

会計利益と株主価値

—過去の成果と株主の機会選択—

亀川 雅人

The Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Stock Return:
Past result and the opportunity for the stockholder

KAMEKAWA, Masato

1. はじめに

所有（資本供給）者と経営者が一致している企業では、会計情報の開示は企業価値に関わらない。所有者と経営者が同一人格であるため、情報の非対称性が存在せず、自らの財産を自らが利用するためである。しかし、会計の役割は無視できない。特定期間で終了する事業であれば、企業家は事業開始前の貨幣資本と終了後の貨幣資本を比較するだけで財産を管理できる。ここでは特別な計算手段を必要としないが、継続企業を前提とすると、企業家は自らの財産を管理するために、会計上の利益や資本の測定が必要になる。このとき、会計上の利益や資本と企業家の財産の関係が問われることになる。

所有と経営の分離、すなわち株主と経営者の人格的不一致は、情報開示を必要条件とする。情報開示がなされなければ株主は財産を託すことはできない。たとえ、企業の不祥事や業績の下方修正情報であろうと、経営者の発信する情報は有用である。情報操作の可能性は、企業の発信情報を割り引いて評価することになり、企業価値を低下させることになる。会計情報は、所有者に対する重要情報のひとつであり、その開示は企業価値最大化の必要条件である。粉飾決算は経営者に対する信任を失う。

しかし、適正な情報開示が、すべて株主の利益につながるとは限らない。戦略上、有用な機

密情報は開示のタイミングを必要とする。投資家は、こうした情報開示の内容やタイミングに関しても経営者に託しているのである。情報の漏洩や垂れ流しは、投資家にとってもマイナス評価である¹⁾。

ところで、経営者は株主の代理人であるが、株主との利害対立関係にもある。経営者は、企業組織の内部情報に対して株主より優位な状態にあり、経営者の有する情報を会計利益という尺度を介して伝えようとする²⁾。経営者にとって好ましい情報は積極的に開示し、隠蔽したい事実は消極的開示となる。経営者の行動が繰り返されるなかで、情報の真偽が試され、投資家による企業評価につながる。株主は経営者の提供する情報以外に、企業を取り巻く多種多様なステークホルダーから情報を入手し、経営者の情報を客観的評価に転換する。これは所有と経営の分離が生み出す情報コストやエージェンシーコストである。経営者の提供する会計情報が、情報の非対称性ゆえに株主のコストを増加させ、企業価値にマイナスの影響を与える。この種の議論は、会計情報の持つ重要な側面であるが、本稿の中心的テーマではない。

問題とすべきは、株主の認識する資本（株式価値）や富あるいは利潤と会計上の資本（純資産）や利益の関係である。両者が異なる尺度であることは明白である。キャッシュフローの期間配分のみならず、実現したキャッシュフロー

と将来キャッシュフローという異なる時間軸で評価する。株主は、会計情報を含む多様な情報から自らの視点で将来を評価する。他方、会計は定められた会計基準によって収益と費用、資産と負債を認識し、資本と利益を測定する³⁾。

両者の相違にかかわらず、会計研究者や実務家の多くは、会計情報が企業価値をリードしており、ルールに則った適正な利益開示が投資家の予想形成に重要な影響を与えると考えてきた。60年代には利益情報の意味や企業価値との関連性を問う実証研究が登場する。それは会計情報が直ちに市場価格に反映するという、市場の効率性を実証することでもある。会計利益の伝達が株価を形成するのであれば、キャッシュフローに無関連な減価償却方法等の変更情報にも株価は反応することになる。しかし、この分析は、注記などで開示される情報を価格に反映させないという意味で、会計利益以外の情報に関しては非効率であることを証明することになる⁴⁾。

幸いにして、この種の会計利益情報の偏重は、証明されてはならず、否定する実証研究も多い。開示された会計利益情報のみで株価はミスリードされず、利益操作や会計方法の選択によって株価を操作することは困難である。むしろ、市場は、会計利益情報以外の多様な情報を利用できるまでに発達していることになる。

一方で、クリーンサープラスを仮定して、会計利益や純資産などの会計情報を用いた株価モデルが注目を集め、多くの研究者による実証研究が行われ、その理論的な検証が行われている⁵⁾。所有と経営が分離するか否かに関わらず、会計利益と株主の富の関係は、この問題に答えねばならない。

本稿は、会計情報と投資家、とりわけ制度会計上の利益と株主の利益（富）の関係を明らかにし、両者の乖離を理論的に考察する。投資家である株主は、企業の将来成果を評価しなければならないが、決算で開示される会計利益は、予測値ではなく実績値である。個々の投資家

は、伝達される事実情報から将来を予想することになる。しかし、実績値としての会計利益は、報告利益の質や調整問題を不問にしても、不特定多数の投資家の売買を通じて形成する市場価値の予想には結びつかないと考える⁶⁾。

株主にとって重要なのは、自らの予想を修正するような会計情報である。予想修正の情報は会計利益の水準でも、その変化でもなく、株主が予想する将来キャッシュフローに変化をもたらす情報を意味している。しかし、この株主の予想修正は、市場価格という集約された情報に対して一義的に適応されるのではなく、個々の株主に影響を及ぼす。市場が不特定多数の投資家による予想形成の場であるとすれば、特定の会計情報が不特定多数の株主を一定方向へ導くという保証はない。新たな会計情報は、個々の株主にとって異なる予想形成に導き、相互に異なる評価が市場の需給というフィルターを通ることで、市場の評価となるのである。

しかし、複雑な市場問題を回避するために、会計利益と株主の富が一致する特殊状況のモデルを想定し、その後で両者が乖離する一般状況を論じる。本稿における会計情報の役割は、個々の株主に計画目標と実現値のギャップを認識させることにあり、意思決定者に行動修正を迫る経営管理情報の提供にある。したがって、会計情報の客観性は個々の株主に有益な情報となるが、集計された市場の客観的価値を示すものにはならないという結論を導く。

2. 会計上の利益と株主の利益

2.1 株主の財産と会計上の純資産

資本主義経済では私有財産制度が確立し、個人は、私有財産を増加させることで、将来の消費生活をより多く享受できる。老後の生活は、基本的には自ら貯えた財産を取り崩して消費することになる。財産の増加が豊かさにつながるのには、基本的に将来消費を想定するためである。企業と家計という2分法の呪縛から解かれれば、人は消費生活のために生産（仕事）活動

を行う。個人の財産は、将来の消費のための貯蓄であり、資本である。資本には多様な定義があるが、生産活動に従事する人々の生活資料という見方がある。すなわち、支出が先行し、一定の時間差を伴って収入を生み出すために、この時間差を埋める役割として資本を考える。将来の消費のために現在の生産活動を維持する生存基金である。この資本は、フローとして新たな生産活動に向けられる純貯蓄である。

個人財産の増加は、純貯蓄としての資本の増加であり、自らの将来消費生活の豊かさを保障するものである。社会全体では、個々人の財産の増加がストックとしての資本蓄積となる。住宅など耐久消費財も、基本的には将来にわたる消費（住生活）により豊かさを享受する。消費生活に豊かさの源泉があるとすれば、財産は将来の消費生活に結び付かねばならない。それゆえ、財産には、明日の消費のための貯えから、引退後の消費生活のための貯えまで多種多様である。それは、フロー概念とストック概念を時間的に連続的な一連のプロセスとして捉えることを意味する。

自給自足経済における財産は、貨幣や貴金属ではなく、明日以降の将来消費のための準備資産であり、生産を行うための生産手段が中心となる。質の高い生産手段の蓄積が将来消費の質量を高め、豊かさの享受につながる。それゆえ、生産手段の質量の増加が財産の増加であり、豊かさの証である。この財産の増加を利益ないし富の概念で捉える。

分業経済では企業と家計の2分法が重要な意味を持ち、生産活動は他人の消費生活を豊かにするために行われる。他人の消費生活に貢献できねば、生産活動の意味はなく、企業としての価値は失われる。他人が欲する財・サービスを提供し、その見返りとして自らの消費生活が豊かになる。企業家（所有者＝経営者）が豊かさを感じるのも、自らの将来消費を想定したものであり、その財産の増減は、他人の消費生活を豊かにできるか否かに関わる。すなわち、企業

家の所有する生産手段（準備資産）が他人の豊かさに貢献できるか否かで、その財産価値が決まる。企業家の財産の増加は、企業の利益とみなされる。

他方、過去の活動やこれまでに準備した諸資産が企業家の将来消費に貢献できないとき、過去は否定され、蓄積された財産は減価する。過去に支出した貨幣額が明示されていたとしても、企業家が主観的に予想する将来貨幣収入（キャッシュフロー）の多寡が企業家の財産価値を決めることになる。財産評価に関する過去と未来の分離である。

株式会社では、所有と経営が分離する。株主は財産の所有者であり、財産を経営者に託す。経営者は他人の財産を管理運営する主体となり、資金力と経営能力の分業が可能となる。経営者は株主のエージェントであるが、株主の欲する製品やサービスのために活動するのではなく、株主を含む第三者の顧客が欲するものを考え、従業員を雇用し生産活動を行う。経営者と従業員の生存基金となる生活資料は、株主が供給する株主の財産により賄われ費消する。しかし、その経営者と従業員の活動が、顧客に必要な財・サービスを提供することで、株主の将来キャッシュフローの増加と結果としての将来消費に貢献することになり、株主の財産価値を高めることになる。つまり、株式会社は、将来にわたる顧客への仕事が株主へのキャッシュフローを期待させることで株主の財産価値を形成する。

株式会社は、株主の財産価値を高めるための制度である。証券市場は、経営者の経営能力を評価し、株主の財産を効率的に運用する機会を提供すると同時に、株主のリスク分散にも貢献する。この制度設計により、これまでと同一の投資機会にもかかわらず株主の財産価値は高まることになる。なぜなら、証券の流動性とリスクの低減が株主の将来消費を安定的なものにするからである。

株主のリスクを低減させる制度設計は重要な

問題である。株式会社と金融市場に関する法の整備が株主の富に影響を及ぼしていることになる。経営者と株主の間に生じるエージェンシー問題やその他の取引コストが株主の富に関わっていることは明白である。会計情報の開示は、株主が託した資本の利用方法を説明し、エージェンシーコストを引き下げる手段である。使い道を示すことで資本調達が可能になるのである。所有と経営が一致している場合には情報開示のコストもエージェンシーコストも発生しない。株主の富に関する諸制度は、投資家を保護しつつ企業の資本調達を円滑に行うための仕組みなのである。

株式会社と証券市場の整備は、これまで主観的な評価対象であった企業の純資産を、証券価格という客観的な市場評価の対象とした。株主に託された経営者は、株主のコストを最小限に抑えつつ、生産手段としての準備資産の価値を高める努力をする。しかし、経営者の努力は一人の個人出資者による評価ではなく、不特定多数の株主による客観的で相対的な評価となる。将来キャッシュフローは、企業を取り巻く様々な環境変化に応じて評価される。過去から現在までの経営者及び従業員の活動に追い風となる変化もあれば、向かい風の環境変化も起こる。日々の環境変化は、新たな情報となり、不特定多数の株主により評価され、株主各人の財産価値を決定する。

市場で成立する株価は、市場に参加する株主の需要と供給（売買）により決まる。主観的な評価とは異なり、株式の売買は取引当事者の正反対の評価が必要である。取引当事者双方が同じ評価をしていた場合には、売買は行われない。企業の内外環境を評価し、売りと判断する株主と買いと判断する株主の売買により株主の財産が決められる。

企業の内外環境の変化に基づく株主財産の価値増減は、会計上計算された過去の収益と費用の差額ではない。企業が所有している資産の合計額とも関係ない。会計利益の多寡に関わら

ず、将来キャッシュフローの期待如何が株主の持分を決定する。株価は将来キャッシュフローを割引く資本コストで決まる。上述の制度設計のみならず、事業リスクや財務リスクに依存する。あるいは、無リスク利率やベータ値に依存する。すなわち、会計利益の増減と株主の財産には直接的な関係が成立しない。

投資家は、入手可能なあらゆる情報を介して投資を行う。会計利益の情報は、将来の予測値ではなく、現在までの事実を定められた会計ルールによって事後的に捉えた実績値である。ルールに依拠した数値を提供することで、投資家に比較可能性を与える。しかし、将来の機会を選択するための比較ではない。過去の実績値を開示し、この事実の上に投資家は将来の機会を選択する。過去の実績値が、投資家の想定した値と異なれば、将来予想に変更が生じるのは当然である。それは数値の多寡ではない。赤字決算でも、予想通りの結果であれば投資家の評価に変更は生じない。黒字決算であっても、想定された黒字か否かが問題となる。会計情報は、一定の期間における活動記録であり、一定時点の活動結果を示す。どのような契約関係に基づき、いかなる活動が行われたのかを集約して表示する。過去の活動が想定していた活動でなければ、現在の結果は想定外のものとなり、将来の予想が変更されることになる。

2.2 将来キャッシュフローと期間損益計算

投資家が予想する将来キャッシュフローは、債権者にとっては元利合計であり、株主は配当（および株式売却時の価額）として認識する。しかし、企業会計の利益情報は、企業が投資したキャッシュフローとその回収を期間損益計算により配分しなおして計算された値である。各期に生じるキャッシュフローをその期間中の収益と費用に配分する。しかし、実際には、一定期間中の収益と費用を対応させることは難しい。営業に従事する人々の人件費や広告費は、今期の売上げのみならず、次年度以降の売上げ

に貢献する活動が多く含まれている。暖簾が創出されるのも、日々の営業活動が将来に影響を及ぼしている証左である。将来の収入が正確に把握されるのであれば、本来は、将来の費用として配分すべきである。研究開発費の費用配分や固定資産の減価償却費、暖簾の償却方法なども収益と費用の期間配分は企業経営により多様である。

会計上、同一の勘定科目で処理される費用も、実際には多様な経営行動の結果である。今日の売上に直接貢献する活動もあれば、3年後を視野に入れた活動もある。会計上のルールにより、多様な経営行動が分類され、異なる期間とリスクの活動を同一の勘定科目で処理しているのである。

それゆえ、収益と費用の時間的な対応関係を個々に把握することは重要である。しかしながら、経営者の予想は恣意的であり、裁量的な評価に導いてしまう。これを開示情報として制度化すれば、投資に際しての比較可能性を犠牲にすることになる。それは会計の意味を問うことでもある。共通の尺度で測定することの意味は、体温や血液検査の数値などと同じく、きわめて重要な役割を持つ。したがって、たとえ正しい評価であったとしても、経営者の将来予想に基づく主観的な測定は、投資家に開示される情報ではなく、経営者の内部情報にとどめておかねばならない。経営者の仕事を評価するのは、経営者自身ではなく、リスクを負担する投資家の役割である。

期間損益計算の問題は、当然のこととして資産評価に関係する。減価償却や暖簾の償却問題は、将来収益に対応させるためのキャッシュフローの期間配分である。しかし、会計上の期間配分は、将来のキャッシュフローではなく、過去に支出したキャッシュフローの期間配分である。株主財産の増減が将来キャッシュフローの現在価値に基づくものであるとすれば、資産評価も同様の基準で測定されねばならない。しかしながら、将来キャッシュフローの予測は、経

営者の主観的な評価に委ねることになる。本質的に不確実性に支配されている将来収益を費用と対応させるのであれば、客観性は担保できない。先に論じたように、すべての費用項目は多様な経営活動の結果をひとつの基準で区分し、特定の勘定科目に分類したものである。たとえば、同一価格で、同一の質量を有する資産を所有していても、企業の利用目的によって資産性は相違する。20万円のPCは、同じ勘定科目に記載されるが、使用目的や使用する従業員が異なることで将来の収益は多様な範囲で実現する。金融資産などを目的に応じて分類する意義はここにある⁷⁾。

もし、会計情報として、企業の所有するすべての資産を将来キャッシュフローの基準で測定し、評価できるのであれば、株主の財産は正確に測定できることになる。しかし、市場で成立する株価と同じく、決算書類は時々刻々と変化させねばならなくなる。株主は、こうした時間とともに変化する市場情報を会計情報に期待しない。したがって、逆説的であるが、会計情報の価値は、資本市場と同一の利益を計算することではなく、会計固有の利益を測定することにある。株主から供給された資本を何に使用したのか重要なのであり、評価をすることではない。

近年では、資本市場を意識した資産評価論が展開されている。金融資産の時価評価、リース会計や減損会計なども、同一枠内の議論である。金融資産は、他の企業の資産を市場評価したものである。他の企業の資産は市場評価に委ね、自社の資産は取得原価で記載するという矛盾は、会計の抱える問題を如実に示している。リース資産のオンバランス化は、所有する建物と賃貸物件の扱いに関する問題を惹起させる。所有権に基づく評価から使用権に基づく評価に変更する場合でも、将来の収益と費用の期間配分は、実際には無限大の種類があり、これが資本市場における企業評価の多様性となっている。会計情報が、いかなる基準で期間損益を分

類するかは、利益計算の変更のみならず、会計情報そのものの意味を変化させることになる。

3. 過去指向ルールと未来指向モデルの数値例

資産は、将来の期待に基づく価値と事後的な事実に基づく評価手法により価値が計算される。既に論じたように、株主の利益は、将来の期待に基づく資産価値の増分を反映するが、会計利益は、観察された取引という事実に基づく事後的な期間損益計算に基づいて会計帳簿上の純資産の増分が計算される。投資に際して事前に期待した投資価値が、事実として事後的に回収されるキャッシュフローを会計上の期間損益計算によって会計利益に変換するわけである。計算された会計利益は、投資資金の部分回収が終了し、リスクから解放されている投資の成果である⁸⁾。

しかし、事前の期待利益が事後的に実現するという意味での利益概念は、会計上の利益のみを意味していない。将来キャッシュフローの期待に基づく株主財産の増分は、配当の受取りや株価の上昇という事実によって利益の実現を認識する。市場で取引され、価格が形成されていることは観察される事実であり、当該投資家が売買しなくとも価格と資産価値が認識できる。株主は購入時点の株式価格と配当を含めた一定期間後の実現価格を比較して、利益と損失の大きさを認識することになる。継続企業の価値を示す株価は、実現した価格であると同時に、その実現価格が将来の期待に基づき評価された市場の期待価格でもある。

本節では、まずリスクのない完全市場を想定し、株主利益と会計利益についての比較を行う。具体的な数値例として、3年間の収益が見込める投資額300のプロジェクトを仮定する。キャッシュフローは年度末に生じ、第1年度末110、第2年度末121、そして第3年度末に133.1を稼ぎ、その都度投資家に分配される。このプロジェクトは完全に独立しており、単一

企業としての市場価格を持つとする。資本コストは10%と仮定し、企業価値300が計算される。これは投資額と企業価値の一致を示している。経営資源の価格が価値を反映する状況にあり、あらゆる投資のNPVがゼロになるためである。しかも、経営資源のいずれの組み合わせでも、個別価値の合計を上回ることにはない。すなわち、資産価値の合計が企業価値になるため、初期状態では会計帳簿上の総資産価値（取得原価）と企業価値は等しい。

リスクがゼロであるため、資産は予定された3年間のキャッシュフローを生み出し、耐用年数が終了すると価値がゼロとなる。したがって、耐用年数の3年は、経済的な寿命を完全に反映する経済的減価償却期間である。将来キャッシュフローを稼得する能力に基づき資産価値を評価し、その資産価値の減価分が経済的減価償却費となる。このような条件を設定した上で、会計上の帳簿価値と市場価値の乖離が生じる理由を順次考察することにする。

3.1 会計利益と株主利益の一致

最初に、会計上の減価償却と経済的減価償却の比較から始める。表1は、帳簿価値と市場価値の乖離が存在しない状況である。会計上の減価償却と経済的減価償却が一致しているという想定である。現在の列は、300のキャッシュアウトフローに対して、資産300が購入された状況である。市場で購入される300の資産は、300の企業価値に一致している。

リスクのない世界における資本コストが10%であるため、300の資産は30の利益を稼ぐことになる。これは第1年度末に実現する投資家の利子（株主利益）である。予想キャッシュフローと実現するキャッシュフローは110であるため、企業価値の減少分は80ということになる。この減少部分は、投資家に対する元本償還部分に相当する。当然、投資家が受け取るキャッシュフローが30のみであれば、企業価値は減少しないことになる。元本を返済しない限

会計利益と株主価値

表 1

	現 在	第 1 年度末	第 2 年度末	第 3 年度末
Cash Flows	- 300	110	121	133.1
利子 (株主利益)		30	22	12.1
減価償却		80	99	121
企業価値	300	220	121	0
帳簿価額	300	220	121	0

表 2

	現 在	第 1 年度末	第 2 年度末	第 3 年度末
Cash Flows	- 300	110	121	133.1
株主利益		30	22	12.1
経済的減価償却		80	99	121
会計的減価償却		100	100	100
会計利益		10	21	33.1
企業価値	300	220	121	0
帳簿価額	300	200	100	0

り、80 は再投資され、300 の資産価値が維持されるためである。

第 2 年度は、220 の資産が 10% の利益率で運用され、22 の利益を稼ぐことになる。ここでも 121 が投資家に支払われるため、企業の資産価値は 99 の減少となり、期末の資産価値は 121 となる。3 年目は、121 の資産が 10% で運用され、12.1 の利益を稼ぎ、投資家に 133.1 を支払うことで企業価値がゼロとなる。

3.2 キャッシュフローの期間配分

さて、会計上の利益と株主の利益が乖離する大きな理由にキャッシュフローの問題がある。キャッシュフローと会計上の期間損益計算が一致するのであれば、そもそも会計学の学問としての意義は小さなものとなる。会計学に固有の解釈に基づいて取引を分類する意味がないからである。したがって、両者に乖離があることに会計学の価値がある。両者の乖離を大きくするのは減価償却である。表 2 では、減価償却を会計ルール (定額法) で行った場合の利益及び資産価値の乖離を確認している。

経済的減価償却は表 1 と同じであるが、定額

法の会計的減価償却は毎年 100 を計上し、結果として帳簿上の資産価額は初年度と最終年度末以外は一致しない。もちろん、株主の利益と会計的利益も乖離する。会計利益は償却費の評価により第 1 年度末と第 2 年度末には過小評価となり、帳簿資産価額も過小評価となる。株主利益が漸減するのに対し、会計利益は漸増しており、正反対の方向を示している。継続企業の場合にも、償却費の相違によって、両者は乖離し続けることとなる。この当然の乖離を市場が認識できないと考えるのは合理的ではなからう。市場とは、会計や財務に関する専門的知識を有する人々を含む投資家の集合である。

3.3 運転資本の投資評価

次に、減価償却の対象とならない運転資本への投資プロジェクトを考察する。このプロジェクトは、サービス業であり、手数料収入が事業収益である。現預金も、在庫や固定資産を所有しないものとする。現在 300 を支出し、3 年間にわたり表 2 と同様のキャッシュフローを稼ぐ計画である。初年度の投資対象は、その支出すべてが営業の準備にかかる費用であり、開業費

である。繰延資産として処理せずに、一括費用計上すると表3になる。資本コスト10%であれば、現在の企業価値は300であるが、初年度の帳簿資産の価値はゼロである。しかし、株主利益や株主の持分は、表2と同様に減価していく。そして、株主利益と会計利益の大きさは、表2と同じく反対方向に動いている。したがって、企業価値と帳簿の資産価値は一致しない。

開業費や創業費の処理方法を変更し、定額償却しても、当然のこととして両者の乖離は発生する。再び問うが、この乖離を市場が認識できないとは考えられない。抜け目のない投資家がいれば、裁定取引が発生するはずである。

3.4 投資の回収期間に関する評価

次に3年後にはじめてキャッシュフローが生じる現在価値300のプロジェクトを考察しよう。投資対象は表1と同じ3年間の耐用年数を持つ固定資産だが、表4にあるように、開業後2年間は配当に相当する利子も元本償還も行われない。キャッシュフローおよび収益の発生はないが、株主の持分は時間の経過とともに増加

し、第3年度末に持分のすべてはキャッシュフローとなり、株主は399.3を受け取る。他方、会計上は第1期末、第2期末と赤字決算となり、帳簿上の資産価値は第1年度末に200、第2年度末に100と減価している。

この事例は、創業時の企業や事業に多くみられる。とりわけ、初期の投資額が大きいプロジェクトは、回収期間が長期化するため、事業が軌道に乗るまでの間は赤字を計上することになる。会計上の赤字を計上している場合でも、株主利益は増加し、株主の財産は増加することになる。そのため、第1年度末と第2年度末の経済的減価償却は減価償却とはならず、経済的な価値増加を示している。括弧で示したのはそのためである。

会計上の赤字決算が企業価値を減少させるとすれば、会計情報の影響力は相当に強いことになる。しかし、現実の市場では、会計上の赤字と黒字に惑わされることなく、ファンダメンタルを評価しようとするのである。

表3

	現 在	第1年度末	第2年度末	第3年度末
Cash Flows	- 300	110	121	133.1
株主利益		30	22	12.1
経済的減価償却		80	99	121
会計利益	△ 300	110	121	133.1
企業価値	300	220	121	0
帳簿価値	△ 300	△ 190	△ 69	64.1

表4

	現 在	第1年度末	第2年度末	第3年度末
Cash Flows	- 300	0	0	399.3
株主利益		30	33	36.3
経済的減価償却		(30)	(33)	363
会計的減価償却		100	100	100
会計利益		△ 100	△ 100	299.3
企業価値	300	330	363	0
帳簿価値	300	200	100	0

3.5 財務レバレッジによる乖離

最後に、財務レバレッジの効果を考察してみよう。周知のように、負債利用の増加は、レバレッジ効果によって当期純利益に影響を及ぼす。しかし、レバレッジと企業価値は、法人税や倒産コスト、エージェンシーコストなどを考慮しない場合、伝統的なMM命題における無関連命題が成立する⁹⁾。本節ではMM命題の成立を前提に、具体的数値例を使って考察してみよう。ただし、ここでは減価償却などの問題は不問にし、すべて経済的減価償却と一致すると仮定して構わない。

総資産が100で、加重平均資本コスト(WACC)10%の企業を想定する。企業が将来にわたり稼得する毎年の総キャッシュフローは10である。したがって、帳簿総資産と企業の市場価値はともに100である。MMの世界では、資本構成に関わらず企業価値は一定であるため、負債を80から20に減少させ、逆に純資産を20から80に増額しても企業価値に変化はない。前者を企業80、後者を企業20とする。負債コストを5%とすると、企業80が債権者に支払う利息は4、株主の純利益は6となる。他方、企業20の支払利息は1で、株主の純利益は9である。企業20は、純資産が4倍になり、純利益は50%増加する。投資家は、会計利益の変化から純資産の価値(株価)を評価することになる。なぜ会計利益の50%増が株主財産の4倍の増加につながるのであろうか。

負債コストが1%に低下すると企業80の支払利息は0.8、純利益は9.2、企業20の支払利息は0.2、純利益は9.8となる。企業80から企業20への変更により、純資産は先と同じく4倍であるが、純利益は6.5%程度の増加に過ぎない。先と同じように、今度はわずか6.5%の会計利益の増加により株主の財産を4倍に増加させる。

この議論で分かることは、会計利益の増減のみを観察しても、直接的には株主の財産の増減と結び付かないということである。MM命題

から理解されるのは、株主資本コストの変化であり、会計利益が等閑視するリスクが株主財産にとって重要な要因であることを改めて認識させる。これは将来キャッシュフローと過去のキャッシュフローの期間配分という相違に原因がある。前者はリスクを伴い、後者は実現値としてリスクから解放されているのである。

本節では、現時点で将来を観察する場合を想定した。会計利益と株主利益は、会計ルールによる測定と将来キャッシュフローの資本還元という株価モデルから予見された問題である。したがって、この種の会計利益の変化を不特定多数の投資家が認識できないと考えるのは不自然である。過去指向と未来指向の相違は、既に明らかである。こうした理解に基づけば、会計利益の変化が株主の利益や財産に影響を及ぼすと考えることはできない。

4. 期待値と実現値の乖離

事後的な資産評価では結果が実現しているためにリスク問題は無視できる。しかしながら、事前的な資産評価は、将来キャッシュフローの現在価値計算におけるリスク評価が中心テーマとなる。

株価が成立して、株主の財産が確定する時点は、将来キャッシュフローとリスクの確定時点である。株価は時々刻々と変動するが、リスク評価に変更がない場合、期待株価は一定である¹⁰⁾。将来の発生が予見される様々なイベントが価格に織り込まれており、予想イベントに変化が生じない限り、たとえ株価が事後的に変動するとしても、事前評価に変更はない。こうしたリスクを所与とする仮定は、一定の資本コストを仮定することで、確実性下と同様の議論ができる。

もちろん、現実的には、企業は新たな投資決定をするたびにビジネスリスクを変化させる。したがって、リスク変化を伴わない企業評価など意味がない。会計上の利益や資産評価は、リスクを排除することで、事後的な測定に特化し

てきた。この意味は、機会選択ではなく、終了した結果を問題としているということである。本節では、リスク変化による株主財産の変動を問題にする。

4.1 予想キャッシュフローの質量変化

表 5 では、内外の環境変化により将来キャッシュフローの質量を変化させる状況が仮定されている。ここでは時系列によりリスク変更を伴う場合を想定する。第 1 年度末の実現時点で当初予想された 10% の利益率が 20% に上方修正され、この時点で資本コストも 20% に改定されるとする。

第 1 年度末の株主利益は 30 から 60 に増加し、企業価値も 220 から 240 になる。第 2 年度末は、株主利益が 22 から 48 に、企業価値は 121 から 144 にそれぞれ増加し、第 3 年度末の株主利益は 12.1 から 28.8 に増加して、株主の持分はゼロになる。株主は第 1 年度末にはキャッシュフローの質量変化を清算し、自らの財産を確定さ

せている。第 2 年度末と第 3 年度末は、清算後の株主財産に基づいて期待される株主の利益と財産を評価した値である。

こうした株主の財産及び利益の変動に対し、会計帳簿の価額は変化しない。会計利益は、これまでと同じく、株主利益と反対の動きをすることになる。両者が反対の結果を示すことで、投資家が誤った投資をするのであれば会計利益は株主に負の影響を及ぼすことになる。しかし、会計情報以外の情報を織り込む効率的市場が機能していれば、あるいは、会計利益の測定ルールを知るものが市場に参加してさえいれば、投資家は誤った誘導をされないであろう。

4.2 市場機会の変更

次に、キャッシュフローの予測は変化しないが、市場機会に変更がある場合を想定しよう。市場全体の利益率が高まり、資本コストが上昇する場合である。表 6 では、キャッシュフローが同一のまま、第 1 年度末に資本コストが 20

表 5

	現 在	第 1 年度末	第 2 年度末	第 3 年度末
当初予想 CF	- 300	110	121	133.1
変更後 CF		120	144	172.8
株主利益		60	48	28.8
経済的減価償却		60	96	144
会計的償却		100	100	100
会計利益		20	44	72.8
企業価値	300	240	144	0
帳簿価額	300	200	100	0

表 6

	現 在	第 1 年度末	第 2 年度末	第 3 年度末
Cash Flows	- 300	110	121	133.1
株主利益		3.26	38.65	22.18
経済的減価償却		106.74	82.35	110.92
会計的償却		100	100	100
会計利益		20	44	72.8
企業価値	300	193.26	110.92	0
帳簿価額	300	200	100	0

%に上昇する場合を考察する。

第1年度末の環境変化により、当該プロジェクトの相対的な価値が低下することになる。第1年度末の企業価値は、第2年度末の121と第3年度末の133.1を20%の資本コストで割引き、193.26になる。第1年度末のキャッシュフローは110のままであるが、株主の財産は予定された220から26.74の減少である。すなわち、株主利益は、30の予定が3.26に減少したことになる。

株主は、この時点で損失を認識し、自らの勘定を清算することになる。損失は確定し、第2年度末以降は変更後の資本コスト20%で企業を評価し、自らの利益と財産を認識することになる。反対に、資本コストが10%から5%に低下すれば、同一のキャッシュフローに対して株主利益は増加し、財産の増加を認識する。

しかし、こうした株主利益の大幅な減少に関わらず、会計利益や帳簿価額は当初の予定通りであり、変更は生じない。ここでも市場は、会計利益や会計上の純資産の値に依拠して株主利益を算定していないことは明らかである。

5. むすび

会計利益と株価の関連性を問う実証研究は多い。しかし、決算で報告される会計利益は、未来を占うものではない。各期の会計利益は、一過性の売上の増減や一時的な損益が計上されており、将来のトレンドを示す値にはならない。仮に、将来のトレンドが計測されとしても、環境を所与としたトレンドである。所与の環境とは、自社を含めて新たな情報が入手されない静態的な社会である。情報に変化がなければ、当初の資源配分を変更する必要がなく、資本市場の存在理由もない。それは、会計情報の開示そのものの価値を失う状況でもある。それゆえ、会計情報を利用した株価モデルは、その実証研究の結果に関わらず、そのいずれもが資源配分という重要な問題を見失っている。内外環境の変化によるリスク・クラスの変更や新しい

イベント情報により価値は変更しなければならない。この情報による資源配分機能こそが資本市場の役割である。

重要なことは、会計利益として認識される値は、企業評価に結びつかないということである。会計情報は、過去の経営行動の多くを会計上のルールによって分類し、勘定科目にして分析対象にする。分類ルールの策定は、必ず分類のための目的がある。同じ事実でも、認識目的が異なれば、異なる側面が強調される。株主利益の測定が目的であったとしても、過去の期間損益と純資産の増分の測定は、株主財産の市場価値を測定するものではない。

会計的アプローチでは認識できない活動や事実が存在する。それゆえ、ルールが確立し、ルールに基づいて分類すると、異なる視点で見るとべき行動の本質が失われる。とりわけ、今期の意思決定や活動が及ぼす将来への影響は、会計情報から一意的に読むことのできない情報であり、投資家の評価に委ねられる。3年後の売上のための活動は、今期の費用で処理されることで、その行動は評価できなくなる。期間損益計算のルールで処理された情報は、企業経営の目指すべき行動を隠すことになる。しかし、この情報の隠蔽は、制度会計として開示すべき情報価値を高めることになる。すべてに答える情報は、何も応えない情報と同じである。

目的別分類は、対象を認識するための科学的な手続きである。多数派が占める会計学は、株主の財産価値を反映することを目的に会計事象を認識する。経営者が株主の代理人であるという前提に基づき、経営者の意図による分類が行われる。しかし、経営者の目的が株主の目的と合致しているとは限らない。会計情報を詳細に分類したとしても、経営者と株主の間には情報の非対称性が存在するし、環境認識も相違するはずである。株主の役割が、経営者の戦略評価であるとすれば、経営者視点の会計情報を緻密なものとしても、それが株主の財産評価に近づくとは限らない。過去情報と将来情報が一体と

なり、取得原価と市場価値が混然一体となって同居する。

この複雑に分類された情報は、株主の財産を評価するために工夫されてきたのだが、不特定多数の株主の財産価値を会計情報という特殊な情報によって認識することはできない。所有と経営の分離は、会計情報の開示を必要としたが、分離により会計情報の本質的役割が見え難くなった。本稿は、会計情報の役割を確認する意味で、所有と経営が一致する単純な問題として考察した。基本的な結論は、過去と将来の情報である。過去情報は結果であり、取り返すことのできない埋没費用である。将来情報は機会費用であり、意思決定のための概念である。

過去の活動を事後的に評価した会計情報には、将来につながらない終了した活動と将来につながる継続的活動が含まれている。しかし、将来につながる活動も過去の活動であり、選択可能な活動ではない。選択肢となるのは、これからの組織変革や新たなビジョンの設定、人々のやる気など、将来を期待する情報である。過去の結果を財産と考え、過去に拘束されると、経営者としての将来の意思決定ができない。

経営者の意思決定は、過去との決別である。経営者は内外環境情報を収集し、将来キャッシュフローを予想して投資価値を推定し、現在の資金を投資するか否かの意思決定を行う。過去の投資の結果と将来の投資は峻別しなければならない。経営者は、意思決定時点で投資目的の実現可能性を見極めるため、予算として会計情報を利用する。予測と実現値の乖離は、投資の清算プロセスである。それはPDCAサイクルのための会計情報の意義である。株主と経営者が人格的に一致している場合、経営者のPDCAサイクルは、株主の過去の財産を清算して、新たな財産形成のための意思決定をすることになる。

こうした会計情報の役割は、所有と経営が分離しても変化しない。個々の投資家は、会計情報から自らの予想値と実現値の乖離を評価し、

投資判断を清算する。継続する投資活動の途中経過が会計利益として測定される。一部は株主に配当として分配され、その他が企業に留保される。配当される利益は、新たな株主には無関係であり、彼らに請求権はない。したがって、評価の対象ではない。利益が全額配当として支払われれば、利益そのものは新たな株主の財産を形成しない。他方、留保された利益は、現金形態のみならず、多くは事業用資産に再投資され、将来キャッシュフローの評価につながる。留保利益の大きさが財産価値を示すのではなく、留保利益が新たな投資決定につながり、株主の財産を決めるのである。

株主を含む投資家は、常に資産評価を行い、自らの投資評価を清算し、再び投資の意思決定を行う。個々の投資家は、各々が会計情報とその他の情報を利用し、主観的な判断で投資する。各時点の株価は、個々の株主が新情報をめぐり、売りと買いという正反対の判断をした結果である。その他の情報を所与とすれば、結果として成立する市場価格は、不特定多数の投資家がひとつの会計利益を多種多様に解釈した結果であり、過去の会計利益からあるべき理論価格を導くことはできない。会計情報は、個々の投資家の機会選択に役立つ部分情報であるとしても、投資家すべてに共通の方向性を与える投資情報ではない。

しかし、会計情報の役割を限定的に捉えることは、その価値を損なうものではない。会計情報は不特定多数の株主の財産を予測するものではないが、個々の投資家にとってはPDCAサイクルを回す重要情報である。PDCAは、任意の人為的な期間設定が必要である。継続企業における人為的期間の設定は、過去および現在の活動と将来の活動を切り離す作業であり、そのことが会計情報及び会計学に固有の価値を作り出しているのである。

企業は株主を中心とした投資活動により存在する。投資対象としての企業評価は、社会における仕事の評価である。それぞれの時点で成立

する諸種の環境条件の中で、人間がどのように仕事に取り組むかを評価することである。仕事の価値は、過去の人間行動と未来の人間行動を現在および将来の環境情報とすり合わせて評価しなければならない。過去の活動は、将来につながるときに価値を持つ。それは相対的な評価であり、会計情報以外の異なる測定手段、すなわち、人間や組織を評価することが有益である。

注

- 1) 経営者の発信する情報が特別な価値を持つイベントであれば、市場は情報発信と同時に価値評価に織り込む。株価は、その都度上下する。しかし、情報が常に開示されている場合には、市場は緩やかに評価の変更をし続けるであろう。
- 2) 会計情報の測定には、経営者の主観と裁量が含まれる。客観性のみ担保するのであれば、裁量の余地をなくすような会計基準を策定し、監査人が情報を開示すれば十分である。この考え方では、経営者は、会計情報を通じて株式市場にメッセージを伝えようとしていることになる。投資家に有用な情報は会計基準の裁量的な測定方法に宿っていることになる。斎藤 (2010) 10～11 ページ参考。
- 3) 貸借対照表は、資産と負債の評価により利益を算出し、損益計算書は収益と費用の計算によって利益を測定する。両者は一致するように工夫されているが、収益・費用アプローチと資産・負債アプローチでは、利益の測定に関する考え方が異なる。そのため、一方のアプローチを採用すれば、他方の概念に合致しない値を処理しなければならない。収益・費用アプローチを採用するとキャッシュフローの期間配分による新たな資産や負債の概念が必要になるし、資産・負債アプローチを採用すれば投資の成果に関係のない評価損益などが、計算される利益(包括利益の計上)に大きな影響を持つことになる。斎藤 (2010) 44 ページ参考。
- 4) Cf., Ball & Brown (1968), Archbald (1972), Beaver & Dukes (1973). 斎藤 (2010) は「会計のルールは、事実をとらえるための擬制を社会的に制度化したものでしかない。それは歴史を超越した固定的な規範ではありえない。」(207 ページ) という。制度の変更は、測定される費用や収益が変わり、資本や利益が変化する。会計利益に株主の富が関係するとすれば、制度変更は株価を変化させることになる。
- 5) Ohlson (1995) によるモデルが代表的である。近年では、会計情報と株価の時系列変化を検証した研究が多い。しかし、貸借対照表の簿価と株価の関連性は強いが、損益計算書の利益情報は低下しているという。Collins et al. (1997) や Francis and Schipper (1999) などを参照せよ。株価と会計利益の関連性に関する研究は多い。代表的なものには、Barth et al. (2001), Holthausen and Watts (2001), Kothari (2001), Beaver (2002) などがある。薄井 (2003) は、オールソン (Ohlson) モデルのフレームワークを用いて、1965 年から 2001 年までの東証に公開する 531 社のサンプルで、当期利益と株主資本が株価に関連することを証明している。しかし、この証明により利益額や株主資本情報が株価水準を評価することを意味していないし、予想の修正は予想評価額の算定ではない。会計利益の額や変化率を説明変数とする実証研究が一定の成果を得たとしても、それは被説明変数と説明変数の関係の高低であり、株価の予想との因果関係を論証するものではない (Cf. Ohlson and Shroff (1992), Warfield and Wild (1992), Ball et al. (1993), Strong (1993))。
- 6) 市場は、キャッシュフローの予想に影響しない情報には反応せず、予想キャッシュフローに織り込まれていない情報に反応する。予想キャッシュフローに影響する情報は多様である。会計情報であっても、投資家が知らない情報を含んでいる限り株価は反応する。効率的市場というのは、新たな情報に対して直ちに反応する市場である。しかし、いずれの情報も将来予想に利用するかぎり、確実な情報ではない。したがって、効率的市場は資産を正しく評価する市場ではなく、資産評価のための情報を織り込む市場である。会計学研究における効率的市場の実証は、新たな会計情報が株主の資産評価を変更させる情報か否かを問うのである。
- 7) 企業はその目的とする事業活動のために資産を所有する。事業用の資産とは、事業の活動により収益を上げることが目的であり、収益の実現時点で損益を計上することになる。企業が事業を営む以上、その所有する資産は、事業活動に用いられる。しかし、同一の事業用資産であっても、金融資産として購入した場合は目的に応じた処理となる。
 売買目的の金融資産投資は、時価変動を期待した取引であるため、資産価格の上昇時点が実現値となり、これを利益として計上する。当該事業の収益が実現したか否かには無関係であり、

市場環境の変化などによって損益が発生することになる。他方、自社の事業目的として子会社及び関連会社の株式を所有する場合や満期保有目的の債券は、時価の変動を期待していないために時価評価の対象としない。持ち合い株などは「その他有価証券」に分類されるが、値上がり益を期待しないにもかかわらず、売却可能性の観点から、時価で評価することになる。このように投資の性格で時価評価の基準を決めているが、目的別分類は、同一行動を異なる目的で行った場合に異なる処理を必要とし、異なる会計利益を計上させることにつながる。

- 8) 『財務会計の概念フレームワーク』により捉えられた会計上の純利益の概念は、「リスクから解放された投資の成果」とされる。斎藤 (2010) 49～66 ページ参考。
- 9) Modigliani and Miller (1958).
- 10) サイコロは、振る度に 1 から 6 までの目を出す。それぞれは相互に独立な関係であり、期待値は 3.5 と一定の値をとる。サイコロの目の期待値は、何度振った後でも変わらない。

参考文献

- Archbald, T. R. (1972), "Stock Market Reaction to Depreciation Switch-Back," *Accounting Review*, Vol.47, No.1.
- Ball, R. & P. Brown (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2.
- Ball, R., S. P. Kothari and R. L. Watts (1993), "Economic Determinants of the Relation between Earnings Changes and Stock Returns," *Accounting Review*, Vol. 68, No. 3, July.
- Barth, M. E., W. H. Beaver and W. R. Landsman (2001), "The Relevance of the Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, Nos.1-3, September.
- Beaver, W. H. (2002), "Perspectives on Recent Capital Market Research," *Accounting Review*, Vol.77, No.2, April.
- Beaver, W. H. & R. E. Dukes (1973), "Interperiod Tax Allocation and Delta Depreciation Methods: Some Empirical Results," *Accounting Review*, Vol.48, No.3.
- Collins, D. W., E. L. Maydew and I. S. Weiss (1997), "Changes in the Value - Relevance of Earnings and Book Values Over the Past Forty Years," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24.
- Francis, J. and K. Schipper (1999), "Have Financial Statements Lost Their Relevance?" *Journal of Accounting Research*, Vol.37, No.2, Autumn.
- Holthausen, R. W. and R. L. Watts (2001), "The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1, Nos.1-3, September.
- Kothari, S. P. (2001), "Capital Market Research in Accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31, No.1, Nos.1-3, September.
- Modigliani, F. and M. H. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *American Economic Review*, 48.
- Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2.
- Ohlson, J. A. and P. K. Shroff (1992), "Changes versus Levels in Earnings as Explanatory Variables for Returns: Some Theoretical Considerations," *Journal of Accounting Research*, Vol.30, No.2, Autumn.
- Strong, N. (1993), "The Relation between Returns and Earnings: Evidence for the UK," *Accounting and Business Research*, Vol.24, No.4, Winter.
- Warfield, T. D. and J. J. Wild (1992), "Accounting Recognition and the Relevance of Earnings as an Explanatory Variable for Returns," *Accounting Review*, Vol.67, No.4, October.
- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社。
- 石塚博司編 (2005) 『会計情報の現代的役割』白桃書房。
- 薄井 彰 (2003) 「利益情報と資産情報の株価関連性」経済産業省『新会計基準の設定が企業経営と経済システムに与えた影響に関する実証分析』。
- 大日方隆 (2002) 「利益、損失および純資産簿価情報の Relevance (1) 一年度別クロス・セクション分析」東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター CIRJE ディスカッション・ペーパー、CIRJE-J-83。
- 大日方隆 (2002) 「利益水準と増減益情報の Relevance (1) 一年度別クロス・セクション分析」東京大学 COE ものづくり経営研究センター MMRC Discussion Paper, No.118.
- 亀川雅人 (2009) 『ファイナンシャル・マネジメント』学文社。
- 斎藤静樹 (2010) 『企業会計とディスクロージャー (第 4 版)』東京大学出版会。

*本論文は、文部科学省の平成 21 年度戦略的研究基盤

会計利益と株主価値

形成支援事業「ビジネスクリエーターが創るインテリジェント・デザイン型企業・組織と人材育成手法の実践的研究」の一部である。会計情報は、国際会計基準（IFRS）の適用により、国境のない共通情報となる。会計数値の情報が、企業や組織への資源配分に影響を及ぼすとなれば企業や組織の価値評価が変化することになる。しか

し、会計情報には、リスクから解放された過去情報であり、将来の人間と組織の行動能力を評価する枠組みがない。多種多様な環境情報から価値を抽出するインテリジェント・デザイン型企業・組織は、会計情報に依拠した資源配分に慎重になるはずである。