

論 説

残余利益分析と財務諸表

村 瀬 儀 祐

はじめに

1. 残余利益分析モデル
2. 残余利益分析のための財務諸表と包括利益概念
3. 財務諸表の連携
4. 損益計算書とサステイナブル利益
5. 会計選択と企業価値
6. 残余利益分析と会計基準

おわりに

はじめに

損益計算書を中心に財務諸表モデルが大きく変わろうとしている。今日の財務諸表モデルの変化を促したのは、新しい企業価値評価理論の出現である。すなわち、「残余利益分析 (residual earnings analysis)」もしくは「超過利益分析 (abnormal earnings analysis)」と呼ばれる企業価値評価モデルの出現は、近年の会計理論研究において「最も重要な発展の一つ」¹⁾とされており、財務諸表モデルのあり方そのものに大きな影響を及ぼしている。本稿は、残余利益分析による企業価値評価モデルがどのような財務諸表を必要としているのか、それが今日の会計基準設定に如何なる影響を及ぼそうとしているのかを検討する。あわせてそのような制度変化の性質について検討を試みるものである。

残余利益分析による企業価値評価モデルを検討するのに、ペンマン（Stephen H. Penman）の理論を取り上げる。ペンマンは、残余利益分析モデルの有用性を主張する有力な論者であるとともに、詳細かつ簡明なテキスト²を表してこのモデルの普及に勤める伝道者でもある。残余利益分析モデルについての制度的性質を検討するうえで、これに勝る論者はいない。

1. 残余利益分析モデル

ペンマンは、株価が企業価値に基づいて適正か否か分析（ファンダメンタル分析）するにあたって、財務諸表を全面的に活用しようとする。株式の「本原価値（intrinsic value）」、すなわち株式のペイオフに関する情報によって正当化される価値の発見のため、財務諸表を活用する。

まず企業価値の評価にあたって、評価の対象となるのは価値を付加する企業活動である。企業の活動には、次の3つの領域がある。

(1) 営業活動（operating activities）：製品やサービスを生み出すのに労働と材料を資産に結びつけ顧客へ販売し、顧客から現金を回収する活動。

(2) 投資活動（investing activities）：経営に活用する資産を取得するために、調達資金と経営過程で得られた資金を振り向ける活動。

(3) 金融活動（financing activities）：持分と債務によって企業への資金調達を行い、また株主・債権者に対して現金を戻す活動。

この3つ企業活動のうち、企業価値を生み出すのは営業活動と投資活動であり、金融活動は価値を生み出さない。そのために、企業価値分析においては、営業活動・投資活動（価値を生み出す）と金融活動（価値を生み出さない）とは、区別しなければならない。

「評価されるべきものは何かを理解するためには、企業において価値を生み出すものは何かを理解しなければならない。価値は、株式の発行や再購入、配当支払いや借入といった金融活動からは生み出されない。むしろ価値は投資と営業の活動から生じる。したがってアナリストは、これらの活動に関係するものの予測に関心を向ける。」³

企業価値の評価にあたって、「残余価値 (residual earning)」概念を軸にして評価モデルが設定される。残余利益とは、「包括利益 (comprehensive income)」から「必要リターン (required return)」を控除したものである。

包括利益とは、資本主からの投資と配当を除いた期間中の純資産の増加額のことである。必要リターンとは、「投資家がリスクと貨幣の時間価値を償うのに必要とするリターンのことであり」⁴、「資本コスト」に相当するものであり、期首持分 (普通株式持分) の簿価に対して必要リターン率 (required rate of return) を乗じて求められる。一般に必要リターン率は、資本資産評価モデル (capital assets pricing model) によって算定されたものが用いられる。したがって残余利益は、以下のように表される。

$$\text{残余利益} = \text{包括利益} - (\text{必要リターン率} \times \text{期首持分簿価})$$

今、400ドルの期首投資をもって1年間で終了するプロジェクトを想定する。資本コストに関わる必要利率は10パーセントとする。このプロジェクトについて10パーセントの利益、40ドルが得られると予測すると、残余価値はゼロ ($\$40 - (0.10 \times \$400) = \$0$) となる。もし12パーセントの利益、48ドルが得られると予測すれば、残余利益は8ドル ($\$48 - (0.10 \times \$400) = \$8$) となる。

残余利益は、企業によって獲得された必要リターンを上回る包括利益のことであり、企業活動において「付加された価値 (value added)」を示すものである。企業価値の評価は、この残余利益の将来の予測を基礎にして行われる。残余利益の予測から付加された価値を測定するモデルは、「残余利益モデル (residual earning model)」と呼ばれている。このモデルのもとで、企業価値は以下のように計算される。

$$\text{企業価値} = \text{投資簿価} + \text{予測残余利益の現在価値}$$

先にあげた設例についてプロジェクトの価値を評価すると、10パーセントの利益をあげると予測され残余利益ゼロの場合、プロジェクトの価値は、期首の

投資額と変わらず \$400 ($\$400 + \frac{\$0}{1.10} = \400) となる。12パーセントの利益をあげると予測され残余利益8ドルの場合、プロジェクトの価値は、407.27ドル ($\$400 + \frac{\$8}{1.10} = \$407.27$) と評価される。

企業価値の評価にあたって、1年間限りのプロジェクトのような短期の事例を想定するのは普通ではない。持分投資の場合、一般にゴーイング・コンサーンとして経営が継続すると想定されるから、企業価値評価もゴーイング・コンサーンの継続企業に対して行うのが普通である。したがって持分価値は、貸借対照表上の期首簿価に、将来の無限に続く期間についての予測残余利益を現在価値に割り引いて、それを付け加えることによって、以下のように評価される。なおこの場合の持分とは、普通株主持分を意味する。優先株は、配当率が固定され、負債に準じた性質を持っているから、持分価値評価の対象からは除外される。

$$\begin{aligned} \text{株式持分価値, 0期} = & \text{持分簿価, 0期} + \frac{\text{残余利益, 1期}}{(1 + \text{必要利率})} + \\ & \frac{\text{残余利益, 2期}}{(1 + \text{必要利率})^2} + \frac{\text{残余利益, 3期}}{(1 + \text{必要利率})^3} + \dots \end{aligned}$$

残余利益は、期間の予測包括利益から予測された期首普通株持分の簿価に必要なリターン率を乗じて算定されたもの（必要リターンもしくは資本コスト）をマイナスすることによって得られる。残余利益は、1プラス必要リターン率（持分資本コスト率）でもって現在価値に割り引かれ、予測時点（0時点）の持分株式簿価に加えられることによって、株式持分の価値が導き出される。この場合の株式持分簿価は、純財産（資産－負債）である。株式持分の本源価値（intrinsic value）は、このように評価される。

先のモデルにおいては予測期間を無限としたが、現実的に期間を無限とすることはできないから、株式持分価値の評価にあたって予測期間の限定を行う。将来の特定期間の残余価値を現在価値に割り引いた場合に、その額がゼロになる期間までとすることもできる。もしそうならないとすれば有限期間設定のモデルが必要になる。今、T期を最終期間（terminal period）として、株式持分価値の評価をなすとすれば、以下のモデルが設定される。

$$\begin{aligned} \text{株式持分価値, 0期} = & \text{持分簿価, 0期} + \frac{\text{残余利益, 1期}}{(1 + \text{必要利率})} + \frac{\text{残余利益, 2期}}{(1 + \text{必要利率})^2} + \\ & \frac{\text{残余利益, 3期}}{(1 + \text{必要利率})^3} + \dots + \frac{\text{残余利益, T期}}{(1 + \text{必要利率})^T} + \\ & \frac{(\text{持分価値, T期} - \text{持分簿価, T期})}{(1 + \text{必要利率})^T} \end{aligned}$$

公式にある（持分価値，T期－持分簿価，T期）は，将来のT期における「本源的プレミアム（intrinsic premium）」の予測である。このモデルは，持分価値の評価にあたって以下の3つの要素を含んでいる。

- (1) 現在の簿価
- (2) 将来期間にわたった残余利益の予測
- (3) 最終期間の予測プレミアム

この等式においては，残余利益の予測が決定的に重要な要素となっている。残余利益の額を左右する作用因は，以下の等式から，2つあることが分かる。

残余利益 = 包括利益 - 必要リターン

$$= \frac{\text{普通株持分利益率, T期}}{(1)} \times \frac{\text{普通株式持分簿価, T-1期}}{(2)}$$

(1)の要素は，将来の各期における普通株持分利益率（包括利益／普通株持分）であり，(2)の要素は，将来の各期における持分投資額の簿価（資産－負債）である。残余利益は，第1に必要利率を上回る普通株持分利益率の増加と，第2に普通株持分簿価の成長，これらの2要因によって増加する。すなわち，

「これら2つの構成要素は，残余利益ドライバー（residual earning driver）と呼ばれている。企業は，資本コストを上回って普通株持分利益率（rate of common equity : ROCE）を増加させることによって，普通株持分の簿価以上にその価値を増加させる。さらに企業は，将来，このROCEに担当する利益稼得することになる投資を成長させることによって，その価値を増大させる。特定のROCE（資本コストを上回る）のもとで，企業は，そ

の ROCE によって得られたより大きい投資利益額をもって、より大きな価値を付加する。これら 2 つの作用因は、バリュードライバー (value driver) とも呼ばれている。株式が販売された場合のプレミアムもしくは割引の決定は、これら 2 つのドライバーに対する予測をもとに行われる。』⁵

以上に見た持分価値評価 (残余利益分析) モデルは、近年になって急速に普及し、支配的な地位を占めるようになってきている。このモデルが普及する以前では、将来の配当額と株価の予測値を現在価値に割り引く方法 (「配当割引モデル (dividend discount model)」) や将来のフリー・キャッシュフローの予測値を現在価値に割り引く方法 (「割引キャッシュフロー・モデル (discounted cash flow model)」) が中心であった。これらのモデルは、財務諸表情報に依存することが少なく、会計情報は重く扱われなかった。しかし近年、残余利益分析モデルの普及に伴い、持分価値評価に向けての財務諸表分析の意義が高まった。なぜなら残余利益分析モデルは、財務諸表情報を不可欠の前提としているからである。残余分析モデルが株価評価において普及すると、残余利益分析を有効ならしめるための財務諸表の変革が求められるようになった。

残余利益分析モデルが可能となるには、財務諸表は、以下の要件を満たさなければならない。

- (1) 財務諸表において、利益とは包括利益を意味し、持分簿価に損益を混入させて増減してはならない。財務諸表は、この「クリーン・サープラス (clean surplus)」の維持を保証する形式と内容をもたなければならない。
- (2) 損益計算書と貸借対照表、キャッシュフロー計算書、持分計算書は、経営活動と金融活動に関係する情報を区別し、企業価値の付加を評価できるものにしなければならない。そして各財務諸表は、それぞれが互いに連携していること、いわゆる「アーティキュレーション (articulation)」が確保されなければならない。
- (3) 損益計算書において、持続性のある利益要素と暫定的性格をもつ利益要素とが区別されなければならない。なぜなら企業の成長性は、持続性のある利益の成長に依存しているからである。そのために、いわゆる「サステイナブルな利益 (sustainable earning)」を明確にする必要がある。

- (4) 会計方法の選択によって会計上、価値が創り出されても、このこと自体は企業価値を創出するものではない。企業価値評価において、会計選択は企業価値と無関係とする、いわゆる「価値不変原則 (value conservation principle)」が前提にされる。

以下、これらの点について詳しく見ていこう。

2. 残余利益分析のための財務諸表と包括利益概念

残余利益分析モデルにおいて、企業価値（普通株持分価値）を高める要因には2つある。第1は、企業が普通株持分利益率を増大させ簿価以上に持分価値を増大させることである。第2は、投資を成長させることである。したがって予測が向けられるのは、(1)「投資の利益稼得能力」と(2)「投資の成長度」⁶である。このような2つの要素を中心とした予測と分析が可能になるには、そのような情報を財務諸表が提供するものでなければならない。

残余利益分析のために財務諸表が備えなければならない第1の要件は、普通株持分利益率（包括利益／普通株持分）を算定できる様式、すなわち「クリーン・サープラス」を維持することである。このような要件を備えた財務諸表を、ペンマンは再構成している。再構成された財務諸表は、GAAPによって作成された既存の財務諸表とは異なるが、残余利益分析が求める財務諸表の特徴を知ることができる。

再構成された財務諸表においてとりわけ重要視されているのは、包括利益が持分勘定に混入されることのないようにすること、すなわち「クリーン・サープラス」が厳密に維持されることである。残余利益分析にあたって、利益稼得力の指標とされる普通株式持分利益率が意味あるものになるには、包括利益が明確に独立して計上されなければならない。残余利益分析において、「予測される利益は、包括利益でなければならない。もし利益の何らかの要素が予測から漏れている場合には、計算にあたって価値は喪失してしまう」⁷。

まず持分計算書から見ていこう（第1図参照）。ここでは持分計算書における持分勘定は普通株のみであり、優先株は含まれない。優先株は、企業にとつ

第1図 残余利益分析のために再編成された財務諸表

株主持分計算書

普通株主の期首簿価
+ 普通株主との取引の純額
+ 資本拠出 (株式発行)
- 自社株の購入
- 配当
= 純現金拠出
+ 営業活動の効果
+ 純利益 (損益計算書)
+ その他の包括利益
- 優先株配当
= 包括利益 (普通株へ分配可能)
普通株主持分残高

貸借対照表

資産の部
金融資産
現金
短期投資
短期売却債権
長期債券投資
営業資産
負債と株主持分の部
金融負債
短期借入金
長期債務の内1年内満期のもの
短期買掛債務
長期借入金
リース負債
優先株
営業負債
少数株主持分
普通株主持分

損益計算書

営業収益 (利子収益は除く)
- 営業費用
+ 子会社利益
± 非継続臨時の営業損益
± 会計方法変更の累積効果
± 営業における臨時損益
± ダーティ・サープラス 営業損益部分*
= 税引前営業利益
営業利益に対する税
+ 税額
± 利子費用についての損金控除分*
= 税引後営業利益
税引後金融費用純額
+ 利子費用
- 利子収益
= 税引前利子費用純額
- 利子費用についての損金控除分**
= 税引後の利子費用純額
± 債務償還に伴う利得・損失
± 金融資産についての実現利得と損失
± ダーティ・サープラス
金融損益部分***
- 少数株主持分
= 包括利益

キャッシュフロー計算書

営業からのキャッシュフロー
- 投資キャッシュ
+ 営業からの
フリー・キャッシュフロー
株主への支払いキャッシュ
+ 債権者への支払われた
キャッシュ
= 金融活動に対して
支払われたキャッシュ

* ダーティ・サープラス営業損益部分は、GAAP会計において、損益計算書を経由せず直接、持分勘定に計上された部分を損益計算書に修復し計上したものの。

** 利子費用についての損金控除分 (tax benefit) は以下のように計算される。
損金控除分 = 利子費用 × 税率

*** ダーティ・サープラス金融損益部分は、GAAP計において、損益計算書を経由せず直接、持分勘定に継承された部分を修復し計上したものの。

ては金融負債としての実質をもっているために持分勘定に含めない。株式の発行、購入、配当といった資本取引によって生まれた普通株持分への純追加額は、独立に表示される。金融活動によっては企業価値は付加されることがないから、この活動に関わる金額は、包括利益と厳密に区別される。包括利益は、損益計算書において報告された純利益と損益計算書外で報告されたその他の包括利益を合算して、そこから優先株配当を差し引いて計算する。優先株配当は、包括利益の算定においては費用（支払利息）と同じものとされる。かくして持分計算書において、包括利益は明確に独立して識別できるように表示される。ここでは損益を持分部分に混入させない「クリーン・サープラス」が維持されている。

損益を損益計算書に計上することなく、直接、持分部分に混入させるのは「ダーティ・サープラス (dirty surplus)」と呼ばれている。「ダーティ・サープラス」のもとでは、損益計算書における利益はクリーンでない。「ダーティ・サープラス会計による純利益は株式リターンと矛盾するが、クリーンな利益（包括利益）はそれと調和する。」⁸ ペンマンは、アメリカ合衆国のGAAPにおいて、いくつかの「ダーティ・サープラス」の実務が存在するが、その額は、他の諸国に比べてそれほど大きくはない。しかしヨーロッパやアジアの国などの「他の諸国においては、ダーティ・サープラスの実務は、実に幅広くはなはだしい」⁹ とする。これらの国においては、「持分セクションに混入させる実務が一般的である。包括利益を見出そうとこれらの混入を解きほぐそうとしても、不可能なことである」¹⁰ としている。

「ダーティ・サープラス」の実務は、「売却可能 (available for sale)」有価証券に関して発生する未実現損益と外貨換算会計において発生する換算損益、さらにデリバティブに関して発生する未実現損益を中心にみられる。それらの実務によって「ダーティ・サープラス」が生じた場合には、再構成された損益計算書（第1図参照）において、営業利益（費用）の項目と金融利益（費用）項目において修正が施されることになる。

さらに現行のGAAPにおいて、目に見えない形での「ダーティ・サープラス」実務がある。ストック・オプションの会計がそれである。ストックオプション

ンは、特定期日に従業員に対して承認（grant）され、その後の特定期間の間にオプションが実行される場合に、従業員に対して約束された実施価格（exercise price）にて株式が交付される。現在のGAAPでは、オプション承認時点で市価より低い実施価格が設定された場合には、その差額の報償費用を繰延資産として処理し、その後のオプションの行使が認められる期日までに費用化する処理が行われる。しかしほとんどのストック・オプションにおいて、オプション承認時点における実施価格は市価と等額に設定されるから、この時点では報償費用は認識されない。また期間が経過し、株価が上昇し、「イン・ザ・マネー」（実施価格よりも市価が高くなった場合）の状態になっても、報償費用は計上されないし、さらにオプションが実行された時点でも報償費用は計上されない。このような処理が認められている状態のもとでは、「ダーティ・サープラス」の状態が生まれる。すなわち、

「株式発行が市価で記録され、市価と発行価格との差額は報償費用として認識されるのが正しい会計処理である。このような会計が欠如しているもとでは、隠されたダーティ・サープラスの項目が存在することになる。費用は、損益計算書において記録されることもなく、持分に現れることもない。しかしそこには従業員に対する富の分配がなされているはずであり、その分配は株主の側に犠牲を生み出している。株式の価値は、その持分の価値が希釈された事実を反映すべきである。GAAP会計は、金融取引（現金の調達）と営業取引（従業員への支払い）の双方を含む取引を、金融取引であるかのように扱っている。この隠されたダーティ・サープラス会計は、隠蔽され表面に現れない費用を生み出している。」¹¹

以上に見たように、持分計算書は、企業の全体的な利益稼働能力を知るために、普通株持分に対する包括利益が分離独立され、包括利益はもれなく計上され、普通株持分に混入されないことが求められる。このことによって、残余利益と企業価値に対する作用因が分析できる条件が整えられる。

3. 財務諸表の連携

残余利益分析のために、貸借対照表と損益計算書、キャッシュフロー計算書も再構成される。

企業価値評価を可能とするために、これらの財務諸表は、営業活動に関わる情報と金融活動に関わる情報とを区別出来るように再構成される。

企業の活動は、3つの活動－営業活動、投資活動、金融活動－から構成される。「営業活動と投資活動は、投資が営業活動の資産を購入する活動であることから、通常、一緒にされ営業活動とされる」¹⁹。企業価値を生み出すのは営業活動（投資活動を含む）であり、金融活動は企業価値を生み出さない。そのために営業活動と金融活動は、区別されなければならない。貸借対照表と損益計算書、キャッシュフロー計算書のフォーマットも、営業活動情報と金融活動情報と区別できるような様式で再構成され、企業価値分析に供せられる。

先に示した再構成貸借対照表では、資産は「営業資産」と「金融資産」とに区分され、負債は「営業負債」と「金融負債」とに区分される。再構成損益計算書では、「営業収益」と「営業費用」、「金融費用」と「金融収益」が区別される。再構成キャッシュフロー計算書では、「営業キャッシュウフロー」から「キャッシュ投資額」を控除して「フリー・キャッシュフロー」を求め、「金融活動に支払われたキャッシュ」が表示される（第1図参照）。

財務諸表が再構成される基礎には、第2図にあるような営業と金融の企業活動がイメージされている。これらの企業活動の局面を捉えるものとして、財務諸表は再構成される。再構成された財務諸表からは、以下の関係が導き出される。

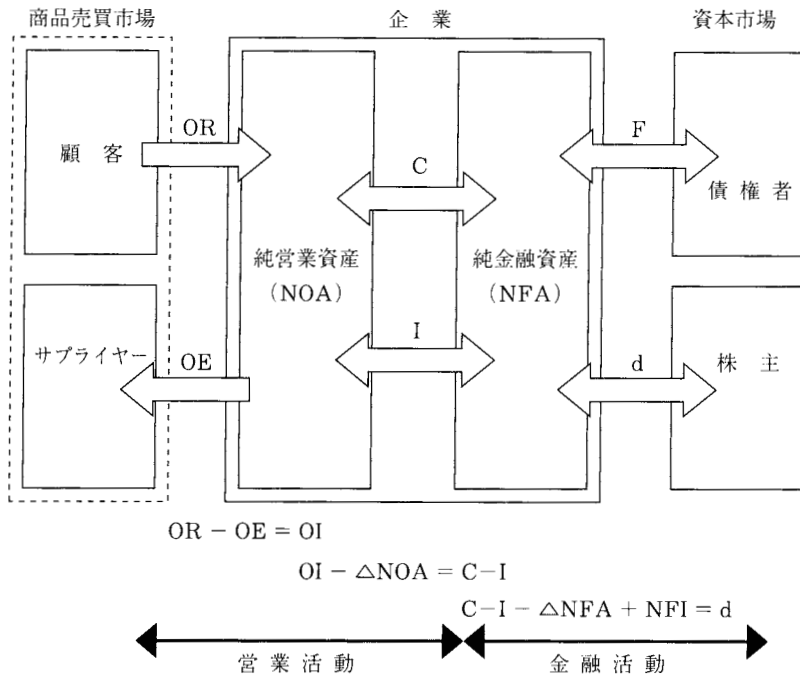
$$\text{営業収益 (OR)} - \text{営業費用 (OE)} = \text{営業利益 (OI)}$$

$$\text{営業利益 (OI)} - \Delta \text{純営業資産 (NOA)} = \text{フリー・キャッシュフロー (C-I)}$$

$$\begin{aligned} \text{フリー・キャッシュフロー (C-I)} - \Delta \text{純金融資産 (NFA)} + \text{純金融利益 (NFI)} \\ = \text{配当 (d)} \end{aligned}$$

第2図 債権者と投資家に対するキャッシュフローと企業内部のキャッシュフロー

営業から生まれたキャッシュは、純金融資産に投資される（すなわち金融資産の購入もしくは金融負債の返済のために用いられる）。営業活動へのキャッシュ投資は、純金融資産を減少させること（すなわち金融資産の売却もしくは金融義務の借入）によって行われる。営業からのキャッシュより投資からのキャッシュの方が大きくなることもある（そのような場合、営業資産の売却や、金融資産からの収入の投資によって、キャッシュを生み出すこともできる）。



F = 債権者との間の純キャッシュフロー (net cash flow to debtholders and issuers)

d = 株主に対する純キャッシュフロー (net cash flow to shareholders)

C = 営業からのキャッシュフロー (cash flow from operations)

I = キャッシュ投資 (cash investment)

NFA = 純金融資産 (net financial assets) = 金融資産 - 金融負債

NOA = 純営業資産 (net operating assets) = 営業資産 - 営業負債

OR = 営業収益 (operating revenue)

OE = 営業費用 (operating expense)

OI = 営業利益 (operating income)

NFI = 純金融利益 (net financial income)

損益計算書において計算された「営業利益 (OI)」は、貸借対照表上の「純営業資産 (NOA)」の変動額 (Δ は変動を示す) が差し引かれることによって「フリー・キャッシュフロー (C-I)」が算出され、その金額はキャッシュフロー計算書上の「フリー・キャッシュフロー」と同額となる。「フリー・キャッシュフロー」から「純金融資産の変動額 (Δ NFA)」の控除と「純金融利益 (NFI)」の加算がなされると配当になる。ここでは損益計算書と貸借対照表、キャッシュフロー計算書は相互に連携していることが示される。ただしこのような連携が成立するのは、「営業利益」が包括利益であるという条件でのみである。すなわち、

「営業利益は、もちろん包括利益でなければならない。ちょうど包括利益と持分簿価の変化が株主への配当を説明するように、包括利益と純営業資産の簿価の変動は、営業活動から金融活動への『分配』、すなわちフリー・キャッシュフローを説明する。前者は、損益計算書と貸借対照表の連携 (articulation) に関わるものであり、後者は損益計算書とキャッシュフロー計算書、貸借対照表との連携に関わるものである。」¹³

このように残余利益分析においては、経営活動と金融活動の区別を反映するよう財務諸表が再構成される。財務諸表の再構成において、「金融のフローと営業のフローを混ぜ合わせてはならず、また金融の資産と負債と営業の資産と負債を混ぜ合わせてはならない。」¹⁴「会計はクリーンでなければならない」¹⁵ とし、そのことによって各財務諸表が互いに連携することが求められる。

4. 損益計算書とサステイナブル利益

企業価値の評価分析において特に関心が払われるのは、残余利益を増大させる企業の能力である。残余利益の増大は、(1) 普通株持分に対する利益の増大と (2) 持分投資における成長によって導かれる。普通株主持分利益率 (ROCE) と持分投資が如何に変化するか、この分析が成長分析の中心になる。

将来の成長性の分析において重要なのは、その成長が「持続性をもった成長 (sustainable growth)」¹⁶ なのか、一貫性のない成長なのか区別することである。そのために、利益を2つのタイプに区別する。1つは、「持続的利益

(sustainable earnings)」、「一貫性を持った利益 (persistent earnings)」、「コア利益(core earnings)」と呼ばれる企業の成長に関わる利益であり、他は、「臨時利益 (unusual earnings)」、「一時的利益 (transitory earnings)」と呼ばれる臨時的要因に基づいた利益である。持続性をもった成長は、コアとなる利益の成長にかかっている。すなわち、「利益の持続的継続性 (sustainability) は、成長性の予測に影響をあたえる」⁷⁾。そのために「将来の利益稼働力の作用因となるコアで持続的な要素は、繰り返し生起することのない、一時の、臨時の要素から区分しなければならない。」⁸⁾

企業の利益稼働力は、営業活動における「純営業資産 (NOA)」が生み出す利益によって影響される。営業活動によって生まれる利益は、「コア利益 (core earning)」と「臨時利益 (unusual earning)」に分けられる。「コア利益」は、さらに「売上営業利益」と「その他のコア営業利益」に区分出来る。「純営業資産利益率 (rate of net operating asses : RNOA)」は、以下のよう
に算定することができる。

$$\text{純営業資産利益率} = \frac{\text{コア営業利益}}{\text{純営業資産}} + \frac{\text{臨時利益}}{\text{純営業資産}}$$

「純営業資産利益率 (RNOA)」が「臨時利益」によって影響を受けることが強ければ、それは「質の低い」ものとなる。コア利益は、一時的な要因に左右されない持続傾向のあるノーマルな利益となり、企業の利益稼働力を評価する中心となる。そのために営業利益の表示形式も「コア利益」と「臨時利益」を区別するフォーマットが好ましい。そのような営業利益計算書を再構成すると第3図のようになる。

再構成された営業利益計算書における「臨時 (unusual) 項目」は、GAAP 会計における「特別項目 (extraordinary item)」と同じではなく、それを含んでさらに範囲の広いものとなっている。GAAP 会計における「特別項目」は、「通常でないこと (unusual nature)」と「その生起の非継続性 (infrequency)」という2つの要件を満たしている場合に計上される。「臨時項目」は、各期に継続的に生起するものであっても、予測できないものがあればそれも含

まれる。例えば、通貨換算損益は、たとえ毎期生じても、将来の一貫して継続すると予見できるものでないから「臨時利益」とされる。金融商品の未実現損益も、値洗い（mark to the market）されて毎期、計上されても、市場価値の変動は予見できないから「臨時項目」となる。

コア営業利益	臨時項目
コア販売収益 - コア売上原価 = コア売上総利益 - コア営業費用 = 税引前売上営業利益 - コア売上営業利益に対する税 + 報告された税額 + 純金融費用についての損金控除分 - その他のコア営業利益に配分された税額 - 特別項目に分配された税額 = コア売上営業利益 + その他のコア営業利益 - その他のコア営業利益に対する税 = コア営業利益 (特別項目へ続く)	- 特別費用 - 特別の発生負債 ± 非継続項目 - 資産評価下げ ± 予測の変化 ± 資産売却損益 - リストラ費用 ± 事業中止からの損益 ± 特別営業項目 ± 会計変更 + 子会社からの配当(20%以下所有の子会社) ± 有価証券未実現損益 + 子会社株式からの利得 ± 通貨換算損益 ± デリバティブ損益 - 臨時項目への税配分 = 包括営業利益

第3図 再構成営業利益計算

しかしながら「コア項目」と「臨時項目」との区分は、思ったほどには簡単ではない。例えば以下の例を見ても、そこに困難な問題が含まれている。

(1) リストラクチャリング費用；これらは、通常、「臨時項目」といえるが、Cadbury Schweppher社の年次報告書(1996年)に見られるように、継続的基本的事項に分類されている場合もある。同社の脚注は以下のように記している。

「リストラクチャリング・コストは、何期も続く長期にわたって売上高の0.5%は発生するとアナリストによって推定されており、今や食料加工業にあつて継続的に生じる項目となっている。我々はこのことを認め、通常の状態にあつてリストラクチャリング・コストを基本的な利益から排除す

るのは、もはや適切ではないと考えている。』¹⁹

- (2) 子会社からの配当；持ち株が20パーセント以下である場合の子会社からの配当は、普通、継続的に生じる。しかし、配当は、借入れによって行われることもあり、このことから明らかなように企業のリターンや価値に適合する関係を持たない。配当は子会社の利益稼働力を示すものとはいえないから、一時的な項目と考えられる。
- (3) 持分投資についての未実現損益；これらの未実現損益は、20パーセント以下の持ち株から生まれる。株価は「ランダムウォーク」にしたがい、市場価値の将来変動を予測できないから、これらの未実現利益は、たとえ継続的に生じても一時的項目として扱われる。
- (4) 年金費用；年金費用の計算には、「用役原価」、「利子費用」、「プラン資産のリターン」、「過去勤務原価の償却」、「一時的な資産と負債の償却」などの5つ要素が含まれている。これらの要素のうち「プラン資産のリターン」部分については、「コア項目」に含めるのは適当でない。

年金ファンドの資産に生じた利益には、利子や配当と同様、プラン資産の市場価値の変動が含まれている。年金費用の計算をより変動（volatility）の少ないものとするために、年金資産について実際の損益ではなく予測リターンが計上される。実際の累積損益が予測損益をある一定の程度を越えた場合には、その差額が償却される。このように年金費用計算の過程で算定される「プラン資産のリターン」は、「コア項目」にせずに「臨時項目」に含めるべきである。すなわち、

「プランについての予測リターン、負債についての利息は、年金計画を実行するコストを減じる。しかしこれらのリターンは、コアのビジネス外の営業活動—年金基金を運用する営業活動—に関わるものであり、そのためにアナリストはこれらの利益の解釈に注意しなくてはならない。プラン資産についての予測されない利得と損失の償却は、プラン資産に対する通常ではないリターンの効果を平準化するのに役立つ。しかしこれらの償却は、一時的なものであり、臨時（unusual）なものとして分類すべきである。』²⁰

5. 会計選択と企業価値

残余利益分析は、将来の利益稼働力を予測するにあたって、財務諸表におけるコア利益、持続的利益の予測をもって行う。コア利益・持続利益は、会計方法にもとづいて算定される。会計方法には、幅広い選択の幅が企業に認められており、ある意味では、コア利益・持続的利益は、会計方法の選択の結果、操作されたものとなりうる。この場合、会計方法の選択と企業価値の評価とは、どのような関係にあるのであろうか。

ペンマンは、以下のように指摘している。

「会計政策は、実際はそうではなくも、高い利益稼働力（もしくは低い利益稼働力）があるように表示しようと、選択することが出来る。企業は、保守的の会計原則を用いて、簿価を低く維持して、純営業資産利益率（return on net operating asset ; RNOA）を高くすることも出来る。またリベラルな会計原則を用いて簿価を高く維持して、純営業資産利益率（RNOA）を低くすることも出来る。」²¹

この事実をペンマンは指摘しながら、しかし、会計選択によって創り出された価値は、残余利益分析においては、長期の期間にわたった予測がなされるから、そのような会計操作の効果を無効にし、実際の企業における経済的価値の予測が可能なる、と述べている。

「残余利益テクニックは、このように創り出された予測の会計数値にたとえ依存することがあっても、計算された価値は、予測の地平内において長期の安定した状態が予測される限り、会計がどのようになされたかについて関知しない。」「企業の価値は、営業の実際の特徴に基づくものであり、財務諸表において採用された会計に基づくものではない。有効な評価テクニックは、経済的に付加された価値を会計的に付加された価値から区別する。」²²

それではどのように、会計的に操作されて創り出された価値が無効にされ、実際の経済的価値が評価されるのであろうか。

例えば、2000年期首に400ドルの投資を行うプロジェクトを想定しよう。必要利益率は1年当たり10パーセントとする。プロジェクトの期間は2年間、2001年度に240ドル、2002年度に220ドルの売上が予測される。費用は減価償却費のみで、この処理について2つの方法がある。第1法と第2法とも定額法を採用するが、第2法は2000年期首に40ドルの評価下を行い保守的な会計政策をとる。

第1法によれば、減価償却費200ドル計上後の利益は、40ドル（200年）と20ドル（2002年）になると予測される。減価償却後のプロジェクトの簿価（この期の純営業資産（NOA））は、2001年度末で200ドル、予測利益率（純営業資産利益率（RNOA））は10パーセントとなる（ $0.10 = \$40 / \400 ）。2002年度の予測利益率も10パーセントとなる（ $0.10 = \$20 / \200 ）。必要利益率は10パーセントであるから、この場合は、残余利益は両年ともゼロ額となり、このプロジェクトは価値を付加せず、その価値は簿価と同じ400ドルとなる。[$\$400 = \$400 + [(0.10 - 0.10) / (1 + 0.10)] + [(0.10 - 0.10) / (1 + 0.10)^2]$]

第2法の保守的方法によれば、減価償却費180ドル計上後の利益は、60ドル（200年）と40ドル（2002年）になると予測される。プロジェクトの簿価は、2000年は360ドル、2001年は180ドルとなり、予測利益率（純営業資産利益率（RNOA））は、2001年度が16.7パーセント（ $0.167 = 60 / 360$ ）、2002年度が22.2パーセント（ $0.222 = 40 / 180$ ）となる。残余利益は、2001年度が24ドル〔 $(16.7\% - 10\%) \times \$360$ 〕、2002年度が22ドル〔 $(22.2\% - 10\%) \times \$180$ 〕となり、この金額を現在価値に割り引くと40ドルとなる [$40 = [24 / (1 + 0.10)] + [22 / (1 + 0.10)^2]$]。この40ドルを2000年のプロジェクトの簿価360ドルに加算すれば、このプロジェクトの価値は400ドルという評価額を得ることになる。第1法と第2法と異なった会計方式を採用すると、期間にわたって異なった会計上の利益率を計上するが、しかしプロジェクトの価値は同じである。

残余利益分析のもとでは、たとえ異なった会計処理方式が選択されても、これらの会計方式によって価値が創り出されるようなことはない。このような例は、減価償却会計ばかりでなく、試験研修費（R&D）やブランド資産、暖簾

資産の償却（費用化）、貸倒引当金の繰り入れなどにおいて保守的な会計方法が採用されても、そうでない場合と比べて、これらの会計選択は企業価値を創り出すとはいえず、価値創出に関係しない。会計的に低い利益を計上する会計方法を選択しても、それは後に高い利益を計上することになり、予測残余利益を現在価値に割引くことによって、会計効果は無効にされる。したがって、「経済付加価値と会計付加価値とは別物である。」²³ ペンマンは、会計方式の企業価値に効果を「価値不変の原則（value conservation principle）」として、以下のように説明している。

「異なった会計方法の評価効果は、価値不変の原則と呼ばれている。すなわち残余利益テクニックを用いた評価は、会計によって影響を受けない。残余利益評価は、現在の持分簿価に将来の予測された残余利益の現在価値をプラスして計算される。現在の簿価に変化を加える会計方法は、将来の残余利益を変更せしめる。しかしこのことは、現在価値において残余利益の変化が現在の簿価の変更によってまさしく相殺されるために、計算される価値に変化を生み出さない。R&Dの費用化は、将来のより高い残余利益を生み出し、より低い簿価を生み出し評価には影響しない。価値は、実際の経済的な利益稼得力によって影響を受け、会計によって導き出された利益もしくは稼得力によっては影響を受けない。」²⁴

会計方法の選択は、企業価値に影響を及ぼさない。ただしこの原則が維持されるのは、以下の2つの条件を満たす場合である。

- 「1. 我々が予測する利益は包括利益でなければならない。利益の何らかの構成要素が予測外におかれている場合には、我々は計算にあたって価値を失うことになる。
2. 評価は、予測期間の範囲内においてステディな状態に至る場合にのみ、すなわち、長期の残余営業利益（residual earning operating income ; ReOI）が予見可能である場合、会計の影響を受けない。会計における違いは、ステディな状態に到達する時点まで影響を及ぼす。異なった会計方法は、ステディ状態になるまで異なった利益稼得力を生みだし、そしてひとたび、永久の利益稼得力におけるこの違いが認識され

ると、評価は同じになる。しかしステディな状態に到達する以前の時点までの予測をもって企業を評価する場合には、異なった会計原則を採用して同じ評価を得ることはない。²⁶

6. 残余利益分析と会計基準

残余利益分析モデルは、財務諸表に対して、(1) 包括利益の独立計上による「クリーンサープラス」の維持、(2) 各財務諸表連携（「アーティキュレーション」）の維持、(3) 企業の成長判断のために「持続可能な利益」の明確化、(4) 「価値不変原則」を前提に幅広い会計選択の存在の是認、といった要請をなしている。新しい株価分析のモデルの普及は、このような要請をもって、財務諸表のあり方に大きく影響を与えるものとなっている。そして残余利益分析モデルは、現行の会計基準設定にも大きな影響を与えている。その動きは、アメリカ合衆国における包括利益表示会計基準の設定や、さらに国際会計基準における新しい財務成績ステートメントのモデル形成にも見られる。

アメリカ合衆国においては、1997年のFASBステートメント130号は、包括利益を財務諸表において独立して確認できるように要請している。そこでは「純利益」と「その他の包括利益」を合計して、「包括利益」として、以下の3つの表示方法を示している。

- (1) 持分変動計算書において報告された「その他の包括利益」項目に「純利益」を加えて、合算されたものを「包括利益」として報告する。
- (2) 損益計算書において、「純利益」に「その他の包括利益」を加え、「包括利益」として表示する。
- (3) 損益計算書とは別に「その他の包括利益」計算書を用意し、損益計算書にて計算された「純利益」と一緒にして表示する。

FASBは、この3つの方法とも認めているが、「損益計算書タイプの様式で包括利益を表示する方法」が、「持分変動計算書によって表示する方式よりも概念的に優れている」²⁶としている。

このように包括利益項目を独立に表示する傾向は、イギリスを始め英語圏の

諸国においても一般的になっている。

さらに英語圏を中心とする会計基準の協議機関である「G4 + 1」は1998年と1999年に2つの報告書²⁷を表明し、そこでは、「財務成績計算書（financial performance statement）」の単一のステイトメントにおいて「資本主との取引以外のすべての源泉から生じた持分の変動が表示される」²⁸要請がなされている。そのステイトメントにおいては、以下の3つの主要項目が区分されて表示される。

- (1) 「営業（商業）活動の成果」
- (2) 「金融活動並びにその他の財務活動の成果」
- (3) 「その他の利得損失」

(1)と(2)に事項は現行の「純利益」、(3)の事項は「その他の包括利益」に相当する、としている。この場合、(1)(2)と(3)の間の区分が重要であるとして、以下のように述べている。

「G4+1は、企業実体に価値を付加しようと積極的に運用される項目は、営業活動もしくは金融活動において表示され、中心的ではない活動局面に対する経済的な影響は、『その他の利得損失』に表示されるべきである」²⁹としている。しかしそれでも、「営業（商業）活動の成果」と「その他の利得損失」との間を区別することは、主観的とならざるを得ず、そのために、「その他の利得損失」のカテゴリーの内容を基準設定者は規定すべきである」³⁰。「ある事項が『その他の利得損失』もしくは『金融活動並びにその他の財務活動の成果』とすることが認められない場合には、『営業（商業）活動』に含めるものとする」³¹としている。

このように近年の財務諸表のフォーマットに関する会計基準設定は、その基本的方向性において、「クリーン・サープラス」、「サステイナブル利益」の表示、財務諸表の「連携」の論理と一致しており、ここにも残余利益分析モデルの影響を見出すことができる。今や残余利益分析モデルは、企業価値評価のモデルというよりも、財務諸表変革を推進する強い制度的役割を持ったものとなりつつある。

おわりに

財務諸表の形式は、財務諸表分析の影響を受ける。例えば、資産と負債を流動と固定と区分するのは、企業の支払い能力、安全性の分析モデルの影響を受けている。財務諸表の形式は、財務諸表分析モデルによって枠付けられるということも良い。

FASB の概念ステイトメントが掲げているように、財務諸表の目的は、投資家の意思決定目的に役立つことである。投資家の意思決定目的に役立つことを第1の目的とする制度理論においては、投資家のための財務諸表分析モデルが財務諸表改革に大きな影響を与えるのは必至のことである。今日、株価価値分析の有力モデルとして普及しようとしている残余利益分析モデルは、財務諸表の表示様式、さらには認識・評価基準にたいして、今後、さらに大きな影響を与えると思われる。ただし、このような財務諸表改革は、財務諸表が資本市場向けのものとなされ、直接、税務や配当と関係を有さないとする制度形態をとる国でのみ生じる現象であるともいえる。財務諸表が税務計算目的や配当計算目的と一体化している国（例えば、ドイツや日本）においては、残余利益分析モデルそのものが普及せず一般化していない条件の下で、残余利益分析モデルに影響を受けた財務諸表改革は、即、英語圏諸国のように進まないであろう。しかしながら国際会計基準は、残余利益分析モデルの影響を受けた財務諸表モデルが設定される傾向にあり、これへの同調化は、ドイツや日本のような国においても近い将来、避けられないものとして突きつけられるであろう。

注)

- 1) Bernard, Victor L., the Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists, *Contemporary Accounting Research*, (Spring 1995) p.273.

残余利益分析モデルは、その発案者の名前を冠して、「オルソンモデル(Ohlson Model)」、「フェルサム・オルソンモデル (Feltham-Ohlson model)」とも呼ばれている。

バーナードは、「オルソンモデル」について次のように述べている。

「オルソン並びにフェルサムとオルソンによる研究は、近年の資本市場研究において最も重要な発展を代表している。この研究は、財務諸表と企業価値との相互関係についての適切な目的設定を行う基礎を提供している。と同時に、これまで構成がされず痛々しく欠如していた分野において、モデル形成に向けてのいくつかの指針を提供している。オルソン並びにフェルサムとオルソンによる研究の価値は、その研究が研究発展史の脈絡のなかで見ると、最上に評価されるものである。これらの研究は、基本に戻り、1960年代以前になされた業績（EdwardとBellなどの業績）の直接の継承者となった。オルソン並びにフェルサムとオルソンによる研究は、従来の資本市場研究が依拠しようとしてなし得なかった部門の基礎を提供している。いわゆる『情報パースペクティブ』の内で構成された1960年来の研究は、会計と企業価値との関係を明らかにすることなく発展してきた。ある意味で、オルソン並びにフェルサムとオルソンによる研究は、『第一歩』に戻り、更なる仕事のより強固な基礎を作り上げようとする試みである。」

2) Penman, Syephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill, Irwin, 2001.

3) *Ibid.*, p. 122.

4) *Ibid.*, p. 16.

5) *Ibid.*, pp. 170-171.

6) *Ibid.*, p. 190.

7) *Ibid.*, p. 232. p. 569.

8) *Ibid.*, p. 238.

9) *Ibid.*, p. 249.

10) *Ibid.*, p. 244.

11) *Ibid.*, p. 245.

12) *Ibid.*, P. 217.

13) *Ibid.*, p. 310.

14) *Ibid.*, p. 223

15) *Ibid.*, p. 223.

16) *Ibid.*, p. 399.

17) *Ibid.*, p. 376.

18) *Ibid.*, p. 400.

19) *Ibid.*, p. 387.

20) *Ibid.*, p. 388.

21) *Ibid.*, p. 555.

22) *Ibid.*, p. 555.

23) *Ibid.*, p. 562.

- 24) *Ibid.*, p. 562.
- 25) *Ibid.*, p. 569.
- 26) FASB, FAS 130, Reporting Comprehensive Income, paragraph 67, 1997
- 27) L.Todd, Johnson and Andrew Lennard, Reporting Financial Performance: Current Developments and Future Direction, G 4 + 1, Financial Accounting Series, 1998.
Kathryn, Cearns, Reporting Financial Performance: A Proposed Approach, G 4 + 1, Financial Accounting Series, 1999.
- 28) Kathryn, Cearns, Reporting Financial Performance: A Proposed Approach, G 4 + 1, Financial Accounting Series, 1999. Foreword.
- 29) *Ibid.*, paragraph 2. 15.
- 30) *Ibid.*, paragraph 2. 20.
- 31) *Ibid.*, paragraph 2. 20.