

残余利益モデルからみた会計基準の 合理性

桜井久勝

目次

1. はじめに
2. 投資意思決定有用性の意味内容
3. 企業価値評価モデル
4. 残余利益モデルの実践適用
5. 混合的測定の合理性
6. 知的財産のオフバランス処理
7. 利益の区分測定による予測可能性の促進
8. むすびに代えて——投資意思決定有用性の社会的効用

1. はじめに

会計情報が具備すべき最も重要な質的特性とされる投資意思決定有用性の1つの重要な意味内容は、株主にとっての企業価値、すなわち株式の本源的価値（intrinsic value）の推定に役立つことである。本源的価値は、あるべき理論価値ともよばれ、市場の株価がこれより低ければ割安株として買い推奨の対象となり、株価が本源的価値より高どまりしている株式は売り推奨の対象とされる。そのような本源的価値を推定するための企業価値評価モデルには種々のものがあるが、内外の学界で最も多くの支持を得ているのは残余利益モデルである。

本稿の目的は、残余利益モデルを実践適用するに際して用いられる会計

情報をとりあげ、その作成と伝達を規定する会計基準の基礎に存する諸概念、たとえば事業資産の原価評価や自己創設のれんのオフバランス処理などの合理性を考察することである。

そこで最初に、投資意思決定有用性の概念の諸側面の中で、「株式の本源的価値の推定への役立ち」という目的規定がどのように位置づけられるかを明らかにする（第2節）。続いて、この目的のために考案されてきた種々の企業価値評価モデルの体系の中で、残余利益モデルが有する特徴を整理し（第3節）、モデルの適用方法を仮設例で実践的に分析することにより、実践に必要とされる会計情報とそれが具備すべき特徴を考察する（第4節）。

金融商品取引法によるディスクロージャー制度は、そのような会計情報を提供しようとするものであり、その基礎を成す現行の会計基準にはいくつかの特徴がある。金融資産と事業用資産を区分する混合的測定（第5節）、研究開発支出の費用計上と知的財産のオフバランス処理（第6節）、段階的に測定した多様な利益情報の表示（第7節）などがそれである。本稿は、これらを規定する会計基準が、残余利益モデルの実践適用に利用される会計情報を生み出すうえで、それぞれ十分な合理性をもつことを明らかにする。

2. 投資意思決定有用性の意味内容

(1) ポートフォリオ理論と資本資産評価モデル

財務報告が投資者の意思決定に有用な情報を提供すべきであるとの目的規定は、ディスクロージャー制度の整備とともに台頭してきたが、当初のうちは投資意思決定有用性の概念が明確に定義されることはなかった。せいぜい、証券売買や貸付の意思決定を行うには、まず対象企業の現状を知る必要があり、その必要性を満たす最も包括的な情報として財務諸表を中

心とする会計情報が役に立つという程度の、きわめて常識的な説明しか行われていなかったのである。

この原因は、投資者の意思決定の構造や市場での証券価格の決定メカニズムに関する知識が欠如していたことにある。しかし近年に開発されたポートフォリオ理論や資本資産評価モデルによって、株式の市場価格が決定されるメカニズムが説明されるようになって初めて、会計情報が具備すべき投資意思決定有用性の概念を厳密かつ具体的に定義することが可能となった。そこで以下では、まずこれらの理論やモデルの要点を要約しつつ、投資意思決定有用性の意味内容を明らかにする。

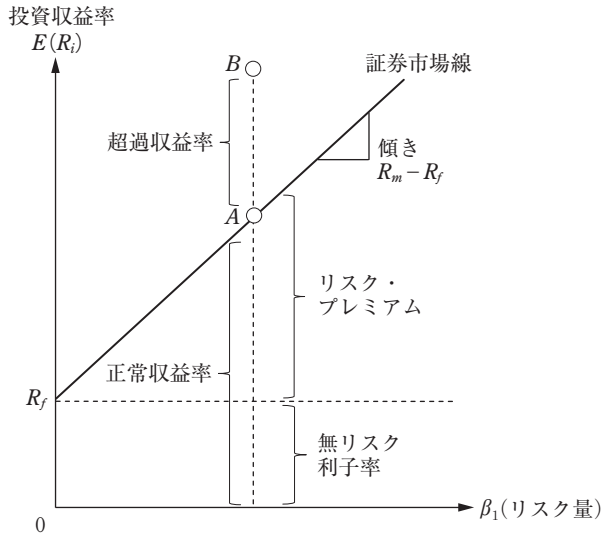
ポートフォリオ理論の要点は、証券投資から得られる投資利益とそのリスクを総合的に勘案した場合に、投資者は自己の資金を単独の銘柄に集中投資するよりも、十分に多数の対象へ分散して投資する方が有利なことを明らかにした点にある。また資本資産評価モデルは、すべての投資者がポートフォリオ理論の指示する分散投資の方法に従って投資意思決定を実行した場合に、資本市場の均衡時に次式およびこれを図示した図表1で示される関係が成立することを明らかにしている。

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m - R_f)] \beta_i \quad \text{ただし} \quad \beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)$$

この式の左辺の $E(R_i)$ は、企業 i の株式について [(将来配当 + 将来株価 - 現在株価) ÷ 現在株価] として計算される将来期間の投資収益率 R の期待値である。また右辺の $E(R_m)$ は、市場全体の投資収益率の期待値であり、たとえば東証株価指数や日経平均株価指数を用いて、企業 i の株式の投資収益率と同様に計算される。なお R_f は、現時点で将来の投資収益率が確定している国債のような無リスク証券の利子率を表している。

したがってこの数式は、図表1の証券市場線からも明らかのように、① 均衡状態における株式 i の投資収益率が、無リスク利子率 R_f に、リスク・

図表1 投資収益率とリスクの関係



プレミアム $[E(R_m - R_f)] \beta_i$ を加えた値に等しくなるように決定されること、および② β_i の大きさを、証券 i への投資に係るリスク量の尺度として利用できることを示している。したがって資本資産評価モデルは、投資者が負担するリスクが大きいくほど投資収益率も大きくなるという、周知のハイリスク・ハイリターン の関係 を表現したものと解釈できる。

(2) 積極的投資戦略と消極的投資戦略

資本資産評価モデルが表す関係は、あくまで資本市場が均衡に達した場合に成立するものであり、現実の市場では常に何らかの不均衡が存在しているものと思われる。すなわち証券のなかには、図表1の点Bで示されたように、証券市場線から外れて位置づけられるものが存在するであろう。しかし重要なことは、そのような証券に対して、常に証券市場線の上

へ戻そうとする力が作用することである。

たとえば点 B で示される株式は、現在の株価が過度に低くなっているため、将来期間での値上がりによって超過的な投資収益率が得られる証券である。したがって投資者が先を争って当該株式を購入するため、現在の株価が上昇する結果、将来に期待される投資収益率が低下して、点 A の水準にまで戻って均衡に到達するのである。リスク負担に見合う以上の超過収益を得ようとする投資者は、このような証券を発見して購入すればよい。逆に、証券市場線よりも下側に位置づけられる株式は、現在価格が過度に高くなっているため、信用取引制度を利用して売却を行ったうえで価格低下を待つことにより、超過収益が得られる。このようにして市場で戦うことにより、超過収益の獲得を目指す投資戦略は、積極的投資戦略とか攻撃的投資戦略とよばれる。

このことから投資意思決定有用性の第 1 の概念は、「過小に（または過大に）価格形成されているため、将来に価格上昇（または価格低下）する証券の発見を通じて、投資者が超過収益を獲得するのに役立つこと」として定義できるであろう。したがってこの定義は、会計情報が証券価格の将来の変化の方向や程度を予測するのに役立つことと同義である。本論文で考察する残余利益モデルは、まさにそのような将来のあるべき証券価格を科学的に予想する手段として位置づけられる。

以上が超過収益の獲得をめざす投資者にとって、会計情報に期待される有用性の 1 つの意味内容であるが、証券投資の意思決定における会計情報の有用性概念として、もう 1 つの意味内容を考えることができる。それは、会計情報が「証券投資に伴うリスクの評価や予測に役立つ」という意味での有用性である。

図表 1 が示すように、資本資産評価モデルの世界では、投資者が高い投資収益率を得ようとするれば高水準のリスクを負担しなければならず、逆に

低い投資収益率でもよければ、負担するリスクも低くてすむという関係が平均的に成立している。したがって超過収益の追求をやめ、自己が負担するリスク量と釣り合った水準の投資収益率を得ることで満足する投資者も存在する。このような投資戦略は消極的投資戦略とか防衛的投資戦略とよばれるが、それらの投資者にとって必要な情報は、個々の証券が有するリスク量に関する情報であることになる。すなわち投資者がリスク水準を選択すれば、それと釣り合った投資収益率が平均的に達成されるのである。

そのようなリスク水準の尺度として資本資産評価モデルが指定するのは、 $[\beta_i = \text{cov}(R_i, R_m) / \sigma^2(R_m)]$ として定義されるベータ値である。したがって投資リスクの評価と予測のための有用性は、会計情報がこのベータ値の評価と予測に役立つことである。

なお、投資者が負担するリスク量と釣り合った水準の投資収益率は、その証券への資金投下の見返りとして投資者が要求する最低限の報酬、すなわちその証券によって調達された資金の資本コストでもある。そしてこの資本コストは、将来の利益やキャッシュフローの予測額を割引いた現在価値で企業価値を評価するに際しての割引率としても用いられる。したがって投資リスクの評価と予測のために有用な会計情報は、同時に、企業価値評価のための有用性をも兼ね備えているといえることができる。

3. 企業価値評価モデル

(1) 会計情報を活用する企業価値評価モデル

株式市場での競争に打ち勝つ能力を有すると自負する投資者が、積極的投資戦略を展開する場合に必要なのは、各銘柄の現在の価格が割安か割高かを判断する標準となる企業価値の評価額である。株式に関するこの評価額は、株式の本源的価値とか内在価値など、さまざまな名称で呼ばれている。そしてこれまで、そのような本源的価値を算定するために、各種

の実践的な評価方法や企業価値評価モデルが考案されてきた。

それらのうち、財務諸表によって伝達される情報や、それに基づいて予測される会計数値を明示的に組み込んで企業価値を評価しようとするモデルは、乗数モデルと割引現在価値モデルに大別することができる。

乗数モデルはさらに、利益や資本など、どの会計数値に乗数を乗じて算定した金額をもって株式価値とみるかにより細分類されるが、伝統的に多用されてきたのは PER モデルと PBR モデルである。(a) PER モデルでは、株価を 1 株当たり純利益額で除した倍数を意味する PER (Price Earnings Ratio : 株価純利益倍率と呼ぶべきであるが、株価収益率と訳されることが多い) を指標とし、評価対象企業の 1 株当たり純利益額にこの倍数を乗じることによって、株式の本源的価値が算定される。他方、(b) PBR モデルでは、株価を帳簿上の自己資本額で除した倍数を意味する PBR (Price Book Ratio : 株価純資産倍率) を指標とし、評価対象企業の貸借対照表の自己資本額にこの倍数を乗じて得た金額が、株式の本源的価値であるとされる。

乗数モデルは直感的にわかりやすく適用も簡便であるが、1 株当たりの純利益や自己資本に乗じるべき倍数の選択を主観的な判断に頼らざるを得ないという固有の欠陥がある。これを回避するために考案されてきたのが割引現在価値モデルである。

割引現在価値に基づく企業評価モデルは、将来期間に関するどの業績指標を割引計算の対象とするかにより細分類される。これに属する代表的なモデルは、(c) その株式から得られる将来の配当額を割り引く「配当割引モデル」(DDM ; Discounted Dividend Model), (d) その企業の将来のフリー・キャッシュフローの流列を割り引く「割引キャッシュフロー・モデル」(DCFM ; Discounted Cash Flow Model), および (e) 将来の企業利益額から資本コストを控除して算定される残余利益を割り引く「残余利益モデル」(RIM ; Residual Income Model) である。以下ではそれぞれを簡単に概説す

る。

株式に限らずどんな資産であっても、その価値評価の出発点は、当該資産が生み出す将来キャッシュフローの割引現在価値である。株式の場合、それが生み出す将来のキャッシュフローは配当であることに注目して、配当割引モデルでは、将来の予測配当を割り引いて自己資本の価値が算定される。この計算で用いられる割引率は、株主の要求する投資収益率、すなわち自己資本コストである。しかし配当は、企業価値の分配の指標であっても、決して価値創出の指標ではない。企業が創出する価値の指標と考えることができる会計指標には、キャッシュフローと純利益がある。

そこで割引キャッシュフロー・モデルは、企業が創出する価値としてフリー・キャッシュフローに着目し、これを割り引くことで企業価値を算定する。このモデルでは、負債と自己資本の両方で調達された事業資産全体の価値が、キャッシュフローを割り引いて算定される。割引対象となるのは、事業の遂行に必要な生産設備や運転資本への必要投資を行い、税金も支払ったうえでの余剰資金としてのフリー・キャッシュフローである。通常この金額は、 $[\text{営業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増加額}]$ として算定される。また、割引率として利用する資本コストは、負債利率と自己資本コストを負債と自己資本の大きさにウェイトづけした加重平均資本コストである。このようにして算出した事業資産全体の価値評価額から、負債の金額を控除した残額が、株主に帰属する企業価値となる。

他方、企業が創出する価値の指標をキャッシュフローではなく純利益に求めるのが残余利益モデルである。このモデルは配当と純利益が財務諸表において $[\text{期首自己資本} + \text{当期純利益} - \text{配当} = \text{期末純資産}]$ という関係にあることに着目し、これを変形して得られる $[\text{配当} = \text{当期純利益} + \text{期首自己資本} - \text{期末自己資本}]$ という関係式を、配当割引モデルへ代入すること

により、次の①式で表される企業価値評価モデルを導出する（計算過程は桜井 [2015]、288-289頁で詳述されている）。

$$\text{企業価値} = BV_0 + \frac{A_1 - BV_0 \times r_1}{1 + r_1} + \frac{A_2 - BV_1 \times r_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \dots \quad \text{①}$$

BV は各時点の自己資本の簿価，A は将来期間の予想利益，r は自己資本コストとしての割引率である。

このモデル式は、所定の仮定（具体的には、利益Aと割引率rと自己資本BVが每期一定という仮定）のもとで、次の②式のように単純化して示すことができる。右辺の第2項の分子は、利益Aが資本コスト(BV₀×r)を上回る額であることから残余利益とよばれ、モデル名もこれに由来する。

$$\text{企業価値} = \text{自己資本 } BV_0 + \frac{\text{利益 } A - \text{自己資本 } BV_0 \times \text{資本コスト } r}{\text{資本コスト } r} \quad \text{②}$$

モデル式が明示するように、このモデルの実践適用には次の3つの財務データが必要とされる。第1は、貸借対照表で表示されている現時点の自己資本の簿価BV、第2に、損益計算書等での実績利益情報に基づいて予想する将来期間の利益A、第3に、現在価値計算の割引率として用いる自己資本コストrである。

(2) 3つの割引現在価値モデルの優劣比較

割引現在価値によって株式の本源的価値を評価するために、こんにちまでに提唱されてきたモデルにはこれら3つがある。そしてこれら3モデルは、数学的にはまったく同値であり、もしモデルの実践適用に必要な予測データが完全に入手可能であれば、相互に同一の企業価値評価額が導かれることがよく知られている（後述の第4節で例示）。したがって3つのモデ

ル間での優劣は、実践適用面での特徴に依存して判断されることになる。そのような判断には定性的な判断と実証的な判断がある。

定性的な判断に際して重要な評価基準としては、(a)モデルの適用が不可能または無意味であるようなケースの存否、(b)モデルが必要とする将来データの予測の難易度、(c)モデルの実践的な適用時に必要となるターミナル価値への依存度などを挙げることができる。これら3つの評価基準を順に適用するとき、3つのモデルの優劣は次のように判断されるであろう。

モデルの適用が不可能または無意味なケースとして、配当割引モデルに関しては、配当をゼロに抑制している企業や、1株当たり配当を定額に定めている企業がある。また割引キャッシュフロー・モデルに関しては、成長期の設備投資や運転資本の増加に起因して、フリー・キャッシュフローがマイナスになっている企業には適用できないことが指摘される。しかし残余利益モデルの適用に問題があると考えられるようなケースは想定されない。

モデルが必要とする将来データの予測の難易度の観点から、配当割引モデルが必要とする配当額は、企業が利益を配当する時期を裁量的に決定できるがゆえに、その予測は困難である。割引キャッシュフロー・モデルに関しても、予測対象となるフリー・キャッシュフローの構成要素に、企業が裁量的に決定できる項目が含まれる。生産設備と運転資本への投資額、および加重平均資本コストの計算に関係する他人資本の借入がそれである。

これに対し、残余利益モデルの適用に必要な利益額には、配当額・設備投資額・他人資本借入について企業が有するほどの裁量可能性はない。もちろん会計基準が許容する範囲内で企業が利益の捻出や圧縮を行うことは十分に考えられるところであるが、発生主義会計の利益測定は取引に伴う

キャッシュフローを期間配分しているにすぎない。したがって有形固定資産の減価償却方法を定率法から定額法へ変更するなどの方法で、先の年度で利益捻出を行えば、後の年度の利益は自動的に圧縮されるのであり、逆もまた真である。

このようにして発生主義会計で行われるキャッシュフローの期間配分により利益のボラティリティーはキャッシュフローより小さいから、その予測が容易であるだけでなく、会計上の見積もりや会計方法の選択を通じた会計利益の操作可能性は、致命的な欠陥にはならない。したがってモデルが必要とする将来データの予測可能性が最も高いのは、残余利益モデルの当期純利益である。

定性的な評価基準の第3は、ターミナル価値（端末価値ともいう）への依存度である。各モデルで必要な将来期間のデータを的確に予想するのは困難な場合が多いから、実践的には将来5年程度の配当やキャッシュフローまたは純利益を予想し、これに5年後の株式売却で回収できる現金を予想して割引計算に含める方法が広く採用される。この株式売却収入の評価額をターミナル価値という。この金額は、配当割引モデルでは、5年先時点での将来配当の現在価値であり、割引キャッシュフロー・モデルでは、5年先時点で展望した将来フリー・キャッシュフローの現在価値であるから、そのウェイトは相対的に大きい。これに対し、残余利益モデルのターミナル価値は、5年先でみた将来期間の当期純利益そのものでなく、そこから〔自己資本額×自己資本コスト〕を控除した残額である残余利益の現在価値であるから、そのウェイトは明らかに小さい。したがってターミナル価値に起因して生じる企業価値評価額の誤差は、残余利益モデルが最も小さいと期待してよいであろう。

このようにして定性的な3つの優劣評価基準からみる限り、残余利益モデルの優位性が高いという暫定的な判断を行うことができる。このような

定性的評価に加えて、実証分析による定量的な評価も行われてきた。(a)現時点において市場で実際に成立している株価を最もうまく説明するのは、どのモデルか。(b)各モデルから導出される本源的価値と比べて、割安と判断される銘柄を購入し、割高と判断される銘柄を売却する投資戦略を実践した場合に、最も良好な投資収益率をもたらすのは、どのモデルを用いた場合か、という統計的な検証がそれである。

ここでは紙面の制約のため、検証方法の詳細な紹介に基づく実証結果の比較は差し控えるが、土田(2010)の包括的なレビューが示すとおり、少なくとも(a)の観点では残余利益の優位性を裏づけている研究が優勢であり、(b)の観点でも残余利益モデルが配当割引モデルや割引キャッシュフロー・モデルと同等か、やや優れているという暫定的な結論を提示してもよいと考えられる。

したがって本稿では、残余利益モデルを用いた企業価値評価を実践するために利用するデータとして、現行の会計基準が生み出す財務諸表の情報の適合性や合理性を考察する。

4. 残余利益モデルの実践適用

残余利益モデルによる企業価値評価の例示を通じて、財務諸表の基礎に存する会計基準の合理性を考察するために、財務諸表と企業価値評価を結びつける次のような仮設例を考えよう。

投資者は、20X1年の実績財務諸表をふまえて、将来の各年度の財務諸表を図表2のように予想し、前述の第3節(1)で①式として示した残余利益モデルに基づいて、20X1年の期末時点で企業価値評価を行うものとする。残余利益モデルとしては②式の方が単純であるが、②式では割引率となる自己資本コスト(ここでは毎期6%とする)だけでなく、当期純利益と自己資本額も毎期一定という、よりいっそう強い仮定が必要となる。し

図表2 企業価値評価モデルを例示するための会計データ

財務諸表／年度	20X1実績	20X2予測	20X3予測	20X4予測	20X5予測
貸借対照表（期末）					
流動資産	1,000	1,100	1,210	1,210	1,210
固定資産	1,000	1,100	1,210	1,210	1,210
流動負債	1,000	1,100	1,210	1,210	1,210
固定負債	0	0	0	0	0
自己資本	1,000	1,100	1,210	1,210	1,210
損益計算書					
売上高	1,000	1,100	1,210	1,331	1,331
営業費用	600	660	726	798.6	798.6
（うち減価償却費）		100	110	121	121
営業利益	400	440	484	532.4	532.4
税金費用	200	220	242	266.2	266.2
当期純利益	200	220	242	266.2	266.2

たがってここでは利益と資本が年度によって変化するケースにも対応できるように、①式を選択しているのである。

図表2の予測財務諸表は次の前提に基づいて作成されている。(a)貸借対照表の各項目は、20X1年度末の実績額に対して最初の2年間はすべて10%で成長するが、その後は成長しない。(b)資産・負債はすべて事業活動に関連して生じたものであり、借入による負債や、余剰資金の運用のために保有する金融資産は存在しない。(c)売上高は、20X1年の実績額に対して最初の3年間は10%で成長するが、その後は成長しない。(d)損益計算書の各項目の売上高に対する比率は、20X1年実績のまま将来も変化しない。(e)減価償却費は前期末の固定資産の金額の10%である（耐用年数10年、残存価額ゼロとする定額法）。

図表3 残余利益モデルの適用

残余利益の計算	20X2予測	20X3予測	20X4予測	20X5予測
当期純利益(a)	220	242	266.2	266.2
期首の自己資本(b)	1,000	1,100	1,210	1,210
自己資本コスト(c)=(b)×0.05	60	66	72.6	72.6
残余利益(d)=(a) - (c)	160	176	193.6	193.6
$\text{企業価値} = 1,000 + \frac{160}{1.06} + \frac{176}{(1.06)^2} + \frac{193.6}{(1.06)^3} + \frac{3,226.7}{(1.06)^3}$ $= 1,000 + 150.9 + 156.6 + 162.6 + 2,709.2 = 4,179.3$				

このとき20X2～20X4年の残余利益は次のように算定される。また20X4年末のターミナル価値は、それよりさらに将来の年度で生じる毎期205.7の残余利益を、自己資本コスト6%で割引いた現在価値の総和であるから、 $[193.6 \div 0.06 = 3,226.7]$ である。20X1年末の自己資本1,000に、残余利益とターミナル価値の割引現在価値を加えた企業価値評価額は図表3のとおりである。

次に同じ企業に、割引キャッシュフロー・モデルを適用して価値評価額を試算してみよう。このモデルで割引対象となるフリー・キャッシュフローは図表4のように算定される。このうち設備投資額は、 $[\text{前期末の固定資産} - \text{減価償却費} + \text{設備投資} = \text{当期末の固定資産}]$ という関係式に基づいて算定すればよい。流動資産と流動負債の差額は運転資本とよばれるが、前期末から当期末へのこの差額の増加分が運転資本増加である。他方、割引率に関しては、この設例では、借入による有利子負債がないことを前提としているから、加重平均資本コストは自己資本コストに等しい。したがって20X4年末のターミナル価値は、それよりさらに将来の年度で生じる毎期266.2のフリー・キャッシュフローを、自己資本コスト6%で割引いた現在価値の総和であるから、 $[266.2 \div 0.06 = 4,436.7]$ として算定すれ

図表4 割引キャッシュフロー・モデルの適用

フリー・キャッシュフローの 計算	20X2予測	20X3予測	20X4予測	20X5予測
営業利益(a)	440	484	532.4	532.4
税金費用(b)	220	242	266.2	266.2
減価償却費(c)	100	110	121	121
設備投資(d)=(c)+固定資産 の増加	200	220	121	121
運転資本増加(e)	0	0	0	0
FCF=(a)-(b)+(c)-(d)-(e)	120	132	266.2	266.2
$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \frac{120}{1.06} + \frac{132}{(1.06)^2} + \frac{266.2}{(1.06)^3} + \frac{4,436.7}{(1.06)^3} \\ &= 113.2 + 117.5 + 223.5 + 3,725.1 = 4,179.3 \end{aligned}$				

ばよい。各年の残余利益とこのターミナル価値の割引現在価値を合計して算定した企業価値評価額は図表4のとおりである。

これらの試算を対比すれば、前述のとおり、残余利益モデル（図表3）によろうと割引キャッシュフロー・モデル（図表4）によろうと、モデルに投入する予測データが同じである限り、算出される企業価値評価額は等しくなることを確認することができる。

最後に、配当割引モデルによる企業価値も算定しておこう。このモデルで割引対象となる毎期の配当額は、[当期純利益－利益留保による自己資本増加額]として算定することができる。たとえば20X2年の配当額は[当期純利益220－自己資本増加額100＝120]である。同様にして20X3年は132、20X4年とそれ以後の各年が266.2となり、図表4に示すフリー・キャッシュフローと等しい。したがってこれらを割り引いて算定した企業価値評価額もまた同額になることがわかる。

この節では、残余利益モデルの実践適用を中心として、仮設例に基づい

て企業価値評価を例示した。ただしこの仮設例では、現実の企業と著しく異なった2つの単純化が行われている。その1つは、借入による有利子負債が存在しないことである。もし有利子負債があれば、加重平均資本コストの計算が必要となり、企業価値評価の手順がよりいっそう複雑になるとともに、有利子の金融負債を発生時の原価と決算日の公正価値のいずれで評価すべきかを考察する必要が生じる。

いま1つの単純化は、多くの企業が余剰資金を運用するために金融資産を保有するのが現実であるが、図表2では企業の資産と負債がすべて事業活動に関連して生じたものと仮定されていることである。これについて現行の会計基準のもとでは、事業用資産は取得原価で評価し、金融資産は公正価値で評価するという混合的測定が採用されている。

本稿では残余利益モデルへの投入するための良好な財務データを生み出すという目的に照らして、現行の財務諸表の基礎となっている会計基準やその基礎概念のいくつかを考察することを目的としている。そのような論点の1つが、事業用資産と金融資産で適用する評価基準を異にする混合的測定の合理性である。

5. 混合的測定の合理性

(1) 混合的測定の規定と論理的説明

日本の現行の会計基準は、資産を2種類に分類したうえで、取得原価と時価による評価を次のように区分して適用している。この状況は混合的測定とよばれる。残余利益モデルを適用するための基礎情報として、混合的測定が持つ意味を考察するに先立って、混合的測定の規定そのものと、それを正当化する一般的な論拠を概観しておこう。

企業が保有する資産のうち、生産や販売など企業が営む本業に用いる事業用資産については、取得原価が原則的な基準として採用される。たとえ

ば「貸借対照表に記載する資産の価額は、原則として、当該資産の取得原価を基礎として計上しなければならない」（企業会計原則・第三・五）とする一般規定がそれである。

他方、余剰資金の運用として保有する所定の金融資産は、現在の市場価格を中心とした時価で評価される。たとえば「時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券は、時価をもって貸借対照評価額とし、……」（金融商品に関する会計基準15項）という規定がその一例である。この時価には、観察可能な市場価格だけでなく、合理的に算定された将来キャッシュフローの割引現在価値も、公正な評価額として含まれるため、時価に代えて公正価値という用語が用いられることもある。

このようにして事業用資産と金融資産で異なった評価基準を適用することの正当性を説明するために、次のような論理が展開されることが多い。短期利殖のための保有株式のように、余剰資金を運用した結果として企業が保有する金融資産の顕著な特徴は、誰にとっても市場価格に等しいだけの価値を有しており、本業の遂行に影響することなく市場価格での容易な売却が可能な点である。また市場での売却以外に、投資の目的を達成する方法はない。したがってこのような金融資産は、市場価格を中心とした時価で評価するのが適切である。

これに対し、原材料や機械装置のような事業用資産は、もともと時価変動による利益獲得を目的にして保有されているわけではないし、転売してしまえば本業の遂行に大きな影響が生じる。しかもこれらの事業用資産の価値は、誰がどんな目的で保有するかによって異なるのである。たとえば都心の中心部の土地の価値は、平地のまま賃貸駐車場として利用する場合と、高層ビルを建てて賃貸する場合とでは、賃貸収入に大差が生じるから、同じ土地でもその価値はどの企業が何の用途に利用するかによって異なる。

さらに重要なことには、そのような価値を見込んで企業が一群の資産を保有している、それはその企業の期待にすぎず、必ずしも期待どおりに達成される保証はない。これらの特徴を考えると、事業用資産は、それを利用して生産した製品やサービスが市場で販売され、企業が意図した価値が実現するまでは、取得原価で評価しておくのが合理的である。

取得原価での資産評価は、資産の取得時の支出額を基礎としているから、企業が調達した資金の用途や流れを追跡するのに適した方法である。また支出額を通じて客観的な測定が可能であるだけでなく、後日その金額の正当性を契約書や支払記録を用いて確認できるという意味で、検証可能性も具備している。財務会計の利益額は、企業価値や経営者の能力の評価および配当・課税の基礎として利用されるから、利益測定に影響する資産評価額は、異論の生じない客観的なものでなければならない。取得原価が事業用資産の評価基準として採用されているのは、取得原価がこの要請に合致しているためである。

(2) 残余利益モデルからみた混合的測定の意味

このようにして混合的測定が行われた財務諸表を利用して、残余利益モデルで企業価値を評価する場合に、まず最初に留意すべき事項は、企業全体を包括する形でモデルが適用されるのではないことである。すなわち企業活動は、生産・販売など企業の本業ともいべき事業活動と、余剰資金を運用する金融活動に区分され、事業活動から生じる価値の評価に対してだけ残余利益モデルが適用されるのである。金融活動の成果は、これとは別個に把握したうえで、事業活動の価値評価額に加算されることになる。

前述のとおり、余剰資金を運用した金融資産は事業用資産と異なり、誰にとっても市場価格と同額の価値しか有しておらず、本業の遂行に影響することなくいつでも容易に市場価格で売却して、余剰資金の運用という投

資目的を達成することができるだけでなく、売却以外に目的達成の方法がない。したがって事業活動とは関係のない金融資産は、企業価値評価の時点での時価を集計して把握した金額を、本業の価値評価額に追加するのが通常の手順である。この点で、余剰資金を運用した結果として企業が保有する金融資産の時価評価を求める現行の規定は、企業価値評価の目的にも適合しているといえる。

同じ理由により、トレーディング目的で保有される棚卸資産を決算時点の市場価格で貸借対照表に計上することを求める企業会計基準第9号「棚卸資産の評価に関する会計基準」の規定も軌を一にする。企業がトレーディング目的で保有する資産は、外見的には棚卸資産であっても、転売して換金する以外に保有目的を達成する方法はなく、また事業の遂行を妨げることなくいつでも市場価格での換金が可能であるから、企業価値評価でも金融商品と同様の取扱をすればよい。さらには投資不動産や遊休不動産の時価情報の開示を求める企業会計基準第20号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」も同じであると考えられる。

他方、事業用資産を取得原価で評価することを求める原則規定は、残余利益モデルによる企業価値評価の体系の中で、その合理性についてどのように考えることができるであろうか。この問題の論点を直感的に理解できるようにするため、ここでは前述の第3節(1)で②式として示した残余利益モデルに基づいて、図表5のような仮設例を考える。残余利益モデルとして、①式ではなく②式を用いるためには、自己資本コストだけでなく、当期純利益と自己資本額も每期一定という、よりいっそう強い仮定が必要となるが、それによって議論の本質が損なわれるわけではない。

図表5のAは、原価主義会計のもとでの企業価値評価を例示するために、現時点の株主資本の帳簿価額を500、将来の予想利益を45、自己資本コストを6%とする仮設例が示されている。このとき企業価値は、株主資

図表5 公正価値評価の影響に関する仮設例

A 原価主義の財務諸表		B 公正価値評価の導入	
資 産 700	負 債 200	資 産 800	負 債 200
	株主資本 500		株主資本 500
			評価差額 100

仮設例の前提条件：将来の予想利益は毎期45、自己資本コストは6%
 残余利益モデルを適用した企業価値評価額

$$\text{ケース A : } 500 + (45 - 500 \times 0.06) \div 0.06 = 500 + 250 = 750$$

$$\text{ケース B : } 600 + (45 - 600 \times 0.06) \div 0.06 = 600 + 150 = 750$$

本500に、毎期45ずつ生じる予想利益から、 $500 \times 6\%$ として算定される資本コスト30を引いて得られる毎期15ずつの残余利益を、6%で資本還元して導出した250を加えて、 $[500 + (45 - 500 \times 0.06) \div 0.06 = 500 + 250 = 750]$ と算定される。

次に図表5のBは、事業用資産の一部が公正価値で評価されたことにより、未実現の評価差額によって資産が増額され、それに伴って自己資本も同額だけ増加した状態を表している。このようにして資産・負債の一部ないし全部に公正価値評価が導入されると、資本と利益のデータには次の2通りの組合せが生じる。1つは株主資本と当期純利益の組合せであり、いま1つは時価評価差額も含めた純資産と包括利益の組合せである。価値評価の対象たる株式は、子会社ではなく親会社の株式であり、将来に発行される株式ではなく発行済の株式であるから、純資産のうち非支配株主持分と新株予約権を除外とすれば、時価評価差額の期末累計額である「その他の包括利益累計額」が株主資本と純資産の相違項目となる。また当期純利益と包括利益の差は、「その他の包括利益」すなわち時価評価差額の期中変化額である。したがって残余利益モデルと関連づけた投資意思決定有用性の観点から、会計情報の優劣を定性的に比較するには、利益だけを独

立に考察するのではなく、純資産とも関連づけた評価が必要となる。

この関係を所与とすれば、現行の日本基準に基づく貸借対照表で株主資本と並んで「その他の包括利益累計額」が報告されている以上、これと整合的な利益概念として、当期純利益ではなく包括利益を把握し予想することが不可欠になると思われるかもしれない。しかし残余利益モデルへのインプット情報としては、必ずしもそのような必然性がないことを、図表5の簡単な数値例を用いて示しておこう。

公正価値会計が導入された場合の企業の自己資本は、株主資本と時価評価差額から構成される純資産であり、設例では600と算定される。他方、包括利益の予想額は45とするのが最も合理的であろう。なぜならば、包括利益と純利益の差を構成する「その他の包括利益」に属する項目は、いずれも期中の時価変動額であり、多くの財貨市場が近似的に効率的市場であるならば、将来の時価変動額の期待値はゼロと考えられるからである。あるいは効率的市場でなくとも、財貨やサービスの将来の市場価格を予想することはできないから、投資意思決定に際して時価評価差額の期待値はゼロと考えざるを得ない。

このとき現時点の自己資本600と、予想される包括利益45を基礎とした企業価値は、 $[600 + (45 - 600 \times 0.06) \div 0.06 = 600 + 150 = 750]$ となり、ケースAの場合と等しい。自己資本が500から600へと増加した分だけ、残余利益の現在価値が250から150へと減少した結果、企業価値の評価額は変化しない。すなわち、事業用資産の一部に公正価値評価を導入しても、その他の包括利益の期待値がゼロである限り、残余利益モデルから算定される株式の本源的価値は影響を受けず、また当期純利益は依然としてその情報価値を失わないのである。

資産評価の基準については、これまでしばしば次のような議論が行われることがあった。企業が保有する資産の評価基準としては、公正価値こそ

が理想的な尺度として最大の目的適合性を有するが、多くの場合はその信頼性に疑問があるため、目的適合性を少し犠牲にして取得原価が採用されているという説明がそれである。すなわち取引される市場が存在しなかったり、その市場が完全競争市場ではないような財貨に関しては、公正価値の最も優れた指標となる市場価格が観察可能ではない。したがって無理な推定値でこれを代用すると信頼性が損なわれるから、所定の水準の信頼性を尊重するために取得原価による資産評価が行われているのであり、これによって目的適合性が少し犠牲にされているという理解がそれである。

しかし図表5の数値例は、残余利益モデルによる企業価値の評価という目的から観察する限り、公正価値評価を放棄して取得原価による資産評価を採用しても、決してその目的適合性が損なわれるわけではないことを示している。すなわち資産を公正価値で評価しようと取得原価で評価しようと、企業価値評価額に変化は生じていないのである。

6. 知的財産のオフバランス処理

(1) 資産負債アプローチによるオンバランス項目の拡大

公正価値評価の拡大と並んで、近年における会計基準の変遷を先導してきたもう1つの概念は、資産負債アプローチの進展である。伝統的な利益測定の間接的考え方である収益費用アプローチと対比する形で、資産負債アプローチにつながる利益測定の間接的考え方を明示的に提示することにより、こゝにちの議論の出発点となったのはアメリカの財務会計基準審議会の討議資料(FASB (1976))である。この文献は、概念フレームワーク・プロジェクトの一環として『財務会計と報告の概念フレームワーク：財務諸表の要素とその測定』という表題のもとに1976年に公表された。

そこでは利益測定を支える基礎概念の体系として、次の2通りの見解が識別されている。1つは、収益と費用を中心に位置づけて両者の差額とし

て利益を把握しようとする収益費用中心観（Revenue and Expence View）であり、いま1つは、資産と負債を中心に位置づけてそこから導出される純資産の増加分として利益を把握しようとする資産負債中心観（Asset and Liability View）である。

このように対比すると、両者は概念的には二者択一的に鋭く対立しているようにみえるが、複式簿記を適用した財務諸表の作成を前提とする限り、資産・負債と収益・費用が不可分な連携関係にあることは自明である。すなわち収益と費用の差額として測定された利益は、包括利益まで含めて考えると、資本取引がない限り、資産と負債から導出される純資産の期中変動額と合致する。したがってこれら2つのアプローチの間での選択は、財務諸表の構成要素を定義するに際し、収益・費用と資産・負債のどちらをよりいっそう基本的な概念として先に定義したうえで、全体の連携関係を構成するかという問題に帰着する。

伝統的な収益費用アプローチでは、収益は経済活動によって企業に流入した価値であり、費用はその過程で消費されて流出した価値であると定義されてきた。これに対し資産負債アプローチでは、資産と負債が先に定義され、それらに依存して収益と費用が定義される。たとえば日本の概念フレームワークに沿ってこの関係を簡略化して示せば、資産とは経済的資源であり、負債とはそれを引渡すべき義務であるという定義が先に行われる。そしてこれに依存して、収益は資産の増加や負債の減少を伴って生じる利益の増加項目、費用は資産の減少や負債の増加を伴って生じる利益の減少項目として定義されるのである（第3章の4、5、13、15項）。

収益費用アプローチにおいて用いられる経済的価値の流入や流出という概念は抽象度が高い。これに対して資産負債アプローチにおける経済的資源やその引渡義務という概念は、観察や経験に照らして具体的かつ厳密に理解することが相対的に容易である。このため、たとえば定義に合致しな

い異質項目の混入を防ぐうえでも、資産および負債の方がその有効性を発揮する余地が大きい。したがって財務諸表の掲載項目の純化を通じて会計情報の改善を模索しようとする人々にとって、資産負債アプローチが有効な手段として支持を得てきたことは極めて自然な帰結であったといえよう。

事実、資産負債アプローチは貸借対照表のリアリティを回復するための推進力として作用し、財務諸表によって伝達される会計情報を改善するうえで多くの効用をもたらしてきた。

その第1は、収益や費用の認識に伴う相手勘定として貸借対照表の資産の部や負債の部において将来年度の損益計算のために繰り延べられてきた項目のうち、資産・負債の定義を満たさない項目を排除することにより、財務諸表に掲載される情報を純化したことである。その代表例として、失敗が確定した研究開発活動に関する支出額はもとより、資産の定義に合致しない研究開発支出の費用処理を挙げることができるであろう。

他方、負債に関しても類似の動向が生起しつつある。企業会計原則の注解18が修繕引当金を負債の項目として例示しているのに対し、企業会計基準委員会が2009年9月に公表した「引当金に関する論点の整理」は、国際会計基準37号を引用して、これが負債に該当しない可能性を示唆している。その根拠は、企業が操業の停止や対象設備の廃棄を行う場合には修繕が不必要になるため、修繕の必要性が経済的資源を引き渡すべき義務とまではいえないことである。このほか、かつては負債とされていた繰延割賦利益や新株予約権および在外子会社にかかる貸方差額の為替換算調整勘定も、現在では負債から排除されて、その性質を反映した区分に収容されるようになっている。

第2の効用として、従来はオフバランスとして処理されてきた項目でも、それが資産・負債の定義を満たして測定可能な限り、貸借対照表に資

産・負債としてオンバランス化されるようになったことが挙げられる。その典型例はファイナンス・リース取引に関するリース資産とリース債務の認識や、資産除去債務の負債計上である。また企業会計基準第26号「退職給付に係る会計基準」では、個別財務諸表において遅延認識としてオフバランス処理されてきた過去勤務費用と数理計算差異を、退職給付に係る調整額という項目名で連結貸借対照表に追加計上する処理が求められている。

資産負債アプローチによって導入され推進されてきたこれらの会計処理は、一体となって貸借対照表のリアリティを回復するという大きな効用をもたらしてきたと評価することができる。このため、オンバランス項目の拡大を提案する見解が、国際会計基準を中心としてさらに勢いを増しつつある。そのようなトピックスの中で近年において最も注目を集めているのが、研究開発活動によって形成の途上にあると考えられる知的財産などの無形項目を資産計上する会計処理の可能性である。たとえば、いまだ特許権の取得に至っていないような自社で推進中の研究開発活動の成果や、商標権としては資産計上されていないブランド等の無形項目のオンバランス処理も、繰り返して主張される論点である。

(2) 研究開発成果のオンバランス処理がもたらす影響

研究開発活動の暫定的な成果として形成の途上にある知的財産のオンバランス処理は、残余利益モデルによる企業価値評価にどのような影響をもたらすであろうか。この問題を考察するために、図表5の貸借対照表に知的財産などの無形項目を資産計上した会計処理の結果を、図表6においてケースCとする。

このケースCで無形項目のオンバランス処理によって増加する自己資本の金額150は、図表5のケースBで算定されている残余利益の現在価値

図表6 無形項目のオンバランス処理の影響に関する仮設例

A 原価主義の財務諸表		B 公正価値評価の導入		C オンバランスの拡大	
資産 700	負債 200	資産 800	負債 200	資産 950	負債 200
	株主資本 500		株主資本 500		株主資本 500
			評価差額 100		評価差額 100
			無形項目 150		

仮設例の前提条件：将来の予想利益は毎期45、自己資本コストは6%

残余利益モデルを適用した企業価値評価額

$$\text{ケース A: } 500 + (45 - 500 \times 0.06) \div 0.06 = 500 + 250 = 750$$

$$\text{ケース B: } 600 + (45 - 600 \times 0.06) \div 0.06 = 600 + 150 = 750$$

$$\text{ケース C: } 750 + (45 - 750 \times 0.06) \div 0.06 = 750 + 0 = 750$$

の額であり、資産・負債の時価評価差額を考慮に入れてもなお存続する超過収益力である。したがってその本質は自己創設のれんであるが、このような超過収益力は知的財産によってもたらされていることが多いことから、ここでは自己創設のれんを無形項目として資産計上する会計処理を想定している。

このようにして貸借対照表上で一見して分かるように自己創設のれんの存在が明示されると、将来期間の利益に関する投資者の予想は、変化するかもしれない。しかしこの企業に超過収益力が存在することは、ケースBの場合において、ROEが資本コストの6%を上回って7.5%（ $=45 \div 600$ ）に達していたことにより、投資者の利益予想にすでに織り込まれていたと考えられる。したがって研究開発成果を資産計上する場合の究極の会計処理として、自己創設のれんをオンバランス化しても、予想利益は変化しない可能性が高い。

このとき企業価値は、 $[750 + (45 - 750 \times 0.06) \div 0.06 = 750 + 0 = 750]$ と算定される。超過収益力の源泉となっているであろう知的財産等の無形項目のオンバランス化により自己資本額が600から750へと増加するが、残余

利益がゼロになる結果、企業価値の評価額は変化しない。すなわち、自己創設のれんの評価額をオンバランス化して自己資本に算入しても、将来期間の予想利益が変わらない限り、残余利益モデルから算定される株式の本源価値は影響を受けないのである。したがって企業の超過収益力の源泉となっている知的財産の価値を資産計上しても、将来期間の利益の予測がよりいっそう的確に行うことができるようになるというような影響が生じない限り、残余利益モデルに投入して企業価値評価に用いるための情報として、追加的な効用がもたらされるわけではない。

それにもかかわらず、図表6が示すようなオンバランス項目を拡大する方向での会計基準の変革が行われるとしたら、企業価値評価のために用いられる会計情報には次のような影響が生じるものと思われる。第1に、貸借対照表が示す自己資本情報の重要性は格段に増大する。このことは、研究開発活動の成果のような企業価値の源泉が貸借対照表にオンバランス項目として明示されれば、企業活動のより広い側面が貸借対照表に反映されることになるから、貸借対照表の自己資本額が残余利益モデルへ投入するデータとしてよりいっそう大きなウェイトを占めるようになることを考えれば明らかである。

第2に、将来利益の水準を予測することの重要性が大きく低下する。これまで超過収益力の存否は、予想利益から資本コストを控除して算定される残余利益によって把握されてきた。しかしオンバランス項目が拡大されて自己資本額が大きくなると、それに伴って残余利益の金額自体が徐々に小さくなっていく結果、企業価値評価額に占める残余利益部分のウェイトも小さくなる。したがって重要性が低下した残余利益を把握しても、企業価値評価モデルの適用に際して得られる効用は小さく、残余利益を導出するために将来利益の水準を予想することの重要性は低下するであろう。

しかし利益情報が決して不要になるわけではない。利益情報の存在意義

とも関連して、第3に考えられる影響は、前述のとおり実績利益情報が、超過収益力を評価する観点からは重要性を失うとしても、割引率としての程度の数値を用いるべきかを判断するうえでは、依然として重要であり続けることである。たとえば事後の実績利益が事前の予想利益から乖離する度合いが大きければ、それはとりもなおさず企業業績の不確実性の程度が大きいことを意味している。したがって残余利益モデルに基づく企業価値評価に際しては、割引率として他企業よりも高めの数値を適用するのが妥当ということになるであろう。

このように考えれば、実績利益情報はその水準よりも、事前の予想から乖離するバラツキの程度が重要な意味をもつことになる。当期純利益と包括利益の特性を比較する場合、包括利益に含まれる「その他の包括利益」の項目に起因して、包括利益の方がはるかに大きなボラティリティを有することが繰り返して指摘されてきた。そしてまたこの大きなボラティリティに起因して、当期純利益の方が包括利益よりも持続性や予測可能性が大きく、逆に変動性が小さいという点で、企業価値評価のインプット情報としてよりいっそう優れた時系列特性を有することも指摘されてきた。しかし利益情報について、その水準からバラツキへと視点を転じると、当期純利益と包括利益が異なった利用目的のために適した情報であることがわかる。

7. 利益の区分測定による予測可能性の促進

超過収益力の源泉となる無形項目が貸借対照表に資産計上されていないという意味では、確かにこれはオフバランス処理である。しかしオフバランスの意味を、そのような無形項目の効果が、取引の仕訳などの会計記録として認識されない結果、財務諸表には反映されていないという意味であると解釈すれば、そのような無形項目は決してオフバランス処理されてい

るわけではない。確かに貸借対照表には計上されていないが、その効用は損益計算書の純利益に現れているのであり、それにより ROE が他企業よりも大きいことをもって、投資者はそのような無形項目の存在とそれがもたらす効果を観察することができるのである。貸借対照表での非計上（オフバランス）は、損益計算書での超過利益の計上（オンバランス）によって補完されているといえる。

また前述の第3節(2)で考察したとおり、残余利益モデルの優位性の原因の多くは、モデルへインプットされる情報として、配当やフリー・キャッシュフローよりも発生主義の会計利益の方が、予測が相対的に容易であるという事実から生じていた。

このようにして残余利益モデルでの企業価値評価に際しては、過去から当期までの実績利益をふまえて形成される将来の予想利益が、最も重要な役割を担っていることを考慮すれば、その測定の基礎となる会計基準の良否を判定する重要な視点は、利益の予測可能性の促進への役立ちであると考えられる。

利益の予測可能性を促進するうえで最も役に立っているのは、経常性や反復性を考慮した企業活動の分類に対応するように、収益・費用・利得・損失もその性質に沿って分類し、利益を段階的に区分して測定するように求める会計基準である。たとえば日本の企業会計原則・第二・二（損益計算書の区分）および企業会計基準第25号「包括利益の表示に関する会計基準」は一体となって、少なくとも次の4種類の利益の段階的な区分測定を求めている。営業利益、経常利益、当期純利益、および包括利益がそれである。

営業利益は、企業が本業として営む活動からの利益であり、これに金融活動の損益その他の経常項目を加味して算定される経常利益は、每期反復して生じる性質の損益を集計した金額である。さらにこれに臨時損益と税

金費用を加減した当期純利益は、取引を経て実現した当期の成果として最終的に株主に帰属する利益額とされる。最後に、公正価値評価が求められる資産・負債の時価変動に伴う未実現の損益を含めたものが包括利益である。

このうち将来の会計期間の利益を予測する場合の最も重要な出発点となるのは、経常利益であろう。なぜならば、経営戦略や市場環境に大きな変化がない限り、過去の経常利益は将来期間においても持続すると期待できるからである。しかし残余利益モデルの適用に必要なのは、臨時的な損益や税金費用をも加味した当期純利益の予想データであるから、経常利益を出発点としつつ臨時損益も、その期待値がゼロでない限り数期間の平均値を把握するなどの方法で予測に反映されなければならない。他方、現行の会計基準のもとで、その他の包括利益を構成する項目はすべて、所定の資産・負債の時価変動差額であり、通常その期待値はゼロと想定してよいから、包括利益を予想する必要性は乏しいと考えられる。

このようにして当期純利益の予想に際しては、日本の損益計算書で利益の区分測定によって把握された経常利益が重要な意味をもつことになるが、アメリカ基準でも国際会計基準でも経常利益の区分測定は求められていないことが注目される。おそらくその原因は、実現した収益と費用を経常的項目と非経常的項目に区分する場合に介入しがちな恣意的判断への懸念に由来するものと思われる。

しかし会計基準で経常利益の区分表示が求められていないという事実は、そのような情報に対する利用者の需要が存在しないことを意味するものではない。情報に対する需要がある限り、それを提供する者が出現するのである。そのような典型例として、スタンダード・アンド・プアーズ社がコンピュスタット・データベースに含めて提供するコア利益 (core earnings) の情報がある (Standard and Poor's [2004], pp. 687-691)。同社は会計

基準に沿った公表財務諸表には表示されないこの利益額を独自に算定し、データベースの利用者に提供している。

コア利益は、会社の主要な事業から生み出される税引後利益として定義されており、GAAPに準拠したものとして会社が報告する純利益（ただし非継続事業、特別項目、および会計上の変更の累積的影響額を含まない金額）を出発点とし、所定の項目を調整して算定される。GAAPに基づく純利益計算から排除されるのは、(a)のれんの減損損失、(b)固定資産の転売損益、(c)年金の利得、(d)ヘッジ活動からの未実現損益、(e)M&A関連費用、(f)訴訟や保険金に関する支払額と受取額である。このようにして算定されるコア利益は、日本の経常利益と完全には同一ではないが、非経常的性質を有する多くの損益項目を含まない点で、基本的には経常利益に近い性質を有する。

なお日本の会計基準には存在しないが、アメリカ基準や国際会計基準が、すでに処分済であるか処分を予定して保有中の事業から生じている収益・費用・利益を、それ以外の今後も継続する事業とは区別して表示するよう求めている規定は、将来期間の利益の予測可能性を高める点で非常に有効である。過去には存在しても将来には存在しなくなるので、予測の基礎としては役立たないからである。

このほか、将来期間の利益の予測可能性を高めるような注記情報の提供も重要であろう。会計基準の新設改廃を論じるに際しては、どのような認識と測定の会計基準を適用すれば、利益の予測可能性が高まるかという観点からの考察が不可欠である。

8. むすびに代えて——投資意思決定有用性の社会的効用

本稿では、株式市場での競争を通じて超過的な投資利益を得ようとして投資者が積極的（攻撃的）投資戦略を展開する場合に不可欠となる企業価

値評価モデルの比較検討を通じて、残余利益モデルの優位性を結論づけた。そのうえで、このモデルの適用時に必要となる会計データを生み出すために採用される現行の会計基準の基盤を形成するいくつかの基礎概念の合理性を検討した。

(a) 金融資産と事業用資産を区別し、金融資産は時価評価するが、事業用資産の評価には取得原価を用いるという混合的測定、(b) 研究開発支出の費用処理に起因して生じる自己創設の知的財産などの無形項目が貸借対照表から欠落している現状、および(c) 企業活動の区分に対応した利益の段階的測定から得られる多様な利益情報の表示と、利益の予測可能性を促進することの重要性がそれである。

本稿の最後に、財務会計の基本的理念として投資意思決定有用性を追求することが、個人的利益を超えて経済社会全体にも恩恵をもたらすであろうことを述べて、本稿の結びに代えたい。投資意思決定有用性という概念は、超過的な投資利益を得ようとする個人の金銭的欲望と直結してはいるが、それだけにとどまらない。金融商品取引法が要求するディスクロージャー制度を遂行するために、企業は多額のコストを負担して財務諸表を作成し公表している。しかし投資者が誰も、超過利益の獲得を目指して企業価値評価モデルを実践し、割安株や割高株を見つける努力をしなければ、企業がコストをかけて作成した情報は活用されないまま放置され、その内容が株価形成に反映されることはないであろう。会計情報が示す企業の業績が株価形成に反映され、資金をよりいっそう効率的に利用する企業ほどその株価が高く形成されることによって初めて、家計で蓄積された資金がそれを必要とする企業へと効率的に配分されるための指標として、株価が効力を発揮するのである。

会計情報が具備すべき特性として投資意思決定有用性を尊重することは、投資家個人の利益にとどまらず、企業間での資金配分の効率化を通じ

て、最終的には経済社会全体に効用をもたらすことが認識されなければならない。

引用文献・参考文献

- FASB (1976) *FASB Discussion Memorandum, An Analysis of Issues Related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Elements of Financial Statements and Their Measurement*, FASB. 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。
- Ohlson, J. A. (1995) "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 1, pp. 661-687.
- Penman, S. H. (2007) "Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?" *Accounting and Business Research*, Vol. 37, No. 5, pp. 33-44.
- Standard & Poor's (2004) *Standard & Poor's Research Insight: Compustat North America Data Guide*, McGraw-Hill.
- 音川和久 (2010) 「株価乗数モデルに基づく企業価値評価」桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析』中央経済社, 64-85頁。
- 北村敬子編著 (2014) 『財務報告における公正価値測定』中央経済社。
- 斎藤静樹編著 (2007) 『討議資料：財務会計の概念フレームワーク (第2版)』中央経済社。
- 桜井久勝 (1991) 『会計利益情報の有用性』千倉書房。
- 桜井久勝 (2011) 「利益情報と純資産情報の最適バランスの探求」『国民経済雑誌』, 204巻1号, 1-16頁。
- 桜井久勝 (2011) 「自己形成した無形価値の資産計上の要否」『会計・監査ジャーナル』, 23巻9号, 87-93頁。
- 桜井久勝 (2014) 「資産負債アプローチへの過剰傾斜の弊害」『企業会計』, 66巻10号, 14-20頁。
- 桜井久勝 (2015) 『財務諸表分析 (第6版)』中央経済社。
- 土田俊也 (2010) 「企業価値評価モデルの実証的な優劣比較」桜井久勝編著『企業価値評価の実証分析』中央経済社, 109-158頁。

