al. [2000] p.11-1) と定義される。ここでの予測とは、経営戦略分析 (business strategy analysis) , 会計分析 (accounting analysis) , および財務分析 (financial analysis) の結果をふまえた多角的な将来性分析 (prospective analysis) のことを指している (Palepu et al. [2000] p.1-9) 。

企業価値が注目されるようになった背景として、特に、経営者の側面から論じられることが多い。Copeland et al. [1994] は、企業価値の最大化を図る経営を価値志向経営 (value based management : VBM) と呼び、どのような業績変数 (バリュードライバー) が事業価値の源泉になるのかを見極めながら、事業価値を最大化するために「取締役会レベルの戦略から最前線における日常的な業務上の決定に至る、企業のあらゆるレベルにおける意思決定を導く」 (Copeland et al. [1994] p.89) としている。

1980年代に入り、「企業価値」は、広く企業実務に取り入れられるようになった。企業価値に注目した経営は、コーポレート・ガバナンス (企業統治) , 企業の社会的責任 (corporate social responsibility : CSR) , 情報開示 (disclosure) , および法令順守 (compliance) 等の議論を活発化させた。現代的に、企業価値は、経営学の文脈で語られるだけでなく、企業価値を創造するために、企業の戦略を検討するうえでなくてはならないツールとなっている。

企業価値の概念を簡単に整理すれば、以下の図 5-1 の通りとなる。まず、事業資産と事業負債の差額として導かれるのが事業価値である。事業価値は、事業から生み出される価値であり、会社の純資産簿価に加え、識別不能無形資産も含む概念である。これは、営業フリー・キャッシュ・フローと呼ばれ、有利子負債に係る支払利息や配当金等の特定の投資家等へのキャッシュ・アウトフローを控除する前のキャッシュ・フローである。

次に、株主価値は、時価総額と呼ばれ、発行済株式総数と1株当たり株価を乗じて計算されるものである。一般には、企業価値から、有利子負債やの他人資本や、株主資本³以外の純資産項目など差し引いた株主に帰属する価値である⁴。

³ 日本における貸借対照表の純資産の部における「株主資本」と「その他包括利益累計学」の合計額を「自己資本」と呼ばれることが多く、この自己資本が、アメリカにおける「株主資本 (shareholder's equity) 」に対応すると言われている (伊藤 [2015] 226 頁)。

⁴ 株主資本における議論は、どの項目までを株主資本として帰属させるかどうかという点について検討の余地があるが、本論文では扱わない。

貸借対照表（帳簿価額）

資産	現金預金	負債	事業負債
	事業資産		非事業負債
			有利子負債
	非事業資産	純資産	株主資本以外
			株主資本

貸借対照表（時価・現在価値）

資産	現金預金	負債	事業負債	時価総額	企業価値
	事業資産		非事業負債		
			有利子負債		
	識別不能資産	純資産	株主資本以外		
			株主資本	株主価値	
	非事業資産				

図 5-1 企業価値の諸概念

そして、企業価値は、使用価値（used value）、本源的価値（intrinsic value）⁵と呼ばれてきた部分である⁶。このように、企業価値の概念には、事業価値、株主価値、企業価値の3つの概念が存在しているが、本論文では、図中における企業価値を企業価値の概念としてとらえる⁷。その測定は、現在価値によるものである。

2 資産評価法の3つのアプローチ

⁵ ここでの本源的価値という用語は、ストック・オプションにおける株式の価値においても使用されるが、ここでは、Graham and Dodd [1934] による定義を意味している。Graham and Dodd [1934] では、本源的価値（intrinsic value）を、「人為的な操作によって作られた市場価格や過剰な心理的反応により歪められた市場価格とは異なる、資産、利益、配当、確実な見込みのような事実に基づいた価値」（Graham and Dodd [1934] p.17）と定義し、すなわち、これは将来キャッシュ・フローの割引現在価値を指している。

⁶ 経済産業省 [2013] においても、広義の企業価値として、本源的価値という用語を使用している（経済産業省 [2013] 3頁）。

⁷ 企業価値の概念について検討したものは、多々存在する。近年では、例えば、経済産業省 [2014] 27-29頁や、青木 [2008] 432頁等が、挙げられる。

一般的な資産評価法には、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチの3つの方法がある。これら3つのアプローチに関して、FASBによるASC (Accounting Standards Codification : ASC) No.820 「公正価値測定とディスクロージャー」⁸では、次のように3つのアプローチを挙げている (FASB [2006] para.18)。

コスト・アプローチは、ある資産の用役提供能力を取り換えるために現在必要な金額に基づいている (現在取替原価と呼ばれる)。市場参加者 (売手) の視点からは、当該資産と交換に受け取るであろう価格は、ある市場参加者 (買手) が同様の効用を有する代替資産 (陳腐化を加味) を取得または再構成するために必要なコストに基づいている (FASB [2006] para.18)。

マーケット・アプローチは、同一または類似の資産または負債に関連する市場取引によって生じる価格その他の目的適的な情報を用いる。例えば、マーケット・アプローチと整合的な評価技法は、しばしば類似物から派生した市場の乗数を用いる (FASB [2006] para.18)。

インカム・アプローチは、将来の金額 (例えば、キャッシュ・フローまたは利益) を単一の現在の金額 (割引後) に変換する評価技法を用いる。この測定値は、将来の金額に関する現在の市場の期待によって示唆させる価値に基づいている。これらの評価技法には様々な現在価値技法が含まれる (FASB [2006] para.18)。

これらを簡単にまとめれば、次の通りである。コスト・アプローチとは、取得原価または購入時価 (entry value) による評価によるものであり、過去の支出である取替原価 (replacement cost) または、Edwards and Bell [1961] が主張したカレントコストによって評価する手法である。マーケット・アプローチは、現在の市場における金額を評価金額とする手法であり、これは売却時価 (exit value) を指している。インカム・アプローチは、現在価値評価であり、将来資産が生み出す金額を現在価値によって割り引くことによって評価するという手法である。

これらの3つの資産評価法は、無形資産評価および企業価値の評価手法またはモデルにも適用される。これらの3つの評価アプローチと企業価値および無形資産の関係について、Smith and Parr [2000] では、次のように論じている。

まず、コスト・アプローチは、企業活動を現実に消費された費用に対する効果の観点から、転化するものであることから、他の2つにアプローチと比べ、その実践可能性と企業価値との関連性の点において有効である。その一方で、負担されるコストと無形資産の経済的価値の間に明確な対応関係を築くことができず、無形財本来の価値を本質的に反映しない場合が存在するなどの問題を生じることがある (Smith and Parr [2000] pp.197-214)。

次に、マーケット・アプローチは、その測定方法に実際の市場取引をベースとしたものを

⁸ これは、旧 SFAS No.157 Fair Value Measurement であり、FASB の ASC への変更によってタイトルも変更された。

用いることから、無形資産の価値を表す指標として最適な手法である。その一方、無形資産に関する比較可能性の確保や市場取引の不存在等により適用可能性が低下した場合には、その測定に困難を伴うという問題がある（Smith and Parr [2000] pp.175-197）。

インカム・アプローチは、無形資産による経済的な寄与を現在価値での測定を通じて評価することから、無形資産の経済的価値の算定という目的において、最も目的適合的な測定属性となると考えられる。その一方で、測定時に、経済的便益に対する様々な予測を必要とするため、その測定値に対する信頼性を欠くという問題も存在する（Smith and Parr [2000] pp.215-306）。

このように3つのアプローチの優劣の決定には、困難が生じる。現実的には唯一最善の方法がない無形資産の評価アプローチに関しては、評価を行う状況や目的に応じて、各評価アプローチの選択や併用がなされることになる（Smith and Parr [2000] p.318）。3つのアプローチをのれんに適用すれば、最適なアプローチは、企業市場価値に基づく残額としてのマーケット・アプローチであり、次に適するのは、超過利益の資本化に基づくインカム・アプローチであると指摘している（Smith and Parr [2000] p.318）。

3 3つのアプローチによる企業価値モデル

次に、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチの3つの資産評価法に従い、企業価値評価モデルまたは評価手法を整理・分類を行う。これをまとめたものが、表 5-1 である。

表 5-1 3つのアプローチと主な企業価値評価モデル

評価アプローチ	評価法	
(1) コスト・アプローチ (ネット・アセット・アプローチ)	簿価純資産法 時価純資産法（修正簿価純資産法）	
(2) マーケット・アプローチ	類似業種比較法	市場株価法 類似上場会社法（株価倍率法・株価乗数法・株価乗数モデル） 類似取引比準法 取引事例法（取引事例価額法）
	類似企業比較法	
(3) インカム・アプローチ	配当還元方式	配当割引モデル（DDM）, 割引キャッシュ・フローモデル（DCF法）
	収益還元方式 (利益還元法)	残余利益モデル（RIM）

コスト・アプローチは、過去の支出を基礎としていた。企業価値評価においては、貸借対

照表の純資産帳簿価額に着目して評価を行うことから、ネット・アセット・アプローチとも呼ばれる。マーケット・アプローチによる企業価値評価は、上場している同業他社や類似取引事例など、類似する会社、事業ないし取引事例と比較することにより相対的に価値を評価する。インカム・アプローチは、期待される利益またはキャッシュ・フロー（配当額）に基づいて、価値を評価する手法である。

これらの3つのアプローチに基づき、以下では、企業価値評価モデルまたは評価手法について、3つのアプローチに分類して述べる。

(1) コスト・アプローチ

まず、コスト・アプローチとして分類される企業価値の評価方法には、簿価純資産法や時価純資産法がある。簿価純資産法とは、貸借対照表上の純資産額に基づき、1株当たりの純資産の額を計算する方法である。しかし、これは各貸借対照表項目が、簿価と乖離しているため、現実的な企業価値評価モデルではないとされる。

その欠点を補うため、貸借対照表の項目を時価で再評価し、純資産額を算定し直す方法が、時価純資産法（修正簿価純資産法）である。ここでの時価とは、原則的には、再調達原価、取替原価またはカレントコストが用いられることとなる。それらの情報が入手できない時は、売却時価を用いることとなる。

(2) マーケット・アプローチ

マーケット・アプローチには、大きく分けて、類似業種比較法（類似業種比準法）と類似企業比較法が存在する。類似業種比較法は、日本では、税法上、国税庁が財産評価のために採用している方法である。その目的は、同族・関係者間で株式を移転（売買）する場合は、株価を操作して利益供与や租税回避を防ぐことにある。評価は財産価値視点で行われることから、企業価値評価には適していない。

類似企業比較法に分類されるものが、市場株価法、類似上場会社法（株価倍数法・株価乗数法・株価乗数モデル）、類似取引比準法、取引事例法（取引事例価額法）である。市場株価法とは、証券取引所や店頭登録市場に上場している会社の市場価格を基準に評価する方法である。「市場相場のある上場企業同士の合併比率や株式交換等の算定にも利用される」（日本公認会計士協会 [2013] 63 頁）指標として、マーケット・アプローチの典型的な評価法であり、株式取引の相場価格そのものを基準に評価を行うものである。

類似上場会社法とは、上場会社の市場株価と比較して、上場会社の株式を評価する方法である。これは、株価倍率法、株価乗数法または株価乗数モデルとも呼ばれる。一般的に日本では、非上場会社の株式評価に適切であるとのコンセンサスがあるが、マーケット・アプローチにおける企業価値評価においては、最もメジャーな企業価値評価方法である⁹。

⁹ PER や PBR を用いた実証研究は、多数存在する。例えば、Berger and Ofek [1995] は、

Palepu et al. [2000] では、類似上場会社法（株価乗数モデル）による企業価値評価では、次の3つのステップを挙げている（Palepu et al. [2000] 11-7）。

- ① 倍率の基礎となる業績または価値の指標（例えば、利益、売上高、キャッシュ・フロー、株主資本簿価、資産帳簿価格）を選定する。
- ② 比較可能な企業の業績または価値の指標を推定する。
- ③ 分析の対象としている企業の業績または価値の指標に比較可能な企業の倍率を適用する。

このステップにおいて導かれるのが、株価を利益で割り算した株価利益倍率（Price-to-Earnings Ratio : PER）や、株価を資本で割り算した株価資本倍率（Price-to-Book Ratio : PBR）である¹⁰。

また、日本公認会計士協会 [2013] でも、同様に、次のステップに従い計算を行うことを示している。（日本公認会計士協会 [2013] 65 頁）。

- ① 類似する上場会社を選定する。
- ② 選定した上場会社と評価対象会社の 1 株当たり利益や純資産などの財務数値を計算する。
- ③ 両社の財務数値を比較し、その指標の倍率を計算する。
- ④ 選定した上場会社の市場株価に倍率を掛けて評価対象会社の株価を算出する。

ここでは、②の選定した上場会社は、通常 1 社だけではなく複数選定を行う。また、②における財務数値の例として、税引後利益、支払利息控除前税引前利益（Earnings Before Interest and Taxes : EBIT）、減価償却費支払利息控除前税引前利益（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization : EBITDA）、売上高、純資産簿価、純資産時価、1 株当たり配当額等が挙げられる。

類似取引比準法とは、類似の企業の合併や買収（Mergers and Acquisitions : M&A）取引の売買価格と評価対象会社の財務数値に関する情報に基づいて計算する方法である。「M&A 取引に関するデータを正規に収集する組織・期間が存在しないことから、一般的に利用できることは少ない」（公認会計士協会 [2013] p.68）とされる。ただし、特定の業種および業界においては、M&A が繰り返されることや、会社の倒産の際、会社更生手続きの過程など

事業の多角化が企業価値を高めているのか毀損しているのかを株価乗数モデルを用いて分析している。同様に、日本の多角化企業に焦点を当てた研究として、中野他 [2002]、中野・吉村 [2004] などがある。また、Kaplan and Ruback [1995] は、MBO（Management Buyout : MBO、経営陣買収）などのレバレッジド取引における企業価値評価を調査対象とし、DCF 法や企業価値 EBITDA 倍率に基づく評価額と実際の取引価額と調査している。Kim and Ritter [1999] は、新規株式公開（initial public offering : IPO）企業の株主価値評価において、株価利益倍率などの株価乗数モデルを利用する場合の問題点や、その改善策を検討している。

¹⁰ PER は、株価収益率、PBR は、株価純資産倍率とも呼ばれる。

で競争入札が行われるケースでは、ある程度取引額と財務数値が入手できる場合があると考えられる。

取引事例法（取引事例価額法）とは、評価対象会社の株式について過去に売買がある場合に、その取引価額を基に株式の評価を行う方法である。過去の売買が何度か行われている場合は、基本的に一番直近に行われた売買の取引価額が基本的に用いられている。

(3) インカム・アプローチ

インカム・アプローチには、配当還元方式と収益還元方式とに分類される。配当還元方式とは、とくに会社の株式配当の側面に注目して企業価値を算定する方法であり、その代表的なものが、配当割引モデル（Divided Discounted Model: DDM）、割引キャッシュ・フロー・モデル（Discounted Cash Flow Model: DCF, DCF法）、FCF（Free Cash Flow）法などが挙げられる。それに対して、収益還元方式とは、企業の期間利益に注目して、企業価値を算定する方法である。これには、残余利益モデル（Residual Income Model: RIM）があたる。また残余利益モデルを基礎としたEVA™（Economic Value Added）などもこれに当てはまる。

これらインカム・アプローチに分類される企業価値評価モデルまたは評価手法の基礎となっているものは、配当割引モデルである。配当割引モデルは、すなわち現在価値の公式とう同義のものである。これを数式を用いて説明する。

現在価値の一般式は、次の（数式 5.1）か（数式 5.1'）のいずれかである。両者の違いは、数式を Σ （シグマ）を用いて表すかどうかの違いであり、同一の数式である。以下の説明では、直感的に理解しやすい（数式 5.1）を用いて説明を加える。ある時点（0 時点）における現在価値 PV_0 は、将来期待されるキャッシュ・フロー CF と、利子率 r によって導かれる。

$$PV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 5.1})$$

$$PV_t = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 5.1'})$$

配当還元方式に分類される配当割引モデルは、（数式 5.1）において、分子の CF に、配当額を代入したものである。また、分子の CF に利益を代入すれば、それは収益還元方式または利益還元法の公式となる。同様の考え方によって、収益還元方式の残余利益モデル（RIM）も、配当割引モデルを基礎としている¹¹。したがって、インカム・アプローチの基礎となっている数式は、現在価値であることが明らかとなる。

本章では次に、このようにインカム・アプローチまたは現在価値測定を基礎とする企業価値評価モデルについて述べていく。

¹¹ このことに関しては後述する。

第2節 現在価値による企業価値評価モデル

1 配当割引モデル

インカム・アプローチによる企業価値評価モデルは、現在価値を基礎としていた。本節では、数式によって配当割引モデルを示し、その特徴を明らかにしていく。また、配当割引モデル同様、現在価値を基礎とする DCF 法についても数式を列挙し検討を加える。そして、配当割引モデルおよび DCF 法の限界を明らかにし、残余利益モデル (RIM) への改善点についても触れる。残余利益モデルの詳細においては、6章において後述する。

配当割引モデルは、配当額を基準として、企業価値評価を行うモデルであった。この方法では、現金の受取額である配当金または配当金の期待値を割り引くことによって企業価値 (株主価値) が算定される。配当割引モデルは、現在価値を基礎としており、現在価値の公式は、(数式 5.1) のように示された。

$$PV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 5.1})$$

PV_0 : 0 時点の現在価値, CF_t : t 時点に期待されるキャッシュ・フロー, r : 利子率

この (数式 5.1) の CF として配当額 D を代入し、利子率として株主資本コスト r を代入したものが (数式 5.2) であり、これが配当割引モデルの一般式である。配当割引モデルでは、1 時点から T 時点までに支払われる配当額の現在価値の総和と企業価値 (株主価値または株価) が一致することを示している。

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots \\ &= \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_T}{(1+k)^T} + \frac{TV}{(1+k)^T} \end{aligned} \quad (\text{数式 5.2})$$

V_0 : 0 時点における株主価値, k : 株主資本コスト, D : 配当額, TV : ターミナル・バリュー

下段における式の展開は、最終時点 (T 時点) における継続価値を分離した場合である。継続価値は、ターミナル・バリューと呼ばれ、企業の最終年度 (T 時点) における残存価値を表している。前提条件として、企業が永続的に継続することが置かれていることから、ターミナル・バリューの計算は、次の通りに行われる¹²。

¹² ターミナル・バリュー算定には、本文中に触れた以外では、次の2通りの方法も考えられる。1つ目は、継続企業の前提が無い場合、すなわち、企業が清算する可能性もあるという場合、清算価値による算出である。2つ目は、マルチプル法による算出 (PER や EV/EBITDA 倍率の活用) によるものである。

$$TV = \frac{D_{T+1}}{k} \quad (\text{数式 5.3})$$

$$TV = \frac{D_{T+1}}{k - g} \quad (\text{数式 5.4})$$

TV : ターミナル・バリュー, k : 株主資本コスト, D : 配当額, g : 配当成長率

(数式 5.3) は, 最終時点のそれ以降の配当額 (キャッシュ・フロー) が一定である場合である。(数式 5.4) は, 最終時点以降において配当額 (キャッシュ・フロー) が一定成長する場合である。(数式 5.4) のターミナル・バリュー TV の算定は, ゴードン・モデルが用いられる。ゴードン・モデルとは, 定率成長モデルとも呼ばれ, 配当割引モデルにおいて, 企業成長に伴う配当成長を予測したモデルである¹³。ゴードン・モデルでは, ①配当は永久に支払われる, ②1株当たり配当額は每期一定率 g で成長する, および③株主資本コストは成長率よりも大きい ($r > g$), という3つの条件を満たさなければならない。これを示したものが(数式 5.5)である。

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \dots \\ &= \frac{D_1}{k-g} \\ &= \frac{P \times DR}{k-g} \end{aligned} \quad (\text{数式 5.5})$$

V_0 : 0時点における株主価値, k : 株主資本コスト, D : 配当額, g : 配当成長率, P : 税引後利益, DR : 配当性向

(数式 5.5) における下段の式は, 配当性向と利益を組み合わせる形で, 配当額を示したものである。上記の配当割引モデルの数式では, すべて成長率が一定または, 安定的に上昇していくことが仮定されていた。そこで, (数式 5.5) の下段の式のように, 配当を分解することにより, 配当が高い (高い成長率) の場合や, 配当が低い (低い成長率) 場合に分けて, 企業価値 (株主価値) を算定することも可能となる。高い成長率が見込まれる第1段階とその後一定した成長率となる第2段階に分けて評価するモデルは, 2段階成長モデルと呼ばれる。また, 同様に, 高成長率の期間から, 一定の成長率に通減し, さらに, 一定成長率になるという3段階にわけて配当割引モデルも存在する。このように, 配当割引モデルを分解し, 配当成長率の割合に分けるようなモデルを組み合わせることも可能である。

2 DCF 法

次に, DCF 法について述べる。配当割引モデル同様, DCF 法においても, スタートライ

¹³ Damodaran [2006] は, 証券分析の視点から, 定率成長モデル以外として, 企業の特徴に応じた多段階成長率を提示している (Damodaran [2006] pp.157-192)。

ンは、現在価値の公式である。

$$PV_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+r)^T} \quad (\text{数式 5.1})$$

PV_0 : 0 時点の現在価値, CF_t : t 時点に期待されるキャッシュ・フロー, r : 利子率

分子の CF に、FCF (Free Cash Flow : FCF, フリー・キャッシュ・フロー) を代入し、市
利率 r には、WACC (Weighted Average Cost of Capital : WACC, 加重平均資本コスト) が用
いられ、DCF 法における企業価値 (株主価値) が求められる。これが次の (数式 5.6) であ
る。

$$V_0 = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \frac{FCF_3}{(1+WACC)^3} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+WACC)^T} \quad (\text{数式 5.6})$$

V_0 : 0 時点の企業価値 (株主価値), FCF_t : t 時点のフリー・キャッシュ・フロー,
WACC : 加重平均資本コスト (率)

DCF 法による企業価値評価モデル (数式 5.6) と、配当割引モデルもよる企業価値評価モ
デル (数式 5.2) は、ともに、現在価値の公式を用いており、基本的な計算構造は同じであ
る。したがって、DCF 法における企業価値評価モデルの (数式 5.6) も、配当割引モデルと
同様にターミナル・バリューの算定や、ゴードン・モデルも適用によって、数式の展開をす
ることができる。

以下では、DCF 法において特徴的な FCF (フリー・キャッシュ・フロー) と WACC (加
重平均資本コスト) について記述する。

(1) FCF

FCF (フリー・キャッシュ・フロー) とは、債権者および株主に対して帰属しているキャ
ッシュ・フローであり、一般的には、次の数式によって算出される。

$$FCF = NOPAT^{14} + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} + \text{運転資本増減額} \quad (\text{数式 5.7})$$

※ $NOPAT$ ($EBIAT$) = $EBIT \times (1 - \text{実効税率})$

FCF : フリー・キャッシュ・フロー, $NOPAT$: 税引後営業利益, $EBIT$: 金利税金差引
前利益

まず、(数式 5.7) における、 $NOPAT$ (Net Operation Profit after Tax : $NOPAT$, 税引後営

¹⁴ FCF の算定の際、 $NOPAT$ (Net Operation Profit after Tax : $NOPAT$, 税引後営業利益) では
なく、 $NOPLAT$ (Net Operation Profit Less adjusted Tax : $NOPLAT$, みなし税引後営業利益)
を用いる場合もある。 $NOPLAT$ は、 $NOPAT$ に繰延税額を加算されることで算出される。
 $NOPAT$ に用いられている税率が、すでに、「みなし税率」の場合は $NOPAT$ と $NOPLAT$ は
一致する。

業利益)とは、EBIAT (Earnings Before Interest After Tax : EBIAT, 税引後利払前利益)と同義である¹⁵。そして、NOPATまたはEBIATは、EBIT (Earnings Before Interest and Tax : EBIT)に税率を乗じることで算出される。

(2) WACC

WACC (加重平均資本コスト)とは、負債コスト(率)と資本コスト(率)を加重平均することで算出される。これは、次の(数式 5.8)の通りに定義される。

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times k_e + \frac{D}{D+E} \times k_d \times (1 - r_{tax})$$

(数式 5.8)

$$= \frac{\text{負債} \times \text{負債コスト} + \text{純資産} \times \text{株主資本コスト}}{\text{負債総額} + \text{純資産総額}}$$

E : 株式時価総額 (発行済株式総数×1株当たり株価) , D : 純有利子負債, r_{tax} : 実効税率, k_e : 株主資本コスト, k_d : 負債コスト

ここで、 $\frac{E}{D+E}$ は、一般に株主資本比率と呼ばれるものであり、 $\frac{D}{D+E}$ は、負債比率と呼ばれる。これらの資本構成を決定する際は、その算定方法が複数ある。例えば、評価対象企業が将来の資本構成を目標値をもっている場合には、それに従う場合。評価対象企業が上場企業である場合は、算定基準日時点における自社の株式時価総額と貸借対照表に計上されている純有利子負債残高(有利子負債残高から現金預金を差し引いたもの)から算定される資本構成を用いる場合。評価対象企業と同様の事業を展開する類似企業の資本構成を算定し、その水準を参考にする場合。または、DCF法でもとめた株主資本価値(企業価値)を評価対象企業の株式時価総額と仮定して、循環計算によって資本構成を算定する場合。

このように、株主資本比率および負債比率に関する資本構成のみならず、WACCにおいて大きな焦点になるのは、株主資本コスト計算である。株主資本コストの計算には、CAPM (Capital Asset Pricing Model : CAPM, 資本資産価格モデル)理論を用いて算定される。CAPMは、一般に次の(数式 5.9)の通りに表される。

$$E_r = r_f + \beta(r_M - r_f)$$

(数式 5.9)

E_r : 株式期待収益率 (期待リターン) , r_f : リスク・フリーレート, β : ベータ値, $r_M - r_f$: 市場リスク・プレミアム

(数式 5.9)は、Sharpe [1964;1966]のモデルを簡略化したものだが、その仮定として、次の4点が置かれている。

- ① 全ての投資家は平均分散分析によりポートフォリオを選択する。
- ② 全ての投資家は全ての金融資産の収益率の平均と分散について同一の予想を持つ。

¹⁵ EBITDA(Earnings Before Interest and Tax and Depreciation and Amortization, 減価償却前営業利益)は、これらと区別される。

- ③ 金融市場が完全市場である。
- ④ 安全資産が存在する。

CAPM のモデルにおいて最も特徴的なものが、 β である。 β とは、当該株式の収益率と、市場ポートフォリオの収益率の共分散を、市場ポートフォリオ収益率の分散によって導かれる。すなわち、株式市場全体の株式の利回りと、評価対象企業の株式の利回りの相関関係を示している。この相関関係から、当該株式への投資リスク（またはボラティリティ）を示している¹⁶。

3 実務における企業価値評価

これまで基本的な企業価値評価モデルについて、配当割引モデル（DDM）および DCF 法について述べてきた。次に、実務的に用いられている企業価値評価モデルについて整理する。代表的なものとして表 5-2 のものが挙げられる（McKinsey & Company et al. [2010] 邦訳：p.116）。これらの価値評価手法は次の通りの特徴がある。

表 5-2 DCF 法を用いた企業価値評価のフレームワーク

価値評価手法	評価対象	割引率
エンタプライズ DCF 法	営業フリー・キャッシュ・フロー	WACC
エコノミック・プロフィット法	エコノミック・プロフィット	WACC
APV 法	営業フリー・キャッシュ・フロー	有利子負債がないと仮定して算定した株主資本コスト
資本キャッシュ・フロー法	資本キャッシュ・フロー	有利子負債がないと仮定して算出した株主資本コスト
エクイティ・キャッシュ・フロー法	株主資本に帰属するキャッシュ・フロー	株主資本コスト

出典：McKinsey & Company et al. [2010] 邦訳：p.116

まず、エンタプライズ DCF 法は、事業から生み出される営業フリー・キャッシュ・フローをすべての投下資産のコストを平均した WACC で割り引き、非事業用資産（余剰現金やその他の長期非事業用資産）の価値を加えて企業価値を算定したものから、有利子・その他負債の価値を差し引く¹⁷。その特徴として、有利子負債・資本構成の目標を定めて、その実

¹⁶ ここでのリスクは、資本市場全体に存在するリスクであり、分散投資しても排除できない（どのような投資ポートフォリオを構築しても排除できないリスク）である。これをシステムスティック・リスク（systematic risk）と呼ぶ。また、投資対象企業の固有のリスクである、アンシステムティック・リスク（un-systematic risk）は、考慮されていない。

¹⁷ ここでのその他の負債とは、企業のステークホルダーが企業の将来のキャッシュフロー

現性に向けて運営できるようなプロジェクトや事業部門，企業の評価に適している（McKinsey & Company et al. [2010] 邦訳：116-118 頁）。

エンタプライズ DCF 法同様，割引率を WACC によって割り引くのが，エコノミック・プロフィット法である。エンタプライズ DCF 法との違いは，エコノミック・プロフィットにある。エコノミック・プロフィットとは，次のように定義される。

$$\text{エコノミック・プロフィット} = \text{投下資産} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

ROIC（Return On Invested Capital：ROIC，投下資産利益率）¹⁸は，NOPLAT（Net Operating Profits Less Adjusted Taxes：NOPLAT，みなし税引後営業利益）を投下資産で割ったものであるため，次のように表すこともできる。

$$\text{エコノミック・プロフィット} = \text{NOPLAT} - (\text{投下資産} \times \text{WACC})$$

エコノミック・プロフィット法の特徴として，企業がいつ価値を創造するのが明確になる。

次に，APV 法は，割引率に，WACC ではなく，株主資本コストを適用して企業価値を算出する。この方法では，有利子負債・資本構成が変わる事業や企業の評価には，WACC を用いた手法よりも適している。

また，資本キャッシュ・フロー法は，営業フリー・キャッシュ・フローと支払利息の節税効果を 1 つの数値にまとめている。このため，他社との比較や時系列での比較が難しい。エクイティ・キャッシュ・フロー法では，有利子負債・資本構成の影響がキャッシュ・フローに織り込まれているため，価値評価を行う際に間違いやすいというリスクがある。ただし，金融機関の価値評価にはこの方法が適しているとされる。

4 配当割引モデル・DCF 法の限界

これまで本節で挙げてきた，企業価値評価モデルは，どのモデルにおいても，現在価値の公式に基づいており，また，配当割引モデルまたは DCF 法に基づくものである。ここでは，配当割引モデルまたは DCF 法の限界を指摘する。

桜井 [2008] によれば，配当割引モデル，DCF 法および残余利益モデル（RIM）を検討する際，配当割引モデルおよび DCF 法の共有する主要な弱点として，次の 3 点指摘している（桜井 [2008] 192 頁）。

- ① モデルの適用が不可能または無意味なケースが存在すること
- ② モデルが必要とする将来データの予測が困難であること

への請求権を持ちながらも，一般的な有利子負債や株式を保有していない場合に生じるものである。一例としては，負債同等物（オペレーティング・リース，年金の積立不足分など）や，ハイブリッド証券（転換社債，従業員向けストックオプション）などが挙げられる。（McKinsey & Company et al. [2010] 邦訳：p.117）

¹⁸ ROIC は，税引後業務純益を投下資産（運転資産と固定資産の合計）で割ったものとして導く。

③ 予測対象期間を限定した場合のターミナル価値への依存度が相対的に大きいこと

①は、モデル上の分子に相当する部分の指摘である。配当割引モデルにおいては、配当額 D において、配当性向 DR が 100%であれば、モデルは、正確な企業価値の算定を行うことが可能であるが、企業の配当政策によって、0%である場合（配当が無い場合）には、配当割引モデルは、正確な数値を求めることができない。また、同様に、DCF 法においても、モデル上の FCF が、マイナスの値を示す場合は、正確に企業価値を算定することができない。

次に、②においては、配当割引モデルおよび DCF 法、ともに、将来データを引用していることに起因している。配当割引モデルにおいて説明した通り、配当割引モデルは、一定成長モデルとしてのゴードン・モデルを使用して、2段階成長モデル、3段階成長モデルを組むことがあることは指摘した。この際、モデルの最終項には、TV（ターミナル・バリュー）を置くこととなるが、それ以前の数式における項は、すべて予測値を置かなければならない。これは、配当割引モデルにおける配当額 D でも、DCF 法における FCF でも同様のことが指摘できる。

さらに、③ターミナル・バリューにおける問題点が、配当割引モデルおよび DCF 法の大きな欠点であると指摘される。これは、配当割引モデルにおける配当額を例にとりて考えれば次の通りである。「予測対象となるそのターミナル価値（ターミナル・バリュー—筆者加筆）の金額が、他のモデルのそれよりも相対的に大きいことである。稼得した利益のうち配当されなかった部分が企業内に蓄積されて、更に遠い将来の配当や残余財産となる分だけ、ターミナル価値への依存度はよりいっそう大きい。そして予測対象額が大きければ、その分だけ予測に伴う誤差も大きくなってしまふのが通常である。」（桜井 [2008] 193 頁）

このように、以上の3点を克服する企業価値評価モデルとして、残余利益モデル（RIM）が挙げられる。このことは次の第3節において述べる¹⁹。

第3節 残余利益モデルと Ohlson モデル

1 残余利益モデル

Ohlson モデルを検討するにあたり、その基礎概念の企業価値評価モデルとしての残余利益モデルについて概観する。残余利益モデルの骨子として挙げられるのが、残余利益概念、クリーンサープラス（clean surplus）および、配当割引モデル（現在価値）である。残余利益

¹⁹ 企業価値評価モデルの優劣比較における研究として、代表的なものとしては、次のものが挙げられる。アメリカ企業をサンプルとしたものとして、Penman and Sougiannis [1998]、Francis, Olsson and Oswald [2000]、および Couteau, Kao and Richardson [2000] がある。日本企業をサンプルとしたものとして、藤井・山本 [1999]、竹原・須田 [2004]、および西尾・中野 [2006] がある。

概念に現在価値とクリーンサープラスの条件を加えることによって残余利益モデルの定式化を行う。

まず、3章で述べた通り、残余利益概念は、管理者の業績評価ツールとして、Solomons [1965] によって説明されていた。そして、期末時点（1 時点）における残余利益 RI_1 概念は、次の（数式 3.5）で表わされた。（数式 3.5）の通り、残余利益概念は、純利益から、資本コストと純資産額（純資産簿価）を乗じたものを差し引くことによって導かれた。

$$RI_1 = NI_1 - rBV_0 \quad (\text{数式 3.5})$$

RI_1 : 第 1 期における残余利益, NI_1 : 第 1 期における利益, r : 資本コスト (率),
 BV_0 : 第 1 期期首における純資産 (資本) 額

ここでは、後に Ohlson モデルを述べていく都合から、Ohlson [1995] および Feltham and Ohlson [1995] に沿うかたちで、数式を再定義していく。まず、 t 期 ($t=0, 1, \dots, T$) における残余利益 x_t^a を式で示すと次の（数式 5.10）となる。

$$x_t^a = x_t - ry_{t-1} \quad (\text{数式 5.10})$$

x_t^a : t 期末における残余利益, x_t : t 期末における純利益, r : 資本コスト (率),
 y_{t-1} : t 期首における純資産帳簿価額

次に、クリーンサープラス条件を数式化する。クリーンサープラスとは、ある期間における純資産の増減（資本取引による増減を除く）が、当該期間の利益と等しくなる関係である。つまり、損益計算書から導かれた利益が、貸借対照表へと繰り延べられ、それが正常に株主へと配当されることを指している。この関係を、示したものが（数式 5.11）となる。

$$x_t = y_t - y_{t-1} + d_t \quad (\text{数式 5.11})$$

x_t : t 期末における純利益, y_t : ($t-1, t$) t 期首・ t 期末における純資産帳簿価額, d_t : 配当支払額

（数式 5.11）では、期末と期首の純資産簿価の差額に、企業のキャッシュ・フローすなわち配当支払額を加えたものが当期の利益であることを示している。クリーンサープラス条件下においては、 t 期 ($t=0, 1, \dots, T$) における利益と配当の関係は、次の（数式 5.12）の関係が成り立つ。

$$\sum_{t=1}^T x_t = \sum_{t=0}^T d_t \quad (\text{数式 5.12})$$

x_t : t 期末における純利益, d_t : 配当支払額

（数式 5.12）では、各期の利益の合計は、配当支払額（キャッシュ・フロー）の合計と一致するというを示している。すなわち、企業の設立から清算までの全期間における全体利益の総和は一致するということである²⁰。

²⁰ Sunder [1997] は、全体利益の一致とクリーンサープラスに関して、「利益保存の法則」(Law of Conservation of Income) (Sunder [1997] p.67: 邦訳 91-92 頁) として、残余利益にもそれが当てはまると述べている。

最後に、配当割引モデル（現在価値）の条件を用いる。第5章でも扱ったが、現在価値 PV_t は、次の（数式 5.1'）で示された。

$$PV_0 = \frac{CF_1}{(1+R)^1} + \frac{CF_2}{(1+R)^2} + \frac{CF_3}{(1+R)^3} + \dots + \frac{CF_T}{(1+R)^T} \quad (\text{数式 5.1'})$$

PV_0 : 0 時点の現在価値, CF_t : t 時点に期待されるキャッシュ・フロー, R : 利子率

この（数式 5.1）の CF として配当額 d を代入し、利子率として株主資本コスト r を代入したものが（数式 5.2'）であり、これが配当割引モデルの一般式である²¹。配当割引モデルでは、1 時点から T 時点までに支払われる配当額の現在価値の総和と企業価値（株主価値または株価）が一致することを示している。

$$\begin{aligned} V_0 &= \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots \\ &= \frac{d_1}{(1+r)^1} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \frac{d_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{d_T}{(1+r)^T} + \frac{TV}{(1+d)^T} \end{aligned} \quad (\text{数式 5.2'})$$

V_0 : 0 時点における株主価値, r : 資本コスト, d : 配当額, TV : ターミナル・バリュー

（数式 5.2）を、 t 時点 ($t=0, 1, \dots, T$) における配当割引モデル（現在価値）として一般化すれば、（数式 6.4）の通りとなる。

$$V_t = \sum_{t=1}^T \frac{d_t}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 5.13})$$

V_0 : 0 時点における株主価値, r : 株主資本コスト, d : 配当額

これら、残余利益概念、クリーンサープラスおよび配当割引モデルの数式を定義したので、次に、残余利益の式である（5.10 式）の現在価値を示せば、残余利益の現在価値の合計 PRI_t は、次の（数式 5.14）として表すことができる。

$$PRI_t = \sum_{t=1}^T \frac{x_t^a}{(1+r)^t} \quad (\text{数式 5.14})$$

残余利益の現在価値の合計 PRI_t , x_t^a : t 時点における残余利益, r : 株主資本コスト

（数式 5.14）に、クリーンサープラスの（数式 5.11）を代入し、会社の清算時である T 時点には帳簿価額は 0 となることから、 $y_T = 0$ となる。したがって、次の（数式 5.15）が成り立つ²²。

²¹ （数式 5.1）と（数式 5.2）では、第6章の文字式の定義が重複するため、（数式 5.1'）または（数式 5.2'）とした。

²² この式の展開は、次の通りである。

$$PRI_t = \sum_{j=t+1}^T x_j^a (1+r)^{t-j}$$

$$V_t = y_t + PRI_t \quad (\text{数式 5.15})$$

V_t : t 時点の株主価値, PRI_t : 残余利益の現在価値の合計, y_t : 帳簿価額

(数式 5.15) は、帳簿価額 y_t と残余利益の現在価値の流列の合計は、 t 時点 ($t=0, 1, \dots, T$) における企業価値 PV_t と一致するという結果になる²³。

以上の通り、残余利益概念をもとに、現在価値とクリーンサープラスを用いることで、企業価値評価モデルとしての残余利益モデルを導いた。このように、残余利益モデルには、配当割引モデル (現在価値) とクリーンサープラスという 2 つの大きなバックボーンによって成り立っていることがわかる。

そして、残余利益モデルの特徴は、(数式 5.15) として現れる。すなわち、企業価値は、期首の純資産簿価と残余利益の現在価値流列の合計と等しいということである。残余利益の現在価値流列の合計は、会社の全体期間を通しての合計である。そして、全体期間を通しての利益の合計は、いかなる会計システムにおいて一致し、これは任意の評価基準 (測定属性) でも一致するということである²⁴。

2 Ohlson モデル

Ohlson は、まず Modigliani and Miller の理論 (MM 理論) について言及している。Modigliani and Miller は、配当の株価無関連説 (irrelevance theorem) を証明した。すなわち、利益の流列が一定とするならば、配当政策の変更は、タイムパターンの変更にすぎず、割引現在価値総額つまり総報酬額に変化はないことを証明した。また、利益の割引現在価値総額と配当の割引現在価値総額は同値であることも証明している。

そして、Ohlson は、MM 理論を前提として、既述した残余利益モデル、クリーンサープラスおよび配当割引モデルの関係から企業価値評価モデルを導き出した。まず、投資者はリスク中立的かつ投資者の間で信念は一致しており、さらに利子率が一定であると仮定すれば、前提条件となる配当割引モデルは、(数式 5.16) の通りに表される (Ohlson [1995] p.666)。

$$\begin{aligned} &= \sum_{j=t+1}^T (x_t - ry_{j-1})(1+r)^{t-j} \\ &= \sum_{j=t+1}^T x_t(1+r)^{t-j} - (1+r) \sum_{j=t+1}^T y_{j-1}(1+r)^{t-j} + \sum_{j=t+1}^T d_j(1+r)^{t-j} \\ &= -y_t + PV_t \end{aligned}$$

²³ Edwards and Bell [1961] では、超過実現可能利益 (excess realizable income) として、現在価値流列の計算をおこなっている (Edwards and Bell [1961] pp.53-54)。

²⁴ 上野 [2009] においては、いかなる評価基準においても全体期間の利益は一致する計算過程が詳細に示されている。

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} R_f^{-i} E_t[\tilde{d}_{t+i}] \quad (\text{数式 5.16})$$

P_t : 時点 t における市場価値, d_t : 時点 t における配当支払額, R_f^{-i} : リスクフリーレートに 1 を加えたもの, $E_t[\cdot]$: 期待値, \sim (チルダ) : 確率変数

次に, 2つの前提条件が置かれる (Ohlson [1995] pp.666-667)。

$$y_t = y_{t-1} + x_t - d_t \quad (\text{数式 5.17})$$

$$\frac{\partial y_t}{\partial d_t} = -1, \quad \frac{\partial x_t}{\partial d_t} = 0 \quad (\text{数式 5.18})$$

x_t : ($t, t-1$) 期における利益, y_t : t 期末における純資産簿価, d_t : 時点 t における配当支払額

(数式 5.17) は, t 期末の純資産簿価が, 前期の純資産簿価に, t 期の利益と配当の差額である, 企業内部の留保をプラスしたものに等しいとする, クリーンサープラス関係を示している。また, (数式 5.18) は, x_t および y_t をそれぞれ d_t によって偏微分した結果を表しており, すなわちこれは, 「配当は当期純資産簿価を減少させるが, 当期利益を減少させない」 (Ohlson [1995] p.666) ということを表している。また, 異常利益 (abnormal earnings) すなわち, 残余利益 x_t^a は, 次の (数式 5.19) で表わされる。

$$x_t^a \equiv x_t - (R_f - 1)y_{t-1} \quad (\text{数式 5.19})$$

x_t^a : 異常利益 (残余利益), x_t : t 期における利益, y_{t-1} : 前期純資産簿価, $(R_f - 1)$: 資本コスト

(数式 5.19) は, (数式 5.17) に代入すると, 次の (数式 5.20) となる。

$$d_t = x_t^a - y_t + R_f y_{t-1} \quad (\text{数式 5.20})$$

: 時点 t における配当支払額, x_t^a : 異常利益 (残余利益), y_t : 当期純資産簿価, y_{t-1} : 前期純資産簿価, R_f : リスクフリーレート

(数式 5.20) を (数式 5.16) に代入すると, すなわち, 残余利益モデルと配当割引モデルを導入することで, 次の (数式 5.21) の Ohlson モデルが導かれることとなる²⁵。なお, 将来の配当と, 残余利益は, 現時点では確定していないため, 期待値 $E_t[\cdot]$ をとることが求められている。

$$P_t = y_t + \sum_{i=1}^{\infty} R_f^{-i} E_t[\tilde{x}_{t+i}^a] \quad (\text{数式 5.21})$$

P_t : 時点 t における市場価値, y_t : t 期末における純資産簿価, R_f^{-i} : リスクフリーレートに 1 を加えたもの, $E_t[\cdot]$: 期待値, x_t^a : t 期の残余利益, \sim (チルダ) : 確率変数

さらに, Ohlson モデルの特徴は, 残余利益が, それ以外のある情報の時系列の推移が,

²⁵ $i \rightarrow \infty$ のとき, これは, $\frac{E_t[\tilde{y}_{t+i}]}{R_f^i} \rightarrow 0$ という条件が必要となる。

(数式 5.22) および (数式 5.23) として表される情報ダイナミクス (information dynamics)²⁶にしたがっていると仮定している点である (Ohlson [1995] pp.667-668)。

$$\tilde{x}_{t+1}^a = \omega x_t^a + v_t + \varepsilon_{1t+1} \quad (\text{数式 5.22})$$

$$\tilde{v}_{t+1} = \gamma v_t + \varepsilon_{2t+1} \quad (\text{数式 5.23})$$

x_t^a : t 期の残余利益, v_t : 残余利益以外のその他の情報, ε : 誤差項 (平均=0 の正規分布), $0 < \omega < 1$, $0 < \gamma < 1$

v_t は, 当期の財務諸表にまだ反映されていない企業価値関連事象をまとめて表わすものとされる。誤差項 ε は, それぞれ平均ゼロ²⁷で, 分散が一定または制約は置かれていない。係数 ω および γ は, 定数かつ既知とされ, 負ではなくかつ 1 未満の範囲で与えられる。さらに, 次の (数式 5.24) の仮定を置く。

$$\frac{\partial v_t}{\partial d_t} = 0 \quad (\text{数式 5.24})$$

これは, 残余利益以外のその他の情報 v_t が, 配当 d_t に依存しないということを表している。このことから, 将来残余利益の時系列動向 $\{\tilde{x}_i^a\}_{i \geq 1}$ は, 当期の残余利益とその他の情報によって予測できるため, 配当政策とは無関連になる²⁸。

そして, (数式 5.17), (数式 5.18), (数式 5.22) および (数式 5.23) を併せて考えると, 次の (数式 5.25) によって, 当期の企業価値が表される²⁹。

$$P_t = y_t + \alpha_1 x_t^a + \alpha_2 v_t \quad (\text{数式 5.25})$$

$$\alpha_1 = \frac{\omega}{(R_F - \omega)} \geq 0, \quad \alpha_2 = \frac{R_F}{(R_F - \omega)(R_F - \gamma)} > 0$$

P_t : t 期の企業価値, y_t : t 期の純資産簿価, x_t^a : 残余利益, v_t : その他の情報

(数式 5.25) に表されるように, Ohlson モデルでは, 企業価値は, 純資産簿価とその他の情報の線形結合として表されることとなる。

以上の通り, 残余利益モデルおよび Ohlson モデルの導出過程を中心としてその構造を明らかにしてきた。計算構造からも明らかのように, 残余利益モデルおよび Ohlson モデルは, 配当割引モデルおよび DCF 法にない方法で, 企業価値を導出することができる。このメリットを生かして, 残余利益モデルおよび Ohlson モデルは, 実証的研究の分野において多様されている現状がある。次節では, 実証的研究における残余利益モデルおよび Ohlson モデルの有用性を明らかにする。

²⁶ これは, 1 次の自己回帰過程または, 線形情報ダイナミクス (Linear Information Dynamics) と呼ばれる。

²⁷ $i \geq 1$ に対して, $E_t[\varepsilon_{kt+i}] = 0, k = 1, 2$ と仮定される (Ohlson [1995] p.668)。

²⁸ これは, MM 理論における配当の株価無関連説と整合的である。

²⁹ この証明については, Ohlson [1995] Appendix 1 を参照。

第4節 実証的研究と企業価値評価モデル

1 Ohlson モデルによる実証研究

これまで、残余利益モデルおよび Ohlson モデルの導出過程について明らかにしてきた。次に本節では、実証的研究を概観しながら、Ohlson モデルの有用性、課題および現状を明らかにしていく。

Ohlson モデルの研究は、Ohlson モデルが登場した 1995 年以降、20 年を経て数多くの検討がなされている³⁰。まず、実証的研究において、Ohlson モデルの研究の位置づけを確認する。実証的研究の分類をおこなったものとして、大日方・首藤 [2013] を参考にする。大日方・首藤 [2013] では、実証的研究を次の 6 つに分類している。

- ① Microstructure / Behavioral Finance
- ② Event Study
- ③ Fundamental Analysis / Valuation / Ohlson
- ④ ERC / Association Study / Value Relevance
- ⑤ Contracting & Agency Theory / Audit / Earnings Management / Conservatism
- ⑥ Accruals / Accruals Anomaly

このなかで、Ohlson モデルの実証研究は、③ Fundamental Analysis に分類され、財務諸表分析によって、「異常株式リターンが獲得できるか」（大日方・首藤 [2013] 146 頁）ということが分析の対象とされる。

③ Fundamental Analysis の研究として挙げられているのが、Ou and Penman [1989], Myers [1999], Abarbanell and Bushee [1997], Frankel and Lee [1998], Hand and Landsman [1998], Barth et al. [1999a; 1999b], Dechow et al. [1999], Francis et al. [2000], Gebhardt et al. [2001] および Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] である。以下では、これらの研究について簡単に触れていく。

Ou and Penman [1989] は、Valuation の研究として先駆的な研究であり、公表された財務諸表からの財務比率のみを用いて、統計データ分析を行い、利益が変化する確率の測定値である P_t 測定値を見積もり、これを用いた将来利益予測モデルを呈示している。そして、このモデルを用いた株式運用が、市場平均以上の収益率を獲得できることを証明している。

Abarbanell and Bushee [1997] は、将来利益の先行指標となりうる 9 つの財務指標から区分ポートフォリオを組成し、ゼロ・コスト投資戦略からリターンが得られるか否かを検証し

³⁰ Ohlson モデルは、Ohlson [1995] によって提案されたが、その基礎的な理論として、Ohlson [1989] を挙げることができる。また、Ohlson モデルの登場以前から、クリーンサープラス関係に着目した論文は多く、Brief and Peasnell [1996] に紹介されている。

ている。次の決算公表までのあいだに超過リターンが得られることから、決算公表時のミスプライシングとその後の是正行動が生じると解釈している。なお、Abarbanell and Bushee [1998] においても同様である。

Frankel and Lee [1998] は、Ohlson モデルに基づいて、ポートフォリオを構築し、高い投資収益を獲得できることを示している。このポートフォリオでは、理論株価と実際の株価の関係は安定していることを説明した。Lee et al. [1999] においても、同様のことを示している。Lee et al. [1999] のみならず、奥村・吉田 [2000] および渡部・小林 [2002] では、日本市場において検証を行っている。

Francis et al. [2000] は、Penman and Sougiannis [1998] と同様に、過去のデータを配当割引モデル、フリー・キャッシュ・フロー割引モデルおよび Ohlson モデルの企業価値評価モデルとしての優劣比較を行い、Penman and Sougiannis [1998] と同様に、Ohlson モデルの優位性を認めている。

Gebhardt et al. [2001] は、Ohlson モデルを用いて、12 年先までの予想利益を用いた実証研究を行った。3 期まではアナリスト予想を、それ以降は業種平均に裁定されていくという見通しを用いている。その結果として、説明力の高い推計値を得ている。しかしこれらの推計値は業種平均を用いるため、その銘柄を適切な業種に区分するという問題を残している。

他にも、特徴的な研究として、Begley and Feltham [2002] および, Clubb and Walker [2012] では、1 年と 2 年先のアナリスト予想をその他情報にわけて有意な結果を示している。また、Callen and Segal [2005] では、期待変数を Liu and Ohlson [2000] によって定義し、これを拡張して、結果を出している。

これまで挙げた研究は、すべて Ohlson モデルを有意であるまたは、有用であるとみなした結果の研究である。それに対して、Ohlson モデルについて否定的または有意でない研究についても数多く存在する。Stober [1996] , Myers [1999] , Ahmed et al. [2000] , Choi et al. [2006] 等が挙げられる。

とくに、Burgstahler and Dichev [1997] および Penman [2001] では、持分価値と決定変数の関係の理論基礎が、とても弱いことを示しており、Ohlson モデルの有用性を批判する声も多い。また、近年の Ashton and Wang [2013] では、線形ダイナミクスの保守主義の変数の係数において、ネガティブな反応を出している。

また、Ohlson モデル自体の基礎となっている線形情報ダイナミクスに対する批判も多く、Burgstahler and Dichev [1997] および Ashton et al. [2003] では、両者ともに、リアル・オプションにおいては、持分価値と決定変数の非線形との高い関係を示している。とくに、Ashton et al. [2003] では、非線形における分析を提示している。

このように、ファンダメンタルズ分析の中核として位置付けられる Ohlson モデルは、先に述べたように、その他の情報 v_t の特定化と、線形情報ダイナミクスが大きな焦点となっていた。そして、否定的または有意でない研究の大半は、その他の情報 v_t の特定化と、線形情

報ダイナミクスに問題点があるという結果としてまとめることができる。

2 Ohlson モデルの課題と現状

上記で述べてきた Ohlson モデルの研究は、すべて、Ohlson モデルを実践的に使用した研究が大半である。それらの研究の中心となっているのが、既述してきた Ohlson モデルの特徴である線形情報ダイナミクスと、残余利益以外のその他の情報 v_t の仮定にあることが明らかである。

線形情報ダイナミクスと、残余利益以外のその他の情報 v_t の仮定において、その改善を試みるために、モデル自体の研究も行われている。モデルの研究を行ったものとして、Feltham and Ohlson [1995] , Ohlson [2001] , Begley and Feltham [2002] および Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] が挙げられる。

Feltham and Ohlson [1995] では、Ohlson [1995] を基礎として、資産を、金融資産と事業資産に分けてモデル化し、財務活動における利益と、営業活動における利益に分けて理論を展開している (Feltham and Ohlson [1995] pp.693-698)。とくに、のれんについて検討がなされている。のれんがはっせいしないときは、バイアスのない会計 (unbiased accounting) として挙げ、それに対して、バイアスのある会計 (biased accounting) とは、企業が未認識ののれんがあることを指摘している (Feltham and Ohlson [1995] pp.699-670)。

また Ohlson [2001] は、1 年先のアナリスト予想を、その他情報 v_t とすることで、簡潔なモデルを提案している。Begley and Feltham [2002] は、1 年と 2 年先のアナリスト予想を、その他情報 v_t とし、Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] では、1 期後の 1 株当たり利益 (期待利益) と 1 株あたり利益の成長をその他情報 v_t としている³¹。

近年の実証研究では、修正 Ohlson モデルとして、Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] のモデルを採用していることが多く、アメリカにおける実証研究では、I/B/E/S, Zacks, First Call といった複数のアナリスト予想の平均値であるコンセンサス予想利益が一般的となっている。

日本では、アナリスト予想として、『会社四季報 (東洋経済新報社刊行)』や『日経会社情報 (日本経済新聞社刊行)』を使用するケースが多い。しかし、日本においては、経営者自らが行う次期の予想利益が、決算短信において公表されるために、理論的には、利益の公表のタイミングとともに、次期の予想利益のインパクトが株価に織り込まれる (太田・近藤 [2011] 34 頁)。

実際に日本市場において、アナリスト予想を用いた Ohlson モデルの実証研究の結果が必

³¹ Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] モデルの貢献は、CAPM および Fama and French [1993] の 3 ファクターモデル等の期待リターン (資本コスト) 算定に代わる、インプライド資本コスト (implied cost of capital) にあると指摘される (小野 [2013] 85-86 頁)。

ずしも有意であるというのではない。矢内 [2008] および鈴木 [2009] では、ともに、Ohlson [1995] によるモデルと Ohlson and Juettner-Nauroth [2005] によるモデルの優劣を比較したところ、ともに Ohlson [1995] の方が有意であることを示している。

むすび

本章では、まず、企業価値という概念を定義づけた。企業価値には、時価総額としての株主価値と、事業資産と事業負債の差額として導かれる事業価値であった。本論文における企業価値は、現在価値測定による、使用価値 (used value)、本源的価値 (intrinsic value) と呼ばれる、企業の全体価値としての企業価値である。

次に、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチに基づき、企業価値手法について明らかにした。そのなかで、現在価値評価によるインカム・アプローチに基づく企業価値評価モデルについて、とくに、配当割引モデルと DCF 法を中心に概観し、実践的・実務的に用いられている企業価値評価モデルを示した。

しかし、配当割引モデルと DCF 法には、ターミナルバリューの算定、および配当が 0 の場合は使用することができない等の欠点があった。これらの問題点を超克する企業価値評価モデルとして、収益還元方式 (利益還元法) として分類される、残余利益モデルがあった。

残余利益モデルは、第 3 章で明らかにした残余利益概念と、クリーンサープラスおよび現在価値 (配当割引モデル) を用いることによって導出することができた。さらに残余利益モデルを基礎とした、Ohlson モデルについて示し、Ohlson モデルを用いた実証的研究の整理を行った。Ohlson モデルに関する実証的研究では、「線形情報ダイナミクス」と「残余利益以外のその他の情報 v_t 」が焦点となっていた。

Ohlson モデルは、その特徴である「線形情報ダイナミクス」と「残余利益以外のその他の情報 v_t 」自体が有用であるが、その反面では、課題となっている。それを改善するために、モデル自体の改善が試みられているが、現実的に完全なモデルは存在していない。

第6章 のれんと企業価値評価

はじめに

本章の目的は、企業価値の創造のためののれんの測定モデルを明らかにすることである。第4章の Edwards and Bell [1961] および第5章の Ohlson [1995] らの所説で既述した通り、のれんと企業価値には、強い結びつきがある。Edwards and Bell [1961] では、主観価値である純資産全体現在価値から差額として主観のれんが導かれる。純資産全体現在価値は、すなわち企業価値そのものである。また、Edwards and Bell [1961] や Ohlson [1995] を代表とする残余利益モデルにおいても、将来の残余利益の現在価値流列の合計は、のれんと一致することが述べられていた。

このように、のれんと企業価値は、密接な関係がありながらも、これまでの研究では、企業価値評価という文脈でのれんが登場するか、もしくは、企業価値は企業価値、のれんはのれんという、個別に検討されてくるが多かった¹。さらに、のれんの研究においては、シナジーという概念が検討されることはあっても、そのシナジーによるのれんの測定にスポットを当てている研究は少ない²。そこで、本論文では、第5章の企業価値評価の概念を基礎として、のれんの測定を主眼として検討を行う。

第2章で明らかにした通り、現在価値会計または経済的利益を基礎とするのれんは、Canning [1929] の総合的評価勘定説または差額説によるのれんであった。本章では、Canning [1929] を基礎として発展した相乗効果説（シナジー説）によるのれんについて検討する³。相乗効果説として、Miller [1973]、FASB および IASB の基準を挙げ、それらを整理・検討するなかから、相乗効果説におけるのれんの構成要素と企業価値（企業の純資産全体現在価値）の関係を明らかにし、その本質は、コアのれんまたはシナジーであることを検討する。

そのうえで、シナジーの概念の本質を明らかにする。シナジーは、Ansoff [1965] によって用いられた概念であるが、会計学の分野において検討された学術研究は少数である⁴。そ

¹ 企業価値とのれんの関係を明らかにした研究の代表として、Ma and Hopkins [1988] が挙げられる。

² シナジーを測定することを試みたものとして、Damodaran [2005] が挙げられる。Damodaran [2005] では、シナジーの概念を整理し、実際の数値例を挙げて事例分析を行っている。

³ 第2章で述べた通り、相乗効果説は、Canning [1929] の総合的評価勘定説を発展させたものであり、差額説の1つとして挙げられる。

⁴ 会計学の分野では、シナジーの概念に焦点をあててのれんを検討したものは、少数である。日本では、木下 [2009]、西海 [2010] 等しか挙げるができない。海外においても、アカデミックなジャーナルでも、その概念整理をおこなった会計学文献を見つけることは困難であった。

ここで、経営学の文献を中心として、その概念を整理しシナジーの本質を導き、その本質が会計学上では、どのように測定されうるか明らかにする。最後に、これまで明らかにしたシナジーのれんの概念および価値測定の評価基準を手掛かりとし、のれんの測定モデルを明らかにし、そののれん測定モデルが企業価値評価に与える影響について考察する。

第1節 相乗効果説によるのれんと企業価値

1 相乗効果説

本章では、相乗効果説（シナジー説）とされるのれん概念について述べていく。第2章で述べた通り、のれん概念は、超過利益説と差額説の2つに大きくわけることができた。超過利益説は、会計的利益を基礎としているのに対して、差額説は、経済的利益と関連していた。そこで、本節では、差額説として位置付けられる相乗効果説（シナジー説）について、Miller [1973] を中心として述べる。

まず、超過利益説は、潜在的無形資産説（識別不能無形資源説）を包含していた⁵。両者の違いは、のれんをどのように解釈するかという違いに現れる。超過利益説では、のれんを、超過利益に対する識別不能な無形の資源とみなしている。それに対して、潜在的無形資産説では、のれん自体を超過利益とみなし、その超過利益の資源として、識別不能無形資源を想定している。

差額説には、Canning [1929] が主張した総合的評価勘定説が挙げられる。Canning [1929] によれば、のれんは、次のように定義された。「のれんは、それが貸借対照表に計上される場合、総合的評価勘定（master valuation account）にすぎない。つまり、のれんは、必ずしも法律上の属性ではないが、資産の経済的属性をもつ無数の諸項目や資産として計上された項目についての過小評価分の未配分項目が投げ込まれた包括的な情報（catch-all）にすぎない。それは典型的な評価勘定である。」（Canning [1929] pp.42-43）

これは、資産の評価額の誤りと、企業実体全体の現在価値と識別可能な持分（純資産）との差額を表すものである（Canning [1929] p.42）。ここでののれんには、持分（純資産）の現在価値測定の実誤り分と、個別的に識別不可能な無形資産が含まれていることになる。

このCanning [1929] の定義を紹介しながら、Miller は相乗効果説を主張している。Miller は、会計主体としての企業を「オープン・システム」（Miller [1973] p.281）としてとらえる。オープン・システムとは、「環境や外部要因がそのシステムのオペレーションに入り込み影響を与えるという、非孤立的かつ非自動的なシステム」（Miller [1973] p.282）と定義

⁵ 超過利益説を唱えた論者として、Paton and Littleton [1940] があり、潜在的無形資産説として、Catlett and Olson [1968] が挙げられる。

している。企業をオープン・システムとみる考え方は、企業組織論における研究成果が影響を及ぼしていると指摘される（山内〔2010〕101頁）。

そして、企業をオープン・システムとしてとらえ、システムの各要素を総計しても理解できないものがあるのは、「各要素を合計してもわからない何かがあるが、それはパーツの相互作用により生じるシナジーである」（Miller〔1973〕p.281）と述べている。

Millerは、のれんに関して次のように述べている。「のれんという用語は、会計人にとって必要である。というのは、会計人は伝統的な会計手続きにしたがって分類することができ、しかもある歴史的な原価または外部の市場価格によって恣意的に評価できるような要素を分離することによってのみ、組織全体に対する購入価格を分類しようとするからである。このような測定値は、企業価値に対するなんらかの貢献またはその合計を不完全にしか反映しない。」（Miller〔1973〕p.285）

そのうえで、Millerは、のれんを「残余値（residuum）としてののれん」の概念は、こうした不適切な分離方法の影響を中和するために必要である」（Miller〔1973〕p.285）と述べている。このようにMiller〔1973〕では、企業をシステムとしてとらえ、システムの要素の単純総計と、システム全体では、差異が生まれ、その差異こそそのれんであることを示している。さらに、その要素同士の相互作用においては、シナジーが発生することを述べている。

Miller〔1973〕以外でも、のれんを相乗効果説として主張している者として、Colley and Volkan〔1988〕が挙げられる。Colley and Volkan〔1988〕は、Miller〔1973〕同様、のれんに内在する要素が相互に関連しているため、それらの要素に適切な金額を割り当てるのが困難であることを指摘した。そのうえで、この相互作用により、買収企業にとっての被買収企業の価値は、被買収企業の個別の価値を上回り、2つの企業結合においてシナジーをもたらすことを述べている（Colley and Volkan〔1988〕pp.36-37）。これは、次に述べていく企業結合のれんに該当するものである。

2 FASB・IASBによるコアのれん

次に、FASBおよびIASBの基準にみる相乗効果説について述べる。FASBおよびIASBによる企業結合またはのれんの近年の基準および公開草案の動向は表 6-1 に示す。本論文では、FASBから、2007年に公表された、ASC 805, Business Combinations（旧 SFAS No.141 Revision, Business Combinations）（以下、ASC805）⁶と、IASBから2008年に公表された IFRS No.3 Revision, Business Combination（以下、IFRS3）を中心に述べていく。まず、ASC805とIFRS3では、のれんを次の通りに定義している。「のれんとは、企業結合において取得され

⁶ SFAS No.141 と、ASC 805（SFAS No.141 Revision）の違いについては、Miller et al.〔2008〕において詳しく整理されている。

た、個別に認識できず分離して認識できない他の諸資産から生じる将来の経済的便益を示す資産である。」(FASB [2007] para.3j; IASB [2008] Appendix A) そして、ASC805 および IFRS3 では、のれんの構成要素について次の表 6-2 の通り 6 つあることを指摘している⁷ (FASB [2007] para.B313; IASB [2008] para.BC313)。

表 6-1 FASB・IASB の企業結合またはのれんに関する基準の動向

FASB		IASB	
1999 年 公開草案	Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Business Combinations and Intangible Assets	2002 年 公開草案	Exposure Draft No.3, Business Combinations
2001 年 公開草案	Proposed Statement of Financial Accounting Standards, Business Combinations and Intangible Assets – Accounting for Goodwill	2004 年 IFRS3 成案	International Financial Reporting Standard No.3, Business Combinations
2001 年 SFAS141 成案	Statement of Financial Accounting Standards No.141, Business Combinations		
2005 年～IASB/FASB 共同プロジェクト			
2005 年 改訂公開 草案	Business Combinations-A Replacement of FASB Statement No.141. Proposed Statement of Financial Accounting Standards.	2005 年 改訂公開 草案	Proposed Amendments to IFRS 3, Business Combinations. Exposure Draft.
2007 年 改訂版	ASC 805, Business Combinations (旧 SFAS No.141 Revision, Business Combinations)	2008 年 改訂版	IFRS No.3 Revision, Business Combination

表 6-2 FASB・IASB によるのれんの構成要素

構成要素 1	—	取得日における被取得企業の純資産の帳簿価額を超える公正価値の超過額
構成要素 2	—	取得日において被取得企業によって認識されていないその他の純資産の公正価値
構成要素 3	—	被取得企業が有する既存事業の「継続企業」要素の公正価値
構成要素 4	—	取得企業の純資産および事業と被取得企業のそれらとの結合から期待される相乗効果やその他の便益の公正価値
構成要素 5	—	対価を評価する際の誤りから生じる、取得企業によって支払われる対価の過大評価
構成要素 6	—	取得企業による過大(過小)な支払い

出典：FASB [2007] para.B313; IASB [2008] para.BC313

⁷ これらの 6 つの要素は、FASB から 1999 年に公表された公開草案から記述されており、この点について、ASC805 および IFRS3 でも次のように述べている。「FASB の 1999 年および 2001 年の公開草案は、その時点での有効な権威ある指針に準拠して、実務においてのれんとして認識されてきた金額について 6 つの権威ある要素を列挙していた。IASB の公開草案第 3 号は、完全にこれと同じというわけではないが、類似した論述を含んでいた。FASB の公開草案から引用した当該構成要素およびその説明が再表示されている。」(FASB [2007] para.BC313; IASB [2008] para.BC313)

これらの構成要素のうち、構成要素 1, 2, 5 および 6 が、概念上ののれんではないとの見解を示している。まず、構成要素 1 および 2 について、次のように述べている。

「両審議会（FASB および IASB 一筆者加筆）は、最初の 2 つの構成要素が、いずれも、被取得企業に関連するものであり、概念上ののれんの一部ではないことを認めた。構成要素 1 は、本質的に元来、資産ではない。それは、被取得企業によって、その純資産に関して認識されていない利得を反映している。それはのれんの一部というよりこれら純資産の一部である。構成要素 2 も、また、少なくとも概念上ののれんの一部ではない。それは、個別の資産として認識される無形資産を基本的に反映するものである。」（FASB [2007] para.BC314; IASB [2008] para.BC314）

次に、構成要素 5 および 6 について、次のように述べている。「構成要素 5 および 6 は、両要素とも被取得企業に関連するものであり、これらも、また、概念上ののれんの一部ではない。構成要素 5 は、本質的に元来資産ではないし、資産の一部でもない。むしろ、それは測定の違いである。構成要素 6 も、本質的に元来資産ではない。むしろ、概念上損失（過大支払の場合）または利得（過小支払の場合）を反映する。したがって、構成要素 5 および 6 のいずれも、概念上ののれんの一部ではない。」（FASB [2007] para.BC315; IASB [2008] para.BC315）

また、ASC805 および IFRS3 は、これら、構成要素 1, 2, 5 および 6 に対して、構成要素 3 および 4 を、概念上ののれんとみなす見解を明らかにしている。構成要素 3 および 4 のことを、「コアのれん」（FASB [2007] para.BC316; IASB [2008] para.BC316）と呼び、新しいのれん概念として提示している。まず、構成要素 3 に対して次のように述べている。「構成要素 3 は、被取得企業に関連し、被取得企業の純資産を超過する全体価値を反映する。それは、被取得企業によって内部的に発生したか、あるいは以前の企業結合により被取得企業によって取得された、既存ののれんを表す。」（FASB [2007] para.BC316; IASB [2008] para.BC316）

次に、構成要素 4 の記述は、次の通りである。「構成要素 4 は、被取得企業と取得企業の両方に関連し、企業結合によって生み出される超過全体価値、つまり、これらの企業結合から期待される相乗効果を反映する。」（FASB [2007] para.BC316; IASB [2008] para.BC316）

このように、ASC805 および IFRS3 では、コアのれんとして、構成要素 3 および 4 を挙げ、のれんの概念の一部としている。構成要素を 6 つに分けている点に共通することとして、まず、のれんにおける資産性を考慮していると考えられる。これは、のれんにおける定義において、資産であることを挙げていることによって明らかにされている。

そのうえで、構成要素 1, 2, 5 および 6 は、その資産性を満たしていないことから、のれん概念から排除されている。それに対して、構成要素 3 および 4 は、被取得企業の全体価値または、被取得企業または取得企業における全体価値であるとの指摘がされている。この文脈における、全体価値とは、すなわち企業の全現在価値である。このことから、ASC805 および IFRS3 では、企業価値の測定を主眼とした、コアのれんの概念を提示していること

が明らかとなる。

3 のれんと現在価値測定による企業価値の関係

これまで、Miller [1973]，ASC805 および IFRS3 を挙げ、のれんの相乗効果説について述べてきた。相乗効果説におけるのれんと、企業価値の関係について述べる。

Johnson and Pertrone⁸によれば、既述した ASC805 および IFRS3 同様の構成要素を 6 つ提示している。そのなかで、構成要素 3 および 4 は、それぞれ「継続企業のれん (going-concern goodwill)」と「企業結合のれん (combinaton goodwill)」と呼ばれている (Johnson and Pertrone [1998] p.296)。以下では、この継続企業のれんおよび企業結合のれんという用語を用いて論ずる⁹。図 2-2 を再掲すれば、次の通りである。

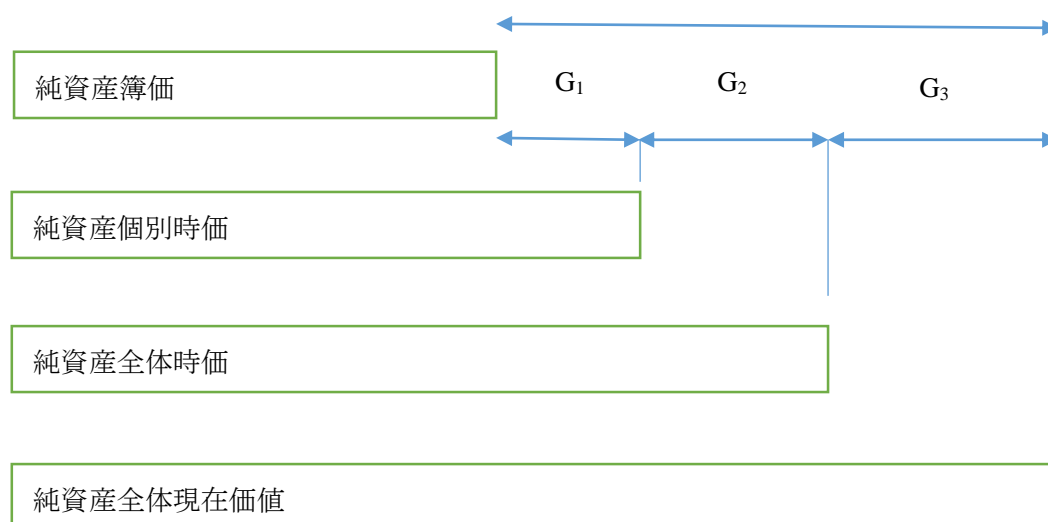


図 2-2 のれんの分類

出典：山内 [2010] 227 頁，木下 [2009] 123 頁，榊原 [2011] 15 頁を参考に筆者作成¹⁰

⁸ Johnson and Pertrone は、FASB のスタッフであり、1999 年の FASB の公開草案に携わっていたとされる (山内 [2010] 114 頁)。

⁹ Ma and Hopkins [1988] では、被買収企業が合併後、独立の企業として存続する場合と、買収企業の組織の一部となる場合とに分けて、シナジーの分類をおこなっている。買収企業の組織の一部となる場合のシナジーとして、次の 3 つののれんを挙げている (Ma and Hopkins [1988] p.79)。

① 被買収企業および買収企業の資産と組織の相互作用から生じたシナジーの現在価値
② 被買収企業の取得から生じたシナジーの現在価値
③ 結合後の企業とその企業環境の相互作用から生じたシナジーの現在価値

このとき、①と③は、相互に影響しあうものであるという。

¹⁰ 木下 [2009] および榊原 [2011] では、Ma and Hopkins [1988] を参考としてのれんの概念図を示している。

図 2-2 では、測定という観点から測定基準として簿価、個別時価、全体時価、現在価値（使用価値）を挙げ、その差額としてのれんを導いていた。

G_1 は、純資産個別時価と純資産簿価の差額として導かれる。純資産個別時価とは、純資産を個別測定した時価の合計であり、一般に株主価値または時価総額と言われている概念である。簿価と個別測定による時価合計との差額である G_1 は、一般的に識別可能無形資産と呼ばれている概念である。

G_2 は、純資産全体時価と純資産個別時価との差額として導かれる。純資産全体時価とは、純資産を全体測定した金額を指しており、すなわち、これは企業結合において、取得企業から被取得企業に支払われる対価としての金額である。すなわち、 G_2 は、Edwards and Bell [1961] における、客観のれんと呼ばれる概念である。

G_2 と G_3 を合わせた部分は、純資産全現在価値と、純資産個別時価の差額である。これは、Edwards and Bell [1961] では、主観のれんとされる部分である¹¹。Edwards and Bell [1961] によれば、主観のれんは、「主観価値が個々の資産の市場価値の合計を超過する分であり、企業の期待と市場の期待とが相違することによって生じる」(Edwards and Bell [1961] p.48) ものあった。そして、「主観的な期待値は、市場の期待値と一致することにより、その正しさが認められることとなる」(Edwards and Bell [1961] p.48) とされていた。

そして、この図において、 G_3 は、純資産全現在価値と、純資産全体時価の差額として求められる。これは、市場が把握していない、企業価値部分である¹²。これは、ASC805 および IFRS3 による構成要素 3 または、Johnson and Pertrone による継続企業のれんに相当すると考えられる。したがって、構成要素 3 ののれんまたは継続企業のれんは、まさに G_3 の範疇に当てはまる。

このように見れば、図 2-2 では、構成要素 4 ののれんまたは企業結合のれんが把握されていない。それは、これまでののれん概念においては、企業結合のれんが登場していなかったことに起因している。Edwards and Bell [1961] においても、企業結合によって生じるのれんを想定していたとは思われない。

そこで、企業結合時または企業結合のれんを踏まえたうえで修正したものが、図 6-1 である。図 6-1 では、企業結合が行われる場合を前提条件としているが、もし企業結合が行われ

¹¹ 山内 [2010] では、Edwards and Bell [1961] の主観のれんと区別する形で、主観のれんを定義しているは、本論文では、企業価値との関係も念頭に置いて、Edwards and Bell [1961] の主観のれんの定義を用いている。

¹² 市場が把握していない企業価値部分は、Misvaluation とも呼ばれる。とくに実証的研究においては、企業合併・買収における企業全現在価値（本源的価値）と市場価値の差（Misvaluation）が、資本市場に与える影響を分析したものが存在する。そこでの仮説として、Misvaluation 仮説と Means of Payment 仮説が存在する。Misvaluation 仮説の研究として、Frankel and Lee [1998] , Dong et al. [2006] , 奥村・吉田 [2000] , 須田・竹原 [2005] , 村宮[2008]等が挙げられる。Means of Payment 仮説の研究として、Shleifer and Vishny[2003], Dong et al. [2006] がある。

ない場合（定常時）では、**図 2-2** の概念がそのまま有効である。ここで登場する、「純資産全体現在価値（企業結合時）」とは、取得企業にとっての被取得企業全体の現在価値（使用価値）を指している。それと、通常時または企業結合によらない場合の純資産全体現在価値（stand-alone value：スタンド・アローン価値）の差額としての G_4 が、企業結合のれんとなる。

以上のことをまとめれば次の通りである。これまでののれんの分類に加えて、既述した ASC805 および IFRS3 における構成要素 3 および 4 は、Johnson and Pertrone によれば、「継続企業のれん（going-concern goodwill）」と「企業結合のれん（combinaton goodwill）」とされるものであった（Johnson and Pertrone [1998] p.296）。

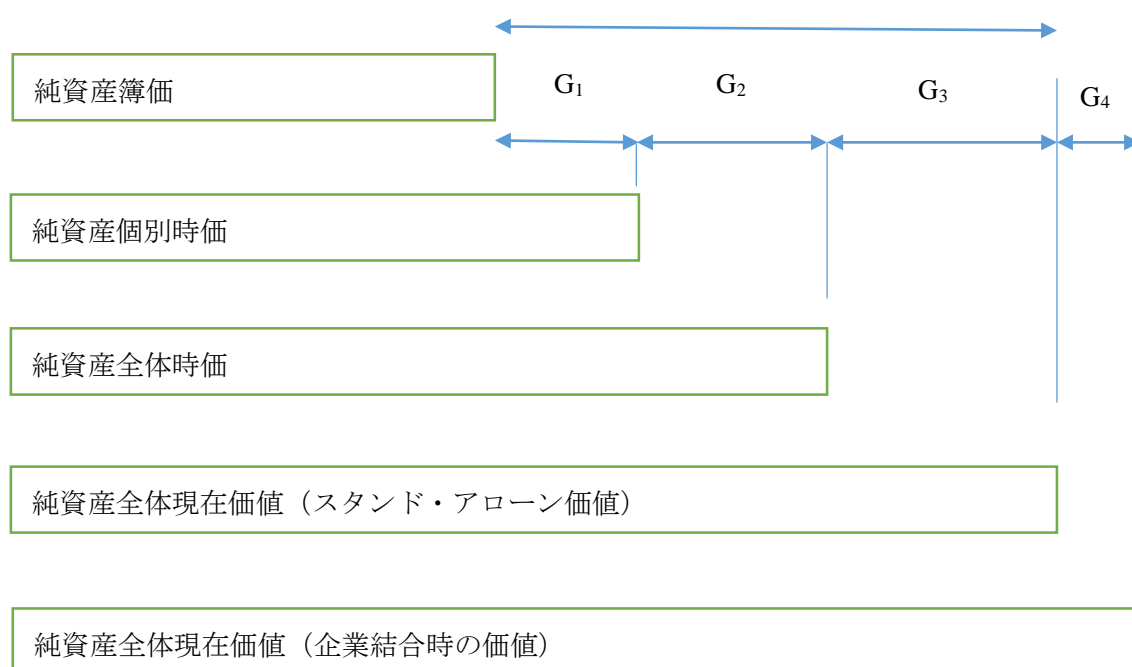


図 6-1 のれんの分類（企業結合時を含む）

出典：山内 [2010] 227 頁，木下 [2009] 123 頁，榊原 [2011] 15 頁を参考に筆者作成

そして、継続企業のれんおよび企業結合のれんを考慮したことをまとめれば、**図 6-1** になった。 G_3 の部分が、継続企業のれんであり、 G_4 の部分が、あらたに企業結合によって生まれた企業結合のれんである。ここで、継続企業のれんおよび企業結合のれんの概念をさらに検討することが必要と思われる。継続企業のれんおよび企業結合のれんは、ASC805 および IFRS3 では、「コアのれん」とされ、もともとこれは、Miller [1973] によれば、シナジーである。次に、これまで検討してきた相乗効果説とされるのれんの本質であるシナジーについて、その本質について明らかにする。

第2節 シナジーのれんの本質

1 Ansoffによるシナジー効果

前節では、ASC805およびIFRS3には、コアのれんとされる概念があることを明らかにし、その概念を検討してきた。これは、Miller [1973]によれば、シナジーと呼ばれるものである。そこで、次に、シナジーの概念について検討を加える。

まず、シナジーの概念がはじめて社会科学において主張したのは、経営戦略論を唱えたAnsoff [1965]とされる(西海 [2010] 73頁)。Ansoff [1965]は、企業製品と顧客市場の異なる組み合わせによって、PPM (Product Portfolio Matrix : PPM) と呼ばれる次の表 6-3 に挙げる4つの基本的戦略が生まれると主張している。

表 6-3 成長戦略ベクトル

	現在製品 (present products)	新製品 (new products)
現在市場 (present markets)	市場浸透 (market penetration)	製品開発 (product development)
新市場 (new markets)	市場開発 (market development)	多角化 (diversification)

出典 : Ansoff [1965] p.99

Ansoffは、このPPMの議論のなかで、シナジー効果 (synergy effect) を「企業の資源から、その部分的なものの総計よりも多きな一種の結合リターン (combined return) を生み出すことのできる効果」(Ansoff [1965] p.75)と定義している。通常では、この効果は、「 $2+2=5$ 」と表現でき、逆にプラスとマイナスの波及効果から、「 $2+2=3$ 」となるケース、すなわち、負のシナジー (negative synergy)¹³が生まれることも指摘している (Ansoff [1965] p.76)。また、シナジー効果は、結合効果 (joint effects) と呼ばれ、「 $2+4=2\times 4=8$ 」と表現されるともしている (Ansoff [1965] p.76)。

さらにAnsoffは、多角化戦略を行うにあたり、新規進出分野と既存の事業分野との間にシナジー効果が生まれるとしており、次の表 6-4 に挙げる4つのシナジーを示している (Ansoff [1965] pp.75-76)。

¹³ 負のシナジーに関して、Ansoff [1988]では、異業種に属する典型的企業を比較することで、負のシナジーが生じる場合があることを指摘している (Ansoff [1988] pp.59-60)。

表 6-4 Ansoff [1965] における 4 つのシナジー

①販売シナジー (sales synergy)	複数の製品に対する共通の流通経路の利用，共通の管理による販売組織，共通広告，共通商標，共通倉庫などによって生じる。
②営業シナジー (operation synergy)	施設と人的資源の高度な共通活用，間接費の分散共通の学習曲線，一括大量仕入れなどによって生じる。
③投資シナジー (investment synergy)	同じ工場やプラントの共通使用，原材料の共通在庫，機械設備の共通利用，研究開発の効果の他製品への移転，共通の技術基盤，共通の材料調達，共通の投資機会などによって生じる。
④マネジメント・シナジー (management synergy)	業務現場を管理する手法，事業運営のノウハウ，経営陣の能力と経験などの移転可能性などによって生じる。

出典：Ansoff [1965] pp.75-76 より筆者作成。

表 6-4 における 4 つのシナジーは、大きく 2 つに大別することができる。すなわち、①販売シナジー、②営業シナジーおよび③投資シナジーに見られるように、これまで 2 つ以上の要素として別々に存在したものが、結合または共同することによって、範囲の経済性 (economy of scope)¹⁴が働く。すなわち、これは製品工程の共通化による費用の削減と投資の必要性の減少によって、結果的に効率性が上がることを指している。

範囲の経済性において、費用関数は、劣加法的費用関数 (subadditive cost function) の状態となる。したがって、費用の低減があったとしても、収益関数の増大にはつながらない。よって、収益関数となる、生産量および販売価格の上昇はもたらさないため、収益またはキャッシュ・インフローの増加は考えられない。Porter [1985] では、この現象を総称してコストシナジー (cost synergy) と呼んでいる。それに対して、④マネジメント・シナジーは、潜在的に企業が有している要素を指していることが分かる。しかし、①、②および③のように、具体性は無く、測定の観点から見れば抽象的な概念であることが分かる。

2 シナジー概念の本質とのれん

Ansoff [1965] が主張したシナジーの概念は、経営学の分野では多様に用いられている。とくに、企業は、シナジーの創造のために戦略的な経営が目的とされ、シナジーを創造しようとする企業は多いが、実際にシナジーを創造することはできず、それゆえ、シナジーの創造を追求すべきであるという (Goold and Campbell [1998] p.131)。

¹⁴ 範囲の経済性については、Goldhar and Jelinek [1983] において詳しく検討されている。

このように、経営学上では、シナジーを獲得するために M&A（企業結合）¹⁵が行われるケースが多いことが伺える。また、シナジーの創造を意識した戦略が経営目的とされ、それゆえ、企業結合が繰り返される。企業結合によって生まれるシナジーは、既述した企業結合シナジーに他ならない。よって以下では、Ansoff [1965] 以降、企業結合という視点と、経営戦略の視点から検討されてきたシナジーの概念について明らかにする¹⁶。

まず、Chatterjee [1986] では、企業結合（M&A）という観点から、次のようにシナジーについて述べている。「一般的に、買収は、経済的価値を生み出すために行われる。本研究において、われわれは、価値の創造に貢献する資源の3つの広範な種類を比較する。これらの資源は、関連した資本コスト（結果として財務シナジーになる）、関連した製品コスト（結果として営業シナジーになる）、そして、関連した価格（結果として共同シナジー（collusive synergy）になる）として分類される。」（Chatterjee [1986] p.119）

Chatterjee [1986] は、上述した通り、企業結合の目的として、シナジーの創造を挙げている。ここでは、財務シナジー、営業シナジーおよび共同シナジーを挙げている。ここでの、営業シナジーは、Ansoff [1965] の挙げたものと同概念であり、範囲の経済性または、規模の経済性（scale of economics）の観点からコストシナジーとしてとらえることができる。

Devos et al. [2009] も Chatterjee [1986] 同様に、企業結合におけるシナジーについて検討している。Devos et al. [2009] では、M&A（企業結合）におけるシナジーを、合併シナジー（merger synergy）と呼び、その総シナジー（total synergy）は、営業シナジー（operating synergy）と、財務シナジー（financial synergy）を加算することで導くとしている（Devos et al. [2009] pp.1180-1181）。ここで、営業シナジーは、営業に関連したキャッシュ・フローの変化を示し、営業利益の増加、投資の減少による削減を示す。また、財務シナジーは、負債における節税効果（interest tax shields）の増加額である。

Chatterjee [1986] および Devos et al. [2009] を比較すれば、前者は企業結合におけるシナジーを、3つに分類し、後者は2つに分類している。両者ともに、営業シナジーにおいては、Ansoff [1965] 同様の概念として、範囲の経済性または、規模の経済性（scale of economics）の観点からコストシナジーとして位置付けることができる。しかし、Devos et al. [2009] は、営業シナジー以外に、財務シナジーを挙げているのに対して、Chatterjee [1986] では、財務シナジーと共同シナジーとして分割している。Devos et al. [2009] では、財務シナジーは、

¹⁵ 経営学における M&A（Mergers and Acquisitions : M&A, 合併と買収）は、取引形態によって細分化される場合があるが、会計学上においては、取得法（パーチェス法）によって企業結合が行われることから、本論文上では、IFRS No.3 Business Combination に見られるように、M&A に関しては、企業結合取引として一括して考慮している。

¹⁶ 経営学の分野は、組織論的分野と、戦略論的分野等に分けることができると思われるが、本論文では、とくに、経営戦略論と資源論という観点から所説を中心として扱っている。なぜならば、当該分野では、シナジーを生むことを目的として検討がなされているからである。

負債における節税効果（interest tax shields）の増加額であるとされている通り、結局のところこれは、コストシナジーである。

Chatterjee [1986] および Devos et al. [2009] がコストシナジーという観点から、シナジーを定義しているのに対して、Markides and Williamson [1994] は、コアコンピタンスと資源が収束した戦略的な資産の区別をしたうえで、多角化企業について表 6-5 に挙げる 4 つの種類シナジーを示している¹⁷。

表 6-5 において(a)資産の逓減とは、Ansoff [1965] , Chatterjee [1986] および Devos et al. [2009] と同様、コストシナジーの観点によってシナジーを定義している。それとは異なり、(b)資産の改良、(c)資産の創造および(d)資産の分裂においては、コアコンピタンスの概念が用いられている。コアコンピタンスとは、Prahalad and Hamel [1990] によって主張された概念であり、次のように定義される。コアコンピタンスは、「顧客に対して、他社には真似のできない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な力」（Prahalad and Hamel [1990] p.164）である。これは、表 6-4 で挙げた、Ansoff [1965] による④マネジメント・シナジーと同様、資産（または企業）が有している潜在性である。Markides and Williamson [1994] では、このコアコンピタンスに基づくシナジーが、競争優位の源泉となる。

表 6-5 Markides and Williamson [1994] による 4 つのシナジー

(a)資産の逓減 ¹⁸	同じ戦略的な資産（共通の販売システム）から共有することができる事業単位範囲の経済性が得られる潜在性
(b)資産の改良	他の事業単位における既存の戦略的な資産において、改良した 1 つの事業単位における戦略的な資産を建設または維持する方法によって生成した、コアコンピタンスの使用による潜在性
(c)資産の創造	新しい事業における新しい資産を創造する既存の事業における戦略的な資産の建設という経験を通して発展したコアの構成要素を活用することによる潜在性
(d)資産の分裂	コアコンピタンスの企業の既存の貯蔵分の拡大のためにある、関連する多様化のプロセスのための潜在性。なぜならば、新しい事業における戦略的な資産が建てられるように、その潜在性は、既存の事業における既存の資産を改善することが認められる新しいスキルとして学習される。

出典：Markides and Williamson [1994] p.150 より筆者作成。

¹⁷ Markides and Williamson [1994] では、「優位性（superiority）」という表現を用いている（Markides and Williamson [1994] p.149）。

¹⁸ amortization を、逓減と訳出した。

また、実務的にシナジーを検討している報告もある。McKinsey & Company において M&A 部門を担当していた Pursche [1988] によれば、次の表 6-6 のシナジーを提案している。

表 6-6 Pursche [1988] によるシナジー

一般的なシナジー (universal synergy)	有能な経営者と相応の資源を持った買収者であればだれでも広く獲得できるもの。例えば、経営情報システム部門の固定費負担を削減するような規模の経済や、値上げといった競争の低下によって利用可能になった機械が挙げられる。
限定されたシナジー (endemic synergy)	典型例としては売り手と同じ産業に属する買収者のように、少数の買収者だけが利用できるもの。商圏の拡大といった範囲の経済や、重複する機能の削減などが含まれる。
独自のシナジー (unique synergy)	特定の買い手または売り手だけが利用できる機会

出典：Pursche [1988] p.93 より筆者作成。

以上、既述してきたシナジーの概念は、経営学および経済学に基づく理論である。そこで本論文では、その理論を踏襲して、会計学の研究としてシナジーの本質について検討を加える。これまで述べたシナジーの本質をまとめれば、次の2点に集約することができる¹⁹。

- ① コストシナジー：範囲の経済性（規模の経済性）
- ② 企業の競争力の潜在性：コアコンピタンス

まず、シナジーの本質は、①コストシナジーにまとめることができる。これは、範囲の経済性または規模の経済性によってまとめることができるものである。シナジーの概念においては、コストが低減することによって、効率性が上がり、結果としてシナジーが生まれるものである。その例として、Devos et al. [2009] では、節税効果によるコストの低下が挙げられている。既述した通り、範囲の経済性においては、収益およびキャッシュ・インフローが直接的に発生していないことから、あくまで費用が減少するのみである。したがって、コストシナジーは、会計学上では、費用の議論となり、2つ以上のキャッシュ・フロー生成単位が、1つとなることによって逡減される部分を指していることが明らかとなる。

シナジーの本質の2点目として、②企業の競争力の潜在性が挙げられた。これは、コアコンピタンスという概念であり、「顧客に対して、他社には真似のできない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な力」(Prahalad and Hamel [1990] p.164)であった。これは、収益の源泉となる概念であり、キャッシュ・インフローを直接的にもたらすものとして解釈できる。したがって、シナジーの本質として適合的な概念である。

19

以上の通り、経営学の文献を中心として、シナジーの本質について検討してきた。シナジーの本質は、①コストシナジーおよび②コアコンピタンスにあると思われる。①コストシナジーは、費用が減少することで発生するものであることから、間接的なキャッシュ・アウトフローの減少である。②コアコンピタンスは、収益が増加することで発しするものであることから、直接的にキャッシュ・インフローが増加するものである。収益および費用の差額は、利益であり、利益という形でシナジーが発現することとなるが、次に、利益にシナジーがされることに注目し、のれん測定モデルについて検討する。

第3節 のれん測定モデル

1 企業価値とシナジーのれん

これまで述べてきたように、会計学上ののれんのシナジーの本質として、コストシナジーとコアコンピタンスにあることが明らかとなった。

第1節で述べた通り、シナジーを生むのれんとして、企業結合のれんと継続企業のれんがあることを述べた。のれんのモデルを考察するうえで、企業結合時の場合から検討する。まず、企業結合時では、シナジーが発生しないケースまたは、負のシナジーを生むケースも存在する。しかし、前提条件として、シナジーが発生することを望まない経営者はいないと考えられる。また、企業結合シナジーは、企業結合時に発生するシナジーであることから、最終的には、企業全体としての純資産全体時価として反映される場合²⁰と、いずれ継続企業シナジーへと転換される場合が考えられる。どちらにしても、企業結合シナジーは、企業結合時においてのみ発生するものである。

継続企業のれんは、Edwards and Bell [1961] によって示された、主観のれんの一部であった。これは、図 6-1 における G_3 に該当し、純資産全体現在価値（スタンド・アローン価値）と、純資産全体時価の差額として導かれた。これら、企業結合のれんおよび継続企業のれん、さらに、これまで議論してきた、主観のれんおよび客観のれん等の概念、さらに各測定概念を整理すれば、次の図 6-2 として整理される。

この図では、企業結合前 A 社と B 社と、企業結合後に AB 社が生み出される 2 段階に分けて示している。企業結合前の段階では、A 社と B 社における企業価値、すなわち、純資産全体現在価値 V_A および V_B は、スタンド・アローン価値であり、定常時の企業価値である。そして、A 社および B 社の純資産個別時価は、 MV_A または MV_B で表されている。したがって、

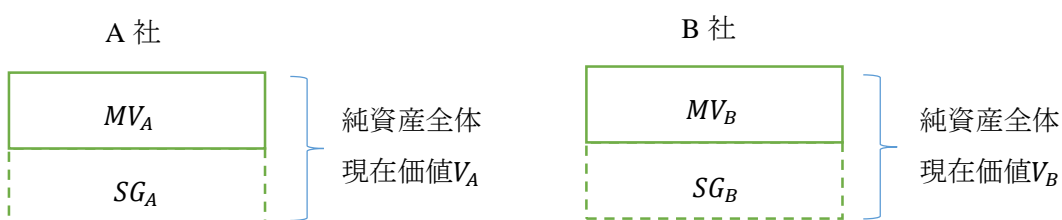
²⁰ 企業結合後に、長期的に株価がマイナスの効果を示すものとして、首藤 [1981]、白銀 [1987] がある。逆に、プラスのものとして、井上・加藤 [2004] が挙げられる。したがって、現実的には、市場において、企業結合後のシナジーを捕捉することは難しいと考えられる。

その差額として導かれる SG_A および、 SG_B は、主観のれんを指している。これは、**図 6-1** では、 G_2 と G_3 の合計で示された。

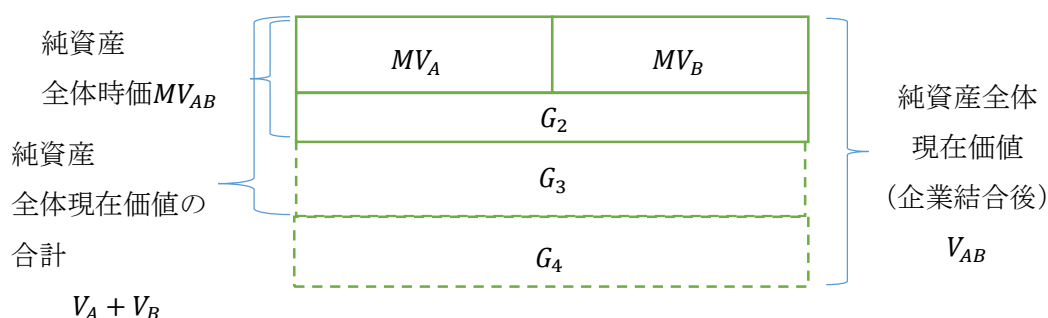
次に、企業結合後では、**図 6-1**における各のれん概念がすべて示すことができる。純資産全体時価 MV_{AB} と、純資産個別時価の差額として、 G_2 として客観のれん（買入のれん）が導かれる。そして企業結合によって、主観のれん SG_A または SG_B の一部は、企業結合後には、発現することで、客観のれん（買入のれん）に織り込まれる部分も存在する。そして、A社とB社の純資産全体現在価値の合計 $V_A + V_B$ と、純資産全体時価 MV_{AB} の差額として、 G_2 に織り込まれない部分は、 G_3 として継続企業のれんとなる。さらに、A社とB社の企業結合によってあらたに生まれた企業結合シナジーは、 G_4 として、 $V_A + V_B$ を上回るものとなる。

このように、のれん測定モデル考慮するうえでは、企業結合のれん G_4 と継続企業のれん G_3 の両者を考慮しなければならないが、企業結合のれんは、定常時、すなわち企業結合時以外は発生しないのれんである。A社単体の場合またはB社単体の場合では、企業結合のれんは生まれないことから、企業結合のれんが生まれない場合と生まれる場合の両ケースを考慮しなければならない。

～企業結合前～



～企業結合後～



MV_A : A社の純資産個別時価, MV_B : B社の純資産個別時価, SG_A : A社の主観のれん, SG_B : B社の主観のれん, G_2 : 客観のれん, G_3 : 継続企業のれん, G_4 : 企業結合のれん

図 6-2 企業結合前後におけるのれん概念と評価概念

これらの概念を整理するために、具体例を用いて検討する。まず、前提条件または仮定として、次の「前提条件」を列挙した。

[前提条件]	
①	A 社および B 社において負債の無い場合を考える。
②	企業の経営者は、企業結合を成功させるために、負ののれんは発生しないものとする。
③	②の条件を満たすために、純資産簿価は、純資産全体時価よりも小さい。
④	会計処理においては、市場によって評価され、純資産簿価は、純資産個別時価と近似するものとする。
⑤	資本コストは、10%とする。
⑥	A 社および B 社の利益は、每期一定であり、その利益は、全額配当されると仮定する。
⑦	企業結合後の AB 社の純資産全体時価（時価総額） MV_{AB} は、2,00 とする。
⑧	企業結合後の AB 社で生じる収益は 670、費用は 420、利益は 250 とする。

次に、図 6-2 における A 社および B 社を、次の表 6-7 ような条件とする。

表 6-7 A 社と B 社の純資産簿価と利益

	0 時点における 純資産簿価 (純資産個別時価)		1 時点利益	2 時点利益	それ以降の利益
A 社	1,000	収益 (CIF)	360	360	360
		費用 (COF)	240	240	240
		利益	120	120	120
B 社	800	収益 (CIF)	300	300	300
		費用 (COF)	210	210	210
		利益	90	90	90

表 6-7 にしたがえば、A 社および B 社の純資産全体現在価値（企業価値）は、次の式によって算出される。これは、5 章で示した残余利益モデルにおいて、利益が一定であり、その利益がすべて配当になると仮定した場合のモデルである。

$$V_t = BV_0 + \frac{NI - r_e BV_0}{r_e} \quad (\text{数式 6.1})$$

V_t : 純資産全体現在価値（企業価値）、 BV_0 : 純資産簿価、 NI : 利益、 r_e : 資本コスト

(数式 6.1) に従えば、A 社および B 社の純資産全体現在価値（企業価値）は、次の通りとなる。

$$V_A = 1,000 + \frac{120 - 0.1 \times 1,000}{0.1} = 1,200$$

$$V_B = 800 + \frac{90 - 0.1 \times 800}{0.1} = 900$$

これらをもとに、A 社および B 社の主観のれん、 SG_A および SG_B は、次の通りとなる。

$$SG_A = V_A - MV_A = 1,200 - 1,000 = 200$$

$$SG_B = V_B - MV_B = 900 - 800 = 100$$

以上が、A 社および B 社の企業結合前の具体例である。次に、企業結合をした場合を示す。企業結合後の A 社、B 社または、AB 社の条件を示した表が、次の表 6-8 である。

表 6-8 企業結合後の数値

	0 時点における 純資産簿価 (純資産個別時価)		1 時点利益	2 時点利益	それ以降の利益
A 社	1,000	収益 (CIF)	360	360	360
		費用 (COF)	240	240	240
		利益	120	120	120
B 社	800	収益 (CIF)	300	300	300
		費用 (COF)	210	210	210
		利益	90	90	90
単純 合計	1,800	収益 (CIF)	660	660	660
		費用 (COF)	450	450	450
		利益	210	210	210
AB 社 実際 の値 ()	1,800	収益 (CIF)	(10) 670	(10) 670	(10) 670
		費用 (COF)	(30) 420	(30) 420	(30) 420
		利益	(40) 250	(40) 250	(40) 250

注：実際の値の行の () 内は、シナジー効果を示す。

まず、A 社と B 社が企業結合した場合、どちらが取得したとしても、取得企業に被取得企業の資産額および負債額が引き継がれ、A 社および B 社の純資産簿価である、1,800 となる。それに対して、収益、費用および利益は、単純に合計とはならず、シナジーの影響を受ける。収益は、A 社および B 社の企業結合によって、単純合計として 660 となる。しかし、A 社および B 社の企業結合では、シナジーが発現する。このシナジーは、既述したコアコンピタンスにあたり、企業の中核的な潜在性によって生まれる部分である。費用は、単純合計の 450 よりも、減少し、420 になることが考えられる。これは、30 の費用の減少となるが、既述したコストシナジーとして、共用の設備等の使用によって、費用が減少することを指している。利益は、これら収益と費用の差額として、単純合計の 210 から、10 にあたるキャッシュ・インフロー (Cash In-Flow : CIF) の増加と、30 にあたるキャッシュ・アウトフロー (Cash Out-Flow : COF) の減少として、結果ネット・キャッシュ・インフローは 40 増加し、AB 社の実際の利益は 250 となる。

次に、単純合計した場合の純資産全体現在価値 (企業価値) V_{A+B} と、実際の値の場合の純資産全体現在価値 (企業価値) V_{AB} は、次の通りに算出される。

$$V_A + V_B = 1,200 + 900 = 1,800 + \frac{210 - 0.1 \times 1,800}{0.1} = 2,100$$

$$V_{AB} = 1,800 + \frac{250 - 0.1 \times 1,800}{0.1} = 2,500$$

図 6-2 より、 V_{AB} と $V_A + V_B$ の差額が、企業結合のれん G_4 である。したがって、 G_4 は、次の通りとなる。

$$G_4 = V_{AB} - (V_A + V_B) = 2,500 - 2,100 = 400$$

次に、前提条件の⑦より、企業結合後の、AB社の純資産全体時価（時価総額） MV_{AB} は、2,000であった。また、前提条件④の通り、純資産簿価の金額は、市場価値によって評価され、市場価値と近似することから、A社およびB社の合計の純資産個別時価 $MV_A + MV_B$ または純資産簿価 BV_{A+B} は、1,800である。よって、客観のれん G_2 は、次の通りである。

$$G_2 = MV_{AB} - (MV_A + MV_B) = MV_{AB} - BV_{A+B} = 2,000 - 1,800 = 200$$

ここで、 G_2 は、客観のれん（買入のれん）であり、企業結合後の貸借対照表に計上されるのれんの金額である。この G_2 は、A社およびB社が企業結合したことにより、発現したのれんであることから、 SG_A および SG_B の合計である、300から生じたものであると考えられる。残余となる、100は、継続企業のれん G_3 は、次の差額からも導かれる。

$$G_3 = (V_A + V_B) - (MV_A + MV_B) = 2,100 - 2,000 = 100$$

この数値例から、企業結合のれん G_4 、客観のれん G_2 および継続企業のれん G_3 について整理する。まず、企業結合のれん G_4 は、A社とB社の合計した場純資産全体現在価値（企業価値） $V_A + V_B$ と、実際の値の場合の純資産全体現在価値（企業価値） V_{AB} の差額で導かれる。数値例で表せば、次の通りである。

$$\begin{aligned} G_4 = V_{AB} - (V_A + V_B) &= \left(1,800 + \frac{250 - 0.1 \times 1,800}{0.1}\right) - \left(1,800 + \frac{210 - 0.1 \times 1,800}{0.1}\right) \\ &= 2,500 - 2,100 = 400 = \frac{250 - 210}{0.1} \end{aligned}$$

したがって、企業結合のれん G_4 は、A社およびB社の稼得される利益の単純合計と、企業結合後の利益の差を、資本コストによって割り引いたものによって示すことができる。

2 のれん予測モデル

客観のれん（買入のれん） G_2 、継続企業のれん G_3 、および企業結合のれん G_4 について、具体例を用いて明らかにしてきたが、本章では、のれんの測定モデルを明らかにし、企業価値（純資産全体現在価値）とのれんの関係について検討する。

客観のれん（買入のれん） G_2 は、企業結合後に発現するのれんであり、それは、取得企業

と被取得企業の企業結合前の主観のれんから、発現するものであった。主観のれんは、取得企業と被取得企業の企業価値（純資産全体現在価値）と純資産個別時価または純資産簿価の差額である。そして、継続企業のれん G_3 は、この主観のれんから、客観のれん（買入のれん） G_2 を控除した部分となる。すなわち、取得企業と被取得企業の純資産全体現在価値の合計分から、企業結合したのちの企業の純資産全体時価の差額として導かれた。このように、継続企業のれん G_3 と客観のれん（買入のれん） G_2 は、取得企業と被取得企業の純資産全体現在価値の合計分を最大値として、分割されるのれんである。その値は、取得企業の企業価値と、被取得企業の企業価値の合計である。

したがって、継続企業のれん G_3 と客観のれん（買入のれん） G_2 は、企業価値から差額として導かれ、企業結合によって、市場に反映されたものが、客観のれん（買入のれん） G_2 となるが、その総額は変化しない。これは、第5章において Feltham and Ohlson [1995] が指摘した通り、バイアスのない会計が行われていれば、継続企業のれん G_3 と客観のれん（買入のれん） G_2 は一致する。また、Edwards and Bell [1961] の主観のれんの議論においても、主観のれんは、経営計画が進行するにつれて、市場価値に転換することから、継続企業のれん G_3 は、客観のれん（買入のれん） G_2 へと織り込まれる結果となる。したがって、企業の結合時には、客観のれん（買入のれん） G_2 を継続企業のれん G_3 にできるだけ近づけて測定されることが、企業結合において求められ、それが企業にとっての大きなメリットになる。

継続企業のれん G_3 と客観のれん（買入のれん） G_2 の合計は一定であるが、企業結合のれん G_4 は、新たに、企業結合によって生まれるのれんであった。企業結合シナジーをいかに生むかが企業価値を増大するうえでのキーとなる。その企業結合のれんは、コストシナジー部分と、コアコンピタンスの部分から成り立っており、前者は、費用を減少させ、キャッシュ・アウトフローの減少という形で発現し、後者は、収益を増加させ、キャッシュ・インフローを増加させる形で発現する。そして、両者の差額である利益というかたちで、企業結合後のシナジーが把握される。数値例では、企業結合のれん G_4 は、A社およびB社の稼得される利益の単純合計と、企業結合後の利益の差を、資本コストによって割り引いたものによって示すことができた。しかし、数値例では、前提条件を置き単純化していたが、ここでは、これを一般化して企業結合のれんの測定モデルを示す。企業結合のれん G_4 は、次の(数式 6.2)で示される。

$$G_4 = V_{AB} - (V_A + V_B) \quad (\text{数式 6.2})$$

G_4 : 企業結合のれん, V_{AB} : 企業結合後の企業価値（純資産全体現在価値）, $V_A + V_B$: 企業結合前の取得企業と被取得企業の企業価値（純資産全体現在価値）の合計

これら、企業結合前の取得企業と被取得企業の企業価値（純資産全体現在価値）の合計 $V_A + V_B$ と、企業結合後の企業価値（純資産全体現在価値） V_{AB} を、第5章で述べた残余利益モデルを用いれば、次の式で表される。

$$V_{AB} = BV_{AB0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} \quad (\text{数式 6.3})$$

$$V_A + V_B = BV_{A+B0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt} - r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \quad (\text{数式 6.4})$$

V_t : 企業価値 (純資産全体現在価値), BV_0 : 純資産簿価, NI : 利益, r_e : 資本コスト

(数式 6.3) と (数式 6.4) で求める企業価値を, (数式 6.2) における企業結合のれん G_4 の数式に代入すれば, 次の数式 (数式 6.5) が得られる。

$$\begin{aligned} G_4 &= V_{AB} - (V_A + V_B) \\ &= BV_{AB0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} \\ &\quad - \left(BV_{A+B0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt} - r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \right) \end{aligned} \quad (\text{数式 6.5})$$

G_4 : 企業結合のれん, V_{AB} : 企業結合後の企業価値 (純資産全体現在価値), $V_A + V_B$: 企業結合前の取得企業と被取得企業の企業価値 (純資産全体現在価値) の合計, BV_0 : 純資産簿価, NI : 利益, r_e : 資本コスト

ここで, 企業結合後の純資産簿価 BV_{AB0} と企業結合前の取得企業と被取得企業の純資産簿価の合計 BV_{A+B0} は等しい。この条件から, 次の (数式 6.5) を展開すれば, 次の通りである。

$$\begin{aligned} G_4 &= BV_{AB0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} - \left(BV_{A+B0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt} - r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \right) \\ &= BV_{AB0} - BV_{A+B0} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt} - r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt} - r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt}}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r_e BV_{ABt-1}}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt}}{(1+r_e)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r_e BV_{A+Bt-1}}{(1+r_e)^t} \\ &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt}}{(1+r_e)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{A+Bt}}{(1+r_e)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - NI_{A+Bt}}{(1+r_e)^t} \end{aligned}$$

したがって, 企業結合のれん G_4 は次の (数式 6.6) で表される。すなわち, 企業結合後の利益と企業結合前の利益の差額を資本コストに 1 加えたもの割った総和として計算される。

$$G_4 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_{ABt} - NI_{A+Bt}}{(1+r_e)^t} \quad (\text{数式 6.6})$$

G_4 : 企業結合のれん, V_{AB} : 企業結合後の企業価値 (純資産全体現在価値), $V_A + V_B$: 企業結合前の取得企業と被取得企業の企業価値 (純資産全体現在価値) の合計, BV_0 : 純資産簿価, NI : 利益, r_e : 資本コスト

しかし, (数式 6.6) は, 企業結合後にしか, 企業結合後の利益 NI_{ABt} を測定することができない。そこで, さらに, 企業結合前に予測モデルとして, 取得企業と被取得企業の利益の合計 NI_{A+Bt} を基礎としたモデルを示す。シナジーによる効果率を変数 r_{SYG} とすれば, 取得企業と被取得企業の利益の合計 NI_{A+Bt} と, r_{SYG} を乗じたものが, 企業結合後の利益 NI_{ABt} であり, それを (数式 6.7) として定義する。

$$NI_{ABt} = NI_{A+Bt}(1 + r_{SYG}) \quad (\text{数式 6.7})$$

NI_{ABt} : 企業結合後の利益, NI_{A+Bt} : 取得企業と被取得企業の利益の合計 NI_{A+Bt} ,
 r_{SYG} : シナジーによる効果率変数

(数式 6.7) を (数式 6.6) に代入すれば, のれん予測モデル (数式 6.8) として示される。

$$G_4 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{r_{SYG} NI_{A+Bt}}{(1 + r_e)^t} \quad (\text{数式 6.8})$$

G_4 : 企業結合のれん, NI_{A+Bt} : 取得企業と被取得企業の利益の合計, r_e : 資本コスト,
 r_{SYG} : シナジーによる効果率変数

このように, 企業結合のれん G_4 は, 企業結合前の取得企業と被取得企業の利益の合計を基礎として, シナジーによる効果率変数を用いて予測するモデルを示した。企業結合のれん G_4 は, 企業結合後に発現するのれんであり, 企業結合によって新たに生まれた企業価値の増加分でもある。企業結合のれん G_4 は, 企業結合によって新たに生まれた企業価値の創造分として位置付けられる。

むすび

本章では, 企業価値の創造をもたらす, シナジーのれんを測定することであった。相乗効果説は, Cannig [1929] が主張した総合的評価勘定説を基礎として, Miller [1973] らによって, 主張される。そこでは, 企業組織論の観点から, 企業はシステムとして位置付けられ, システムの要素の単純総計と, システム全体では, 差異が生まれ, その差異こそそのれんであることを示している。さらに, その要素同士の相互作用においては, シナジーが発生することを述べている。

Miller [1973] に基づき, 相乗効果説は, FASB および IASB による, 企業結合の基準によっても支持され展開される。FASB および IASB では, これを, コアのれんとし, 企業価値と, 純資産個別時価 (公正価値) の差額部分と, 企業結合によって生じるのれんを示していた。Johnson and Pertrone によれば, 両社は, それぞれ継続企業のれんおよび企業結合のれん

と呼ばれている (Johnson and Pertrone [1998] p.296)。

継続企業のれんは、第4章で述べた Edwards and Bell [1961] で述べた主観のれんの一部にあたるものだが、企業結合のれんは、その概念として登場しない。そこで、企業結合後の純資産全体現在価値(企業価値)と、企業結合前の、取得企業および被取得企業の純資産全体現在価値(スタンド・アローン価値)の合計の差額として、企業結合のれんを示すことができた。これらの関係を示したものが、図 6-1 である。

そして、コアのれんの本質である、シナジーの概念を検討するために、Ansoff [1965] および経営学の文献を中心として検討を行った。経営学の文献では、シナジーの本質が、コストシナジーとコアコンピタンスにあった。これを会計学の理論に落とし込んで検討すれば、コストシナジーは、単に、効率性が上がったことによる費用の減少であり、キャッシュ・アウトフローの減少というかたちで測定することができる。また、コアコンピタンスは、企業競争力の源泉となる潜在性であり、直接的にキャッシュ・インフローの増加というかたちで測定することができる。

そこで、のれんのシナジーを測定するために、企業結合前と企業結合後を考慮して検討する。まず、企業結合前の主観のれんは、企業結合後には、継続企業のれんと発現した客観のれん(買入のれん)の合計となる。すなわち、主観のれんは、企業結合の前後では、取得企業と被取得企業の企業価値の総和という点では一定である。理論的には、完全完備な市場の下では、継続企業のれんと買入のれんは一致するはずである。したがって、継続企業のれんは、新たに生ずるものではなく、継続企業のれんからは、新たな企業価値の創造の源泉とはなり得ない。

それに対して、企業結合によって新たに生まれる企業結合のれんは、取得企業および被取得企業が稼得する利益の合計と、企業結合後の結合企業の利益の差を、資本コストによって割り引いたものによって示すことができた。企業結合のれんは、企業価値の増加分そのものである。その企業価値の増加分を予測するために、企業結合前の取得企業と被取得企業の利益の合計に、シナジーによる効果率変数を乗じることによって、予測モデルを展開した。この予測モデルによって、企業結合前でも、企業結合によって生じるシナジーである、企業結合のれんを測定することができる。企業結合のれんの測定は、すなわち、新たに生み出された企業価値の増加分である。

終章

本論文の目的は、現在価値会計または経済的利益の学説展開を手掛りとし、企業価値創造の源泉となるシナジーのれんの測定モデルを明らかにすることであった。

まず、第1章では、まず、FASB 討議資料から、資産負債観および収益費用観の概念を明らかにすることから始め、アメリカにおける会計基準および理論を歴史的に振り返って分析を加えた。収益費用観は、SHM 会計原則に起源を發し、序説によって形成された。AAA1948年改訂版も同様に収益費用観に分類され、その本質は、収益および費用は、「成果」および「努力」であり、それらの差額として導かれる利益には収益稼得能力としての指標の意味を有していた。そして、利益測定プロセスは、対応概念に依存しているものであった。

続く、AAA1957年改訂版によって、資産負債観の萌芽がみられると考えられる。AAA1957年改訂版、ARS 第3号および APB Statement 第4号では、資産概念を「用役潜在力」、「将来の経済的便益」および「経済的資源」とされ、その本質は、将来キャッシュ・フロー概念にあった。AAA1957年改訂版では、資産を中心として他の構成要素を定義付けていながら、利益概念は混合概念であり、完全には資産負債観と位置付けられない。

ARS 第3号では、資産を軸として他の構成要素を定義しており、利益も資産負債観の利益として一元化され、資産負債観の萌芽がみられた。APB Statement 第4号では、構成要素の定義が資産負債観でありながら、定義が循環的であり、収益費用観の性質を残している点が存在した。

そして、Trueblood 報告書によって、収益稼得能力と将来キャッシュ・フロー概念の結び付きが明らかとなり、利益の本質は、将来キャッシュ・フローにあることが明らかとなった。このように、資産負債観および収益費用観による利益の本質は、将来キャッシュ・フロー概念であり、すなわちこれは現在価値会計と密接につながっている。

次に、第2章では、経済的利益の萌芽期における学説を中心として、経済的利益とのれんとの関係性をみることを目的として検討を加えた。まず、経済的利益および現在価値会計の萌芽期において、その学説と、のれんとの関係を明らかにした。Fisher, Lindahl, および Hicks という展開の中で、経済的利益は形成され、現在価値会計の萌芽を迎える。

それと同じくして同時期に、Canning [1929] は、資産負債観の基礎となる用役潜在性と将来キャッシュ・フローによる資産概念、および評価基準（測定属性）としての現在価値を主張する。それに伴って、総合的評価勘定説によるのれん概念を示した。総合的評価勘定説によるのれんは、資産の評価額の誤りと、企業実体全体の現在価値と識別可能な持分（純資産）との差額を表すものである（Canning [1929] p.42）。したがって、経済的利益および現在価値会計の萌芽とともに、資産負債観の原型および相乗効果説に繋がるのれん概念が登場したこととなる。

しかし、Canning [1929] が総合的評価勘定説ののれんを主張したことや、Hicks [1939] が、事前所得および事後所得を主張したことは、経済的利益および現在価値会計の1つの問題点を示している。それは、不確実性である。

Hicks の主張した経済的利益の事前・事後概念から導かれるウインドフォールも、総合的評価説におけるのれんも同様に、現在価値測定における見積もりの変更など、不確実性に起因するものだと考えられる。したがって、経済的利益と、総合的評価勘定説におけるのれん関係性は、ともに将来予測に伴う不確実に対応した論理を有していることが明らかとなった。

第2章で明らかになった、経済的利益の不確実性を超克する理論として、現在価値会計は進展を迎える。それは、第3章において検討している。不確実性に対応した経済的利益は、Alexander [1950; 1962] および Solomons [1961] によって、主張された可変利益概念である。可変利益概念は、Solomons [1965] によって主張された残余利益概念と同一の論理を有し、これは、残余利益モデルおよび Ohlson モデルの基礎として現代的な意義を有している。

可変利益概念の特質として、ともに経済的利益として主張されながらも、その理論は、会計的利益を基礎としている。この点、Edwards and Bell [1961] によって主張された実現可能利益概念が経済的利益を基礎として比較して明らかとなった。また同時に、Edwards and Bell [1961] は、カレント・コスト会計を主張する過程で、経済的利益と主観のれんの関係についても明らかにしている。実現可能利益に、利子率を乗じた超過実現可能利益の現在価値流列の合計は、主観のれんと一致することを示しており、これは Ohlson [1995] における異常利益 (abnormal earnings) と同義である。したがって、Edwards and Bell [1961] は、Ohlson モデルの原型を示していたこととなる。

これまでの経済的利益の学説を手掛かりとして明らかとなったことを整理すれば、次の2点に要約することができる。

- ① 経済的利益におけるのれんは、将来への不確実性等を考慮するために、総合評価勘定の役割を果たしている。
- ② のれんは、経済的利益と会計的利益をつなぐ橋渡しの役割を果たしている。

①は、Canning [1929] の所説を中心として展開され、②は、Alexander [1950; 1962] および Solomons [1961] によって展開されている。また、Solomons [1961] は、可変利益概念と同一の論理を成す残余利益概念を提唱し、残余利益概念は現代的には、企業価値評価モデルにおいては、残余利益モデルとして、経済的利益の論理は、現代的に継承されていることが明らかとなった。

次に、主観のれんは、企業の全体現在価値と個々の資産の市場価値の合計の差額として示されるものであった。企業の全体現在価値は、とりもなおさず、企業価値に他ならない。これは、企業価値評価モデルとして一般的な配当割引モデルおよび DCF 法が、現在価値の公式を基礎としていることとも、整合的である。

これらの点について、第5章では、企業価値について検討した。企業価値には、時価総額としての株主価値と、事業資産と事業負債の差額として導かれる事業価値である。本論文における企業価値は、現在価値測定による使用価値 (used value) または本源的価値 (intrinsic value) と呼ばれる、企業の全体価値としての企業価値として定義付けている。

次に、資産評価手法である、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチおよびインカム・アプローチに基づき、企業価値評価の手法について明らかにした。そのなかで、現在価値測定にあたるのが、インカム・アプローチである。インカム・アプローチに基づく企業価値評価モデルとして、配当割引モデルと DCF 法を中心に概観し、実践的・実務的に用いられている企業価値評価モデルを示した。

しかし、配当割引モデルと DCF 法には、ターミナル・バリュー (終値) の算定、および配当が 0 の場合は使用することができない等の欠点がある。これらの問題点を超克する企業価値評価モデルとして、収益還元方式 (利益還元法) として分類される、残余利益モデルがあった。既述したように、残余利益モデルは、第3章で明らかにした残余利益概念と、クリーンサープラスおよび現在価値概念 (配当割引モデル) を用いることによって導出することができる。したがって、残余利益モデルに基づく評価は、現在価値の論理を踏襲している。

また残余利益モデルを基礎とした Ohlson モデルは、Ohlson [1995] によって示され、現代的に実証的研究を支える理論である。本論文では、Ohlson [1995] にしたがって、Ohlson モデルの導出過程を示し、「線形情報ダイナミクス」と「残余利益以外のその他の情報 v_t 」の特徴を明らかにした。さらに、Ohlson [1995] 以降の Ohlson モデルを中心とした実証的研究の研究を整理・検討し、Ohlson モデルの特徴である、「線形情報ダイナミクス」と「残余利益以外のその他の情報 v_t 」の有用性と問題点を明らかにし、企業価値評価モデルの不完全性を指摘した。

最後に、残余利益モデルを基礎として、企業価値創造の源泉となるシナジーのれんの測定モデルを示した。企業価値の創造分として位置付けられるのは、企業結合のれんと継続企業のれんうち、前者の企業結合のれんである。なぜならば、企業結合前後において、継続企業のれんの総和は一定であるが、企業結合のれんは、企業結合において生まれるからである。したがって、企業は、企業結合という企業行動によって、新たに企業価値を生み出すことが可能であり、それがシナジーのれん (企業結合のれん) として発現するものと結論付けることができる。

本論文にはいくつかの限界点がある。それを列挙すれば次の通りである。

- ① のれんの測定において、残余利益モデルによって企業価値を算定していること。
- ② シナジーによる効果率変数の推定値を求めること。

①において、企業価値からの差額によって、のれんを測定していることから、企業価値評価モデルの問題点には立ち入っていない。しかし、現実的に現時点での最良の企業価値評価モデルである残余利益モデルに依存していることから、この問題点は、最小の範囲に抑えら

れているものと思われる。

②においては、本論文では企業結合によって生まれるシナジーを測定するために、(数式 6.6) を示し、さらに、そのシナジーを推定するために(数式 6.8) を示した。(数式 6.8) 中の効果率変数は、推定されなければ企業結合前の段階においてシナジーを測定することができない。この推定に当たっては、今後実証的に検証を行う必要性があると思われる。

このように、本研究は、既存の理論的な研究に基づいており、今後厳密な論理的な検討に加えて、実証的研究も並行して行うことが求められると考えられる。以上2点を今後の課題として考えている。

参考文献

- 青柳文司 [1959] 「バッター『資金理論』の吟味—会計学と経済学の交錯—」『會計』第 76 卷第 5 号, 60-79 頁。
- 浅倉和俊 [2006] 「経済的利益概念」北村敬子編著『研究成果報告書 利益概念の現代的意義と会計理論の再構築』第 1 部第 2 章, 12-23 頁。
- 石川鉄郎 [1992] 『時価主義会計』中央経済社。
- 石川博行 [2011] 「現在価値法における資本コスト」日本会計研究学会特別委員会『公正価値会計の測定の意義とその限界 (最終報告書)』355-377 頁。
- 井尻雄士 [1968] 『会計測定の基礎—数学的・経済学的・行動学的探求—』東洋経済新報社。
- 井尻雄士 [1976] 『会計測定の理論』東洋経済新報社。
- 伊藤邦雄 [2004] 『Global Accounting キャッシュ・フロー会計と企業評価』中央経済社。
- 伊藤邦雄 [2015] 『新・企業価値評価』日本経済新聞出版社。
- 井原理代 [1988] 「サービス潜在力としての資産」『企業会計』第 40 卷第 10 号, 36-42 頁。
- 上野清貴 [1988] 「経済的利益概念の検討」『商経論叢』第 28 卷第 3 号, 97-124 頁。
- 上野清貴 [1995] 『会計利益概念論』同文館。
- 上野清貴 [1998] 『会計の論理構造』税務経理協会。
- 上野清貴 [2005] 『公正価値会計の測定・評価』中央経済社。
- 上野清貴 [2005] 『公正価値会計の評価・測定—FCF 会計, EVA 会計, リアル・オプション会計の特質と機能の究明』中央経済社。
- 上野清貴 [2009] 「会計システムの基本的計算構造」『商学論纂』第 50 卷 1・2 号, 115-196 頁。
- 梅原秀継 [2000] 『のれん会計の理論と制度—無形資産および企業結合会計基準の国際比較—』白桃書房。
- 梅原秀継 [2002] 「現在価値測定と無形資産の認識問題—識別可能性ルールを中心として—」『會計』第 161 卷第 3 号, 120-130 頁。
- 梅原秀継 [2006] 「繰延収益の計上問題」『産業経理』第 66 卷, 第 1 号, 35-42 頁。
- 太田浩司, 近藤仁美 [2011] 「経営者予想とアナリスト予想の精度とバイアス」『MTEC ジャーナル』第 23 号, 33-58 頁。
- 太田浩司 [2000] 「線形情報ダイナミックスの実証研究」関西大学大学院『千里山商学』第 52 号。
- 岡本愛次 [1968] 「経済的利益論」京都大学会計学研究室編『企業利潤論』ミネルヴァ書房, 1-17 頁。
- 奥村雅史・吉田和生 [2000] 「連結会計情報と長期株式リターン—EBO モデルを通して—」『會計』第 158 卷第 3 号, 46-60 頁。

- 小野慎一郎 [2013] 「インプライド資本コストの推定に関する会計研究の動向」『西南学院大学商学論集』第 59 巻第 3・4 号, 85-100 頁。
- 大日方隆・首藤昭信 [2013] 「第 5 章 実証研究の再分類」徳賀芳弘, 大日方隆編著『財務会計研究の回顧と展望』中央経済社, 135-175 頁。
- 大日方隆 [2007] 『アドバンスド財務会計—理論と実証分析』中央経済社。
- 北村敬子 [1973] 「経済学的利益概念の検討—意思決定のための利益としての有用性について—」『商学論纂』第 15 巻第 3 号, 61-86 頁。
- 北村敬子 [2000] 「割引キャッシュフローの意義とその理論的基礎」北村敬子, 今福愛志編著『財務報告のためのキャッシュフロー割引計算』中央経済社, 3-15 頁。
- 木下貴博 [2009] 「のれん会計におけるシナジー概念の意義」『立教経済学研究』第 62 巻第 3 号, 113-126 頁。
- 木下貴博 [2012] 「企業結合からみた会計処理に関する一考察—相乗効果説からみたフレッシュスタート法を中心として—」『松本大学研究紀要』第 10 号, 85-94 頁。
- 喬晋建 [2014] 「アンゾフの企業成長戦略: 多角化戦略を中心に」『商学論集』熊本学園大学, 第 18 巻第 2 号, 1-19 頁。
- 黒澤清 [1958] 『資金会計の理論』森山書店。
- 経済産業省 [2013] 『平成 23 年度総合調査研究 持続的な企業価値創造に資する非財務情報開示のあり方に関する調査 報告書』経済産業省経済産業政策局企業会計室委託調査研究, あずさ監査法人。
- 経済産業省 [2014] 『持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築—プロジェクト (伊藤レポート) 』。
- 斎藤静樹 [1988] 『利益の測定と開示』東京大学出版会。
- 斎藤静樹 [2007] 「経済的所得と会計上の利益—ウインドフォールとリサイクリング—」『會計』第 172 巻第 4 号, 1-16 頁。
- 斎藤静樹 [2009] 『会計基準の研究』中央経済社。
- 榊原英夫 [2011] 「のれん概念の再検討—R.マと R.ホプキンスによるのれん概念を中心として—」『立正経営論集』第 43 巻, 第 1・2 合併号, 1-20 頁。
- 榊原英夫 [2015] 『のれん会計と減損会計』同文館出版。
- 桜井久勝 [1991] 『会計利益情報の有用性』千倉書房。
- 桜井久勝 [2008] 「残余利益モデルによる株式評価」『税務大学校論叢 40 周年記念論文集』171-200 頁。
- 櫻井通晴 [2012] 『管理会計 第 5 版』同文館。
- 島崎杉雄 [2014] 「可変利益概念の現代的意義」『論究』第 46 巻第 1 号, 1-18 頁。
- 島崎杉雄 [2015] 「経済的利益におけるのれんの分析—Edwards and Bell と Solomons の学説を手掛りとして—」『産業経理』第 75 巻, 第 1 号, 106-120 頁。

- 新谷理 [2009] 「日本市場における線形情報ダイナミクスの検証—Dechow, Hutton and Solon (1999) モデルの適用」『現代ディスクロージャー研究』第 9 号, 43-62 頁。
- 須田一幸 [2008] 「実証会計学の潮流」『企業会計』第 60 巻第 7 号, 18-26 頁。
- 須田一幸・竹原均 [2005] 「残余利益モデルと割引キャッシュフローモデルの比較: ロング・ショート・ポートフォリオ・リターンの分析」『現代ファイナンス』第 18 号, 日本ファイナンス学会, 3-26 頁。
- 高浦忠彦 [2010] 「GE の残余利益法について」『立教経済学研究』第 64 巻第 1 号, 19-44 頁。
- 高瀬荘太郎 [1930] 『暖簾の研究』森山書店。
- 辻山栄子 [1991] 『所得概念と会計測定』森山書店。
- 角ヶ谷典幸 [2009] 『割引現在価値会計論』森山書店。
- 徳賀芳弘 [2000] 「収益費用中心観と資産負債中心観—会計観の変化と会計処理との関係—」『会計基準の動向と基礎概念の研究 中間報告』日本会計研究学会 特別委員会 (委員長: 斎藤静樹), 120-145 頁。
- 徳賀芳弘 [2011] 『会計基準における混合会計モデルの検討』日本銀行金融研究所, *Imes Discussion Paper Series, No.2011-J-19*, 1-58 頁。
- 中島省吾 [1960] 「経済的諸財としての資産とその評価」『會計』第 78 巻第 2 号, 30-41 頁。
- 中島省吾 [1961] 『会計基準の理論—A・A・A 会計基準の理論構造—』森山書店。
- 中島省吾 [1968] 『増訂 A.A.A. 会計原則 原文・解説・訳文および脚注』中央経済社。
- 中野誠・久保直也・吉村行充 [2002] 「多角化企業の財務構造とバリュエーション」『証券アナリストジャーナル』第 40 巻第 2 号, 76-91 頁。
- 中野誠・吉村行充 [2004] 「多角化企業のバリュエーション—ファンダメンタルズと投資戦略による分析—」『証券アナリストジャーナル』第 42 巻第 1 号, 80-93 頁。
- 中村宜一郎 [1984] 『利益計算論』同文館。
- 成川正晃 [2003] 「資産・負債アプローチの萌芽とその現代的意義—米国会計学会 (AAA) 1957 年改訂会計原則の利益概念の再検討を通して—」『埼玉女子短期大学研究紀要』第 14 号, 205-230 頁。
- 西海学 [2010] 「企業結合における暖簾とシナジーとの関係に係る—考察」『経営管理研究所紀要』愛知学院大学, 第 17 号, 71-77 頁。
- 日本公認会計士協会 [2013] 『企業価値評価ガイドライン 改訂版』日本公認会計士協会出版局。
- 沼田嘉穂 [1979] 『企業会計原則を裁く』同文館出版。
- 原田満範 [1972] 「アレキサンダーの経済学的利益」『松山商大論集』第 23 巻第 2・3 号, 99-120 頁。
- 福井義高 [2008] 『会計測定の再評価』中央経済社。

- 藤井秀樹 [1992] 「会計観の選択と概念フレームワークの構築—FASB1976年討議資料における二つの会計観について—」 『経済論叢』 第150巻第1号, 114-135頁。
- 藤井秀樹 [1997] 『現代企業会計論』 森山書店。
- 藤井秀樹 [2007] 『制度変化の会計学—会計基準のコンバージェンスを見すえて』 中央経済社。
- 藤田晶子 [2012] 『無形資産会計のフレームワーク』 中央経済社。
- 峯村信吉 [1971] 「暖簾の価値形成原理と損益計算上の利益」 『三田商学研究』 第14巻第4号, 81-111頁。
- 村宮克彦 [2008] 「経営者が公表する予想利益に基づく企業価値評価」 『現代ファイナンス』 第23号, 日本ファイナンス学会, 131-151頁。
- 諸井勝之助 [1958] 「サーヴィス可能性概念と減価償却」 『會計』 第74巻第2号, 30-40頁。
- 山田康裕 [1998] 「アメリカにおける実現概念の変遷の意義—認識プロセスにおける機能的位置付けをめぐる—」 『會計』 第153巻第6号, 133-144頁。
- 山内暁 [2008] 「内生暖簾における一考察—内生暖簾の実態とその認識問題—」 『経営・情報研究』 第12号, 1-13頁。
- 山内暁 [2010] 『暖簾の会計』 中央経済社。
- 山内暁 [2012] 「Hendriksenの暖簾観 : Hendriksen (1965) から Hendriksen (1992) へ」 『専修商学論集』 第94巻, 195-203頁。
- 八重倉孝 [2000] 「業績指標と株価—キャッシュ・フロー, EVA™および Ohlson モデル—」 『日本管理会計学会誌 管理会計学 2000年』 第8巻第1・2合併号, 157-167頁。
- 矢内一利 [2008] 「Ohlson-Juettner モデルに基づく企業価値推定値の株価説明力と評価の正確性の検証」 『青山経営論集』 第43巻第1号, 255-273頁。
- 米山正樹, 万代勝信 [2013] 「第2章 研究成果の蓄積 第4節 分類上の問題とその解決」 徳賀芳弘, 大日方隆編著『財務会計研究の回顧と展望』 中央経済社, 44-50頁。
- 渡部肇, 小林孝雄 [2002] 「業績効果, 業績サプライズとバリュー株効果」 『現代ファイナンス』 第9号, 41-66頁。
- AAA [1941] Accounting Principles Underlying Corporate Financial Statements, *the Accounting Review* Vol.16, No.2, pp.133-139, American Accounting Association.
- AAA [1948] Accounting Concepts and Standards Underlying Corporate Financial Statements 1948 Revision, *the Accounting Review* Vol.23, No.4, pp.339-344, American Accounting Association.
- AAA [1957] Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statements 1957 REVISION, *the Accounting Review* Vol.32, No.4, pp.536-546, American Accounting Association.
- AAA [1971] Committee on Foundation of Accounting Measurement, *the Accounting Review* Vol.46, Supplement, pp.1-48, American Accounting Association.
- AAA [1977] *Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance : Committee on Concepts and*

- Standards for External Financial Reports*, American Accounting Association (染谷恭次郎 [1980] 『アメリカ会計学会—会計理論及び会計承認』国元書房) .
- AICPA [1953] *Accounting Terminology Bulletins No.4 : Cost, Expense and loss*, American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA [1970] *Statement of the Accounting Principle Board No.4 : Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements of Business Enterprises*, American Institute of Certified Public Accountants.
- AICPA [1973] *Objectives Of Financial Statements : Report Of The Study Group On The Objectives Of Financial Statements*, American Institute of Certified Public Accountants.
- Abarbanell, J. S. and B. J. Bushee [1997] Fundamental Analysis Future Earnings, and Stock Prices, *Journal of Accounting Research*, Vol.35, No.1, Spring 1997, pp.1-24.
- Abarbanell, J. S. and B. J. Bushee [1998] Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy, *The Accounting Review*, Vol.73, No.1, pp.19-25.
- Alexander, S. S. [1950] Income Measurement in a Dynamic Economy, in Study Group of Business Income, *Five Monographs on Business Income*, American Institute of Accountants, pp.1-95.
- Alexander, S. S. [1962] Income Measurement in a Dynamic Economy, D. Solomons' revision, in W. T. Baxter and S. Davidson eds., *Studies in Accounting Theory*, the Institute of Chartered Accountants in England and Wales, pp.126-199.
- Anthony, R. N. [1983] *Tell It Like It Was : A Conceptual Framework for Financial Accounting*, Richard D. Irwin.
- Ansoff, H. I. [1965] *Corporate Strategy*, McGraw-Hill (田中英之, 青木孝一, 崔大龍訳 [2007] 『アンゾフ戦略経営論』中央経済社) .
- Ansoff, H. I. [1988] *The New Corporate Strategy*, John Wiley&Sons, New York.
- Ashton, D., T. Cooke and M. Tippett [2003] An Aggregation theorem for the valuation of equity under linear information dynamics, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.30, No.3 and 4, pp.413-440.
- Barth, M., W. Beaver, J. Hand and W. Landsman [1999a] Accruals, Cash Flows, and Equity Value, *Working Paper(January)*, Stanford University.
- Barth, M., W. Beaver, J. Hand and W. Landsman [1999b] Accruals, Cash Flows, and Equity Value, *Working Paper(July)*, Stanford University.
- Baughman, J.P. [1969] *The History of American Management ; Selections from the Business history review*, Englewood Cliffs, N.J: Prentice-Hall. (古川榮一監訳 [1972] 『アメリカ近代経営史』日本経営出版会) .
- Berger, P. G. and E. Ofek [1995] Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics*, Vol.37, No.1, pp.39-65.

- Bevis, H. W. [1965] *Corporate Financial Reporting in a Competitive Environment*, the Macmillan Company.
- Brief, R. P. and K. V. Peasnell [1996] *Clean Surplus : A Link Between Accounting and Finance*, Garland Publishing, Inc..
- Bromwich, M., R. Macve and S. Sunder [2010] Hicksian Income in the Conceptual Framework, *ABACUS*, Vol.46, No.3, pp.348-376.
- Bromwich, M. [1992] *Financial Reporting, Information and Capital Markets*, Pitman.
- Bry, X. and J. F. Casta [2003] Synergy Modelling and Financial Valuation: the Contribution of Fuzzy Integrals, in C. Lesage and M. Cottrell eds., *Connectionist Approaches in Economics and Management Sciences*, Volume 6 of the series Advances in Computational Management Science, Springer US, Chapter 8, pp.165-182.
- Canning, J. B. [1929] *The Economics of Accountancy – A critical Analysis of Accounting Theory*, The Ronald Press Company.
- Catlett, G. R. and N. O. Olson [1968] *Accounting for Goodwill*, Accounting Research Studies No.10, American Institute of Certified Public Accountants.
- Chambers, R. J. [1979] Canning's The Economics of Accountancy – After 50 Years, *The Accounting Review*, Vol.54, No.4, pp.764-775.
- Chatterjee, S. [1986] Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions onmerging and rival firms, *Strategic Management Journal*, Vol.7, No.2, pp.119-139.
- Christensen, J. and J. Demski [2003] *Accounting Theory : An Information Content Perspective*, McGraw-Hill (佐藤紘光, 奥村雅史, 川村義則, 大鹿智基, 内野里美 [2007] 『会計情報の理論—情報内容パースペクティブ』中央経済社) .
- Colley, J. R. and A. G. Volkan [1988] Accounting for Goodwill, *Accounting Horizons*, Vol.2, No.1, pp.35-41.
- Copeland, T., and J. F. Weston [1983] *Financial Theory and Corporate Policy*, Reading : Addison-Wesley.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin [1994] *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 2nd ed.*, McKinsey & Company, Inc (伊藤邦雄 [1999] 『企業評価と戦略経営 (新版)』日本経済新聞社) .
- Damodaran, A. [2005] *The Value of Synergy*, SSRN working paper series, SSRN-id 841486.
- Damodaran, A. [2006] *Damodaran on Valuation*, Wiley.
- Dechow, P. M., A. Hutton and R. Sloan [1999] An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model, *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp.1-34.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev [2002] The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accruals Estimation Errors, *the Accounting Review* Vol.77 Supplement, pp.35-59.

- Devos, E., P. R. Kadapakkam and S. Krishnamurthy [2009] How Do Mergers Create Value?: A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies, *The Review of Financial Studies*, Oxford University Press, Vol.22, No.3, pp.1179-1211.
- Dong, X., S. Park, X. Lin, K. Copps, X. Yi and M. F. White [2006] Irs1 and Irs2 Signaling Is Essential for Hepatic Glucose Homeostasis and Systemic Growth, *The Journal of Clinical Investigation*, Vol.116, Issue1, pp.101-114.
- Easton, P. [2004] Use of Forecasts of Earnings to Estimate and Compare Cost of Capital Across Regimes, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.33, Nos.3-4, pp.374-394.
- Edwards, E. O. and P. W. Bell [1961] *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press.
- Fama, E. F. and French, K. R. [1993] Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics*, Vo.33, No.1, pp.3-56.
- FASB [1976a] *Discussion Memorandum, analysis of issues related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting : Elements of Financial Statements and Their Measurement*, Financial Accounting Standards Board (津守常弘監訳 [1997] 『FASB 財務会計の概念フレームワーク』 中央経済社) .
- FASB [1976b] *Discussion Memorandum: An analysis of issues related to Accounting for Business Combinations and Purchased Intangibles*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [] Statement of Financial Accounting Standards, Financial Accounting Standards Board**
- FASB [1978] *Statement of Financial Accountig Concepts No.1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [1980a] *Statement of Financial Accountig Concepts No.2, Qualitative Characteristics of Accounting Information*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [1980b] *Statement of Financial Accountig Concepts No.4, Objectives of Financial Reporting by Nonbusiness Organizations*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [1984] *Statement of Financial Accountig Concepts No.5, Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [1985] *Statement of Financial Accountig Concepts No.6, Elements of Financial Statements—a replacement of FASB Concepts Statement No. 3 (incorporating an amendment of FASB Concepts Statement No. 2)*, Financial Accounting Standards Board.
- FASB [2000] *Statement of Financial Accountig Concepts No.7, Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements* Financial Accounting Standards Board.
- FASB [2006] *Accounting Standards Codification No.820, Fair Value Measurements and Disclosures* Financial Accounting Standards Board.
- FASB [2007] *Accounting Standards Codification No.805, Business Combinations*, Financial

Accounting Standards Board

- FASB [2010] *Statement of Financial Accounting Concepts No.8, Conceptual Framework for Financial Reporting—Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information* (a replacement of FASB Concepts Statements No. 1 and No. 2), Financial Accounting Standards Board.
- Feltman, G. A. and J. A. Ohlson [1995] Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary Accounting Research*, Spring 2005, Vol.11, No.2, pp.689-731.
- Fisher, I. [1906] *The Nature of Capital and Income*, the Macmillan Company, rep. 1923.
- Fisher, I. [1930] *The Theory of Interest*, the Macmillan Company (気賀勘重, 気賀健三翻訳 [1980] 『利子論—近代経済学古典選集〈12〉』日本経済評論社) .
- Francis, J., P. Olsson and D. R. Oswald [2000] Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.1, Spring 2000, pp.45-70.
- Frankel, R. and C. M.C. Lee [1998] Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.25, No.3, June 1998, pp.283-319.
- Gebhardt, W. R., C. M. C. Lee and B. Swaminathan [2001] Toward an Implied Cost of Capital, *Journal of Accounting Research*, Vol.39, No.1, June 2001, pp.135-176.
- Gilman, S. [1939] *Accounting Concepts of Profit*, New York (久野光郎訳 [1965/1967/1972] 『ギルマン会計学(上・中・下)』同文館) .
- Goldhar, J. D. and M. Jelinek [1983] Plan for Economies of Scope, *Harvard Business Review*, November-December 1983, Vol.62, pp.141-148
- Goold, M. and A. Campbell [1998] Desperately Seeking Synergy, *Harvard Business Review*, September-October 1998, Vol.76, No.5, pp.131-143.
- Graaf, A. D. and Pienaar, AJ [2013] Synergies in Mergers and Acquisitions: A Critical Review and Synthesis of the Leading Valuation Practices, *South African Journal of Accounting Research*, Vol.27, No.1, pp.143-180.
- Grady, P. [1965] *Inventory of Generally Accepted Accounting Principles for Business Enterprises*, Accounting Research Study No.7, American Institute of Certified Public Accountants.
- Graham, B., and D. Dodd [1934] *Security Analysis*, New York: McGraw-Hill, Reprinted 2009, 6th ed..
- Gynther, R. S. [1969] Some “Conceptualizing” on Goodwill, *The Accounting Review*, Vol.44, No.2, pp.247-255.
- Hand, J. and W. Landsman [1998] *Testing the Ohlson Model: v or not v, that is the question*, Working Paper, University of North Carolina.
- Hand, J. and B. Lev [2003] *Intangible Assets : Values, Measures and Risks*, Oxford University Press

- (広瀬義州, 晝間文彦, 長束航, 中嶋隆一, 渡辺剛他 [2008] 『無形資産の評価』中央経済社) .
- Hansen, P. [1962] *The Accounting Concept of Profit – an Analysis and Evaluation in the Light of Economic Theory of Income and Capital*, North-Holland Publishing Company.
- Hendriksen, E. S. [1965] *Accounting Theory*, Homewood, IL: Richard D. Irwin (水田金一監訳 [1969] 『ヘンドリックセン会計学』同文館出版) .
- Hendriksen, E. S. [1970] *Accounting Theory*, Revised Edition, Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Hendriksen, E. S. [1977] *Accounting Theory*, 3rd Edition, Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Hendriksen, E. S. [1982] *Accounting Theory*, 4th Edition, Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Hendriksen, E. S. and M. F. V. Breda [1992] *Accounting Theory*, 5th Edition, Homewood, IL : Irwin.
- Hendriksen, E. S. and M. F. V. Breda [2001] *Accounting Theory*, International Edition, 5th Edition, Boston, MA: McGraw-Hill.
- Hicks, J. R. [1939] *Value and Capital, an Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*, Oxford at the Clarendon Press.
- Hicks, J. R. [1946] *Value and Capital, 2nd ed.*, Oxford at the Clarendon Press (安井琢磨, 熊谷尚夫翻訳 [1995] 『価値と資本〈上〉・〈下〉—経済理論の若干の基本原理に関する研究』岩波文庫) .
- IASB [2008] *International Financial Reporting Standard No.3 Revision, Business Combination*, International Accounting Standards Board.
- IASB [2010] *The Conceptual Framework for Financial Accounting 2010*, International Accounting Standards Board.
- Ijiri, Y [1971] Critique of the APB Fundamentals Statement, *the Journal of Accountancy*, November 1971, pp.43-50, American Institute of Certified Public Accountants.
- Johnson, L. T. and K. R. Pertrone [1998] Is Goodwill an Asset?, *Accounting Horizons*, Vol.12 No.3, pp.293-303.
- Kaldor, N. [1955] *An Expenditure Tax*, Allen & Unwin.
- Kaldor, N. [1969] The Concept of Income in Economic Theory, In *Reading in the Concept and Measurement of Income*, edited by R. H. Parker and G. C. Harcourt, Cambridge University Press.
- Kaplan, S. N. and R. S. Ruback [1995] The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, Vol. 50, No.4, 1059-1093.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton [2006] *Alignment: Using the Balanced Scorecard to Create Corporate Synergies*, Harvard Business School Publishing Corporation (櫻井通春・伊藤和憲監訳 [2007] 『BSCによるシナジー戦略』ランダムハウス講談社) .
- Kim, M. and J. R. Ritter [1999] Valuing IPOs, *Journal of Financial Economics*, Vol.53, No.3, pp.409-437.

- Lindahl, E. [1933] The Concept of Income, in *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel*, Frank Cass & Co. Ltd., pp.399-407.
- Lindahl, E. [1939] *Studies in the Theory of Money and Capital*, George Allen & Unwin.
- Littleton, A. C. [1940] The Integration of Income and Surplus Statements, *Journal of Accountancy*, January 1940, pp.30-40.
- Ma, R. and R. Hopkins [1988] Goodwill-An Example of Puzzle Solving in Accounting, *ABACUS*, Vol.24, Issue 1, pp.75-85.
- Markides, C. C. and P. J. Williamson [1994] Related Diversification, Core Competences and Corporate Performance, *Strategic Management Journal*, Vol.15, Special Issue, pp.149-166.
- Marshall, A. [1890] *Principles of Economics*, 8th ed., Macmillan and Co. Ltd., London, Reprinted 1920.
- May, G. O. [1949] *Business Income and Price Levels : An Accounting Study*, Study Group on Business Income, American Institute of Certified Public Accountants.
- May, G. O. and O. W. Knauth [1952] *Changing Concepts of Business Income, Report of the Study Group on Business Income*, the Macmillan Company.
- Mckinsey & Company, T. Koller, M. Goedhart and D. Wessels [2010] *Valuation : Measureing and Managing the Value of Companies, 5th Edition*, Wiley and Sons International Inc. (本田桂子監訳 [2015] 『企業価値評価—バリュエーションの理論と実践』ダイヤモンド社) .
- Mill, J. S. [1848] *Principles of Political Economy*, 7th ed., Longmans, Green and Co., London, Reprinted 1909.
- Miller, M. and F. Modigliani [1961] Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, October 1961, pp.411-433.
- Miller, M. C. [1973] Goodwill - An Aggregation Issue, *The Accounting Review*, Vol.48, No.2, pp.280-291.
- Miller, M. C. and Islam, M. A. [1988] *The Definition and Recognition of Assets, Accounting Theory Monograph No.17*, Australian Accounting Research Foundation.
- Miller, P. B. W., P. R. Bahnson and B. P. Mcallister [2008] A New Day for Business Combinations, *Journal of Accountancy*, Vol.205, No.6, pp.34-40.
- Myers, J. [1999] Implementing Residual Income Valuation with Linear information dynamics, *The Accounting Review*, 74, pp.1-28.
- Nissim, D. and S. Penman [2008] *Principles for the Application of Fair Value Accounting*, Columbia Business School, White Paper Number Two (角ヶ谷典幸, 赤城論士 [2012] 『公正価値会計のフレームワーク』中央経済社) .
- Ohlson, J. A. [1989] Accounting Earnings, Book Value, and Dividends: The Theory of the Clean Surplus Equation (part 1), in R. P. Brief and K.V. Peasnell eds., *Clean Surplus: A Link Between*

- Accounting and Finance*, Routledge: New York, pp.165-232.
- Ohlson, J. A. [1995] Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, pp.661-687.
- Ohlson, J. A. [1999] Earnings, Book Values, and Dividends in a Stewardship Setting with Moral Hazards, *Contemporary Accounting Research*, Vol.16, No.3, pp.525-540.
- Ohlson, J. A. [2001] Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: an Empirical Perspective, *Contemporary Accounting Research*, 18, pp.107-120.
- Ohlson, J. A. and B. E. Juettner-Nauroth [2005] Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value, *Review of Accounting Studies*, Vol.10, Nos. 2-3, September 2005, pp.349-365.
- Ota, K. [2002] A test of the Ohlson(1995) model: Empirical evidence from Japan, *The International Journal of Accounting*, No.37, 2002, pp.157-182.
- Ou, J. A. and S. H. Penman [1989] Financial Statement Analysis and the Prediction of Stock Returns, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, No.4, November 1989, pp.295-329.
- Palepu, K. G., P. M. Healy and V. L. Bernard [2000] *Business Analysis and Valuation : Using Financial Statements : Text and Cases 2nd Ed.*, South Western College Publishing (斎藤静樹監訳 [2001] 『企業分析入門 (第2版)』東京大学出版会) .
- Paton, W. A. [1922] *Accounting Theory : With Special Reference to the Corporate Enterprise*, Scholars Book Co., New York, 1922, Reprinted 1973.
- Paton, W.A. and Littleton, A.C. [1940] *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, AAA Monograph No.3, American Accounting Association (中島省吾訳 [1953] 『会社会計基準序説』森山書店) .
- Peasnell, K. and G. Whittington [2010] The Contribution of Philip W. Bell to Accounting Thought, *Accounting Horizons*, Vol.24, No.3, pp.509-518.
- Penman, S. H. and T. Sougiannis [1998] A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol.15, No.3, pp.343-383.
- Penman, S. H. [2001] *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, the McGraw-Hill Companies, Inc. (杉本徳栄, 井上達男, 梶浦昭友 [2005] 『財務諸表分析と証券評価』白桃書房) .
- Penman, S. H. [2007] Financial Reporting Quality ; Is Fair Value a Plus or a Minus?, *Accounting and Business Research* 37(Special Issue), pp.33-44.
- Penman, S. H. [2011] *Accounting for Value*, Columbia University Press.
- Porter, M. E. [1985] *The Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, New York: Free Press.
- Prahalad, C. K. and G. Hamel [1990] The Core Competence of the Corporation, *Harvard Business Review*, May-June 1990, Vol.68, pp.79-91.

- Previts, G. J. [1972] *A Critical Evaluation of Comparative Financial Accounting Thought in America 1900 to 1929*, University of Florida.
- Previts, G.J. and B. D. Merino [1979] *A History of Accounting in America*, Ohio State University Press (大野功一, 岡村勝義, 新谷典彦, 中瀬忠和訳 [1983] 『アメリカ会計史—会計の文化的意義に関する史的解釈—』同文館) .
- Previts, G. J. and B. D. Merino [1998] *A History of Accountancy in the United States : The Cultural Significance of Accounting*, Columbus, Ohio.
- Pursche, B [1989] Building Better Bids: Synergies and Acquisition Prices, *The McKinsey Quarterly*, Summer, 1989, pp.92-96.
- Rappaport, A [1986] *Creating Shareholder Value*, Free Press.
- Ryan, B., R. W. Scapens, and M. Theobald [1992] *Research Method and Methodology in Finance and Accounting*, Academic Press (石川純治, 水野博志, 富塚嘉一, 山本浩二, 菊沢研宗, 鶴池幸雄訳 [1995] 『会計学・財務論の研究手法』同文館) .
- Sanders, T. H., H. R. Hatfield and U. Moore [1938] *A Statement of Accounting Principles*, American Institute of Accountants, Haskins & Sells Foundation (山本繁・勝山進・小関勇訳 [1979] 『SHM 会計原則』同文館出版) .
- Schumpeter, G. A. [1967] *History of Economic Analysis, 6th Printing*, George Allen and Unwin LTD..
- Scott, W. R. [2006] *Financial Accounting Theory, 4th ed.*, Pearson Prentice-Hall (太田康広, 椎葉淳, 西谷順平 [2008] 『財務会計の理論と実証』中央経済社) .
- Sharpe, W. F. [1964] Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* 19, 425–442.
- Sharpe, W. F. [1966] Mutual Fund Performance, *Journal of Business* 39, 119–138.
- Shaver, J. M. [2006] A Paradox of Synergy: Contagion and Capacity Effects in Mergers and Acquisitions, *Academy of Management Review*, Vol.31, No.4, pp.962-976.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [2003] Stock Market Driven Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol.70 Issue3, pp.295-311.
- Smith, M. [2011] *Research Methods in Accounting, 2nd ed.*, Sage Publication, London (平松一夫 監訳 [2015] 『会計学の研究方法』中央経済社) .
- Solomons, D. [1961] Economic and Accounting Concepts of income, *the Accounting Review*, Vol.36 No.3, pp.374-383.
- Solomons, D. [1965] *Divisional Performance : Measurement and Control*, Financial Executives Research Foundation, Inc., New York (櫻井通晴, 鳥居宏史監訳 [2005] 『事業部制の業績評価』東洋経済新報社) .
- Sprouse, R.T. and Moonitz, M. [1962] *A Tentative Set of Broad Accounting Principles for Business Enterprises*, *Accounting Research Studies No.3*, American Institute of Certified Public Accountants.

- Staubus, G. J. [1972] An Analysis of APB Statement No.4, *the Journal of Accountancy*, February 1972, pp.39-45, American Institute of Certified Public Accountants.
- Sterling, R. R. [1979] *Toward a Science of Accounting*, Scholars book Co. (塩原一郎訳 [1995] 『科学的会計の理論』 税務経理協会) .
- Stewart, G. B. III [1998] *The Quest for Value*, Harper Collons Publishers (日興リサーチセンター訳 [1998] 『EVA 創造の経営』 東洋経済新報社) .
- Storey, R. K. and S. Storey [1997] *The Framework of Financial Accounting Concepts and Standards, FASB Financial Accounting Series, Special Report*, Financial Accounting Standards Board.
- Sunder, S. [1997] *Theory of Accounting and Control*, South-Western Pub (山地秀俊, 鈴木一水, 松本祥尚, 梶原晃 [1998] 『会計とコントロールの理論—契約理論に基づく会計学入門—』 勁草書房) .
- Tearney, M. G. [1971] *A Critical Analysis of Accounting for Goodwill*, University of Missouri-Columbia.
- Vatter, W. J. [1947] *The Fund Theory of Accounting and Its Implications for Financial Reports*, The University of Chicago Press.
- Whittington, G. [2008] What the ‘old guys’ can tell us: Edwards and Bell’s The Theory and Measurement of Business Income, *Irish Accounting Review*, Vol.15, No.1, pp.73-84.