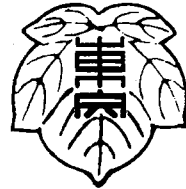


INSTITUTE OF BUSINESS RESEARCH  
DAITO BUNKA UNIVERSITY



ファイナンス理論による会計支配の陥穽

橋本 寿哉

**Research Paper 2011-W60**

**2011-11-08**

1-9-1 Takashimadaira, Itabashi-ku, Tokyo Japan 175-8571

phone: (+)81 3 5399 7328

fax: (+)81 3 5399 7402

e-mail: [ibr@ic.daito.ac.jp](mailto:ibr@ic.daito.ac.jp)

The papers can be found at our website:

[http:// www.daito.ac.jp/gakubu/keiei/Institute/index.htm](http://www.daito.ac.jp/gakubu/keiei/Institute/index.htm)

# ファイナンス理論による会計支配の陥穽

*A Criticism on the Recent Accounting Reform under the Strong Influence of Finance Theory*

橋本 寿哉

*Toshiya Hashimoto*

## 目次

1. はじめに
2. ファイナンス理論の発展とその特質
  - (1) ファイナンス理論の生成と発展
    - ①「賭博」から「科学」へ
    - ②ポートフォリオ選択論 —リスクとリターンの計量化—
    - ③資本資産評価モデル —リスク資産の均衡価格の算出—
    - ④MM定理 —企業財務論の新しい展開—
    - ⑤ブラック＝ショールズ・モデル —オプション価格理論の構築—
  - (2) ファイナンス理論の評価と特質
3. ファイナンス理論による会計支配
  - (1) ファイナンス理論による会計支配の構図
  - (2) 会計の変貌と会計研究の危機
4. ファイナンス理論による会計支配における錯誤と矛盾
  - (1) 市場の効率性に関する錯誤と矛盾
  - (2) 会計情報の特殊性あるいは独自性とその位置づけに関する錯誤
  - (3) 会計の二つの機能とその関係に関する錯誤
  - (4) ストックかフローか —オールソン・モデルが意味するもの—
5. 結 語 —会計の本質とこれからの会計研究—

# **A Criticism on the Recent Accounting Reform under the Strong Influence of Finance Theory**

**Toshiya Hashimoto**

## **ABSTRACT**

The aim of this paper is to review and criticize the Accounting Reform which has been pushed forward in the recent years on a global scale, under the strong influence of Finance Theory, parallel to the worldwide adoption of IFRS (International Financial Reporting Standards).

After reviewing the brief history and the characteristics of Finance Theory, the logic of this reform, which is based on the application of Finance Theory to Accounting, is examined. Then some contradictions or theoretical fallacies are pointed out in the reform, which ignores the original and essential functions of accounting, and it is concluded that this reform in progress advances in a wrong direction.

Finally, the author proposes accounting study should be more interdisciplinary to reveal the essential nature of accounting, which suggests us which course accounting should take in the future.

# ファイナンス理論による会計支配の陥穽

大東文化大学経営研究所 客員研究員 橋本 寿 哉

## 1. はじめに

経済のグローバル化の急速な進行を背景に、各国の企業実態の国際的比較可能性を高めることを目的とした会計基準の収斂 (convergence) に関する議論は、その後、更なる進展を遂げ、「単一の高品質なグローバル会計基準 (a single set of high quality global accounting standards)」とされる I F R S (国際財務報告基準) の世界的な適用 (adoption) にまで発展することとなった。最近になって、わが国を含めた各国の I F R S 導入スケジュールは、様々な事情により先送りされる状況となっており、一時の高揚した I F R S 導入機運は後退しつつあるものの、会計基準の収斂、あるいは統一化の必要性が否定された訳ではなく、依然として I F R S はその中心にある。

しかし、この I F R S が目指すものは、経済的環境や法制度等の諸条件を反映して形成されてきた各国の会計基準を単一のものに収斂させるだけに止まるものではなかった。それは、「会計基準のコンバージェンスという名の下で、全く新しい会計モデルを用いて世界の会計基準を再構築する革命」であったと辻山栄子は指摘する<sup>1</sup>。具体的に言えば、投資家を主対象として想定した意思決定有用性への極端な傾斜により、近年急速に注目を集めることとなったファイナンス理論に会計を従属させようとするものであったのである。

こうした動きは、会計基準の国際的収斂が進行する過程において既に見られるようになっており、米国を先頭に、金融商品会計、固定資産の減損会計、退職給付会計等、従来のものとは異質な会計基準が新たに多数設定され、これに追随する形でわが国でも同様の基準が導入されてきた。これらはすべて、ファイナンス理論の考え方に基づいたものであり、I F R S は、さらにこの傾向を強めている。

市場は万能であるとの考えに基づき、I F R S は貸借対照表において多くの資産及び負債を市場価格 (時価) で評価することを要請する。市場価格が直接観察できない場合には、類似した資産の市場価格を参照することとされ、それができない場合には、金融・資本市場のメカニズムを解明したとされるファイナンス理論のモデルを用いれば、市場価格と同

<sup>1</sup> 辻山栄子「I F R S 導入の制度的・理論的課題」『企業会計』第 61 巻 第 3 号、2009 年 3 月、26 頁。

等のものを得ることができる<sup>2</sup>。これらは公正価値（fair value）と総称され、その名称には、誰にとっても正しく、評価基準として他に勝るものがない絶対的な存在であるという揺るぎない信念が表明されている。こうした考えに基づき、公正価値の変動こそが企業業績を示すと見なされるようになり、利益概念を始めとして会計情報は大きく変質しつつある。

こうしたファイナンス理論に基づいた新たな会計のあり方への転換は、時代の要請に対応した現代会計への変革と捉えられ、こうした見方を補強するかのように、会計情報と株価等との関係についての実証研究が、わが国も含めて世界的な会計研究の主流となってきた。しかし、そこでは、統計的に有意な係数探しとしか思えない研究やマイナーな実証技法の改善に終始する研究も少なくないとの指摘もある。また、事態の急速な進展によって、会計を全体的に見たときに、理論的整合が図られていない部分も目立つようになっており、会計のこれからの進むべき方向は明確化するどころか、混迷の度を深めているとも言える。会計は、ファイナンス理論に支配されることで最先端の現代会計への脱皮を図り、新たな期待役割に応えようとしながらも、これまでの歴史の中で培われた独自性を失いつつあり、抜け出すことのできない落とし穴に嵌り込んでしまったように思われるのである。

本稿では、まず、会計を支配することとなったファイナンス理論について、この理論の具体的内容とそれがいかにして完成されたのかを振り返ることを通じてその特質を検証し、その後、IFRSを中心とする会計基準の国際的収斂と並行して進められてきたファイナンス理論による会計支配の論理やその進展過程を検証する。そして、そこには錯誤や矛盾が存在することを明らかにし、そうした理解に基づいて、落とし穴に嵌りこんでしまった会計をそこから抜け出させ、本来進むべき道を明らかにするために、これからの会計研究に必要と思われるアプローチについて示唆を与えたいと思う。

## 2. ファイナンス理論の発展とその特質

### （1）ファイナンス理論の生成と発展

本章では、ファイナンス理論が会計を支配するに至った経緯やその構造的要因を考える前提として、ファイナンス理論の具体的内容とその特質を、その発展の歴史を概観することを通じて検証したい。

---

<sup>2</sup> 米国基準、IFRSのいずれも、用いられる入力数値（インプット）の性質（観察可能性等）により、公正価値測定を3つのレベルに分類しており、こうした段階的な位置付けは「公正価値ヒエラルキー（fair value hierarchy）」と呼ばれる。

ファイナンス理論は、金融・証券市場における資産の価格メカニズムを中心とした投資及び企業財務（企業金融）に関する理論と定義することができるであろう。この理論の歴史はそれほど古いものではなく、1929年10月のニューヨーク証券取引所での株価大暴落を契機とする世界恐慌の混乱冷めやらぬ1930年代に胎動を始め、20世紀後半に入って、急速な発展を見せることになる。

### ①「賭博」から「科学」へ

金融・資本市場は長らく「投機の間」「荒金稼ぎの間」と見られ、こうした見方は20世紀に入ってから根強くあったが、1930年代後半になると、こうした見解に対抗して科学的なアプローチが試みられ始め、その後見られるファイナンス理論発展の出発点となった。

ジョン・バー・ウィリアムズ（John Burr Williams, 1900-89）は、株式や債券等の証券の価格形成に関して、その本質的価値（intrinsic value）に初めて着目した一人である。

ケインズが株式市場を「美人投票」と評したように<sup>3</sup>、株価は、売買価格差によって利益を獲得しようとする市場参加者の期待や思惑によって決定されるという考えがそれまで一般的で、せいぜい株価収益率（Price Earnings Ratio）や配当利回り（Dividend Yield）等の指標を用いて、現在の株価が割高か割安かを判断する程度のことしか行われていなかった。こうした状況の下で、経済全体の仕組みを理解し、1929年の株価暴落の原因を解明しようと考えていたウィリアムズは、1938年に出版された著書において、株式は、それから得られるものと同等の価値しかもたないとの考えから、株価評価のモデルを示した。

ウィリアムズは、まず、投機（speculation）と投資（investment）とを区別し、投機家が売却利益を求めて短期で売買を行う一方、投資家は、長期的な保有を前提として収益の確保に関心をもつとした<sup>4</sup>。こうした前提の下では、株式を保有することによって得られる投資家にとっての価値は、毎年支払われる配当金に他ならない。そこで、その投資価値は、以下のように示すことができるとしたのである<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> ケインズ（John Maynard Keynes, 1883-1946）の指摘は、正確には以下の通りである。

「玄人筋の行う投資は、投票者が一〇〇枚の写真の中から最も容貌の美しい六人を選び、その選択が投票者全体の平均的な好みに最も近かった者に商品が与えられるという新聞投票に見立てることができる。この場合、各投票者は彼自身が最も美しいと思う容貌を選ぶのではなく、他の投票者の好みに最もよく合うと思う容貌を選択しなければならず、しかも投票者のすべてが問題を同じ観点から眺めているのである。」（塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論〔普及版〕』東洋経済新報社、1995年、154頁。）

<sup>4</sup> ウィリアムズは、大抵の証券の買い手は、投資家と投機家のハイブリッドであると指摘している。

Cf. Williams, John Burr, *The Theory of Investment Value*, Cambridge, Harvard University Press, 1938, p. 4.（岡村 桂訳『投資価値理論』パンローリング、2010年、24頁。）

<sup>5</sup> *Ibid.*, pp. 55f.（同上、77-78頁。）

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \pi_t v^t = \pi_1 v + \pi_2 v^2 + \pi_3 v^3 + \dots$$

$V_0$  : 投資価値                       $\pi_t$  : t期の配当金

$v : \frac{1}{1+i}$  と定義                       $i$  : 投資家の求める利子率

これは、株式保有により将来配当として得られると期待されるキャッシュ・フローを現在価値に割り引いたものの総和が、この株式の投資価値であるとしたもので、今日「割引配当モデル (DDM: Dividend Discount Model)」として広く知られるものである。上記の基本型を出発点として、定率増加モデル、多段階成長モデル等、様々なバリエーションについても理論の展開が行われている。このモデルを用いて導かれる理論的価値を現実の株価と比較することにより、株式売買の判断をより合理的に行うことが可能となるのである。

このモデルの開発により、ウィリアムズは、「「現在価値」という概念の発見者」<sup>6</sup>と評される。ここで示された現在価値の考え方は、種々の投資の採算評価に適用できるため、企業財務等他の分野においても広く応用されるに至り、将来予想キャッシュ・フローを割り引いて投資価値（資産価値）を評価するというファイナンス理論の最も基本的な考え方を示すものとなったのである。

## ② ポートフォリオ選択論 —リスクとリターンの計量化—

ウィリアムズの考えは、株式の本質的価値に着目した当時においては画期的なものであったが、それだけでは投資家の思考を変革し、投資のあり方を大きく変えるものにはなり得なかった。ハリー・マーコヴィッツ (Harry M. Markowitz, 1923-) は、ウィリアムズの考えは個別株式の投資価値について科学的に解明したものと評価しながらも、投資家は通常単一の株式ではなく複数の株式に投資することから、ポートフォリオ全体の投資価値を考慮すべきであることに着目し、その後本格的な展開を見せ、各方面に多大な影響を与えることになるポートフォリオ理論の基礎を築いた<sup>7</sup>。

マーコヴィッツは、投資のすべてのプロセスにおいてリスクを中心的な課題と捉えた。そして、結果が不確実な状況においては、確率的に考える必要を認識し、ゲーム理論の大家であるジョン・フォン・ノイマン (John von Neumann, 1903-57) とオスカー・モルゲンシュテルン (Oscar Morgenstern, 1902-77) が確立した期待効用仮説 (Expected Utility Hypothesis) を基礎として考察を行っている。マーコヴィッツは、投資によって起こり得る収益率の確率分布が正規分布に従うとの仮定の下で、起こり得る収益率を生起確率で加

<sup>6</sup> 鈴木芳徳『現在価値と株式会社』白桃書房、2009年、141頁。

<sup>7</sup> Markowitz, Harry M., "Portfolio Selection," *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, March 1952, pp. 77-91.

重平均したものをリターン (=期待収益率) と定義するとともに、そのリスクについては、起こり得る収益率と期待収益率との差 (偏差) の二乗した数値を生起確率で加重平均したもの、すなわち、分散 (variance) と定義した<sup>8</sup>。この二つのパラメータによって、マーコヴィッツは最適な資産配分について考察したのである。

まず、この考えを二つの証券から構成されるポートフォリオに適用すると、ポートフォリオのリターンは、二つの証券のリターンの組み入れ比率による加重平均となるが、リスクは、分散投資の効果によって加重平均を下回ることが明らかにされる。その程度は、二つの証券がどの位同じ動きをするかに依存している。これを、二つの証券の偏差の積を生起確率で加重平均した共分散 (covariance) によって計測し、これに基づいてポートフォリオのリスクを計算すると次の通りとなる。

$$\sigma_p^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \sigma_{AB}$$

$\sigma_p^2$  : ポートフォリオの分散 (リスク)

$x_A, x_B$  : 証券A、Bの組み入れ比率 ( $x_A + x_B = 1$ )

$\sigma_A^2, \sigma_B^2$  : 証券A、Bの分散

$\sigma_{AB}$  : 証券AとBの共分散

二つの証券の相関係数 (correlation coefficient) は、 $\rho_{AB} = \frac{\sigma_{AB}}{\sigma_A \sigma_B}$  で示されるので、

$$\sigma_p^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \rho_{AB} \sigma_A \sigma_B$$

二証券の相関係数は、1から-1の間をとり、1 (完全相関) の場合は、ポートフォリオのリスクは二証券の分散の加重平均となるが、それ以外の場合のポートフォリオのリスクは加重平均を下回り、相関係数が-1 (完全逆相関) のときには、リスクをゼロにする組合せも存在する。このように、同一の期待収益率であっても、複数の証券への投資の組合せによって、単一の証券への投資よりもリスクを低く抑えることが可能となる。これがポートフォリオ効果 (portfolio effect) と呼ばれるものである。

以上を、多数の証券で構成されるポートフォリオに適用して一般化すると、そのリターン (期待収益率) とリスク (分散) は、次のように示すことができる。

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^N x_i E(r_i)$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N x_i x_j \sigma_{ij}$$

<sup>8</sup> あるいは、その平方根である標準偏差 (standard deviation) が用いられる。



これらから、投資家が選択可能な投資機会集合 (investment opportunity set) が把握されることになる。このうち、投資家を危険回避的 (risk avert) とすれば、リスク水準が同じであればリターンが大きいポートフォリオを、リターンが同じであればリスクの小さいポートフォリオを愛好することから、選択の対象となるポートフォリオが明らかになる。これは、図表 1 が示すように、投資機会集合を、リスクを横軸に、リターンを縦軸にとったグラフ上に示したとき、左端境界部分に該当し、効率的フロンティア (efficient frontier) と呼ばれる。この効率的フロンティア上にあるものの中から、投資家は自らの効用を最も満足させるポートフォリオを選択する。以上が、マーコヴィッツの示した理論であった。

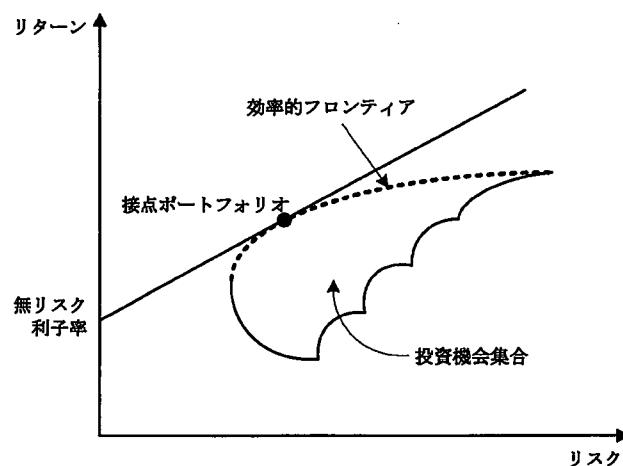
このように、マーコヴィッツは、リスクとリターンを明確な概念で規定し、それを計量化することによって、複数の金融資産の価格がいかに作用するのか、そして、投資家はどのように選択を行うべきかを明らかにした。こうした統計的 (確率論的) アプローチは、その後に展開されるファイナンス理論の方向性を決定付けたと言える。

また、ポートフォリオ理論の考え方は、企業における複数事業への最も効率的で効果的な投資 (経営資源の配分) を決定するプロダクト・ポートフォリオ・マネジメント (PPM) 等の手法の誕生にも手を貸し、経営戦略論の発展にも貢献することとなった。

その後、マーコヴィッツが示したポートフォリオ選択論に、ジェームズ・トービン (James Tobin, 1918-2002) は、無リスク資産を導入することによって議論を発展させた<sup>9</sup>。

トービンは、まず、リスク回避的な投資家にとっての投資プロセスは、リスク資産からなる最も効率的なポートフォリオの決定とこの効率的なポートフォリオと無リスク資産への投資比率の決定の二つのプロセスに分けることができることを示した。その上で、リスク資産からなるポートフォリオのうち最も効率的なものは、先のグラフの縦軸上の無リスク利率から効率的フロンティアに引いた接線上のポートフォリオ (接点ポートフォリオ) のみであり、これは投資家の選好とは独立に決定されるということを明らかにした。この

図表 1 ポートフォリオのリスクとリターン



<sup>9</sup> Tobin, James, "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk," *The Review of Economic Studies*, No. 67, February 1958, pp. 65-86.

ことは、分離定理 (separation theorem) と呼ばれ<sup>10</sup>、その後の理論発展に重要な意味をもつものとなった。

### ③ 資本資産評価モデル —リスク資産の均衡価格の算出—

マーコヴィッツの二つのパラメータによって最適ポートフォリオを選択しようとするアプローチでは、組み入れる多数の証券の個別期待収益率、各証券間の共分散を求め、その上で効率的フロンティアを導くという膨大な作業が必要になることから、投資実務に採り入れるには困難を伴うものであった。

こうした状況に対して、ウィリアム・シャープ (William Forsyth Sharpe, 1934) は、個別証券間の関係を共分散で表すかわりに、個別証券のリターンは市場全体のリターンとの関係で捉えられるとの考えから、以下のモデルを開発した<sup>11</sup>。

$$E(r_i) = \alpha_i + \beta_i E(r_M) + e_i$$

$E(r_i)$  : 個別証券  $i$  の期待収益率

$\alpha_i$  : 個別証券  $i$  の固有値 (定数)

$\beta_i$  : 市場の期待収益率に対する個別証券  $i$  の期待収益率の感応度

$E(r_M)$  : 市場の期待収益率

$e_i$  : 個別証券  $i$  の固有の動き (期待値ゼロの誤差項)

このモデルは、個別証券のリターンを市場全体のリターンという共通の指標で計算することによって、大規模なポートフォリオの問題にも適用することを可能にするもので、市場モデル (market model) と呼ばれる<sup>12</sup>。

シャープは、こうしたモデルの基本的アイデアから出発し、マーコヴィッツの二つのパラメータによるアプローチの枠組みを、投資家の最適化問題からリスク資産の一般均衡価格決定モデルに発展させることに成功した。

トービンの分離定理により、どの投資家にとっても最適なポートフォリオは、グラフ上の無リスク利率から効率的フロンティアに引いた接線上に位置することになり、この直

<sup>10</sup> 実物市場における貯蓄・投資の意思決定と金融・資本市場における意思決定が独立であることを示した「フィッシャーの分離定理」と区別するため、「トービンの分離定理」あるいは「ポートフォリオ分離定理」と呼ばれる。

<sup>11</sup> Sharpe, William F., "A Simplified Model for Portfolio Analysis," *Management Science*, Vol. 9, No. 2, January 1963, pp. 277-293.

<sup>12</sup> 市場全体のリターンという一つの指標によっていることから、「単一インデックスモデル (single index model)」とも呼ばれる。シャープ自身は、「対角線モデル (diagonal model)」と呼んでいる。

Cf. *Ibid.*, p. 281.

線は資本市場線 (CML: Capital Market Line) と呼ばれる。接点のポートフォリオは、リスク資産の需要と供給が等しい市場の均衡点であり、株式市場で取引されるすべての株式を時価総額比で含んだ市場ポートフォリオとなる。これより、資本市場線の傾きは、市場ポートフォリオのリターンから無リスク利率を差引いたもの、すなわち、市場ポートフォリオのリスク・プレミアムを市場ポートフォリオのリターンの標準偏差で除したもので表すことができ、従って、投資リスク単位当たりのリスク・プレミアムを示す<sup>13</sup>。資本市場線上にある任意のポートフォリオ P と市場ポートフォリオ M での傾きは等しいことから、次の等式が成り立つ。

$$\frac{E(r_P) - r_f}{\sigma_P} = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M} \quad \text{この式を変形すると、} \quad E(r_P) - r_f = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M} \cdot \sigma_P$$

上式より、ポートフォリオのリスク・プレミアムは、市場ポートフォリオのリスク・プレミアムにポートフォリオのリスクを乗じたものに等しい、すなわち、リスクをとるほど期待されるリターンも大きくなるというリスクとリターンの関係が明らかにされるのである。

続いて、任意の個別証券  $i$  について考察が行われる。証券  $i$  と市場ポートフォリオ M で構成されるポートフォリオ P を考える。証券  $i$  の組入れ比率を  $x$  とすると市場ポートフォリオの組入れ比率は  $1-x$  となり、このとき、ポートフォリオ P の接線の傾きを、リスクを最小にする証券  $i$  の構成比率を求めるため、 $x$  で微分すると、

$$\frac{dE(r_P)}{d\sigma_P} = \frac{\frac{dE(r_P)}{dx}}{\frac{d\sigma_P}{dx}} = \frac{E(r_i) - E(r_M)}{2(\sigma_i^2 + \sigma_M^2 - 2\sigma_{iM})x + 2(\sigma_{iM} - \sigma_M^2)} \cdot 2\sigma_P$$

接点 M において、 $x=0$ 、 $\sigma_P = \sigma_M$  となり、その時、この式は資本市場線の傾きと等しいため、以下の通りとなる。

$$\frac{E(r_i) - E(r_M)}{\sigma_{iM} - \sigma_M^2} \cdot \sigma_M = \frac{E(r_M) - r_f}{\sigma_M}$$

この式を変形させると、

$$E(r_i) = r_f + \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_i^2} [E(r_M) - r_f]$$

ここで、 $\beta_{iM} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_i^2}$  とおけば、以下の式を得ることができる。

<sup>13</sup> 「リスクの市場価格 (market price of risk)」と呼ばれる。

$$E(r_i) = r_f + \beta_{iM}[E(r_M) - r_f]$$

$E(r_i)$  : 個別証券*i*の期待収益率

$r_f$  : 無リスク利子率

$\beta_{iM}$  : ベータ値 (市場の期待収益率に対する感応度)

$E(r_M)$  : 市場の期待収益率

上式が、資本資産評価モデル (CAPM: Capital Asset Pricing Model) と呼ばれるものである<sup>14</sup>。この式が意味するところは、各個別証券のリターン (期待収益率) は、均衡市場において、ベータ ( $\beta$ ) として測定されたリスクの一次関数であることを示している。横軸にベータ値、縦軸にリターンをとったグラフにおいて両者の関係を示した直線は、証券市場線 (SML: Security Market Line) と呼ばれ、市場均衡状態において、すべての証券は証券市場線上に位置するように価格付けられねばならないことを示している。

このように、資本資産評価モデルによって、ベータを用いて個別証券のリスクが明確になり、リスクに見合ったリターンを得ることができるということが示された。そして、この式から正当な資産価格を合理的にかつ容易に導くことが可能となったのである。

以上のように完成されたベータを理論的支柱とする資本資産評価モデルは非常に明快で、その理論的な完成度は非常に高いと評価される。ベータ値を用いて容易に正当な期待リターンや価格を計算できる点において、投資実務の発展に大きな貢献を果たしたことは否定することができない。会計実務においても、既に資産の使用価値の算定に当って、キャッシュ・フローを割引く利子率として、資本資産評価モデルによって算出されたものが主要なものの一つとして用いられるに至っている<sup>15</sup>。

<sup>14</sup> Sharpe, William F., "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, Vol. 19, No. 3, September 1964, pp. 425-442.

シャープがこのCAPM理論を構築したのとはほぼ同時期に、リントナーとモッシンも同様の結論を導き出していた。そのため、「シャープ=リントナー=モッシン・モデル」とも呼ばれる。Cf. Lintner, John, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1, February 1965, pp. 13-37; Mossin, Jan, "Equilibrium in a Capital Asset Market," *Econometrica*, Vol. 34, No. 4, October 1966, pp. 768-783.

<sup>15</sup> 「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」の設例6「使用価値の算定に用いられる割引率」において、当該企業に要求される資本コストを用いた例として、資本資産評価モデルが使用されている。また、国際会計基準 (IAS) 第36号「資産の減損」のA17においては、「資本資産評価モデル (CAPM) のような技法を利用して決定した当該企業の加重平均資本コスト」が、考慮に入れるべき割引率の一つとされている。

#### ④ MM定理 —企業財務論の新しい展開—

マーコヴィッツやトービンが、最適ポートフォリオを選択するためにはどのようにすればよいかを模索していたのと同じ頃、フランコ・モジリアーニ (Franco Modigliani, 1918-2003) とマートン・ミラー (Merton H. Miller, 1923-2000) は、マーコヴィッツらが抱いた問題意識とはまったく反対の問題に思考を巡らせていた。二人は、投資家の反対側にいる証券の発行体である企業の視点から、より有利な資本コストが得られる負債と株主資本の最適な構成比率を実現するためにはどうすべきかについて考察を進め、それまでの常識とはまったく異なる結論を導き出したのである。その理論は、企業財務論の新しい展開に道を開くものとなり、二人の頭文字をとって「MM定理」と呼ばれている。

それまでの企業財務論は、主として企業が発行する株式や社債についての制度論的考察、あるいは財務諸表から計算される財務諸比率の分析等が中心であったが、経済学的な視点から考察を行い、1958年に発表された論文において、「どのような企業の市場価値も、その資本構成とは無関係である」という革新的な命題を提示したのである<sup>16</sup>。企業には、その事業内容等に応じて最適な資本構成が存在し、それを求めることが財務担当者の役割であると考えられてきたため、MM定理は財務担当者の存在意義を否定することとなり、大いに議論を呼ぶこととなった。

モジリアーニとミラーは、すべての投資家は将来における企業の営業利益の流列について同質的期待をもつ、同一の利率で無制限に資金貸借ができる、企業の目的は企業価値最大化である等の仮定に基づき、以下のようなモデルを用いて、この命題を証明した。

事業資産が同一で、将来の営業利益の期待値が全く同一だが、株式のみで資金を調達しているU社 (unlevered firm) と株式と負債によって資金を調達しているL社 (levered firm) を考える。この場合、それぞれの企業価値は、 $V_U = S_U$ 、 $V_L = S_L + B_L$ と表すことができる。

まず、 $V_L > V_U$ となっていた場合、L社の株式総額のうち $\alpha S_L$ だけを保有する投資家が、この株式を売却するとともに、 $\alpha D_L$ の借入れをして、これらの合計額に等しいU社株式を買ったとする。両社の期待営業利益は $X$ で、株式保有者はここから負債利子 (利子率を $r$ とする)を差引いたものすべてを配当として受取るとすれば、その収益は以下の通りとなる。

$$Y_U = \frac{\alpha(S_L + D_L)}{S_U} X - r\alpha D_L = \alpha \frac{V_L}{V_U} X - r\alpha D_L$$

当初L社の株式だけを保有していた時の収益は、 $Y_L = \alpha(X - rD_L) = \alpha X - r\alpha D_L$ であるので、 $V_L > V_U$ である限り、 $Y_U > Y_L$ となる。そうであれば、L社の株式を売却して、U社株式を購入する裁定取引 (arbitrage) が行われることになる。その結果、L社株式の値が

<sup>16</sup> Modigliani, Franco and Miller, Merton H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.

下がる一方、U社株式は値上がりし、最終的に $V_L = V_U$ の均衡に向かうことになる。

同様に、 $V_U > V_L$ であった場合は、U社の株式を $\alpha S_U$ だけ保有する投資家は、これを売却して、L社の株式と債券をその時価総額比率で購入すると、その収益は以下の通りとなる。

$$Y'_L = (\alpha S_U \cdot \frac{S_L}{V_L}) / S_L \cdot (X - rD_L) + \alpha S_U \cdot \frac{D_L}{V_L} \cdot r = \alpha \cdot \frac{V_U}{V_L} \cdot X$$

U社株式を $\alpha S_U$ だけ保有していたときの収益は $Y'_U = \alpha X$ であるので、 $V_U > V_L$ である限り、 $Y'_L > Y'_U$ となる。そうであれば、U社の株式を売却して、L社株式を購入する裁定取引が行われることになろう。その結果、U社株式の値が下がる一方、L社株式は値上がりし、この場合も最終的に $V_L = V_U$ の均衡に向かうことになる。

以上のように、期待利益が同じであれば、両社の市場価値は同一であり、資本調達方法に依存しないことが証明された（これを、MM定理の「第一命題」という。）。このことは、企業が資本調達のパターンの変更を通じて企業価値を高めようとしても、投資家が市場を通じてポートフォリオの変更を行い、その効果を打ち消してしまう、ということをしている。

これに続けて、モジリアーニとミラーは、更に考察を進める。株式に対する期待収益率は、企業の期待利益から負債利子を差引いたものを投資額で除したものであるので、 $k = (X - rD) / S$ と表すことができる。また、企業の市場価値は、期待利益を企業全体に対する期待収益率で除したものとなるので、 $S + V = X / \rho$ と表すことができ、これを変形すると $X = \rho(S + D)$ となる。これを上式に代入すると、

$$k = \rho + (\rho - r) \cdot \frac{D}{S}$$

この式は、企業の期待収益率及び負債利子率は一定であるので、負債の調達比率を高めると、株式の期待収益率が高まることを示している（これを「第二命題」という。）。すなわち、負債増加のリスクが株価に反映されるべきことを意味しているのである。

また、この式を書き換えると、以下の式が得られる。

$$\rho = \frac{S}{D + S} \cdot k + \frac{D}{D + S} \cdot r$$

これは、企業全体の期待収益率は、株式に対する期待収益率と負債に対する期待収益率の加重平均になることを示しているのである。

このように、MM定理は、企業の財務担当者（あるいは経営者）の考えるものとは、全く異なる結論を導き出した。しかし、ここで設定された諸仮定が必ずしも現実的でないこともあって、多くの論争を巻き起こした。特に、法人税の存在を無視したことに対する批判は強く、これを受けて、モジリアーニとミラーは、1963年に修正を加えた定理について

論文を発表した<sup>17</sup>。

法人税が課税される企業の収益（所得）の算出に当っては、負債利子は費用として控除対象となるのに対して、配当金は税引き後の利益から支払われるため費用とならない。そのため、負債を活用した方が、企業にとっては有利になる。ここで、法人税率を $\theta$ とすると、U社とL社の企業価値の関係は、次の通りとなる。

$$V_L = \frac{(1-\theta)X}{\rho} + \frac{\theta r D}{r} = V_U + \theta D$$

すなわち、株式だけで資金を調達している企業に比べて、負債によって資金を調達する企業の方が、 $\theta D$ だけ企業価値が高まることになる。

また、第二命題も、法人税がある場合は、負債利子の節税効果の分だけ、平均資本コストが低下することが、以下の通り示される。

$$\rho = \frac{S}{D+S} \cdot k + \frac{D}{D+S} \cdot r \cdot (1-\theta)$$

しかし、だからといって、すべて負債で資金調達することが最適な資本構成になるのではない。負債比率がある程度まで高まると、倒産リスクの高まりに伴うコスト増加により、企業価値を逆に低めることになる。節税効果と倒産コストのトレード・オフ関係において、最適資本構成が存在することをこの修正命題は示しているのである。

以上のように、モジリアーニとミラーは、それまでにない新しいアプローチで企業財務論の革新を図った。彼らが示した加重平均資本コスト等の概念は、今日の会計実務においても重要な意味をもつものとなっている。

### ⑤ ブラック＝ショールズ・モデル —オプション価格理論の構築—

オプションとは、特定の資産を、将来の一定の日（あるいは期間）において、予め定めた価格で売買する権利を指す。オプションは、古代ギリシア時代にも見られた非常に長い歴史をもつものであるが、その価値をどのように求めるかは、長い間大きな問題となってきた。多くの研究者がこれに取り組んできたが、解明することはできなかった<sup>18</sup>。こうした中、1973年にフィッシャー・ブラック（Fischer Black, 1938-1995）とマイロン・ショールズ（Myron Scholes, 1941-）は、それまでに発展を遂げてきたファイナンス諸理論を

<sup>17</sup> Idem, "Corporation Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, June 1963, pp. 433-443.

<sup>18</sup> 例えば、アメリカ人として初めてノーベル経済学賞を受賞したポール・サミュエルソン（Paul Samuelson, 1915-2009）は、1965年にワラント債の価格付けを試みたが、最終的な解を得ることができなかった。Cf. Samuelson, Paul A., "Rational Theory of Warrant Pricing," *Industrial Management Review*, Vol. 6, No. 2, Spring 1965, pp. 13-32.

基礎とし、そこに極めて高度な数学を用いて、オプション価格算定式を導出することに成功した。この年には、シカゴ・オプション取引所 (Chicago Board Option Exchange) が設立されたこともあり、このブラック＝ショールズ・モデルと呼ばれるオプション価格算定式の導出は、その後のオプション取引を始めとする金融派生商品 (デリバティブ) 取引の拡大を後押しすることになった。

ブラック＝ショールズ・モデルは、満期日にのみ行使可能なヨーロピアン・タイプのオプションを対象としたものである<sup>19</sup>。そして、このモデルでは、オプションと同じペイオフをもつ安全資産 (借入れ) と原資産 (株式) との組み合わせから構成される複製ポートフォリオを考え、 $t = 1$  時点において同価値をもつ二つの資産は、 $t = 0$  時点においても同じ価値をもつという考え (無裁定価格評価理論) から、 $t = 0$  時点におけるオプションの価格を導いたものである。

まず、ブラックとショールズは、市場が効率的であることを前提として、株価の動きについて確率過程を求め (株価の変動が対数正規分布に従うと仮定)、これに日本の数学者・伊藤清 (1915-2008) が導いた補題 (Ito's Lemma) を用いて、原資産価格の変動とオプションの変動を表す関数を作成した。そして、この関数を用いて、無裁定ポートフォリオを表す偏微分方程式を作成し、物理学で研究されてきた熱伝導方程式の解を用いて解くことにより、以下のようなオプション価格算定式を完成させた<sup>20</sup>。

$$C = S \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-r_f T} \cdot N(d_2)$$

$$P = -S \cdot N(-d_1) - K \cdot e^{-r_f T} \cdot N(-d_2)$$

$$\text{但し、 } d_1 = \frac{\ln(S/E) + [r_f + (1/2)\sigma^2]T}{\sigma\sqrt{T}} \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

$C$  : コールオプションの価値       $P$  : プットオプションの価値

$S$  : 原資産価格 (現在の株価)

$K$  : 権利行使価格 (ストライクプライス)

$N()$  : 標準正規分布の累積密度関数

$r_f$  : 無リスク利子率

$\sigma$  : 原資産価格のボラリティティ (標準偏差)

$T$  : オプション満期までの期間

この算出式を導くために、テーラー級数展開やフーリエ積分等、それまでの経済学や経

<sup>19</sup> これに対して、一定期間において行使可能なオプションは、「アメリカン・タイプ」と呼ばれる。

<sup>20</sup> Black, Fischer and Scholes, Myron, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, May-June 1973, pp. 637-654.



営学で使用されてきたものに比べて遥かに高度な数学が用いられている。そのため、このモデルは、ファイナンス理論の更なる進化をもたらしたとする評価も見られた。

このモデルは、その後、ブラックとショールズとは別にオプション価格算定式を探求していたロバート・マートン (Robert Merton, 1941-) によって数学的に正しいことが証明され、広く認知されることとなった<sup>21</sup>。

こうして完成されたオプション価格算定式は、それまであいまいであったオプション価値を理論的に捉えることによって、オプションに対する信頼度を高め、オプションそのものの適用可能性を拡大したことに大きな意義を認めることができる。

為替変動や資産価格下落等のリスクに晒された企業にとっては、現在のレートや価格、利子率、権利行使までの期間、そしてレートや価格のボラティリティといった諸変数さえわかれば、このモデルを用いて容易にオプション価値を算出し得ることから、オプションがリスクヘッジ手法として有効かつ不可欠なものとして認識され、その後のオプション取引の拡大に大きく貢献することとなった。

また、企業全体を評価する上でも、オプション価格理論が重要であることが認識されるようになった。すなわち、株式はすべての負債を支払い終えた後の企業価値の残余請求権であることから、コール・オプションとして捉えることができると考えられるようになったのである<sup>22</sup>。企業価値の予測値とその実現可能性 (リスク)、負債の金額とその償還期限等のパラメータを特定すれば、モデルに基づいて株式の価値を算出することは理論的には可能である。以上のような認識は、他のファイナンス理論が明らかにしてきたことと合わせて、企業は具体的な数値によって客観的に把握することが可能な存在であるとの見方を強めることとなったのである。こうした見方は、企業財務論の更なる展開に大きな役割を果たし、また会計のあり方の転換を推進するのに多大な影響を与えることになった。

## (2) ファイナンス理論の評価と特質

20世紀後半に急速な発展を見せたファイナンス理論は、数学や統計学の発展に支えられて、それまで投機の間としてしか見られてこなかった金融・資本市場を科学的に分析し、金融資産の価格メカニズムを理論的に解明することに成功した。それは極めて短い期間に完成されたものであったが、革新的な内容をもったこの理論は直ちに世界を席卷することとなった。解明された理論は、投資家による合理的な活動実践を可能とし、その結果、取引の活発化、市場における適正な価格形成が促進され、金融・資本市場をカジノ等と同一

<sup>21</sup> Cf. Merton, Robert C., "Theory of Rational Option Pricing," *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 4, No. 1, Spring 1973, pp. 141-183.

<sup>22</sup> 株主の有限責任という観点から言えば、株式は、企業が倒産した時には、債権者に価格ゼロで企業価値を売りつける権利を有するプット・オプションであると見なすこともできる。

視する従来の考えは一掃された。経済全体でみた場合には、市場を通じてより適正で効率的な資源の配分が促進されることとなり、このことは、一国内だけに止まらず、国境を越え全世界的な規模での活発な資本移動を引き起こす契機ともなった。

また、こうした知見は、個別経済主体である企業においても、事業のリスクとリターンを正しく評価することを可能とし、企業はただ規模の拡大や利益の最大化を目指すだけでは十分ではなく、企業が本当の意味で目指すべきことは何であるのか、といった点において深い洞察を与えることになったことは注目に値する。資本コスト、株主資本価値等の概念とその計算方法が確立、明確化されたことで、企業内における効率的な資本配分や合理的な活動実践の指針が形成され、そうした概念の理解は、企業の発展にとって不可欠なものとして認識されるようになった。

以上のように、ファイナンス理論の発展は、今日見られるグローバル経済社会を成り立たせるのに不可欠な基礎としての役割を果たすことになったと言える。本章で見たファイナンス理論構築に貢献した研究者たちの業績の多くが、ノーベル経済学賞授与の対象となっていることから、その意義が高く評価されていることがわかるであろう<sup>23</sup>。

このように急速に発展を遂げたファイナンス理論は、経済学の応用分野の一つとして生成、発展してきたものであった。特に、効用を最大化する合理的な個人を想定し、数学と統計学を取り入れた新古典派経済学の思考を基礎に産み出されたものであった。研究者たちは金融・資本市場を対象とするこの理論の構築に異様とも思える程の情熱とエネルギーを費やしたが、それは、「投資がゲームとしておもしろいからではない。経済学の研究がまさに提示できる最善の知識、自由市場のダイナミズムの純粹形態がそこ（＝金融・資本市場―引用者）にあるからである」<sup>24</sup>と理由づけられる。研究者たちは、「厳密に論理的な社

---

<sup>23</sup> ファイナンス理論の発展に貢献した主なノーベル経済学賞受賞者は、以下の通りである。

➤ ジェームズ・トービン（1981年受賞）

金融市場分析とその支出意思決定、雇用、生産、価格との関係についての分析に対して

➤ フランコ・モジリアーニ（1985年受賞）

貯蓄と金融市場の先駆的な分析に対して

➤ ハリー・マーコヴィッツ、ウィリアム・シャープ、マートン・ミラー（1990年受賞）

金融経済学の理論における先駆的な貢献に対して

➤ マイロン・ショールズ、ロバート・マートン（1997年受賞）

金融派生商品（デリバティブ）の価値を決定する新手法の開発に対して

[出所] The Official Web Site of the Nobel Prize (<http://nobelprize.org/>)

<sup>24</sup> Bernstein, Peter L., *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*, New York, The Free Press, 1992, p.306. (青山 護・山口勝義訳『証券投資の思想革命―ウォール街を変えたノーベル賞経済学者たち―(普及版)』東洋経済新報社、2006年、455頁。)

会科学 (strictly logical social science)」<sup>25</sup>を指し、様々な仮定を設定した上で、市場のメカニズムに関連する各トピックの一般化を図り、それを一つの数式に纏め上げたのである。そこには、化学や物理学の初期の発展に極めて重要な役割を果たし、数学的処理に向いている「均衡」の概念が不可欠なものとして採り入れられ、理論の精緻化が図られている。

こうして構築されたファイナンス理論は、「エレガントな理論体系」をもち、「社会科学の中でも最も洗練され、最も高度な段階に達した分野」と評され<sup>26</sup>、完成度が極めて高いものであると見なされている。

### 3. ファイナンス理論による会計支配

#### (1) ファイナンス理論による会計支配の構図

経済のグローバル化の進展や実物経済から金融経済への転換といった企業を取り巻く環境の急激な変化とともに、伝統的な原価＝実現アプローチに基づく計算メカニズムからもたらされる会計情報の有用性の低下が指摘される中で、先進的で高度な内容をもち理論的な完成度も高いとされるファイナンス理論が、会計のあり方に強い影響を与え、遂にはその支配下に置くようになるのに、多くの時間を必要とはしなかった。

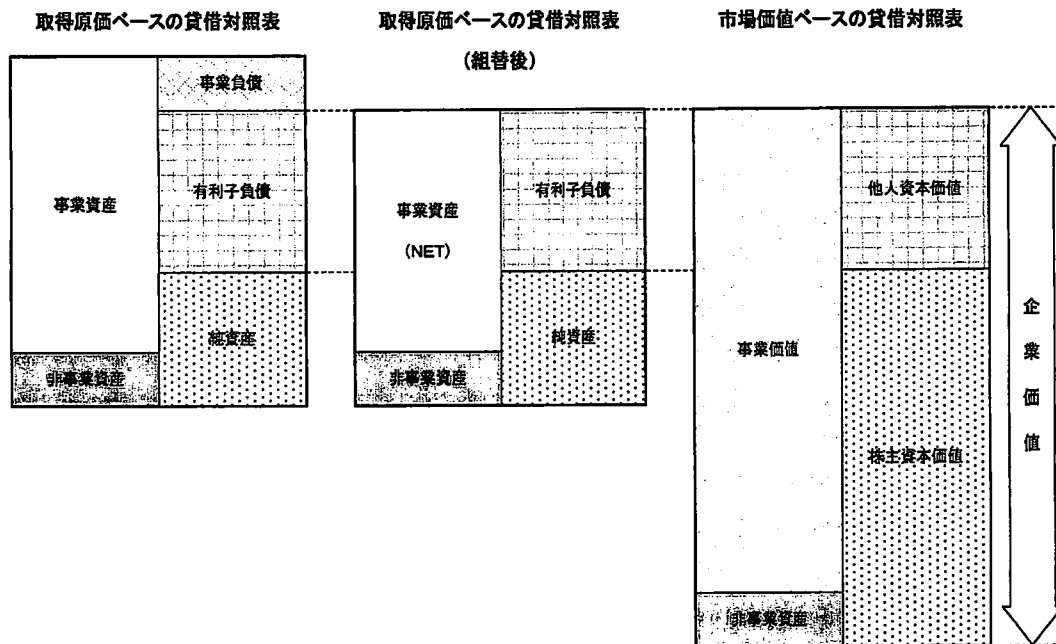
ファイナンス理論の発展は、事業のリスクとリターンや企業価値に関する認識を深めたのみに止まらず、企業そのものの見方を大きく変えることになったと言えるであろう。企業は、ゴーイング・コンサーン (going concern) としての組織体であるとする伝統的な見解に替わって、投資プロジェクトの集合体であるとの見解が急速に広まることとなったのである。国境を跨るM&Aの活発化や事業の買収・売却等の企業再編の積極化によって、現在ではそうした見解が支配的なものとなっており、これに伴い、特に投資意思決定の観点からは、「利益」を計算することよりも企業や事業の「価値」を評価することが重視されるようになってきた。その評価自体も市場価値によるべきであり、これが直接観察できない場合にはファイナンス理論の種々のモデルに基づいて算出したものが適当であると考えられるようになった。

---

<sup>25</sup> Fox, Justin, *The Myth of the Rational Market: A History of Risk, Reward, and Decline on Wall Street*, Harper Collins, 2009, p. 28. (遠藤真美訳『合理的市場という神話—リスク、報酬、幻想をめぐるウォール街の歴史—』東洋経済新報社、2010年、38頁。)

<sup>26</sup> 野口悠紀夫『金融危機の本質は何か—ファイナンス理論からのアプローチ—』東洋経済新報社、2009年、8頁。

図表2 取得原価ベースと市場価値ベースの貸借対照表



企業価値は、事業からもたらされると期待される将来キャッシュ・フローの現在価値である事業価値と現金を含む金融資産等の非事業資産の価値の合計と考えることができる。また、これは調達資本の面から見れば、株主資本価値（株式時価総額）と他人資本価値（有利子負債時価総額）の合計に等しい。

こうした関係は、図表2が示すように、従来の取得原価ベースの貸借対照表を、借方は事業資産と非事業資産が純額で、貸方は他人資本（有利子負債）と自己資本で表示されるように一部組み替えた後、これを市場価値ベースで作り直すことによって捉えることができる。

従来の取得原価ベースの貸借対照表においては、事業資産の簿価合計額が事業価値を示している訳ではなく、また総資産額も企業価値を表してはおらず、会計上の簿価と経済的な価値との間には、直接的な関係はなかった。そうした状況において、従来の貸借対照表の形式をそのまま基礎として、ここにファイナンス理論によってもたらされた知見を取り込んで、時代に即した有用な情報を提供しうる会計への変革が企てられたと考えられる。

完全・完備市場（perfect and complete market）という理想的な状況を想定すれば<sup>27</sup>、

<sup>27</sup> 「完全市場」という概念は、(1)商品や請求権の売買が取引費用ゼロで行われ、(2)いかなる企業や個人も投資から異常収益を得るための特別な手段も機会ももっておらず、(3)価格は個人の行動によって変化を受けないことを意味し、「完備市場」という概念は、あらゆる商品や請求権の市場が存在し、した

ここでは企業価値は、以下の式が示す通り、企業が保有するすべての資産の使用価値の合計に等しく、またその市場価値の合計にも等しい<sup>28</sup>。

$$V_t = \sum_{n=1}^N VIU_t^n = \sum_{n=1}^N MV_t^n$$

$V_t$  : t 時における企業価値

$VIU_t$  : t 時における個別資産の使用価値 (value in use)

$MV_t$  : t 時における個別資産の市場価値 (market value)

こうしたことから、貸借対照表のすべての資産、負債を市場価値、すなわち公正価値で評価すれば、そこで示される総資産額は企業価値を表し、純資産額は株主資本価値を表すことになる。そのため、取得原価ベースで作成された貸借対照表が不完全 (imperfect) であるのに対して、これは完全なる貸借対照表 (perfect balance sheet) であるとされる<sup>29</sup>。

しかし、現実の世界は不完全・不完備である。そのため、資産の使用価値と市場価値が必ずしも等しくならず、また多くの資産についてはその市場すら存在しない。従って、完全なる貸借対照表を作成することは不可能である。しかしながら、すべてではないとしても、可能な限り多くの資産と負債を公正価値で評価することが、投資家による企業の将来キャッシュ・フローの予測を容易にし、合理的な投資意思決定を行うために有用であるとされる。特に、公正価値評価の対象が増える程、企業価値のうちの未認識のれんの割合が小さくなるため、投資家による企業価値評価に当たっての複雑な要素であるのれんを誤って予想する可能性を減じることができると考えられている<sup>30</sup>。こうした考えから、IFRS が要請する公正価値評価の対象は、金融資産だけに止まらず実物資産にまで拡大されてきている<sup>31</sup>。

---

がっていかなる商品や請求権の市場価格も一般公衆が観察可能であることを意味する。

Cf. Beaver, William H., *Financial Reporting: An Accounting Revolution (Third Edition)*, Prentice Hall, 1998, pp. 38f. (伊藤邦雄訳『財務報告革命 (第3版)』白桃書房、2010年、57-58頁。)

<sup>28</sup> Hitz, Joerg-Markus, "The Decision Usefulness of Fair Value Accounting: A Theoretical Perspective," *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 2, 2007, p. 336.

<sup>29</sup> Penman, Stephen H., *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, Boston, McGraw-Hill, 2001, pp. 418-423. (杉本徳栄・井上達夫・梶浦昭友訳『財務諸表分析と証券評価』白桃書房、2005年、424-432頁。)

<sup>30</sup> Scott, William R., *Financial Accounting Theory (5th Edition)*, Toronto, Pearson Prentice Hall, 2009, pp. 209-210. (太田康広・椎葉 淳・西谷順平訳『財務会計の理論と実証』中央経済社、2008年、242頁。)

<sup>31</sup> IAS第16号「有形固定資産」においては、事後測定の方法として、従来、原価モデル (cost model) が原則的な方法とされ、公正価値に基づいて測定する再評価モデル (revaluation model) が代替的な

このような発想は、米国、英国、日本等9カ国の会計基準設定主体と当時の国際会計基準委員会から成る金融商品に関する共同作業グループ（JWG）が2000年12月に発表したドラフト・スタンダードにおいて既に見られる。このドラフト・スタンダードは、金融資産及び負債の全面的な公正価値評価を提案した当時においては画期的なもので、ここでは、公正価値は予測に関して他の測定値よりも良好な基礎を提供するものと位置付けられている。公正価値は現在の利子率を前提として得られると期待される将来キャッシュ・フローについての市場の予測を具体化したものであるため、資産及び負債が公正価値で評価されていれば、投資家は将来を予測するための基本的な情報を持っていることになる。この基本的な情報を出発点にして、投資家は修正を加えて、市場の予測とは異なるかもしれない自らの予測を適切に行うことができるとされている<sup>32</sup>。

このように、企業価値評価の重要性の高まりに対応して、ストック面から企業を捉えることが重視されるようになり、その結果、一期間の事業活動の成果としての損益を算定する損益計算書の存在感が希薄化する一方、貸借対照表は単独でも投資家にとって有用なものと捉えられるようになった<sup>33</sup>。そこでは、資産の公正価値の増加は、現時点の市場収益率を稼得するために投資されている資本の価値を維持しながら資産の保有者に分配できる金額を表しているという意味で利益であると認められ、包括利益という新しい概念の下で、従来の純利益に替わって経済的実質を示す業績として捉えられることとなった。収益・費用アプローチ（revenue-expense approach）から資産・負債アプローチ（asset-liability approach）へという会計パラダイムの転換は、こうした点から説明することができる。

伝統的な会計に内在する問題点が、ファイナンス理論による会計支配を加速した部分も大きかったと言える。取得原価に基づいて作成された貸借対照表では、過去の事実が示されるに過ぎず、また、金融派生商品（デリバティブ）等の新たな取引形態に対しても、それが未履行契約であるため決済が行われるまで認識されず、企業のリスク実態を捉え切れないと批判されることとなった。更に、一つの取引に対して複数の会計処理基準が存在すること、収益と費用の対応に経営者の恣意が入り込む余地があり、利益額の操作が容易に行われうること等、これまでに指摘されてきた発生主義会計の「弱点」によっても、従来の会計のあり方が新しい時代の到来によって、遂に限界にきたことを強く認識させた。エレガントな数式によって、唯一の、誰にとっても正しい資産の公正価値の算定を可能とす

---

方法とされていた。しかし、2003年の改訂により、二つのモデルは並列的に列挙され、選択適用されることとなった。このように、実物資産の評価基準としての公正価値の重要度は高まってきている。

<sup>32</sup> Joint Working Group of Standard-Setters, *Draft Standard: Financial Instruments and Similar Items*, The Japanese Institute of Certified Public Accountants, 2000, Basis for Conclusions – Objective, 1.8 (b). (日本公認会計士協会訳『金融商品及び類似項目』日本公認会計士協会、2001年、153頁。)

<sup>33</sup> Hitz, *op.cit.*, p. 345.

るファイナンス理論に比べた従来の会計のあり方が、いかに原始的で時代遅れなものであるかが強く認識されることとなったのである。ファイナンス理論の実務への適用の広がりの中で、こうした認識は一般にも広がりを見せ、経営者や投資家が伝統的な手続きに基づいて算出された会計数値を用いることに、批判というより嘲笑するような態度を見せるファイナンス研究者も多いという<sup>34</sup>。

以上のような状況の出来が、ファイナンス理論が会計のあり方に干渉し、そして支配することの基本的な動機になったと考えられる。すなわち、市場価値という客観的な指標を基準とし、会計数値の操作可能性を排除すると同時に、会計情報の目的適合性を回復させることによって、会計を時代に即した新しいものへ変革させようという考えである。

会計計算の極めて単純な構造や複式簿記原理の柔軟な構造に、時代の先端を行くと見られるファイナンス理論の考え方を導入することは、極めて容易なことであった。IFRSに基づいて作成される財務諸表の構成は、名称こそ従来のものとは異なるものの、基本形式や枠組みはそのまま維持されていると言える。しかし、そこに盛り込まれる情報の質は大きく変貌を遂げることとなった。有価証券等の一部の金融資産を、取得原価に替えて期末日の市場価格で評価することから始まった新しい会計への転換は、市場価値で評価する貸借対照表項目の拡大という形で進められていくこととなった。

以上のように、会計はファイナンス理論によって特段の障害もなく支配されるに至ったと言えるが、こうした流れは、会計が慣習的に発展してきたことと強く関係しているように思われる。慣習的に発展してきたが故に内在的な規範性をもちにくく、そのため、時代の要請に従って外在的に規範を措定することが自然なこととして受けとめられたと考えられるのである<sup>35</sup>。経済のグローバル化が進展している現代においては、投資意思決定有用性という観点から、ファイナンス理論が明晰にモデル化した投資意思決定プロセスあるいは資産価格決定メカニズムに基づいて、新しい会計のあり方に転換を図ることが企図され

<sup>34</sup> 市場価値を信奉するファイナンス研究者は、もとより取得原価ベースの会計情報に何の価値も見出せないとする考えが強かったと言える。次のことばは、ファイナンス理論による会計支配が開始されようとしていた時期のものだが、そうした考えがよく表れている。

「そもそもバランスシートの各項目をある一時点の、あるいは一定期間の平均をとった市場価値で表すということに対して異論を唱える人も少なくないと思います。バランスシートは会計原則という制度にしたがって左右の値が一致するように作られているということしか考えない人にとっては、確かに抵抗ある問題かもしれません。(改行)しかし財務意思決定をはじめとする多くの経営意思決定にとって、実は帳簿価値に基づいたそれぞれの項目の値よりも、この場合のように、全ての資産や資本を市場価値で測ったバランスシートの方が圧倒的に意味のある情報をもたらしてくれるのです。」(仁科一彦『財務破壊—市場メカニズムの浸透と財務戦略—』東洋経済新報社、1995年、23-24頁。)

<sup>35</sup> 高田橋範充・鈴木一功「企業価値評価とキャッシュフロー—会計とファイナンスの理論的関係性を求めて—」『会計』第164巻第2号、2003年8月、83頁。

たと捉えることができる。また、そこでは、一貫して会計に対するファイナンス理論の優越という認識を見て取ることができる。

20世紀初頭に、ハットフィールド（Henry Rand Hatfield, 1866-1945）は、会計や簿記が、その簡明な構造によって、無味乾燥なもの、あるいは疑似科学（pseudoscience）であるとして侮蔑を受けている当時の状況を嘆いたが<sup>36</sup>、グローバル化、情報化が高度に進行した21世紀の現代、そうした見方は益々強いものとなっているように思われる。そこで、ファイナンス理論という極めて現代的な優れた理論の枠組みや考え方を一方的に移植することによって、時代に即した現代会計を構築しようとしているのが現在の状況であると見ることができる。

## （2）会計の変貌と会計研究の危機

こうして時代の要請に応じて大幅な会計変革が企てられた訳であるが、しかしながら、これほど大幅な変革が本当に必要不可欠なものであったのかについては、十分な検証が行われていないように思われる。この点について、福井義高も、「他の分野の構造改革論同様、昨今喧しい会計改革論においても、それほど確固たる根拠があるとは思えない「通説」が幅を利かせている。しかし、本当に今までの会計制度は抜本的改革なしには機能不全に陥るほどの「欠陥商品」だったのだろうか」<sup>37</sup>と疑問を呈している。会計基準の国際的収斂や公正価値会計の推進が、21世紀という新しい時代を迎えての既定路線であるかのように捉えられると同時に、そうした考えを具現化したIFRSは無条件に礼賛され、時代の流れに乗り遅れるな、もう後戻りはできないとばかりに、これまでの動きを批判的に捉える考察はほとんど見られなかったと言ってよい。会計のあり方が大きく変わろうとしている時に、従来の会計が果たしてきた役割についての十分な評価が行われないうまま、先へと進もうとしているように思われる。

これまで実践されてきた伝統的な会計は、実務を通じて慣習的に発達してきたものを、20世紀初頭に帰納的に体系化させることによって、原価＝実現アプローチに基づく発生主義会計として完成されたものであった<sup>38</sup>。その後の会計研究は、こうして一応理論としての形を整えた会計のあり方について、その体系の解釈、拡張、再構築等を通じて、最善の会計処理方法や報告のあり方を探求することに力を注いできた。

<sup>36</sup> Hatfield, Henry Rand, "An Historical Defense of Bookkeeping," *The Journal of Accountancy*, Vol. 37, No. 4, April 1924, p. 241.

<sup>37</sup> 福井義高『会計測定の再評価』中央経済社、2008年、1-2頁。

<sup>38</sup> 言うまでもなく、代表的なものとして、アメリカ会計学会の委嘱によって行われたペイトンとリトルトンの研究を挙げることができる。Cf. Paton, William and Littleton, Analias C., *Introduction to Corporate Accounting Standards*, Amercian Accounting Association, 1940. (中島省吾訳『会社会計基準序説』森山書店、1953年。)



しかしその後 1960 年代後半になると、ボール＝ブラウン (Ray Ball and Philip Brown) やビーバー (William H. Beaver) の実証研究を嚆矢として<sup>39</sup>、会計の計算機構から産み出される情報の価値、あるいは利益等の会計情報と投資意思決定の関係に研究の関心が集まるようになった。これは、投資家の意思決定構造や市場における価格決定メカニズムの解明等、ファイナンス理論がこの時期急速に発展を遂げ、実務においても用いられるようになっていたにも関わらず、会計情報は財務比率による分析に利用されるに止まり、「すべての決定理論から袂を分かっている」<sup>40</sup>状態にあったため、伝統的な会計研究が行き詰まりを見せた結果でもあった。

こうした中、アメリカ会計学会は、1966 年に『基礎的会計理論 (ASOBAT: A Statement of Basic Accounting Theory)』を公表し、この中で「会計とは、情報の利用者が事情に精通して判断や意思決定ができるように、経済的情報を識別し、測定し、伝達するプロセスである」<sup>41</sup>と定義し、その後の情報システムとしての会計という今日支配的な会計観が浸透、拡大する出発点となった。

こうして、情報提供機能に重点を置く会計へのシフトが加速していくことになるが、会計の枠組みは、その後も基本的には 20 世紀初頭に完成された原価＝実現アプローチが堅持されていた。それは、伝統的な会計のあり方に関する既成の観念が強かったこともあるが、ASOBAT における「情報」の概念が必ずしも明確ではなく、差し当たって会計を情報システムとして見るためのフレームワークを提供したに留まっていたこととも関係しているよう<sup>42</sup>。

このような状況が大きな変化を見せるようになったのは、1990 年代に入ってからであった。社会主義の行き詰まりと崩壊によって、旧ソ連・東欧諸国が一気に資本主義世界になだれ込み、経済が世界的規模で市場原理に基づいて展開されるようになった。加えて 1980

---

<sup>39</sup> Cf. Ball, Ray and Brown, Philip, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,"

*Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, Autumn 1968, pp. 159-178; Beaver, William H., "The Information Contents of Annual Earnings Announcements," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6 Supplement, 1968, pp. 67-92.

<sup>40</sup> Lev, Baruch, *Financial Statement Analysis: A New Approach*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, 1974, p. 3. (柴川林也・寺田 徳訳『現代財務諸表分析』東洋経済新報社、1978 年、5 頁。)

CAPM 理論を構築したシャープは、1970 年に出版された著書『ポートフォリオ理論と資本市場』において、150 以上の文献のリストを載せているが、そのうち財務分析の文献が一冊も見当たらないとレブは指摘している。

<sup>41</sup> American Accounting Association Committee to Prepare A Statement of Basic Accounting Theory, *A Statement of Basic Accounting Theory*, American Accounting Association, 1966. (飯野利夫訳『アメリカ会計学会 基礎的会計理論』国元書房、1969 年、2 頁。)

<sup>42</sup> 新井清光「ASOBAT の批判的考察」『會計』第 100 巻 第 1 号、1971 年 7 月、136 頁。

年代後半以降に本格化したインターネットに代表されるIT・通信技術革命が、世界経済の一体化を推し進めた。そうした中で金融・資本市場が高度な発達を遂げ、そこで会計が果たす役割の重要性も一気に高まることとなった。このような状況において、会計は、投資家の合理的な意思決定に役立つ直接的な情報を提供すべきであるとする考えが急速に広まり、その新しいあり方を導き出す具体的な道筋が自ずと明らかにされたのである。それは、ファイナンス理論が提供する枠組みに依拠して、情報の有用性を高めることに他ならなかった。ファイナンス理論の完成度の高さは、いつしか会計を支配することとなり、その結果、新しい会計は、その実質的な内容において、伝統的な会計のあり方を完全に否定するものとなってしまったのである。

会計は、一般的には「1経済単位に属する財産について、その増減の事実と増減の原因を継続的に記録し、一定期間ごとに、財産がどのような原因でどれだけ増減し、どれだけの財産が存在しているかを明らかにする行為」<sup>43</sup>と定義される。これを企業を対象を限定して再定義すれば、会計とは、日々の企業活動を継続的に記録、集計、整理し、その結果を一定の基準・形式に従って報告するまでの一連のプロセスであると捉えることができる。しかしながら、新しい会計においては、ファイナンス理論の考え方に従って最終的に算出され、開示される数値情報の価値にのみ注目が集まり、それまでのプロセスは一切捨象されていると言ってよい。近年盛んに行われている実証研究は、会計数値を単なるデータとして扱い、そこでは長い歴史をもつ会計という行為についての理解や認識がすっかり抜け落ちてしまっている。時代の要請に応えた最先端の会計のあるべき姿を追求しながらも、会計の本質ともいべき部分の認識がないまま、そのあり方を大きく転換しようとしている点に、落とし穴に嵌った会計がそこから容易に抜け出すことのできない一因があるように思われる。この点について、福井は、ファイナンス理論という最先端の思考に基づいて「会計の「科学化」を目指した実証研究の隆盛が、会計研究者に一種のアイデンティティの危機をもたらした」<sup>44</sup>と指摘している。

こうした状況を指して、会計研究の「危機」という指摘も見られるようになってきた<sup>45</sup>。ファイナンス理論という最先端の思考に眩惑され、会計研究が本来目指すべき会計の本質の探究とその理解に基づく新たな会計のあり方の模索に対する努力はすっかり忘れ去られている現状を前に、これまでの性急な会計改革を反省し、これからの会計の進むべき方向に問題意識をもつ者が増えていることの証しと捉えられる。しかし、こうした危機から抜け出すための明確な道筋はまだ明らかにされていない。まずは、現在の会計が置かれてい

<sup>43</sup> 森田哲彌他編集『会計学大辞典（第4版増補版）』中央経済社、2001年、93頁。

<sup>44</sup> 福井『前掲書』15頁。

<sup>45</sup> 2006年に行われたアメリカ会計学会大会においては、3名の学会重鎮から、現在のアメリカで主流の会計研究は、方法、内容、制度ともに重大な欠陥があるという危機意識の表明がなされた。

る状況を冷静に見つめなおすことが必要であろう。

#### 4. ファイナンス理論による会計支配における錯誤と矛盾

世界的にも今や規定路線として強化が進みつつあるファイナンス理論による会計支配は、しかしながら、いくつかの錯誤や矛盾を内包しているように思われる。そうした錯誤や矛盾は、会計の本来の役割や本質についての誤った理解や認識に基づいたものであると考えられる。落とし穴に嵌った会計を救い出し、これからの会計、あるいは会計研究の進むべき道を明らかにするためには、こうした錯誤や矛盾を明らかにする必要がある。

##### (1) 市場の効率性に関する錯誤と矛盾

ファイナンス理論による会計支配は、会計情報が金融・資本市場を成り立たせるのに不可欠なものとの認識から出発したものであると言える。ファイナンス理論が成り立つ前提には、その対象である金融・資本市場が情報に対して効率的であることが想定されており、このことが会計とファイナンス理論を結びつけている。

金融・資本市場が効率的であるとする考え方は、効率的市場仮説（EMH: Efficient Markets Hypothesis）と呼ばれる。ユージン・ファーマ（Eugene F. Fama, 1939）は、証券価格が、利用可能な情報をすべて反映している市場を「効率的」と定義し、このことを次のように表現した<sup>46</sup>。

$$E(\tilde{p}_{j,t+1} | \Phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1} | \Phi_t)] p_{jt}$$

これは、証券  $j$  の  $t$  時における価格を  $p_{jt}$  とすると、 $t + 1$  時における価格の期待値は、 $t$  時において与えられた情報セット  $\Phi_t$  の下では、 $p_{jt}$  に  $1 +$  期待収益率を乗じたものとなることを示している。また、これを基礎として、次のような定義も行われている。

$$x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(p_{j,t+1} | \Phi_t) \quad \text{このとき、} E(\tilde{x}_{j,t+1} | \Phi_t) = 0$$

すなわち、 $p_{j,t+1}$  の実現値と期待値の差を  $x_{j,t+1}$  とすると、効率的市場では、その期待値はゼロになるというのである。

---

Cf. Hopwood, Anthony G., "Whither Accounting Research?" *The Accounting Review*, Vol. 82, No. 5, August 2007, pp. 1365-1374; Fellingham, John C., "Is Accounting an Academic Discipline?" *Accounting Horizons*, Vol. 21, No. 2, June 2007, pp. 159-163; Demski, Joel S., "Is Accounting an Academic Discipline?" *Accounting Horizons*, Vol. 21, No. 2, June 2007, pp. 153-157.

<sup>46</sup> Fama, Eugene, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, May 1970, pp. 383ff.

以上の定義は、新たな情報が公表されると、投資家が瞬時にその内容を理解して適切な対応をとることにより、直ちに証券価格に反映され、その結果、その情報を利用して超過リターンを得ることができないということを意味している。市場が効率的であれば、現在知られている情報は、既に証券価格に反映されていることになり、将来の価格は、現在知られていない情報のみによって決定され、変動することになる。新しい情報が、どのタイミングで発生するかを事前に予測することは不可能であり、それは不規則に発生することになる。従って証券価格の動きも不規則に、すなわちランダムに動くこととなる。ファイナンス理論は、こうしたランダムな動きを確率的に捉え、理論に組み入れることによって構築されている。いわゆる「ランダムウォーク理論」と呼ばれるものである<sup>47</sup>。

ファーマは更に、効率性の概念を以下の3つに類型化して考察を進めている。

□ウィーク・フォーム（弱度）の効率性

証券価格は、新たに利用可能になった情報のみを反映して形成される。従って、現在及び過去の証券価格を知っていても、超過リターンを得ることができない。

□セミ・ストロング・フォーム（半強度）の効率性

公表され一般に利用可能な情報は、証券価格にすべて即座に反映される。従って、公表されている情報だけでは、超過リターンを得ることができない。

□ストロング・フォーム（強度）の効率性

公表、非公表を問わず、証券価格があらゆる情報を反映して形成される。従って、非公表情報を用いても、超過リターンを得ることはできない。

ファーマによれば、アメリカの株式市場を対象に行われた多くの実証研究を総合すれば、ウィーク・フォームでは効率的、セミ・ストロング・フォームではほぼ効率的、ストロング・

---

<sup>47</sup> このようなランダムな動きは、液体等に浮遊する微粒子が不規則に運動する現象を観察したスコットランドの植物学者ロバート・ブラウン（Robert Brown, 1773-1858）の名をとって「ブラウン運動（Brownian Motion）」と呼ばれる。ブラウン運動は、1905年にアインシュタイン（Albert Einstein, 1879-1955）が発表した原子の理論を構成する重要な要素となっているが、これよりも早い1900年に、フランスの数学者ルイ・バachelier（Louis Bachelier, 1870-1946）は、株価の動きをブラウン運動に従う確率過程と考え、正規分布を用いてパリ株式市場の値動きをモデル化していた。バachelierの研究は長い間忘れ去られていたが、シカゴ大学の統計学者ジミー・サヴェージ（Jimmie Savage, 1917-1971）によって偶然見出され、その先駆的な業績は、その後のファイナンス理論の発展の基礎として大きな役割を果たすこととなった。Cf. Bachelier, Louis, "Théorie de la Spéculation," *Annales Scientifiques de l'École Normale Supérieure*, 3<sup>e</sup> série, tome 17, 1900, pp. 21-86. 横倉弘行「ルイ・バachelier「投資の理論」の一考察」『商学論叢』第44巻第2号、2002年12月、155-190頁参照。

フォームに関しては非効率的という結果が出ているという<sup>48</sup>。今日のわが国を含めた世界の証券市場は、高度に組織化され十分な量の取引が行われていることから、これまでの株価の推移からだけでは超過リターンを得ることは難しい。しかし、いくら効率的とは言え、インサイダー情報も含めて効率的であることは現実的ではない。従って、実際の証券市場は、セミ・ストロング・フォームで効率的とするのが一般的な認識とされている。会計情報を対象にこのことを考えてみても、それが新たに公表されると即座に価格に反映されると考えるのが自然であり、こうした理解から、企業に対しては、一定の形式に従った会計情報の適時開示が義務付けられていることの正当性も認めることができる。

しかし、この効率的市場仮説が想定する情報の内容については、具体的にどのようなものであるべきかは明らかにされていない。証券価格が、企業の本質的な価値を反映して決定されると考えるのであれば、企業の経営成績や財政状態を示す会計情報は、効率的市場を成り立たせる極めて重要な情報であることは間違いないが、「情報」とは単に効率的市場が反応するものという形で循環的に定義づけられるにすぎない<sup>49</sup>のである。

効率的市場仮説を成り立たせるためには、投資家に、企業が事業から得られると期待される将来キャッシュ・フロー、あるいは株主が得られると期待される将来の配当金等の適切な予想を可能にする情報であれば、どのようなものであれ、ここで求められる情報の要件を満たすことになるだろう。前節で見たように、資産や負債が公正価値で評価されている貸借対照表が、そうしたニーズを満たすものであるとするのであれば、最有力なものとなるであろうが、決して他の情報を排除するものではない。従来の原価＝実現アプローチに基づいて算出された利益や純資産額等の情報であっても、企業の本質的な価値を知り、将来キャッシュ・フローの予測を行うことは十分可能である。また、財務諸表本体に計上されるもの以外にも、多くの注記や開示されている追加情報等を通じて、投資家は多くの有用な情報を得ることができるのである。

このように、会計情報の意思決定有用性を考えるに当たって、最終的に必要な情報を会計情報の利用者が得ることができるのであれば、開示される形式は問題にならないという見方は、情報パースペクティブ (information perspective) と呼ばれる。こうした見解の下では、従来の会計のあり方の大幅な転換は必ずしも必要とはされない。仮に従来の会計情報だけでは十分でないとするのであれば、注記の拡充や追加情報の開示を強化すること等で対応が可能であると考えられる。

こうした見解に対して、財務諸表本体に直接的に企業価値そのもの、もしくは少なくともその一部を計上して会計情報の利用者に伝達すべきであるとする見方は、測定パースペクティブ (measurement perspective) と呼ばれる。すなわち、現在進められている貸借

<sup>48</sup> Fama, *op.cit.*, pp.388ff.

<sup>49</sup> 香村光雄「効率的市場仮説と会計利益」『企業会計』第39巻 第8号、1987年8月、52頁。

対照表項目の公正価値評価の拡大はこの見解に基づいたものであり、IFRSはこの考えに従っていると見ることができる。この測定パースペクティブは、直接企業価値そのものを伝達することにより、投資家に対する投資意思決定有用性を強化しようとするものでありとされ、ここでは、企業価値の評価は会計報告の主体である企業に委任されている。

しかし、ファイナンス理論が当然の前提と考える市場の効率性からすれば、この測定パースペクティブの考え方は矛盾しているように思われる。この見解は、市場に参加しているのは、あらゆる事態に対して合理的な行動をとる洗練された投資家 (sophisticated investors) ばかりではなく、開示された会計情報の内容を的確に読み取って行動することができない素朴な投資家 (naive investors) も多いことから、企業が企業価値を直接的に測定、報告し、すべての投資家に容易に会計情報の内容を理解させることで合理的な行動に導き、市場の効率性を高めようとするものであるとされる。しかし、これでは本末転倒であると言わざるを得ない。

ファイナンス理論は、市場が元来効率的で万能であるという前提で構築されたものであったはずである。そうした前提の上に導き出された理論に基づいて、貸借対照表項目の公正価値評価が進められてきたのではなかったか。しかし、測定パースペクティブの下では、公正価値評価があつてこそ効率的な市場が成り立つと解釈される。市場が効率的であるという考えは、公正価値評価の理論的基礎としてあるのではなく、いつのまにか目的に転化してしまっている。こうして、「効率的市場が先か、公正価値評価が先か」という因果のジレンマに、現在の会計は身動きが取れなくなってしまうように見える。

実証研究からも、市場にはファイナンス理論では説明不能な多くのアノマリーが検出され、思われていた程効率的ではないということが明らかにされつつある。効率的市場が存在してこそそのファイナンス理論による会計支配の理論的根拠は、それ程確かなものではなく、その正当性を主張することは難しいように思われる。

## (2) 会計情報の特殊性あるいは独自性とその位置づけに関する錯誤

効率的市場というファイナンス理論の基本的な前提と会計情報との関係に錯誤や矛盾が存在し、また、市場の効率性自体の有効性がそれ程確かなものではないという驚くべき事態に加え、ファイナンス理論による支配の下で作られる会計情報の捉え方についても錯誤があるように思われる。会計とは企業行動の一つであり、前章でも指摘した通り、一連のプロセスとして捉えなければならない。こうしたプロセスを経て作り上げられたものであるため、会計情報は他の情報とは異なる特質があることが理解されなければならない。

井上良二は、会計とは、企業の経営活動を貨幣単位で表現されているものの増減変化として捉え (認識)、その増減がいくらかを決定し (測定)、その結果を一定の形式に従って利害関係者に伝える (伝達) までの一連の行動であると考え。しかし、そこには、認識、評価あるいは伝達について、一定のルールが存在し、それらのルールに従って、最終的に

財務諸表等の形式で情報が伝達されるとし、このことを以下のような複合関数として表現している<sup>50</sup>。

$$y = g(f(x))$$

$y$  : 財務諸表等で示される会計情報       $x$  : 企業の経営活動

$f()$  : 認識、評価のルール                       $g()$  : 伝達のルール

これに従えば、会計は「企業の経営活動をルールに従って認識・測定し、ルールに従って伝達する行動」とされ、会計情報はその結果示されるものと定義されることになる。すなわち、会計情報は会計特有のルールの制約を受けたものであるということである。

しかし、この説明だけでは不十分である。会計情報は、複式簿記による記録を基礎としているという点が忘れられてはならない。

複式簿記は、単なる記録の方法、あるいは技術として、その存在は軽視されがちである。しかし、複式簿記は、企業の経営活動を切り分け、数値に還元するための枠組みとして機能し、会計のあり方を規定しているのである。利益や純資産といった概念は、容易に認識し得る対象であるかのごとき理解が一般的ではないかと思われるが、複式簿記機構を通じて初めて可視化されるものである<sup>51</sup>。そのため、複式簿記と会計とは不可分の関係にあり、複式簿記の枠組みから逃れられないことが、会計の宿命と言われる<sup>52</sup>。従って、上記の認識、測定、そして伝達のすべての局面において、複式簿記の枠組みが影響を与えている。むしろ、複式簿記がそのあり方を規定していると言える。従って、その結果伝達される会計情報も、複式簿記の制約の下で産出されたものということができる。すなわち、会計情報は極めて特殊性の高い情報であると言えるのである。

<sup>50</sup> 井上良二「財務会計の基礎」醍醐 聰編著『新版 財務会計ガイダンス』中央経済社、2000年、21頁。

<sup>51</sup> 複式簿記に基づいてしか損益計算書や貸借対照表等の会計情報が作成され得ないにも関わらず、複式簿記の存在がほとんど意識されていない状況を、笠井昭次は次のように指摘している。

「今日の会計研究において、情報利用者の意思決定に応えるべき情報として前提とされているのは、依然として、基本的には損益計算書・貸借対照表等である。本来、意思決定とは、きわめて多様なものであろうから、それに応えるべき情報にしても、内容・形式共に、きわめて多様であってしかるべきであろう。それにもかかわらず、今日までのところ、会計学における情報とは、基本的には損益計算書・貸借対照表に限定されている。そして、いうまでもなく、損益計算書・貸借対照表等の産出のためには、複式簿記機構が不可欠なのである。損益計算書・貸借対照表等とは異なった情報を産出するための独自の機構、複式簿記とは異なった独自の機構の構築は、一部を除き、ほとんど試みられていない、更には意識されていないと言ってもよいであろう。」(笠井昭次「会計(学)と簿記(学)との関係を巡って」『三田商学研究』第36巻 第5号、1993年12月、52頁。)

<sup>52</sup> 田中 弘『時価主義を考える(第2版)』中央経済社、1999年、12頁。

ファイナンス理論による会計支配は、こうした特殊性の高い会計情報を、あたかも効率的な金融・資本市場を構成する唯一の情報であるかのごとく捉えて進められてきたと言ってよい。利益や純資産額等の会計情報と株価等との直接的な対応関係、すなわち会計情報の価値関連性（value relevance）の検証が容易であることもあって、両者の結びつきの必然性に疑問がもたれることはなかった。むしろ、価値関連性の向上こそが会計の進化であると捉えられたのである。そのことは、現在の実証的会計研究の隆盛が示していると言えよう。

しかしそれは、本来会計がもっている思考とは全く異質なファイナンス理論に基づいて、投資家が必要とする情報を積極的に会計情報に取り込んでいくことに他ならなかった。ASOBAT以降の情報システムとしての会計という捉え方の広まりを、「会計の情報化」とすれば、笠井昭次が言うように、こうした現在の状況は、「情報の会計化」と呼ぶことができよう<sup>53</sup>。そこでは、従来の複式簿記に基づいた会計情報の特殊性を認識することは必要とされず、その結果、情報一般と会計情報との峻別は行われなくなる。すなわち、会計情報の特殊性は、すべて剥ぎ落とされてしまうのである。

会計は、当然のことながら、金融・資本市場のためだけに存在するのではない。もちろん、会計情報は投資家の意思決定に当たってきわめて有用なものの一つであることは間違いないが、他にも多くの企業の利害関係者に対して、重要な意味をもつものである。わが国において比較的早い時期からファイナンス理論に関する研究に取り組んだ小野二郎は、そうした多義的な会計を正しく位置づけ、「当然のことながら、会計情報の意義は、上のような効率的資本市場の仮説によってのみ考えられてはならないということである。会計情報は、投資家のために公表されるものではあるけれども、それだけに役立つものではない。資本市場に対する意義はどうであれ、経営内の意思決定にも、また、関連企業、税務当局、労働組合、金融機関などとの関係の調整にも大きな役割（原文ママ引用者）を果たしているのである。この面からも会計情報の在り方が考えられなければならない。」<sup>54</sup>と指摘している。

すなわち、会計情報の特殊性は、他の情報にはない多様な側面をもった独自性であると捉えることができるのである。そうした独自性をもつが故に、会計の存在意義が認められ、これまでの長い歴史の中で発展を遂げてきたと考えることができる。ファイナンス理論による会計支配は、そうした独自性を排除することに他ならず、そのことによって失われるものは決して少なくないはずである。

投資家と会計情報との関わりだけに焦点を絞ってみても、投資家は、もちろん会計情報を最も重要な判断材料として利用するが、従来、最終的な投資意思決定は、証券価格のこ

<sup>53</sup> 笠井昭次「現代会計理論の2類型」『三田商学研究』第47巻 第1号、2004年4月、10頁。

<sup>54</sup> 小野二郎「効率的市場仮説と会計情報」『国民経済雑誌』第134巻 第2号、1976年8月、72頁。



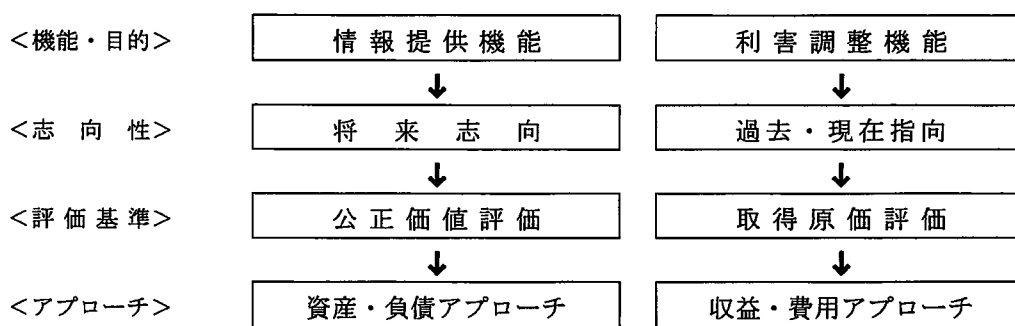
れまでの動向や現在の水準、経済・政治情勢、自らのリスク選好度等の多くの要素を総合して行われ、会計情報が果たす役割は、ほんの一部に過ぎないとされてきた<sup>55</sup>。ファイナンス理論の発展により、投資意思決定を左右する諸要素を取り込んだ洗練されたモデルが完成され、そうしたモデルに従って会計情報が作られたとしても、投資家はそれだけを頼りに意思決定を行うと考えることは現実的ではない。依然として多くの情報に基づいて意思決定しているはずであり、会計情報もその一つに止まる。

会計情報が本来もつ特殊性あるいは独自性を無視して、会計を誤って位置付け、そうした誤った理解に基づいて会計のあり方そのものを大きく変えようとしたことは、大きな間違いである。

### (3) 会計の二つの機能とその関係に関する錯誤

財務会計には、二つの機能（あるいは目的）があるとされる。情報提供機能と利害調整機能である。二つの機能それぞれの志向性、これに基づく資産等の評価基準、そして利益算定のアプローチを対比すると、**図表3**の通り、その内容はまったく対立的なものである。

図表3 財務会計の二つの機能



現在進みつつあるファイナンス理論による会計支配は、当然ながら前者に立つものである。特に会計情報の利用者の中でも投資家だけを対象を絞り込み、投資意思決定有用性の観点から、他方の利害調整機能を無視し、結果としてこれを排除する方向で進められてきたと言ってもよいであろう。

しかし、従来の会計が利害調整機能だけに立脚し、情報提供機能をまったく考慮していないものであったかと言えば、それは正しくない。従って、ファイナンス理論による会計支配は、利害調整機能から情報提供機能への転換、これに伴う、過去・現在志向から将来志向へ、取得原価評価から公正価値評価へ、収益・費用アプローチから資産・負債アプロー

<sup>55</sup> Bierman, Harold, Jr., "The Implication to Accounting of Efficient Markets and the Capital Asset Pricing Model," *The Accounting Review*, Vol. 49, No. 3, July 1974, pp. 560f.

チへの転換等のように、簡単に捉えられるものではない。元来、会計はこの二つの機能を併せ持った存在なのである。このことは、前節でも触れた会計の多義性と深く関係していることである。

会計情報の有用性に関する研究等では、情報提供機能だけに着目して行われたものが数多く見られ、こうした傾向は近年ますます強くなってきている。しかし、このような前提はそれ自体誤っている。会計研究は、常に二つの機能を十分考慮した上で、行われなければならない。会計基準の収斂や I F R S の適用推進、そしてファイナンス理論による会計支配といったこれまでの一連の会計変革の流れも、同様に情報提供機能だけに注目して進められてきたと言える。それは、相互依存度の高いグローバルな資本市場が形成され、これを機能させるためには、投資家に有用な情報を提供できる体制を構築することが世界的にも第一の優先事項であるとの認識によるものと思われる。そして、各国の経済的状況や法制度等の制約を受ける税制、配当規制等に関連した利害調整機能については後回しにされ、この点については、適当な調整を図ることによって帳尻合わせが行われる結果となっている。現在の世界各国の会計制度は、情報提供機能を第一に考えて設計されることとなり、利害調整機能は情報提供機能の下に置かれるようになってしまったと言えるであろう。

しかし、会計を一つの企業行動と捉え、複式簿記という記帳方式によって企業の経営活動を事実として客観的に跡付け、その努力と成果の理由分析ができる形で関係者に報告するという一連のプロセスであると定義するならば、経営者の受託責任を明らかにする利害調整機能こそが、会計の第一の機能であり、この機能をないがしろにした会計はあり得ないと主張することができる。

企業の経営者は、自らの受託責任を果たすため、日々の経営活動を正確にかつ客観的に記録し、これを基礎として財務諸表を作成し、報告する。そうした一連のプロセスは、重要な企業行動の一つとして実務に定着していることから、投資家という極めて限定された対象の意思決定有用性ばかりに着目した会計のあり方には抵抗を感じざるを得ない。企業サイドからは、制御が困難でその変動も大きい市場価格や、経営者自らの意思決定とは直接的につながりをもたないファイナンス理論によるモデルから算出される公正価値を用いて資産や負債を評価することによって作成される会計情報は、日々の経営活動を対象に複式簿記を用いた記録に基づいて作成される従来の会計情報に比べて、その作成者である企業の経営者の感覚からは大きく乖離したものとなっており、本来の説明責任を果たすことも困難になりつつあると実務サイドからの悲鳴にも似た嘆きの声が聞こえる。

そうした経営者サイドの情報提供機能偏重の会計のあり方への転換に対する感覚的な抵抗は、想像する以上に大きなものであり、I F R S において公正価値評価の対象となる資産や負債が限定されたままで、全面的な公正価値会計に容易に移行することができず、また、各国でもその制度化が進んでいないことは、その表れと言ってもいいかもしれない。

会計の第一の機能は情報提供にあるとする捉え方が、今や優勢ではあるものの、その理

論的な根拠は薄弱である。会計を一つの企業行動と見れば、むしろ、利害調整機能を果たす会計情報こそが、企業の利害関係者の経済的意思決定にも有用であると考えることが方が妥当であろう。

時代の要請に応じて、会計に期待される役割が大きく変わってきたことは確かであるが、会計が歴史的に果たしてきた機能、あるいは本来果たし得る機能を無視して、そのあり方を大きく変えようとするのは間違っていると言わざるを得ない。

#### (4) ストックかフローか —オールソン・モデルが意味するもの—

企業が保有するすべての資産（及び負債）を公正価値で評価し、その合計たる総資産が企業価値を示すようにすることが、ファイナンス理論による会計支配の究極の目的であった。これは、ストックの側面から企業価値を捉えようとするものであり、この考えに基づけば、既に指摘したように、貸借対照表は単独でも投資家にとっての有用な情報となる。しかし、複式簿記による記録を基礎として、企業の財政状態を示す貸借対照表と経営成績を示す損益計算書が、有機的な連携をもって作成されることが会計の基本的な枠組みであることを考えると、このような変化を現代会計への進化と捉えることには、無理があるように思われる。

総資産が企業価値を示すようにするためには、資産や負債の評価には、市場で直接観察できる価格や資本資産評価モデル等を用いて算出された公正価値がわかれば十分であるとされる。しかし、ジェームズ・オールソン (James Ohlson) が 1995 年に発表した企業価値評価モデルは、貸借対照表項目だけでなく、損益計算書項目、すなわちフローにも基づくものとして、注目を集めることとなった。

オールソン・モデルとして知られるこの企業価値評価モデルは、ウィリアムズが示した割引配当モデルを基礎として、 $t$  時の純資産簿記は、 $t-1$  時の純資産簿価から株主に支払った配当金を差引き、 $t$  期の純利益を加えたものに等しくなるクリーン・サープラス関係 (clean surplus relation) が成立していることを前提に組み立てられたものである<sup>56</sup>。

$$P_t = bv_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+\tau} - r_f \cdot bv_{t+\tau-1}]}{(1+r_f)^\tau}$$

$P_t$  :  $t$  時における株主資本の市場価値、株価

$bv_t$  :  $t$  時における純資産簿価

$E_t[\ ]$  :  $t$  時における情報に条件づけられる期待値

$x_t$  :  $t$  期の当期利益

<sup>56</sup> Ohlson, James A., "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, Spring 1995, p. 667.

この式は、企業価値は、純資産簿価と異常利益の期待将来流列の現在価値の和に等しいことを示している。異常利益とは、当期利益から、期首の投下資本に利子率を乗じた正常なリターンを差引いた残余利益 (residual income) であると定義される。すなわち、異常利益の現在価値によって計測された超過収益力、つまり「のれん」によって、純資産簿価と株主資本の市場価値との差額が説明されるとするのである。

オールソン・モデルは、今日では、財務諸表本体に企業価値そのもの、あるいはその一部を計上すべきであるとする測定パースペクティブと整合的なもの、あるいはこれを支持するものとして捉えられている<sup>57</sup>。しかし、本来このモデルが意味するものは、果たしてそのようなものであったのであろうか。

すべての資産及び負債が公正価値で評価されるとすれば、時間の経過と共に企業価値と株主資本簿価との差異はゼロに収束し、未認識ののれんは存在しなくなる。このような会計測定は、バイアスのない会計 (unbiased accounting) と呼ばれる。一方、原価=実現アプローチによる従来の測定は、未認識ののれんを発生させることから、これはバイアスのある会計 (biased accounting) とされる<sup>58</sup>。ファイナンス理論に基づいてバイアスのあるものからないものへの転換を進めることが会計の進化と捉える考えに基づいて、その進展度合いを測るためのものとして、このモデルが用いられているのであろう。

しかし、このモデルが意味する最も重要なことは、ストックの側面からだけでなく、フローの側面からの測定も合わせて、企業価値を示そうとしたことにある。このモデルは、純資産簿価という貸借対照表項目と異常利益という損益計算書項目から算出されるものから構成されているため、クリーン・サープラス関係が維持されている限り、どのような会計処理方針が採用されようとも、その有効性は変わらないということが認められる。例えば、当期の利益が過大に計上されるような会計方針が選択されたとしても、当期末の純資産簿価も過大に計上される結果、翌期以降の正常利益水準が押し上げられ、結果として異常利益は減少する。将来の異常利益の減少は、当期末の純資産簿価の増大と相殺され、企業価値にはまったく影響を与えないのである。

このことは、原価=実現アプローチによる従来の会計の弱点と考えられてきた経営者の恣意による利益等の操作可能性に対しても、それは単に期間帰属の相違をもたらすに過ぎず、企業価値評価は会計数値に基づいて適切に行い得ることを明らかにした。

このモデルについては、企業の活動を金融活動と営業活動に分けて、更に理論の展開が

<sup>57</sup> Scott, *op.cit.*, p. 198. (太田他訳『前掲訳書』225頁。)

<sup>58</sup> Feltham, Gerald A. and Ohlson, James A., "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, Spring 1995, p. 700.

上記文献では、二つの会計測定について、以下のように定義している。

- バイアスのない会計  $\tau \rightarrow \infty$  に従い、 $E_t[g_{t+\tau}] \rightarrow 0$  ( $g_t$ : のれん)
- バイアスのある会計  $\tau \rightarrow \infty$  に従い、 $E_t[g_{t+\tau}] > 0$

行われている。すなわち、企業価値は、金融活動の価値と営業活動の価値の和に等しいとし、このことを、以下の3つのモデルによって示しているのである<sup>59</sup>。

$$a) P_t = fa_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[c_{t+\tau}]}{(1+r_f)^\tau}$$

$$b) P_t = fa_t + oa_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[x_{t+\tau} - r_f \cdot bv_{t+\tau-1}]}{(1+r_f)^\tau}$$

$$c) P_t = fa_t + (oa_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[ox_{t+\tau} - r_f \cdot oa_{t+\tau-1}]}{(1+r_f)^\tau})$$

$fa_t$  : t時における正味金融資産

$oa_t$  : t時における正味営業資産

$c_t$  : t期の営業活動によるキャッシュ・フロー

$ox_t$  : t期の営業利益

ここでは、純資産簿価を正味金融資産と正味営業資産に分解して ( $bv_t = fa_t + oa_t$ )、考察が行われている。

a) は、株主資本価値は、金融資産の価値と営業活動から得られると期待されるキャッシュ・フローの現在価値の和からなるとされる。b) は既に示した通り、株主資本価値は、純資産簿価と異常利益の期待将来流列の現在価値の和から構成されるとする。c) は、株主資本価値は、金融資産の価値と、営業資産簿価及び異常営業利益の期待将来流列の現在価値の和からなる営業活動の価値との和から構成されるとする。

ここに示されたように、金融活動の価値は正味金融資産の価値と等しく、のれんは発生しない。一方、営業活動については、正味営業資産の価値に等しくなく、のれん獲得活動 (residual activity) であると見なされる。そして、営業活動の価値は、それが産み出す将来のフローの推定を抜きにしては導くことができないということが示されているのである。そして、将来フローは、現在の営業利益の持続性 (persistence) と成長性 (growth) の関数であるという分析結果が導かれている<sup>60</sup>。

このように、ストックの面からだけでなく、従来の会計情報に基づくフローの面からも、企業価値の評価が的確に遂行し得ることが明らかにされた。原価=実現アプローチに基づく伝統的な発生主義会計は、取引記録に基づく投資原価の回収計算として長い時間をかけて進化してきたものであり、そこには常にフローの思考が中心にあった。そして、動態論思考に基づいて、フローがストックを規定する関係にあったのである。そうした従来の会

<sup>59</sup> Ibid., p. 698.

<sup>60</sup> Ibid., p. 702.

計の中心的な思考を否定することなく、的確な企業価値評価を遂行し得るのであれば、ストック中心の会計のあり方への大幅な展開は決して正しいこととは言えまい。辻山も、「時価ベースの簿価のほうが原価ベースの簿価より企業価値に近いという理由で、時価の変動差額を当期の利益と考えることは、企業価値評価における因果のパス、つまりフローとストックの規定関係を逆転して捉える思考といわざるをえない」<sup>61</sup>と指摘している。

また、ストックの側面から企業価値を評価しようとしても、公正価値のボラティリティの高さは、かえって的確な評価を妨げる可能性も否定できない。そうした点から言えば、従来の会計の枠組みに従って算出される利益の方が、それが経営者の恣意が入り込んでいるという批判にも関わらず、有用であると捉えることができる。高寺貞夫はこの点について、「経営者の<sup>インテント</sup>意図または<sup>オピニオン</sup>意向という主観的情報を利益情報に盛り込むことができる歴史的原価会計が長期平準化された歪みのない質の高い会計利益から資本コストを控除した残余利益と正常化された会計簿価を算出（伝達）するのに対し、主観的会計問題を回避するために、市価という客観的情報の外挿に依存する公正価値会計が早期認識した歪んだ質の劣る会計利益から資本コストを控除した残余利益とそれに伴い引き上げられた会計簿価を算出（伝達）するので、公正価値会計は株主にとってより一般的な長期価値を測定するために不必要であるばかりでなく、歴史的原価に代替する資格にも欠けている」<sup>62</sup>と指摘する。

伝統的な会計は、時代の変化にも十分対応し、適切に有用な情報を提供し得るものである。企業価値評価は、ストックの側面からしか成しえないとする錯誤に基づいて、フローに基づく思考を基礎に発展を遂げてきたこれまでの会計のあり方を大きく変えることは大きな間違いである。

## 5. 結 語 —会計の本質とこれからの会計研究—

20世紀後半に急速な発展を遂げたファイナンス理論は、経済のグローバル化の進展に伴う金融・資本市場における取引の活発化に対応して、実務にも積極的に採り入れられ、世界的にも広く認知されることとなった。エレガントでその完成度も高いと評されるファイナンス理論の影響力は極めて大きく、会計のあり方にも大きな影響を与え、遂にはその支配下に置くに至った。本稿では、こうした見解に基づいて、ファイナンス理論による会計

<sup>61</sup> 辻山栄子「資本と利益」斎藤静樹・徳賀芳弘責任編集『体系現代会計学第1巻 企業会計の基礎概念』中央経済社、2011年、53頁。

<sup>62</sup> 高寺貞夫「公正価値会計は株主価値を測定するために不必要である」『大阪経大論集』第56巻 第2号、2005年7月、182頁。

支配の実態を検証してきた。しかし、そこには、会計の本来の役割や本質についての誤った理解や誤解に基づくいくつかの錯誤や矛盾が見出され、伝統的な会計のあり方を否定してまで行われた会計のあり方の抜本的な変革が、本当に必要であったのかという疑問を生じさせることとなった。

20世紀に入ってから科学技術の急速な発展によって、世界のあらゆるものを正確かつ客観的に測定し、把握することができるようになっていったのと同じように、ファイナンス理論の発展も、金融・資本市場における合理的投資意思決定プロセス、あるいは資産価格の形成メカニズムを明らかにした。こうした状況の一方で、企業の利益や純資産については、慣習として発達してきたが故におよそ科学的なものとは言えない伝統的な会計の枠組みでしか測定されていないことが大きな問題と捉えられてきた。「会計をとらえどころのない技芸から科学へ転換すること (transforming accounting from an elusive art into a science)」<sup>63</sup>の必要性は早くから指摘されてきたが、21世紀を迎えて、ファイナンス理論という極めて完成度の高い理論の支配下に置かれることによって、会計は科学的なものへと進化することができると信じられたのである。ファイナンス理論もそうであったように、会計も、物理学や化学等のような厳密に論理的な科学であるべきという信念がそこにあっただと言えるであろう。客観的で誰も否定することができない真実を捉える枠組みを備えることによって、会計は科学的なものへと転換することが可能となり、それが時代に対応した進化に他ならないと考えられたのである。

しかし、こうして真に論理的な科学への転換を目指した会計が認識、測定の対象とする真実は、もとより重量、速度、温度等の測定値にみられるような「絶対的真実」ではなかったはずである。物理学や化学が対象とするものは、時間や空間を越えて厳然と存在する自然の法則や原理であり、これらを人間が発見するのであって、人間が作り上げるものでは決してない<sup>64</sup>。企業の利益や純資産の額も、あたかも超然と存在するかのごとき認識によって、これを正確に発見し認識できる枠組みの構築こそが、会計の進化と捉えられてきたのではないだろうか。

企業会計が対象とするものは、二つとして同じものは存在しない人間の集団としての企業が行う経済的行為である。その様相は場所や時間によっても変化し、これを時代のニーズに合わせて、認識、測定することによって会計情報が作り上げられる。そうしたことから、「会計上の真実性とは、歴史的な会計目的との照合によって判定されるべきものであり、したがって、それは決して絶対的なものではありえない」<sup>65</sup>とされる。財務諸表は、「記録

<sup>63</sup> Sterling, Robert S., *Toward a Science of Accounting*, Houston, Scholars Book Company, 1979, p. 3.

<sup>64</sup> Stamp, Edward, "Why Can Accounting Not Become a Science Like Physics?" *Abacus*, Vol. 17, No. 1, 1981, p. 20.

<sup>65</sup> 加古宜士『財務会計概論 (第9版)』中央経済社、2010年、12頁。

された事実と会計上の慣行と個人的判断の総合的表現」<sup>66</sup>と言われるように、会計が対象とするものは、複式簿記という特殊な記帳方式に基づく記録を基礎として、ここに会計情報の作成者である経営者の意図を盛り込んで作成される「相対的真実」なのである。これは、会計の逃れることのできない特性であり、物理学や化学が真実を見つけ出すのとは違って、会計は真実（あるいは事実）を作り出すという側面を強くもっていると言えるのである。従って、グローバルな金融・資本市場の発達に伴う投資意思決定有用性が強く会計情報に求められたとしても、会計が物理学や化学等と同じような唯一絶対の真実を明らかにする科学を目指すこと自体ナンセンスであり、そもそも不可能なことだったのである。ファイナンス理論の枠組みに基づいて、時代に即した現代会計への進化と捉えて行われてきたこれまでの会計変革が、結果的に矛盾を内包したものとなり、嵌まり込んだ落とし穴からなかなか抜け出せずにいるのは、この変革が、こうした会計の本質についての誤った認識からスタートしたものであったことによると考えられるのである。

会計をその支配下に置いたファイナンス理論そのものについても、今や多くの問題が指摘されている。価格変動が実際には正規分布に従っていない、種々のモデルが、単純化されデフォルメされた図式となっており、極めて誤解を招き易いこと等に加え、特に、以下のような前提で理論が構築されている点は、大きな問題であると捉えられよう。すなわち、物質は原子から構成されると捉え、それぞれ独立に運動する個々の原子の動きを前提に真理の解明が行われた物理学に倣って、ファイナンス理論も、金融・資本市場が、それぞれ独立して自身の効用を最大化するように行動する個人、すなわちホモ・エコノミクス(homo oeconomicus)のみから構成されていることを前提としているということである。この前提においては、個人間の差異は無視され、平均的な個人だけがモデル化されればよいと考えられている。物理学者が摩擦を無視して自然界のモデルを作ったように、ファイナンス研究者も、より優れたモデルを作るために生きた人間の行動を無視し<sup>67</sup>、物質の構造と同じように、市場は秩序と安定が支配した万能なものであるとの認識の下で、理論が構築されているのである。しかし、そのような想定とは裏腹に、人が違えば効用価値も異なるし、時間の経過によっても変化する。また、人間は他の人間と影響を及ぼしあいながら、時として非合理的に振舞い、その結果、誰も予想し得ないほどの危機が市場にもたらされることがあることは、これまでの歴史からも明らかである<sup>68</sup>。

<sup>66</sup> American Institute of Accountants, *Examination of Financial Statements by Independent Public Accountants*, New York, American Institute of Accountants, 1936, p. 1.

<sup>67</sup> Fox, *loc.cit.* (遠藤訳『前掲訳書』38頁。)

<sup>68</sup> 最近25年間を見ても、ブラック・マンデー(1987年)、アジア通貨危機(1997年)、ロシア財政危機(1998年)、ネット・バブル崩壊(2000年)、そしてリーマン・ショック(2008年)と、ファイナンス理論では想定し得ない証券価格の暴落という極端な事象が発生している。

その他にも、ファイナンス理論(あるいはそれが依拠した新古典派経済学)が抱える問題については、



ファイナンス理論のすべてが否定される訳ではなく、科学的な分析のための枠組みとしては有効なものと認められるものの、対象とする市場が、人間が作り上げているものである以上、この理論を絶対視することはできない。そうした点から言えば、ファイナンス理論も、唯一絶対の真実を明らかにする物理学や化学と同じような性格の科学にはなり得ないと言える。研究者や投資家にとっては、シンプルな数式によって、市場のリスクが正確に計測され、その管理が可能であるという心地よい幻想の中で、そうした点が敢えて考慮されることはなかったのではないか。ファイナンス理論の理想的な考えを会計に適用したとしても、そこで示される真実は決して絶対的なものではなく、理念的なものに過ぎない。それは、決して会計の進化にはつながらないのである。

これまでのファイナンス理論を含む経済学分野の理論研究から排除されてきた実際の人間の認知の仕方や心理的バイアスを考慮に入れた行動経済学 (Behavioral Economics)、あるいは行動ファイナンス (Behavioral Finance) の研究に近年注目が集まっている。こうしたアプローチによって、「この自然な世界で、初めて本格的な金融市場の分析が始まる」<sup>69</sup>と指摘されるが、それは会計研究についても言えることである。物理学や化学では必要とされなかった「人間性」や「社会性」という視点が、これからの会計研究には必要とされると思われるのである。

シャム・サンダー (Syam Sunder) は、今日の会計が、FASBやIASB等のような権威と権限をもった組織によって制定された基準や規則に強制されるものになってしまっている状況を批判し、本来、会計は「社会的規範 (social norms)」として捉えられるべきであると主張する<sup>70</sup>。サンダーによれば、社会的規範とは、社会的集団内において、様々な状況に応じて他のメンバーがとる行動についての共通の認識あるいは期待であると定義される<sup>71</sup>。

会計の長い歴史を振り返ってみれば、企業の様々な活動を的確に捉えるための会計処理の方法が慣習として形成され、これに沿って、どの企業も同様の処理を行うことが規範として確立されてきたと言える。そうした規範として行われてきた実務を基礎として、具体的な会計処理の方法が、会計基準等の形で整備されることは、確かに会計の進歩であると捉えることができるが、それを極端な形で推し進めた結果が、本稿で検証したファイナン

---

以下の文献において多面的に検討されている。Cf. Orrell, David, *Economyths: Ten Ways That Economics Get it Wrong*, London, Icon Books, 2010. (松浦俊輔訳『なぜ経済予測は間違えるのか—科学で問い直す経済学—』河出書房新社、2011年、81頁。)

<sup>69</sup> 小幡 績「伝統的ファイナンス理論からの決別」『ファイナンシャル・レビュー』第70号、2004年3月、61頁。

<sup>70</sup> Sunder, Syam, "Minding our manners: Accounting as social norms," *The British Accounting Review*, No. 37, 2005, pp. 367-387.

<sup>71</sup> *Ibid.*, p. 371.

ス理論による会計支配の進行ではなかつただろうか。そこには、会計を社会的な性格をもったものとして捉えようとする考えはもはや見られず、「会計とは単純集計作業という見方 (accounting-is-bean-counting view)」<sup>72</sup>が支配しているように思われる。世界各国において、それぞれ固有の状況下で形成された会計実践や会計慣行、あるいはこれらを反映して作られた各国の個性ある会計基準の特長をまったく顧みることなく、IFRSという人工的な統一ルールを用いさえすれば、客観的で比較可能な利益や純資産の額を正確に算出し得るとする発想も、こうした見方と軌を一にするものと考えることができる。こうした考えの下では、会計が本来進むべき道を明らかにすることは難しいと言わざるを得ない。

会計を「社会性」の観点から捉え直すとするならば、そもそも、社会規範としての会計が、いかにして生成し、発達してきたのかという点が問われなければならないであろう。いかなる必然性の下で会計なるものが生成し、今日我々が知る形となって発達してきたかを知ることなしに、これからの会計の進むべき道を明らかにすることはできないと考えられるのである。

また、こうしたアプローチは、「人間性」という観点から会計を捉え直すということにも繋がるであろう。企業活動の実態を捉えようとする会計は、人間の世界認識のあり方とも深く関係するからである。人間の能力には限界があり、人間が作り上げているこの複雑な世界をあるがままに認識している訳では決してない。人間は、一定の枠組みに沿って世界を認識してきた訳であり、会計も一つの認識の枠組みとして捉えることができる。こうした点に対しては、今日に至るまで、会計研究においてほとんど関心が向けられていない。しかし、これからの会計の進むべき道を明らかにするためには、こうした会計の本質的な性格やその起源にまで、考察の対象を広げる必要があるだろう。すなわち、これからの会計研究は、従来以上に広い視野の下で行われる必要があるのである。

これまでも、会計の学際的研究の必要性が言われてきた。ASOBATによって情報システムとしての会計という捉え方が広まるのに従い、行動科学や統計学、あるいはコンピュータ・サイエンス、経済学、数学等との連繋の必要が指摘され<sup>73</sup>、実際、ファイナンス理論による会計支配は、こうした考えに沿った形で検討が進められ、実現されてきたものであったと考えることができる。しかし、その結果は、本稿で検証してきたように、会計の本質を無視し、その独自性を奪うものとなってしまった。今後は、人間が作り上げた社会的な存在であるという点に注目して、会計の本質を明らかにしていくことが求められる。そのためには、人類学、社会学、心理学、言語学等のこれまでの会計研究においてあまり接点がなかった分野の知見を積極的に取り込んでいくことが必要であると思われる。また、目先のことばかりに捕らわれて、これまで等閑視されてきた感のある会計の歴史について

---

<sup>72</sup> 福井『前掲書』231頁。

<sup>73</sup> 新井「前掲論文」133頁。

も、広がりをもって研究が深められる必要があるであろう。

こうしたこれまでにない新しいアプローチによって、人間が作り出し、大いなる発展を遂げてきた会計の本質に近づくことができるであろう。そうすることによって初めて、会計が今後も社会において不可欠なものとして、その本来の役割を果たすために進むべき道を明らかにすることが可能となるのである。