

日本のもの造り組織指向の会計と国際会計

シャム・サンダー
山地 秀俊 編著

中野 常男
松本 敏史
與三野 禎倫
島田 佳憲
延岡 健太郎
後藤 雅敏
中野 勲
徳賀 芳弘 著

神戸大学経済経営研究所

2008

序 文

本著を編む基礎となっている第9回神戸フォーラム（会計学）は、「最近のわが国における国際会計研究では、ヨーロッパの国際会計基準、アメリカのFASB会計基準そして日本がこだわる旧来の会計基準に注目が集まっております。他方、国際会計実務の世界では、日本の基準は世界的には注目されないうままです。しかしその意味を再度問い直して、世界に発信したいと考えます。その一環として、前アメリカ会計学会会長のシャム・サンダー イェール大学教授をお招きしてフォーラムを開催し、多様な会計基準に関して議論を交わしたいと思います」とその開催趣旨の説明が行われ、本著に包摂されているような論文が報告され、質疑応答が交わされた。しかし実はそのような本著を出版すべきか否かについては正直言って躊躇した。なぜなら第9回神戸フォーラムが開催されたのは2008年1月26日であった。基本的にはすべての論文は当時の経済、経営、会計環境を前提としている。しかも国際会計基準には批判的な研究者の論考が比較的多い。ところが1月以後、世界の状況は一変したのである。アメリカは6月に国際会計基準の採択を決定したし、日本も2008年10月現在採用を検討中である。したがって本著のいくつかの研究は、いささかその流れに逆行の感があることは否めなかった。ところがさらに事態は急変して2008年9月から10月にかけて、アメリカのサブプライムローン問題に端を発する世界的金融・経済不況が勃発した。その最中にアメリカ証券取引委員会（SEC）そしてEUと日本は、金融機関の株式時価評価実務を凍結した。金融機関の財務内容悪化を食い止めるためである。公正価値会計の特徴である株式をはじめとする金融商品の公正価値会計（時価会計）は、いち早く資産内容のリスク変化等を投資家に伝えるための手段として国際会計基準の特長の一つであったはずであるが、実体を超える数値で資産内容を投資大衆に公開したのでは、金融機関が崩壊し、ひいては企業生産体制も崩壊するという判断で、国際会計基準

が採用するのと同様の会計処理が凍結されたのであろう。だが、この凍結の論理は、もの造り体制の効率を評価することを企図する日本のな会計に、金融の要素を持ち込むべきではないという我々の国際会計基準批判の論理と共通認識があると考えられる。そうなると所詮、国際会計基準の諸特長は世界的な金融バブルのあだ花だったのだろうかという疑念が頭を過ぎる。そうした意味では、2008年1月段階の我々の議論であっても、依然として刊行する意義が十分にあるのかもしれない。いずれにせよ、最終的には、原著の現在の意義については、原著を手にとった読者の判断を待つしかない。

フォーラム開催に当たっては、原陽一立命館大学教授に一方ならぬお世話になった。また村宮克彦神戸大学経済経営研究所講師には司会の大役をお引き受けいただき、柴田智子女史にはフォーラム運営全般を取り仕切っていただいた。記して感謝したい。

第7章はサンダー教授によってフォーラム全体の要約として執筆されているが、1月のフォーラムで発表された各発表者の論文に基づいている。原著で掲載された論文の中には、サンダー教授の指摘によって加筆修正されて掲載されているものもある。

なお原著を編む基礎となった第9回神戸フォーラム（会計学）「日本のもの造り組織指向の会計と国際会計」は、科学研究費特定領域研究（19046004）の支援を受けている。

2008年10月20日

イエール大学 シャム・サンダー
神戸大学 山地 秀俊

目 次

序 文	i
序 章 「第9回神戸フォーラム（会計学）」の挨拶……中野 常男 …	1
第1章 企業の社会的価値測定モデル……松本 敏史	
1 はじめに	5
2 企業の社会的価値	7
3 企業の社会的価値の測定	12
4 おわりに	18
第2章 会計基準のコンバージェンスと日本の M&A 市場 ーのれんの認識・測定上の差異が資本市場へ与える影響分析ー ……與三野禎倫・島田 佳憲	
1 はじめに	23
2 わが国の企業合併・買収に関する制度整備と企業結合会計基準 …	25
3 会計方針の選択と資本市場の評価	33
4 検定方法と分析結果	37
5 結論と残された課題	46
第3章 日本企業のものづくりにおける価値創造の課題……延岡健太郎	
1 はじめに	55
2 製品アーキテクチャ：モジュール化の進展	57
3 持続的な独自性・差別化の実現：組織能力の重要性	61
4 高い顧客価値の実現：意味的価値の重要性	65

5	ディスカッション	71
第4章 擦り合わせ的もの造り、談合そして利害調整型会計		
	－意地悪な (spiteful) 日本人の三つの顔－	・山地 秀俊・後藤 雅敏
1	はじめに	75
2	西條実験の概要	79
3	経営の現状	82
4	談合	83
5	会計の現状	85
6	おわりに	94
第5章 同等な諸企業の合併とパーチェス法		
	－確率的パーチェス法の提案－	……中野 勲
1	はじめに	97
2	「2つの同等企業の合併」に関する会計処理	
	－主要な諸会計基準の見解－	…… 98
3	確率的パーチェス法に関する提案	107
4	確率的パーチェス法の数値例	110
5	おわりに	115
第6章 公正価値会計の意味		
	－概念の明確化と経済社会へのインパクト－	……徳賀 芳弘
1	はじめに	121
2	概念の明確化 ー公正価値ー	123
3	整合性追求の帰結としての公正価値会計	132
4	会計利益モデル	136

5	純資産簿価モデル（公正価値会計）	145
6	おわりに	156
Chapter 7 Kobe Forum Perspectives on Japanese Accounting and Management Re-		
	search.....Shyam Sunder	165

執筆者紹介

序 章	神戸大学理事・副学長 (神戸大学大学院経営学研究科 教授 兼務)	中野 常男
第 1 章	同志社大学商学部 教授	松本 敏史
第 2 章	神戸大学大学院経営学研究科 准教授 神戸大学大学院経営学研究科 博士後期課程	與三野禎倫 島田 佳憲
第 3 章	神戸大学経済経営研究所 教授	延岡健太郎*
第 4 章	神戸大学経済経営研究所 教授 神戸大学大学院経営学研究科 教授	山地 秀俊 (yamaji@rieb.kobe-u.ac.jp) 後藤 雅敏
第 5 章	神戸学院大学経営学部 教授	中野 勲**
第 6 章	京都大学大学院 経済学研究科・経営管理研究部 教授	徳賀 芳弘
第 7 章	イエール大学経営大学院 教授	Shyam Sunder

*肩書はフォーラム当時のもの。現在は一橋大学イノベーション研究センター 教授。

**肩書はフォーラム当時のもの。

序章 「第9回神戸フォーラム (会計学)」の挨拶

中野 常男

現在、神戸大学の理事・副学長を務めております中野です。大学役員の中で唯一会計学を専攻しているという関係もありまして、「第9回神戸フォーラム (会計学)」の開催にあたり、ご挨拶させていただきます。

まずはじめに、本日は、入学試験その他の業務でお忙しい中、本フォーラムにご出席いただきました皆様方に対して、主催者に代わり厚くお礼申し上げます。

神戸大学経済経営研究所が主催する「神戸フォーラム (会計学)」は、1991年11月に第1回が開催されて以来、やや不定期ではありますが継続して開催され、本年度で第9回目の開催となります。

今回のテーマは「日本のもの造り組織指向の会計と国際会計」です。このテーマに含まれている意味は、現在、会計基準の国際的なコンバージェンス (あるいは、アドプション) の問題が盛んに議論されている中で、「もの造り」で生きているわが国 (あるいは、わが国の企業) にとって、この問題がどのような意味を持つのか、それを考えてみようということだと思います。

わが国でも、1990年代後半から多くの企業会計の基準が新設もしくは改訂されました。近年におけるこのような制度会計 (財務会計) の変革の動向について、わが国の会計学者の中には、現代経済の流れをくプロダクト型市場経済からファイナンス型市場経済への移行>という形で捉えることにより、これを説明されようとする方々がおられます。果たして、このようなコンテキストで、

現代の制度会計の動向を合理化してよいものでしょうか。

ICT (Information & Communication Technology) の発展は経済のグローバル化を不可避的にもたらしました。グローバルに展開することで最適化される金融ビジネス、それも米英の金融ビジネスがその恩恵を最大限に享受したことは言うまでもありません。アメリカは、新自由主義の御旗の下、ごく最近まで、もはや景気循環はないと言わしめるほどにまで経済成長を持続させてきました。株主価値を最大化するという号令の下で、株式の時価総額経営が主張され、わが国の企業においてすらこのような利益至上主義的な傾向が高まりました。

しかしながら、ファイナンス型市場経済の行く着くところは、健全な「投資」(investment)の世界を超えた、まさにギャンブル的要素の濃い「投機」(speculation)の世界ではないでしょうか。アメリカのエンロン社は、電力をはじめとしたエネルギー卸売りの投機的先物取引に走り、その経営破綻によってわれわれの世界に「会計不信」という大きな負の遺産を残しました。現在もまた、サブプライム・ローンの破綻の顕在化により、投機的資金の波は原油先物市場や穀物先物市場へとその矛先を向け、原油価格や穀物価格の高騰を引き起こして、食糧や資源エネルギーといったわれわれの生活基盤と生産基盤を脅かしています。

現今の社会経済的環境の中で、企業会計の基準はどうあるべきでしょうか。米英主導の企業会計は、エンロン事件に代表されるような「クリエイティブ・アカウンティング」を生み出し、「投資家のための会計」(accounting for investors)というよりは、「投機家のための会計」(accounting for speculators)といった様相を呈しています。このような環境の下での会計基準の国際的コンバージェンス(またはアドプション)は、結果として、上記のような、あえて極論すれば「投機家のための会計」を世界的に蔓延させるだけのことであり、高品質な「もの造り」を効率的に実現することにより国際社会に貢献しているわが国企業のパフォーマンスを適切に測定・開示することにつながらないのではな

いでしょうか。「もの造り」はたぶんの中長期的に安定した社会的基盤、つまり、安定した生産組織や資源供給を必要とします。しかるに、現代はファイナンス型経済の時代だと解して、中長期的視点に立つ会計情報（利益情報）よりも、短期的視点に立つ会計情報を重視する米英流の「投資家（というよりは投機家）のための会計」を導入することは、結局のところ、「もの造り」に携わるわが国企業のパフォーマンスを適切に評価しえない、場合によってはその存続の社会的基盤を危うくすることにつながるのではないのでしょうか。

ICTの発展が経済のグローバル化を促進することは不可避としても、そのことによって生じるさまざまな経済問題や社会問題・環境問題への対応は、グローバルな対応が要請される課題であるとともに、地域や国家、産業や業種、さらには個々の企業にとってのきわめてローカルな課題でもあり、多様な経済主体がそれぞれ独自にさまざまな方策を模索できる余地が残されてしかるべきです。会計基準の分野でもまた、企業内外のさまざまなステークホルダーのうち、「投資家」（というよりは「投機家」）の意思決定支援を主たる機能として措定する現今の米英流の基準へのコンバージェンスについても、主唱されているメリットとともに、これに伴うデメリットも正しく認識されるべきでしょう。現在提唱されている会計基準から産出される会計情報を本当に必要としているユーザーは誰でしょうか。

かつてわが国の企業が国際的な格付けの波に本格的に洗われたとき、当時のトヨタ自動車は、社内人事制度等の理由により、アメリカの格付会社（S&Pとムーディーズ）から低い格付けをされたことがあったかと思います。アメリカの格付会社が用いた格付けの基準は、本来的には、特殊アメリカ的な社会経済的環境から生まれたアメリカのビッグ・ビジネス等に適用される基準ではなかったのでしょうか。さまざまな課題に対処するための地域や国家、あるいは、個々の企業などによるローカルな努力を評価することに対する配慮はなかったかと思います。しかも、当時のアメリカの格付会社による格付けが必ずしも適切

でなかったことは、その後のトヨタ自動車の歴史が明らかにしています。格付けもまた格付先企業のパフォーマンスを評価する行為であるなら、そこに見られる単一の物差し、特に米英流の物差しによる格付けは、個々の企業によるローカルな努力を低く評価してしまう、あるいは無視してしまうことの危険が大きいと思います。

以前に『マネー敗戦』という書物がベストセラーになりましたが、江戸幕末の開港以来、いまだかつて金融の分野で勝利を得たことがないわが国において、米英流の経済動向から、現代はファイナンス型経済の時代だと捉えて、米英流の会計基準へのコンバージェンスを合理化することは果たして妥当なのでしょう。コンバージェンスを通じて、高品質で効率的な「もの造り」によりわが国経済の屋台骨を支えている企業のパフォーマンスが本当に適切に評価されるのでしょうか。ひいてはわが国の「もの造り」企業が世界的競争の中で存続することができるのでしょうか。今回の「フォーラム」ではこのような問題を議論していただければと思います。

最後に、イェール大学のサンダー（Sunder, Shyam）教授をはじめ、ご登壇いただく先生方の報告とこれをふまえた討議から、実り多い成果と社会への意義ある提言が今回のフォーラムを通じて行われることを祈念いたしまして、ご挨拶とさせていただきます。ご静聴ありがとうございます。

(2008年1月26日)

第1章 企業の社会的価値測定モデル

松本 敏史

1 はじめに

日本経済新聞（2008年6月11日朝刊）に「関西企業実力番付『企業価値』示す株式時価総額」という記事が掲載された。そこには2008年3月末時点の関西企業株式時価総額上位20社のランキング表が示されており、「任天堂は時価総額を1年前の1.5倍に増やし、2位の松下電器産業に2兆円近い差をつけて首位に立った」と記事は述べている。

この文面に典型的に表れているように、「企業価値」というとき、それは一般に株主にとっての企業価値、すなわち「株式時価総額」を中核にしている。もちろんこの企業価値概念が「会社は株主のもの」という株主主権論、いわゆるストックホルダー・カンパニー説と整合することはいうまでもない。なぜなら株式時価総額は、法律上の所有者である株主が、自己の所有物である会社を売買するときの価格であり、株主の立場から見た会社の価値を最も的確に示しているからである。

しかしその一方で、会社が株主だけの存在でないこともまた事実である。いうまでもなく株主や債権者（社債権者や銀行等）の出資がなければ会社の経営基盤は整わず、事業活動を開始することができない。ただしその事業活動の直接の担い手は経営者と従業員である。また事業の継続（会社の存続）には顧客の存在や仕入先の協力が不可欠であり、彼らとの間には財・サービスの交換のみならず、資金の貸借関係が生じる。さらに、国家や地方公共団体は会社に行

政サービスを提供する一方で納税の義務を課しており、地域社会や一般社会も会社に対して良き市民としての行動（社会的貢献）を期待している。

一方、成果の分配面においても、会社から資源（キャッシュ）を受け取るのは株主だけではない。債権者は利子、経営者は役員報酬、従業員は賃金、国家や地方公共団体は税金の形で企業から資源を受け取る。

このような実態を反映した会社観がステイクホルダー・カンパニー説⁽¹⁾であり、そこでは会社を株主だけの所有物と考えるのではなく、各種のステイクホルダー（利害関係者）の構成体と考えている。そしてこの企業観に基づくとき、そこには株主にとっての企業価値以外に、債権者、経営者、従業員、政府等にとっての企業価値概念が存在することになる。本稿は、このような視点から新たな企業価値概念を模索するものであり、そのうえで上記 20 社についてその

(1) 「ストックホルダー・カンパニー」「ステイクホルダー・カンパニー」という用語は、伊東光晴氏に従った（『日本経済を問う－誤った理論は誤った政策を導く』岩波書店、2006年、39-56頁）。

そこでの伊東氏の議論に大きな影響を与えていると思われるロナルド・ドーア氏は2つの会社観を「株主主権企業」と「ステークホルダー企業」という用語で表現している。そして今日顕著になってきた「株主主権企業」志向がもたらす弊害を鋭く分析しつつ、「ステークホルダー企業」の定着の必要性を説いている（『誰のための会社にするか』岩波書店、2006年、227-232頁）。

この2つの会社観に関連して岩井克人氏は次のように興味深い解釈を示している。「会社は、二階建ての構造を持っています。まず、二階部分では、株主が会社をモノとして所有しているわけです。具体的には株式を所有しているわけです。そして一階部分では、その株主に所有されている会社が、今度はヒト（法人という意味－引用者－）として会社資産を所有している。すなわち会社とは二重の所有関係の組み合わせによって成立している組織なのです。…二階の部分のみに注目すると、株主がモノとして会社を所有しているだけに見えます。すなわちアメリカ型の会社というのは、この二階部分を強調した会社のあり方であるのです。逆に一階部分に注目すると、会社のヒトとしての役割が際だって見えます。会社は株主から独立した存在として、さまざまな資産を所有し、多数の従業員を雇い、いろいろな取引先と契約を結び、銀行から融資をうける。…そうした会社の持つヒトの側面を強調するのが日本型会社のあり方にほかならないのです。…別の言い方をすれば、会社は株主のものでしかないという株主主権論は、本来二階建ての構造をしている会社という仕組みの二階の部分のみしか見ていない、法理論上の誤りなのです。」（岩井克人『会社はだれのものか』平凡社、2005年、21-23頁）。

価値を測定してみた。これらの考察を通じて従来の企業価値論に新たな分析視角を付け加えることができればと考えている。

2 企業の社会的価値

(1) 企業の個別価値と社会的価値

企業価値というとき、その中核部分は株主にとっての企業価値であり⁽²⁾、それを推定するための各種の理論モデルが紹介されている。これに対して会社（企業）⁽³⁾を各種のステイクホルダーの構成体と考える場合、そこにはこの会社観と整合する別個の企業価値概念が存在するはずである。なぜなら企業活動

(2) 一般に企業価値は資金提供者である株主と債権者の観点から構成されている。たとえば以下の説明もその1つである。「企業は大きくわけて株主と債権者という二種類の資金提供者が提供した資金を用いて、事業への投資をおこない、事業から生まれるキャッシュフローは株主と債権者に分配される。したがって、企業の価値を求める際には、次の2つの方法をとることができる。まず、第1の方法は、企業の価値は株式の価値と負債の価値の合計となるので、これらを別々に求め、合計する方法である。…第2の方法として、企業の価値…を直接求めることが考えられる。これは割引キャッシュフロー法を企業全体にあてはめて『企業の価値は、企業が生み出すキャッシュフローの期待値を事業の必要収益率で割り引いた現在価値になる』と考えるものである」（井手正介・高橋文郎『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門』（日本経済新聞社、2000年、150-153頁）。

これに対して株式時価総額を企業価値とする見解もある。「一般には、企業価値といえば株式時価総額を指すことが多い。…また、株式時価総額に有利子負債金額を加えた金額を『エンタープライズ・バリュエーション』と呼び、企業価値の代替数値として活用することもある」（伊藤邦雄『ゼミナール企業価値評価』日本経済新聞出版社、2007年、53頁）。この場合、株式時価総額は、狭義の企業価値を意味する「株主価値としての企業価値」と位置づけられている（53頁）。

(3) 「企業」「会社」「株式会社」という用語はしばしば厳密に区別しないまま使用される。いうまでもなく企業は事業を遂行するための組織であり、株式会社はその企業の一形態である。したがって「企業」を法的所有者の所有物とする思考は正しくは「株主主権論」ではなく「所有主主権論」と称すべきであり、これに対応する企業価値も「所有主にとっての企業価値」とすべきであろう。

同様に、「企業」をステイクホルダーの構成体と考える場合の企業価値も、正確には「会社の社会的価値」ではなく「企業の社会的価値」としなければならないが、株式会社が企業の支配的な形態であることから、本稿では会社と企業をあえて区別せず、「株主主権論」「会社の社会的価値」という用語を使用している。

に關与する各ステイクホルダーには会社との間にそれぞれの利害關係があり、それに基づいた固有の企業価値観が存在すると考えられるからである。そしてこの各ステイクホルダーにとっての企業価値（以下、「個別価値」と略称する場合がある）の総計こそ、株主の所有物を超えた社会的存在（ステイクホルダーの集合体）としての会社の企業価値を表していると考えることができる。そのため、本稿では各ステイクホルダーにとっての企業価値の総計を「企業の社会的価値」と呼ぶことにする（第1表）。

第1表 会社観と企業価値概念

会 社 観		企業価値概念
ストックホルダー・カンパニー	⇔	株主価値（株式時価総額）
ステイクホルダー・カンパニー	⇔	社会的価値（個別価値の総計）

企業の社会的価値を個別価値の総計と規定するとき、その実質を構成する個別価値の内容が問題になる。この問題を考察する前提となるのが各ステイクホルダーにとっての企業の存在価値であり、それは次のように整理できよう（第2表）。ただしここではその存在意義を経済的側面（成果の分配面）に限定している。

第2表 各ステイクホルダーにとっての企業の存在意義

①	株 主	配当の支払源泉
②	従業員	賃金の支払源泉
③	債権者	利子の支払源泉
④	政 府	税金の支払源泉
⑤	経営者	役員報酬の支払源泉

ところで、資金提供者（株主）にとっての企業価値は資金提供者（株主）に帰属する将来キャッシュフローの割引現在価値として定義されている⁽⁴⁾。であ

(4) たとえば、マッキンゼー・アンド・カンパニー／ティム・コラー／マーク・フーカート／デイビッド・ウエッセルズ／本田桂子監訳『企業価値評価 第4版【上】』ダイヤモンド社、2006年、115-154頁を参照。

れば、各ステイクホルダーにとっての企業価値も、それぞれに帰属する将来キャッシュフローの割引現在価値として定義できるはずである。

ここで便宜上、株主にとっての企業価値を「株主価値」、従業員にとっての企業価値を「従業員価値」、債権者にとっての企業価値を「債権者価値」、政府にとっての企業価値を「政府価値」、経営者にとっての企業価値を「経営者価値」とすると、これらの個別価値は次のように定義されよう（第3表）⁽⁵⁾。

第3表 各ステイクホルダーにとっての企業価値

①	株主価値	企業が将来計上する当期純利益の割引現在価値
②	従業員価値	企業が将来支払う賃金の割引現在価値
③	債権者価値	企業が将来支払う利子の割引現在価値
④	政府価値	企業が将来支払う税金の割引現在価値
⑤	経営者価値	企業が将来支払う役員報酬の割引現在価値

ここで第2表と第3表は一見矛盾したものになっている。というのは第2表で株主にとっての企業の存在意義を「配当の支払源泉」としながら、第3表では株主価値を「企業が将来計上する当期純利益の割引現在価値」と定義しているからである。このように第3表で株主価値の源泉を当期純利益に求めているのは、継続企業の場合、当期純利益（＝配当可能額⁽⁶⁾）と、各期の実際の配当額が必ずしも一致しないからである。

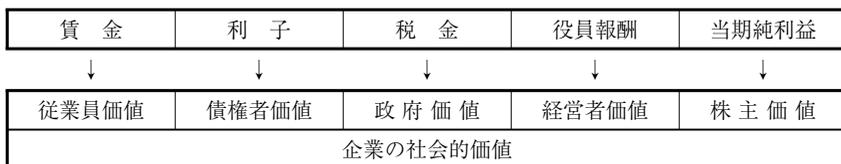
もちろん、企業の全存続期間を想定すれば（企業を清算すれば）、配当金の

- (5) 付加価値の分配という場合、その対象者として株主、債権者、経営者、従業員、政府以外にも、特許権所有者、地主、家主等が列挙される。したがって企業のステイクホルダーにこれらのグループを加え、特許権所有者価値、地主価値、家主価値等々を測定することも可能である。しかしこれらの価値は、株主価値、債権者価値、経営者価値、従業員価値、政府価値と比べてその金額があまりにも小さい。そのためここでは主要なステイクホルダーとして株主、債権者、経営者、従業員、政府を取り上げた。
- (6) ここでは原則的な関係を示している。制度的には配当可能額は会社法によって規制されることから、当期純利益＝配当可能額となる保証はない。

累計額と当期純利益の累計額は一致するはずである⁽⁷⁾。しかし、継続企業（とりわけ内部留保を必要とする成長企業）の場合、実際の配当額は当期純利益よりも少額になる。その結果、実際の配当額によって株主価値を測定すると株主価値を過小評価することになりかねない。第3表で株主価値の源泉を当期純利益⁽⁸⁾に求めているのは以上の配慮による。もっとも各期の内部留保額（＝当期純利益－配当額）を株主に対する未分配額と考えるのではなく、株主に対して一旦全額配当された当期純利益の一部（内部留保相当額）が再投資されたものと考えれば、当期純利益による株主価値の定義も配当額による株主価値の定義として解釈することができよう。

ここで改めて個別価値の定義と企業の社会的価値の関係を図解すれば次のとおりである（第1図）。

第1図 企業の社会的価値



(2) 当期純利益と付加価値の関係

ここで株主価値の源泉である当期純利益と付加価値の関係について整理しておきたい。まず、各ステイクホルダーにとっての個別価値の源泉となる利子、役員報酬、賃金、税金は、いわゆる付加価値（＝売上高－前給付原価）⁽⁹⁾の分

(7) 企業の全存続期間を見れば、借入金収入額＝借入金返済額、貸付金支出額＝貸付金回収額、資本主出資額＝資本主払戻額、収益性収入＝収益、費用性支出＝費用となることから、「収益性収入総額－費用性支出総額＝ネット・キャッシュ・インフロー総額＝当期純利益累計額＝配当金総額」となる。

(8) 従来、利益処分項目とされてきた役員賞与は、役員報酬と共に発生した会計期間の費用として処理されている（企業会計基準第4号「役員賞与に関する会計基準」平成17年11月）。これにより株主に帰属する金額としての当期純利益の性格が一層純化された。

配項目である。同様に当期純利益も付加価値の分配項目の1つだが、利子、役員報酬、賃金、税金に当期純利益を合計した金額と、当該企業が自ら生産した付加価値の金額（以後、「付加価値生産額」と略称する）は必ずしも一致しない。なぜなら、当期純利益は付加価値生産額から利子、役員報酬、賃金、税金を支払った残額部分（マイナスになる場合もある）と、受取配当金や受取利息等、他企業が生産した付加価値の流入部分（以後、「付加価値流入額」と略称する）の2つによって構成されるからである（第2図）。

第2図 付加価値と当期純利益の関係

売上高						受取利息・配当金		
前 給 付	付加価値生産額						付加価値流入額	
	減価償却費	賃金	利子	役員	税金	配当	分配残（貢献余力）	
費用						当期純利益		

いいかえれば、企業が1会計期間に生産し、獲得した価値（＝付加価値生産額＋付加価値流入額）の多くは費用項目として分配され、残額が当期純利益となる。そしてこの当期純利益から配当金を控除した残額が株主に対する未分配額（剰余金増加額）である。

なお、企業を各ステイクホルダーの集合体（社会的存在）と観る場合、上記の未分配額は株主に対する未分配額というよりも、会社そのものへの帰属額であり、当該企業の社会的な貢献余力（たとえばCSR活動のための原資）を表すものと解釈することもできよう⁽⁹⁾。第2図に示した「貢献余力」という用語はそのような意味で用いている。

(9) 「前給付原価は、外部購入価値とも呼ばれ、企業の営業活動、すなわち、仕入・生産・販売の諸活動において、新しい価値を算出するために犠牲に供された外部からの財貨・サービスの購入価値である」。しかし、前給付原価に含める項目（いいかえれば、付加価値から排除する項目）については論者や計算機関によって区々である（青木脩『付加価値会計論』中央経済社、1973年、114-123頁）。

(10) 株主主権論の立場から、この残額を株主が社会貢献のために行う活動の原資として位置づけることも可能である。

3 企業の社会的価値の測定

(1) 測定方法

企業の社会的価値は、株主価値、債権者価値、経営者価値、従業員価値、政府価値等、各ステイクホルダーにとっての個別価値の合計額と定義した。したがって企業の社会的価値を測定するためには、その前提として、各ステイクホルダーにとっての個別価値を測定する必要がある。具体的には、次の手続きによって各個別価値の測定を試みた。

1) データ

測定に用いたデータは、対象企業の過去10年間の付加価値総額、配当金、利子、役員報酬、賃金、税金（法人税、住民税、事業税、租税公課）、そして連結及び単体の当期純利益である。

企業価値という場合、親会社単体の企業価値よりも、むしろ連結グループの企業価値を測定すべきであろう。そのためには連結グループの労務費のデータが必要になる。しかし、わが国の有価証券報告書にはグループ全体の製造原価明細書が収録されていない。そのため、ここでは親会社単体の企業価値を測定対象にした。

さらに役員報酬（役員賞与）については、支払額のみならず、支払いの有無すら確認できない場合が多い。また、役員報酬については他の項目との比較において金額が少額であると考えられることから、今回は経営者価値を削除し、以下の計算式によって企業の社会的価値を測定した。

$$\text{社会的価値} = \text{株主価値} + \text{債権者価値} + \text{従業員価値} + \text{政府価値}$$

2) 株主価値の測定

i) 基本思考

株主価値を測定するための計算式は次の思考を反映している。

- ① 企業は配当金の源泉であり、上限は当期純利益。
- ② 当期純利益が成長する企業の方が、そうでない企業よりも価値が高い。
- ③ 当期純利益を安定的に計上する企業の方がそうでない企業よりも価値が高い。
- ④ 継続性の高い企業（倒産の可能性の低い企業）の方がそうでない企業よりも価値が高い。
- ⑤ 株主価値は、当該企業が将来計上すると期待される当期純利益の割引現在価値として測定する。

ii) 上記の基本思考に基づいて計算式を組み立てると次のようになる。

$$\text{株主価値} = PVCIe + PVCIr$$

$$= \sum_{t=1}^e \frac{ACI(1+g)^t}{(1+r)^t} + \frac{ACI(1+g)^e \left(1 - \frac{1}{(1+r)^{n-e}}\right)}{r(1+r)^e}$$

ただし、

e ：当期純利益の成長率持続期間（予測）

$PVCIe$ ：成長率持続期間における当期純利益の現在価値

$PVCIr$ ：成長率持続期間の翌年以降の当期純利益の現在価値

ACI ：直近数年間の当期純利益の平均値（基準値）

g ：当期純利益の成長率

r ：割引率 $= r_f + \beta \times (r_m - r_f)$

r_m ：市場平均割引率（市場平均期待収益率）

r_f ：リスクフリー利率

β ：当期純利益の変動リスク $= r_{pi} \div AVr_p$

r_{pi} : 対象企業 (i 企業) の当期純利益変動率 = $SDgt(CI)_i \div \Sigma CI_i$

$SDgt(CI)$: データ収集期間における各期の当期純利益の標準偏差

ΣCI : データ収集期間の当期純利益の合計額

AVr_p : 全対象企業の当期純利益の変動率の平均値

n : 予測企業存続期間 = 平均企業存続期間 + 調整期間 $\times (CPI - 1)$

CPI : 企業力指数

iii) 変数の決定

上記の計算式に組み込まれた各種の変数のうち、①当期純利益の成長率 (g)、②リスクフリー利子率 (r_f)、③当期純利益の変動リスク (β)、④企業力指数 (CPI) の内容は次のとおりである。

① 当期純利益の成長率 (g)

データ収集期間 (過去 10 年間) における当期純利益の幾何平均増加率。

② リスクフリー利子率 (r_f)

10 年国債の基準金利 1.65% (2007 年 3 月時点) を用いた。

③ 当期純利益の変動リスク (β)

当該企業のデータ収集期間 (過去 10 年間) における当期純利益の標準偏差 ($SDgt(CI)_i$) を同期間の当期純利益の総額 ΣCI_i で除して一種の変動率を求め、次にこの数値を全対象企業 (20 社) の変動率の平均値 (AVr_{CI}) で除して β とした。

(11) 企業力指数は、伝統的な経営分析の指標を「収益力指数」「支払能力指数」「活力指数」「持久力指数」「成長力指数」、およびこれらを平均した「企業力指数」に組み替え、すべての指数につき、「1.0」を基準として経営状態の良否を判定できるようにしたものである。詳細については、松村・松本『エクセルでわかる企業分析・決算書』東京書籍、2003 年、を参照。なお、本稿ではこの文献に示されている計算式を改良したものをを用いている。

参考までに企業力指数を用いた経営状態の判定基準と、我が国上場企業の企業力指数の分布状態を示すと次表のようになる。

④ 企業力指数⁽¹¹⁾ (CPI)

= (収益力指数+支払能力指数+活力指数+持久力指数+成長力指数) ÷ 5
 指数の構成項目は次の計算式による。

収益力指数=売上高÷(売上高-経常利益)

支払能力指数=流動資産÷負債

活力指数=売上高÷総資産

持久力指数=純資産÷負債

成長力指数=総資産÷(総資産-当期純利益)

iv) 株式時価総額との照合による変数の推定

以上の変数と異なり、⑤当期純利益の成長率持続期間 e 、⑥市場平均割引率(市場平均期待収益率) r_m 、そして当該企業の存続期間の予測に必要な⑦平均企業存続期間と⑧調整期間の4つについては客観的な測定根拠が存在しない。そのため、⑦については仮の数値を設定し、その他については株式時価総額を手がかりとしながら、以下の手続きで推定した。

- 1) 株式市場に決算内容が周知されたとと思われる時点(2007年5月末日)の株価終値に基づいて全対象企業(20社)の株式時価総額を計算。
- 2) 上記の株主価値の計算式(を組み込んだ計算ソフト)に連結財務諸表の当

上場企業の企業力指数分布

企業力指数	経営状態		全 2888 社
2.01~	(超優良)	☆☆☆☆☆	11%
1.20~2.00	(優良)	☆☆☆☆	28%
1.00~1.19	(順調)	☆☆☆	21%
0.90~0.99	(普通)	☆☆	13%
0.70~0.89	(不調)	☆	21%
0.60~0.69	(危険)	★	4%
~0.59	(危機的)	★★	2%

(注) データは2007年3月時点。%は上場2888社に占める割合。中央値は「1.07」。

期純利益と企業力指数の計算に必要なデータを入力⁽¹²⁾。

- 3) 上記の変数のうち⑦平均企業存続期間を仮に30年に設定⁽¹³⁾。
- 4) 残りの変数を変化させ、20社の株主価値の合計と株式時価総額の合計が一致し、同時に各社の株主価値と株式時価総額の相関係数が最も高くなる数値を模索（相関係数については企業規模の違いを調整していない）。
- 5) 上記のシミュレーションで模索した数値に基づいて変数を確定し（参考資料1を参照）、次に親会社の決算データを入力して単体ベースの株主価値を測定。

3) 従業員価値の測定

i) 基本思考

従業員価値を測定する際の基本思考も株主価値の場合と同様であり、株主価値の場合の当期純利益を賃金に読み替える。

- ①従業員（将来の従業員を含む）にとって、企業は生活資金（賃金）の源泉。
- ②賃金が上昇する企業の方が、そうでない企業よりも価値が高い。
- ③賃金を安定的に支給する企業の方がそうでない企業よりも価値が高い。
- ④継続性の高い企業（倒産の可能性の低い企業）の方がそうでない企業よりも価値が高い。
- ⑤従業員価値は、当該企業が将来支給すると期待される賃金の割引現在価値と

(12) 連結のデータを用いるのは、連結当期純利益の方が単体当期純利益よりも株価との相関関係が強いと想定されるためである。この点については石川博行『連結会計情報と株価形成』千倉書房、2000年、第3章を参照。

(13) ここで30年というのは、現在存在している企業の今後の存続期間が平均30年という意味であり、会社の平均年齢が30年という意味ではない。また、平均存続期間+調整期間×(企業力指数-1)の計算式は、企業力指数が高い企業ほど存続期間も長くなるという仮定に基づいている。例えば、企業力指数が1.2の場合は、存続期間=30年+10年×(1.2-1.0)=32年、企業力指数が0.8の場合は、存続期間=30年+10年×(0.8-1.0)=28年と計算される。ただし、平均存続期間を30年とすることに客観的な根拠はない。

して測定する。

ii) 計算式

計算式も基本的に株主価値の場合と同様であり、これに賃金データを入力し、従業員価値を測定する。ただし、従業員価値については株主価値で用いた市場平均割引率（市場平均期待収益率）に相当するものを想定することができない。そのため、賃金については、リスクフリー利率に個々の賃金変動率をリスク要因として加算し、割引率とした。

iii) その他の変数

「賃金の予測成長率持続期間」、当該企業の存続期間の予測に必要な「平均企業存続期間」と「調整期間」については便宜的に株主価値の場合と同じ数値を用いた。

4) 債権者価値と政府価値の測定

i) 基本思考

債権者価値と政府価値についても測定上の基本思考は株主価値（あるいは従業員価値）の場合と同様である。ただし債権者価値の場合は、「当期純利益（あるいは賃金）」を「支払利息」に、そして政府価値の場合はこれを「税金」に読み替えることになる。

ii) 計算式

計算式については従業員価値の場合と同様のものを用いる。その際、債権者価値については賃金に代えて支払利息のデータを入力し、政府価値については税金のデータを入力してそれぞれの個別価値を測定する。

5) 社会的価値の計算

以上の手続きによって測定した個別価値を集計して企業の社会的価値とする⁽¹⁴⁾。参考資料 2 は日本経済新聞に掲載された関西株式時価総額上位 20 社の社会的価値の測定結果である。

4 おわりに

近年、株主にとっての企業価値（株価）を向上させることが経営者の第一義的な責務とされている。この要請に応えるためには株主に分配される（帰属する）将来キャッシュフローを増加させる必要があるが、収益の成長に限界がある場合には費用を削減するしかない。その主要な対象になりうるのが人件費であり、正規雇用から派遣への切り替えもその有力な手法となっている（ただし長期的には従業員のモラルの低下によって収益力が低下し、株主価値を引き下げるかもしれない）。

これに対して会社を各種のステイクホルダーの集合体と理解し、たとえば前節で展開した方法によって企業の社会的価値を測定するとき、人件費の削減は

(14) Shyam Sunder 氏は、“Value of the Firm: Who Gets the Goodies?”, Yale ICF Working Paper No.02-15, Yale School of Management, August 2001 の中で「企業のすべての関係者（participants）は、その企業から利益—誘因マイナス貢献—を受け取るか、受け取ることを期待している。したがって所有者にとっての企業価値は、すべての関係者にとっての企業価値の一部にすぎない。契約モデル（企業を主体（agents）間の契約の束、あるいは同盟関係とする企業観—引用者—）に対応する企業価値概念は、企業から様々な主体に対して分配される誘因と、各主体から企業に提供される資源の機会費用との差である。いいかえれば、企業価値は企業がすべての主体に対して提供する余剰である」（p.6）と述べ、投資家、顧客、仕入先、従業員、政府、地域社会にとっての企業価値をひとつひとつ定義している。この定義から明らかなように、本稿における企業価値概念も Shyam Sunder 氏の思考と類似のものになっているが、その測定方法は大きく異なる。すなわち本稿では、企業から分配されるキャッシュフロー（誘因）のみに基づいて企業価値を測定しているが、Shyam Sunder 氏の定義による場合、企業価値の測定には「提供する資源の機会費用」の測定が不可欠となる。しかし、その測定は容易ではない。

株主価値を向上させても企業の社会的価値を向上させるとは限らない。なぜなら、その企業の従業員価値が低下するからである。

あるいは2つの企業価値の違いを次のように説明することもできよう。たとえば払込資本が等しいA社とB社があり、A社は100億円、B社は50億円の利益を毎期計上しており、この状態が今後も維持されるとする。ここで両社を株主の立場から見れば、A社の方がB社よりも企業価値が大きい。しかしA社は1万人、B社は10万人の従業員を雇用しており、その給与水準に差がないとすれば、より多くの雇用機会を創出し、より多くの人々に賃金を支給しているB社の方が従業員（勤労者クラス）にとっての企業価値が高いことになる。

このように、企業価値を財・サービスの生産に直接・間接に関与する各種のステイクホルダーの観点から計算するとき、これまで株主の立場からのみ議論されてきた企業価値論に新たな視点を導入し、雇用の創出や納税による社会的貢献を加味した、従来とは異なる企業価値論を展開することができると考えている。

最後に、本稿における分析の限界と問題点を指摘しておきたい。

まず、ここで計算した関西20社の社会的企業価値は単体ベースであり、連結ベースではない。その理由は上述のようにデータの制約による。すなわち、連結ベースの社会的価値の測定には連結ベースの製造原価明細表（グループ全体の製品製造原価に含まれる労務費の金額）が必要だが、これが公表されていないため、連結ベースの社会的価値の計算を断念した。

次に、派遣社員に対する支払額の処理も社会的価値の測定の制約条件になっている。現在、派遣社員に対する支払額は労務費あるいは人件費ではなく、その他の費目で合算されている。そのためここで計算した従業員価値は正規の従業員に対する賃金支払額に基づくものであり、当該企業で実際に働いている人々を対象にしたものではない。この派遣社員に対する支払額の会計処理につ

いても、付加価値概念との関連で検討の余地がある⁽¹⁵⁾。

一方、本稿で展開した株主価値の測定方法も検討（批判）の対象になろう。ここでは各種のステイクホルダーに対する付加価値分配項目を測定ベースにしているため、株主価値についても付加価値（自社の付加価値分配残+他社の付加価値流入額）に基づいた計算式となっている。しかし企業価値（株主価値）の計算については莫大な研究成果の蓄積があることから、株主価値の測定についてはそれらの研究成果に全面的に依拠することも考えられる。

いずれにしても本稿で展開した企業の社会的価値測定モデルは株主の立場からの単眼的な企業価値論に対して、複眼的な企業価値論の展開の可能性を提示したものである。基本アイデア、測定方法、事実認識等に対して、忌憚のない批判や示唆を賜ることができれば幸いである。

（参考資料 1）

冒頭の関西株式時価総額上位 20 社について計算した株主価値の合計額は 45,741,133 百万円、時価総額の合計額は 45,761,059 百万円、そして 20 社の株主価値と時価総額の相関係数（企業規模の差は調整していない）は 0.933 である。

(15) 派遣社員に対する支払額は、現行制度上、雇用主である派遣会社の給与（付加価値）として認識されており、派遣先の企業にとっては前給付原価（一般経費）となる。しかし、派遣社員が実際に就労し、価値を生産しているのは派遣先の企業であって、派遣元ではない。この点に着目すれば、派遣社員に対する支出額を派遣先企業の付加価値に加算する思考も成り立つと考える。

連結財務諸表による株主価値と時価総額

会社名	当期純利益 (百万円) 2007年度	株主価値 (百万円) 2007年 3月31日	ラン キン グ	時価総額 (百万円) 2007年 5月31日	ラン キン グ	時価総額 (億円) ⁽¹⁶⁾ 2008年 3月末日	ラン キン グ
任天堂	174,290	5,002,386	2	6,020,933	3	72,109	1
松下電器産業	217,185	4,467,895	3	6,304,347	2	52,985	2
武田薬品工業	335,805	9,747,194	1	7,265,355	1	44,374	3
関西電力	147,935	3,152,911	4	2,945,858	5	23,874	4
シャープ	101,717	2,226,394	7	2,587,931	6	18,815	5
住友金属工業	226,725	3,100,934	5	3,167,137	4	18,166	6
京セラ	106,504	2,345,731	6	2,288,059	7	16,012	7
ダイキン工業	45,619	1,124,502	14	1,173,972	13	12,574	8
キーエンス	58,646	1,713,902	9	1,306,488	11	11,517	9
村田製作所	71,309	1,999,797	8	1,923,751	8	11,150	10
住友電気工業	76,029	1,625,994	10	1,403,933	9	9,963	11
西日本旅客鉄道	56,791	1,030,673	15	1,132,000	15	8,760	12
大阪ガス	52,929	1,191,784	13	1,012,758	18	8,590	13
クボタ	76,457	1,536,095	11	1,316,466	10	7,959	14
松下電工	43,043	844,380	19	1,144,638	14	7,698	15
日本電気硝子	40,358	873,740	18	931,311	19	7,668	16
日本電産	39,932	951,179	17	1,070,087	16	7,315	17
日東電工	41,201	1,002,097	16	1,051,238	17	7,315	17
ローム	47,446	1,298,746	12	1,294,935	12	7,223	19
田辺三菱製薬	20,174	504,800	20	419,861	20	6,518	20
合計額		45,741,133		45,761,059		360,585	

(注) データソースは(株)日本経済新聞デジタルメディア NEEDS-Financial QUEST。

(16) 2008年6月11日付けの日本経済新聞朝刊に掲載された数値を転記している。

(参考資料 2) 関西の株式時価総額上位 20 社の社会的価値 (2007 年 3 月 31 日現在)

会社名	①株主 価値	②従業員 価値	③債権者 価値	④政府 価値	⑤社会的 価値	⑥付加価値 還元価値	⑦社会的 貢献余力
	ランキン グ	ランキン グ	ランキン グ	ランキン グ	ランキン グ	ランキン グ	ランキン グ
任天堂	4,146,644	221,044	19,683	2,001,392	6,388,763	4,704,670	1,736,172
松下電器産業	2,664,413	9,246,493	73,541	408,214	12,392,660	12,466,817	770,551
武田薬品工業	6,268,702	1,200,711	1,384	3,787,240	11,258,036	9,093,801	3,470,197
関西電力	2,498,067	4,047,376	752,972	4,336,057	11,634,473	12,833,508	1,688,565
シャープ	2,003,425	3,977,789	36,683	513,759	6,531,656	6,936,230	1,648,529
住友金属工業	1,543,694	1,187,200	121,497	419,427	3,271,819	4,794,790	3,149,427
京セラ	1,486,220	2,479,263	235	340,644	4,306,362	3,584,636	1,065,870
ダイキン工業	630,691	1,019,665	38,504	263,253	1,952,112	1,597,134	535,982
キーエンス	1,577,316	463,768	0	674,739	2,715,823	2,064,586	1,781,705
村田製作所	1,276,452	859,707	31	217,248	2,353,438	1,492,201	778,855
住友電気工業	935,200	621,943	31,093	76,943	1,665,180	1,025,483	808,236
西日本旅客鉄道	872,934	4,977,549	560,894	1,081,207	7,492,583	7,721,043	712,163
日本電産	357,528	230,916	20,431	114,200	723,075	430,382	231,685
大阪ガス	991,705	1,050,079	88,055	910,209	3,040,049	3,225,021	966,895
クボタ	767,234	1,521,762	14,070	174,842	2,477,907	3,149,739	703,652
松下電工	721,997	1,854,274	60,101	174,058	2,810,429	2,383,495	415,966
日本電気硝子	902,006	347,750	13,448	275,750	1,538,954	1,660,350	1,049,719
日東電工	509,592	894,200	8,056	288,383	1,700,231	1,441,306	275,744
ローム	820,227	651,826	0	185,006	1,657,059	1,056,627	544,821
田辺三菱製薬	482,320	355,700	57	200,695	1,038,772	1,173,098	392,334

(注) データソースは(株)日本経済新聞デジタルメディアの NEEDS-FinancialQUEST。

第2章 会計基準のコンバージョンと日本のM&A市場

－ のれんの認識・測定上の差異が資本市場へ与える影響分析 －

與三野禎倫

島田 佳憲

1 はじめに

(1) 目的

本稿の目的は、わが国の企業結合会計基準と国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards, IFRS）・米国会計基準（Statements of Financial Accounting Standards, SFAS）の認識・測定上の差異が資本市場に与える影響を分析することである。従来、わが国には連結や合併を含めて企業のM&Aを包括的に扱う会計基準は存在しなかった。子会社の取得と支配に関する連結会計の基準は整備されながら（連結財務諸表原則・連結財務諸表原則注解）、その子会社の法人格を合併のケースには適用すべき会計基準がなく、たとえば他社の株式を100%保有するときの連結財務諸表と、その株式を消却して法的に合併したときの個別財務諸表とが、必ずしも整合していないという不透明な情報開示が長年にわたって解決すべき課題として指摘されていた（斎藤編，2004）。このような背景をもとに、1990年代後半から推進されてきた会計ビックバンと呼ばれる一連の制度改革の総仕上げとして、企業会計審議会は、3年を超える審議を経て、2003年10月末に「企業結合に係る会計基準」を公表した。本会計基準は2006年4月1日以降開始する事業年度から実施されているが、ここではIFRS・SFASで禁止されている持分プーリング法の適用が一定の条件の

下で許容されるとともに、パーチェス法適用時に認識されたのれんについても IFRS・SFAS と異なり 20 年以内の規則的償却が規定されている。とくに持分プーリング法については、日本基準と IFRS との間の同等性を評価する欧州証券規制当局委員会（Committee of European Securities Regulators, CESR）が、補完計算書の作成を求めている。補完計算書とは、測定・認識上の差異が複雑・多岐にわたるため、仮定計算ベースの要約財務諸表の作成を求めるものである。

そこで本稿では、まず企業結合会計基準においてとくに重要な差異と考えられるつぎの 2 点に着目して、資本市場に与える影響を分析する。第 1 は、持分プーリング法 vs. パーチェス法、第 2 は、のれんの規則的償却 vs. 即時償却である。第 2 について、現行の IFRS・SFAS は、のれんを規則的に償却せずに減損処理することが規定されている。従来、わが国においては、とくに新興市場を中心として、のれんを即時償却して次年度以降の利益数値にのれん償却額の影響を及ぼさない会計実務がみられた。このとき、将来利益の予測値はのれんの非償却処理と同一のものとなるであろう。したがって本研究では、わが国ではのれんの非償却処理が基準化されていないことから、代替的にのれんの規則的償却 vs. 即時償却を検証する。ここでは、われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えているのである。

さらに資本市場の参加者が会計数値を基礎として企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという主張がある。このとき企業結合実施後の経過年数が少なからず資本市場の評価に影響を与えるであろう。すなわち、直近の案件については投資者も記憶に新しいのでのれん償却費を戻し入れて推定するかもしれないが、相当期間経過後の案件については戻し入れをせずに会計数値そのものを利用している可能性がある。よって第 3 に、過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費を検証する。

わが国の現在の会計基準設定団体である企業会計基準委員会は、同等性評価

が求める補完措置（remedies）を2008年までに解消して、日本基準とIFRSとのコンバージェンスを加速することに合意している（東京合意）。本稿の検証結果が、企業結合会計基準のIFRSへのコンバージェンスという会計制度の整備に関する議論に対して一定の貢献を行うことが期待される。

(2) 構成

本稿の構成はつぎの通りである。第2節では、わが国の企業合併・買収に関する制度整備と資本市場の評価を概観するとともに、わが国の会計基準とIFRS・SFASとの差異を議論する。第3節では、先行研究をレビューすることによって、持分プーリング法とパーチェス法の差異が資本市場にどのように影響を与えるかについて仮説を構築する。第4節では、検証方法と分析結果について考察することを通して、企業結合会計基準のIFRSへのコンバージェンスを行うときの分析視点を提供する。第5節では、本稿の結論と残された課題について展望する。

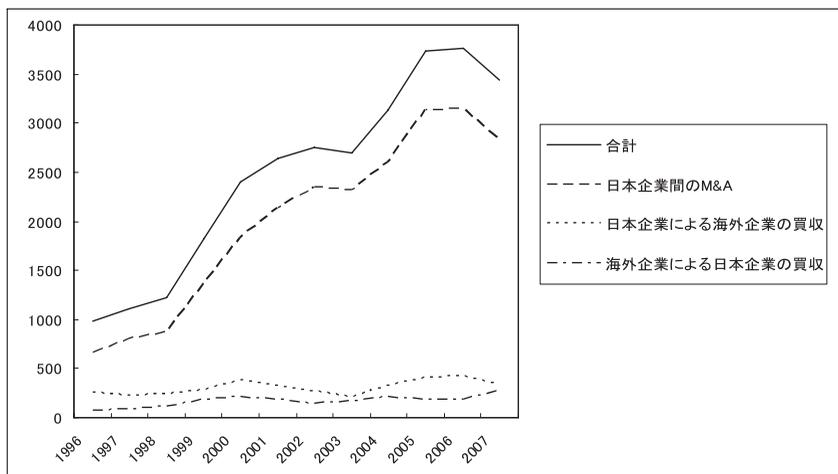
2 わが国の企業合併・買収に関する制度整備と企業結合会計基準

(1) わが国の企業合併・買収に関する制度整備と M&A 市場

純粋持株会社の解禁や相次ぐ商法改正等を契機として、わが国において M&A に代表される企業の組織再編が活発に行われるようになってきている。解消持株会社の解禁（1997年改正商法）、株式交換・移転制度の創設（1999年改正商法）、会社分割制度の創設（2000年改正商法）、および企業再編に関する適格税制の導入（2001年）と、わが国の法律・税制度が欧米並みに整備されるに伴い、わが国の合併・買収件数は、1996年の987件から2005年には3,734件と急増している（図表1および図表2を参照）。さらには2006年4月1日以降開始する事業年度から企業結合会計基準が適用されるという会計制度の整備に伴い、

2006年には前年比で約1%増しの3,755件（公表金額11兆7,435億円）、2007年には11月までに3,445件（公表金額8兆231億円）と、わが国の直近2～3年の合併・買収件数は暦年ベースで3,500件を超える高水準を記録している（出所：(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM）。

〔図表1〕日本企業に関連する M&A 件数の推移



出所：(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM

〔図表2〕形態別にみた M&A 件数の推移

年度	合 併					小 計
	株式移転・持株会社	株式交換・持株会社	会社分割	その他		
1996	0	0	0	317	317	
1997	0	0	0	356	356	
1998	0	0	0	358	358	
1999	5	0	0	564	569	
2000	14	0	1	581	596	
2001	22	1	0	605	628	
2002	12	1	0	639	652	
2003	15	2	0	606	623	
2004	10	2	0	599	611	
2005	14	3	1	649	667	
2006	18	3	7	623	651	
2007	14	1	2	631	648	
合計	124	13	11	6528	6676	

（注）株式移転と株式交換、株式移転と会社分割を併用している場合には株式移転、株式交換と会社分割を併用している場合には株式交換に分類している。

年度	買 取								小計
	TOB	株式 交換	MBO	合併 解消	共同出資 解消	会社 分割	三角 合併	その他	
1996	4	0	1	0	0	0	0	267	272
1997	3	0	3	0	1	0	0	240	247
1998	9	0	3	0	0	0	0	299	311
1999	12	18	12	0	0	0	0	398	440
2000	14	33	9	22	5	1	0	455	539
2001	22	34	24	26	3	1	0	513	623
2002	13	51	29	19	8	3	0	589	712
2003	26	34	19	17	6	13	0	614	729
2004	25	86	30	7	2	24	3	742	919
2005	39	85	54	20	5	39	3	965	1210
2006	62	65	54	17	9	39	6	994	1246
2007	72	34	61	14	12	8	1	928	1130
合計	301	440	299	142	51	128	13	7004	8378

(注) TOBとLBO、TOBとMBO、TOBと事業統合、TOBと連結子会社化、TOBと株式交換を併用している場合にはTOB、株式交換と会社分割を併用している場合には株式交換、会社分割とMBO、会社分割と事業統合を併用している場合には会社分割に分類している。

出所：(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM を加工・修正して作成

この急増の背景は、法律・税制・会計制度の整備とともにデフレ経済下における金融ビッグバン以降の金融機関の不良債権処理と企業の財務状況の悪化という厳しい環境のもとで、連結業績を立て直すために、グループの再編を行って事業の「選択と集中」により国際競争力を強化することが急務であるとの認識が経営者に醸成された結果であると言えよう。すぐには大胆な再編が進まなかったのは、法律・税制度の不備も原因の一つであったようである。従来は、企業再編を行うには、商法上の手続きが煩雑であったりコストがかさむ仕組みとなっていた。たとえば株式交換・移転制度の創設前の持株会社形態への移行の従来の手続きは、営業譲渡と現物出資による必要があったが、ここでは資産や債権債務の移転手続きの煩雑さや債権者の個別同意の必要性に加えて、現物出資または財産引受けに伴う検査役の調査によるスケジュール確定の困難さ等があったとされる(松古, 2003 a)。そこで株式交換・移転制度は、持株会社

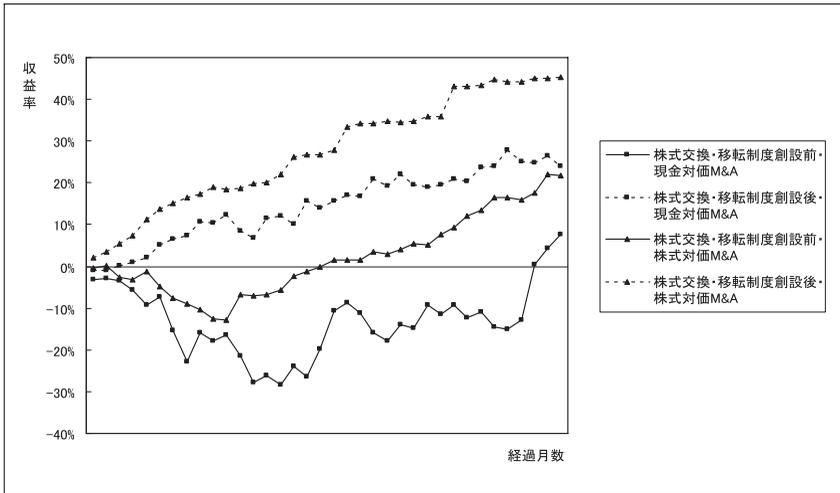
形態への移行をスムーズに実現することを目的として、また完全親子会社関係を創設することを目的として導入された。

株式交換・移転制度は、合併の簡素化、会社分割等と相まって、株式を対価とする企業再編手法を確実に定着させたと言えるであろう。ただし、わが国の経営者は、米国の先行研究（Rau and Vermaelen, 1998；Louis, 2004）が示唆するつぎの合併・買収アービトラージの視点で株式対価の M&A を指向していないようである。すなわち経営者は、資本市場で自社株が割高に評価されているときには、自社株を対価とした合併・買収を行うインセンティブを持つので、株式対価による合併・買収の事後的な株価パフォーマンスはマイナスとなるという視点である（Shleifer and Vishny, 2003）。

図表 3 は、株式交換・移転制度創設前後について、レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2004 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の公表日が到来したつぎの 3 要件を満たす合併・買収会社を買い持ち（long）し、Topix を売り持ち（short）するというヘッジ投資戦略のパフォーマンスを現金対価と株式対価それぞれについてプロットしたものである。

- (a) 合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- (b) 被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- (c) (株)日本経済新聞デジタルメディア・日経テレコン 21 または(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって現金対価 M&A または株式対価 M&A が特定化できる。

ここでは、市場全体（Topix）の収益率をベンチマークとしたときの各グループの月次リターン（equal-weighted）を 36 ヶ月間累積した結果が示されている。したがって、検証期間は 1996 年 1 月から 2007 年 8 月までの 140 ヶ月である。株式交換・移転制度創設前の現金対価 M&A は 11 件と少ないためか累積収益

[図表 3] 合併・買収の累積平均異常リターン (対 Topix)^a

a 図表 3 は、市場全体 (Topix) の収益率をベンチマークとしたときの、(i) 株式交換・移転制度創設前・現金対価 M&A、(ii) 株式交換・移転制度創設後・現金対価 M&A、(iii) 株式交換・移転制度創設前・株式対価 M&A、(iv) 株式交換・移転制度創設後・株式対価 M&A の各グループの月次リターン (equal-weighted) を 36 ヶ月間累積した結果を示している。

標本は、レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2005 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の公表日が到来したつぎの 3 要件を満たす合併・買収会社である。

- ・合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- ・被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- ・(株)日本経済新聞デジタルメディア・日経テレコン 21 または(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって現金対価 M&A または株式対価 M&A が特定化できる。

率は 7.70% と他の収益率より低いだが、株式交換・移転制度創設後の現金対価 M&A は 24.10%、株式交換・移転制度創設前の株式対価 M&A は 21.85%、株式交換・移転制度創設後の株式対価 M&A は 45.38% といずれも大きくベンチマークを上回る累積平均異常リターンが獲得されている。ここでは、米国の先行研究と異なり現金対価 M&A よりも株式対価 M&A の方が高いリターンが確認されるとともに、交換・移転制度創設後の M&A の方が創設前の M&A よりも高いリターンが確認される。前者は、わが国の 1990 年から 2002 年を検証期

間とした井上・加藤（2004）の市場調整モデルの検証結果と整合的である。後者は、わが国の法律・税制度の整備が M&A による国際競争力の強化に対してポジティブな影響を及ぼした証左と言えるであろう。

図表 4 には、Topix ではなく企業規模（株式時価総額）と純資産簿価・時価比率でリスク調整を行った累積平均異常リターンを報告している。株式交換・移転制度創設前の累積収益率は 12.95%（5% 水準有意）、株式交換・移転制度創設後の累積収益率は 16.30%（5% 水準有意）であり、創設後の高い株価リ

〔図表 4〕 合併・買収会社の累積平均異常リターン（対 Reference Portfolio）^a

Panel (a)

株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の累積平均異常リターン

	現金対価 M&A	株式対価 M&A	合計
株式交換・移転制度創設前	6.29% (p 値=0.504) ^b n = 11	13.98% (p 値=0.007) N = 71	12.95% (p 値=0.035) n = 82
株式交換・移転制度創設後	20.32% (p 値=0.094) n = 32	15.64% (p 値=0.025) n = 195	16.30% (p 値=0.048) n = 227
合計	16.73% (p 値=0.116) n = 43	15.20% (p 値=0.039) n = 266	15.41% (p 値=0.048) n = 309

^a 企業規模と純資産簿価・時価比率の 2 つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5×5) をベンチマークとしたリスク調整を行うことによって、株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の各 Group の月次リターン (equal-weighted) を 36 ヶ月間累積した結果を示している。

^b 統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断している。

Panel (b)

差の検定^c

	t 値	p 値 ^d
株式交換・移転制度創設前 vs. 創設後	-0.249	0.804
現金対価 vs. 株式対価別	0.089	0.929

^c Levene の等分散の検定によると 4 つの状態の分散は有意に異なる (F=0.374, p=0.772)。よって本分析では分散均一を仮定するパラメトリックな差の検定を実施している。

^d 両側検定による p 値を表示している。

ターンが確認できる（ただし両者に有意な差は検出されなかった（Panel (b)））。また現金対価 M&A の累積収益率は 16.73%（サンプル数が 43 と少ないためか有意ではない）、株式対価 M&A の累積収益率は 15.20%（5% 水準有意）であり、ここでは Topix をベンチマークとした累積収益率と符号が逆転しているが、両者に有意な差は検出されなかった。本結果は、わが国の経営者が、合併・買収アービトラージの視点ではなく、むしろスキームの利便性から株式 M&A を利用していることを示唆している。

(2) 企業結合会計基準と IFRS・SFAS の差異

企業結合の会計基準は、欧米においても長年にわたって制度改革の論争が繰り返りひろげられていた。従来の企業結合の米国会計基準であった APB 16（1970）では、持分プーリング法の適用要件として 12 規準を設定し、すべてを満たした場合には、経営者はパーチェス法ではなく持分プーリング法を選択することが可能であった。従来の企業結合の国際会計基準であった IAS 22（1983）においても、持分の結合にパーチェス法と持分プーリング法の選択適用が認められていた。その後、比較可能性／改善プロジェクトの一環として 1993 年に、(a) 取得の範囲を拡大、持分の結合の範囲を狭く限定し、(b) 持分の結合にパーチェス法の適用を禁止する等の改訂が実施された。しかしながら、改訂 IAS 22（1993）では依然として持分プーリング法の適用が許容されていた。

パーチェス法の下では、取得企業は現金対価または株式対価の公正価値と被取得企業の純資産簿価の公正価値の差額をのれんとして計上する⁽¹⁾。のれん価

(1) 現金対価または株式対価の公正価値と被取得企業の純資産簿価との差額は買収プレミアムと呼ばれる。パーチェス法の下では、買収プレミアムはつぎの 2 つから構成される。(1) 被取得企業の純資産の公正価値と簿価との差額。(2) 現金対価または株式対価の公正価値と、被取得企業の純資産の公正価値との差額であるのれん。本研究はとくにのれんに焦点を当てて議論する。よって買収プレミアムとのれんは代替的に使用される。

値の減耗は、APB 16・IAS 22 いずれにおいても、有効期間にわたって規則的償却して償却額を費用処理することが規定されていた。

一方、持分プーリング法の下では、取得企業は被取得企業の純資産を簿価のまま引き継ぐため、のれんは計上されない。(a) 会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えないとすれば、また (b) 税への影響を考慮しなければ、持分プーリング法採用企業の将来期間の当期純利益は、パーチェス法採用企業よりも顕著に高い。

このため経営者は、のれんの資産計上の回避を好する傾向がある。ここでは、経営者は持分プーリング法の 12 要件を満足するように取得のスキームを構築したり (Lys and Vincent, 1995)、買収プレミアムの大半を研究開発費に配分することによって即時に償却する (Deng and Lev, 1998) ことが報告されている。これは経営者が、たとえ洗練された財務諸表の利用者である証券アナリストでさえ、企業価値の評価に際しては、(1) のれん償却後の当期純利益を十分に修正することができず、(2) この傾向は企業結合後の経過年数が経つほど強くなる、と考えるからである (Palepu, 1987 ; Lys and Vincent, 1995)。

FASB (Financial Accounting Standards Board) ・ IASB (International Accounting Standards Board) は、持分プーリング法の濫用という事実を考慮して、また企業結合という 1 つの経済的事実において、異なる会計方針が異なる財務諸表を算出することは、財務諸表の表現の忠実性と比較可能性を損なうことを重視して、持分プーリング法の適用を禁止するとともに、のれんを非償却として減損処理を規定した SFAS 141 (2001) ・ IFRS 3 (2003) を公表した。ここでは、裁量的なのれん価値の償却は価値関連性を有する情報を提供しないと考えられるとともに、のれんの減損処理を適切に行うことができるという確信がある。

一方、わが国においては、長年にわたって企業結合の包括的な会計基準がない状態が続いていた。すなわち、合併については商法と法人税法が、また子会社取得については連結財務諸表原則が、それぞれ別個に規定を設けていただけ

であったが(鈴木, 2005)、いわゆる会計ビックバンの一環として、2003年10月末に「企業結合に係る会計基準」が公表された。しかしながら、ここでは依然として、IFRS・SFASで禁止された持分プーリング法の適用が一定の条件の下で許容されるとともに、のれんの20年以内の規則的償却が規定されている。企業結合会計基準では、(a)投資原価の回収計算に当たって、固定資産の規則的償却とのれんの規則的償却が首尾一貫すること、(b)規則的償却を行わずにのれん価値が減耗したときのみ減損処理を行う方法では自己創設のれんを計上するおそれがあること、が重視されたのである。

そこで本研究では、企業結合の会計処理について、とくに顕著な相違である持分プーリング法 vs. パーチェス法、のれんの規則的償却 vs. 即時償却を資本市場がどのように評価しているかを分析するとともに、過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費についても併せて検証する。

3 会計方針の選択と資本市場の評価

投資者が合理的経済人(homo economicus)と仮定するならば、(a)会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えない限り、また(b)税コストが同一である限り、会計方針の選択は取得企業の経済的利益に影響をあたえないため、企業がいずれの会計方針を採用しようとも企業価値の推定は同一になると考えられる。しかしながら近年、心理学などの成果を取り入れた行動経済学や実験経済学によって、このような想定に対する反証(anomaly)が繰り返し報告されている。たとえば企業価値の推定といった問題を考えるとき、Lewis(1969)の言うように1つの「突出」(salient)した解があり得る。たとえばさまざまな企業価値評価モデルの中で、将来利益の予測値を基礎とした推定が「突出」した解となる場合がある。すなわち投資者が、(a)これまでに将来利益の予測値を基礎とした推定によって何度も解決されてきたことを知っている

ならば、(b) さらにまた投資者の間で他の投資者がそのことを知っているということを知っているならば、投資者は将来利益の予測値を基礎とすることによって容易にこの問題を解決することができる。よって、将来利益の予測値を基礎とした推定が「突出」した解となる。Hopkins et al. (2000) は、証券アナリストへの実験調査によって、企業結合の会計方針の選択についてつぎの結果を報告している。(a) パーチェス法—規則的償却の採用企業の企業価値の推定値は、持分プーリング法採用企業よりも低い。(b) 同じパーチェス法の採用企業でも、規則的償却を選択した企業の企業価値の推定値は、買収プレミアムの大半を研究開発費に配分して即時償却した企業の内在価値よりも低い。(c) 同じパーチェス法—規則的償却の採用企業でも、過去に企業結合を実施した企業の企業価値の推定値は、直近に実施した企業よりも低い。われわれは、彼らの実験調査結果が、実際のわが国の資本市場の株価パフォーマンスと整合的であるかどうかを検証する。ここでは、われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えている。

(1) 持分プーリング法 vs. パーチェス法

Payne et al. (1993) によると、さまざまな情報が入手可能な状況下で意思決定を行う際には、最も重要だと考えられる情報に最初に焦点が当てられるとともに、簡略化された戦略が採用されるという。同様に、先行研究 (Hopkins, 1996; Hirst and Hopkins, 1998; Maines et al., 2000; Hopkins et al., 2000) は、証券アナリストが、たとえ注記情報で容易に修正可能だとしても、損益計算書および貸借対照表の数字に焦点が当てられていることを示唆する。そこでわれわれは、たとえ有価証券報告書の注記情報によって持分プーリング法とパーチェス法の相違が調整できる場合でも、投資者はこれらの調整を行って企業価値を評価していないと考える。ここでは、会計方針の相違によって企業価値の推定値は異なると考えるのである。このとき、当期純利益の数字が低い企業の

方が将来利益の予測値も低いと考えられるので、つぎの仮説が提案される。

仮説1：パーチェス法－規則的償却の採用企業の長期株価パフォーマンスは、
持分プーリング法採用企業よりも低い。

(2) のれんの規則的償却 vs. 即時償却

米国においては、とくに1990年代後半のIT企業の合併・買収が盛んな時期に、取得企業が買収プレミアムの大半を研究開発費に配分して即時に償却する会計実務が多くみられたようである(Deng and Lev, 1998)。一方、わが国では、とくに新興企業を中心としてのれんを即時償却する会計実務がみられた。これらの会計実務においては、即時の償却費用が一時的な損益項目であると強調される。このとき、一時的な損益項目は経常的な損益項目よりも将来の利益数値の予測するときにあまり重視されないことが知られているので(Easton, 1998; Schrand and Walther, 2000)、われわれはつぎのように推論することができる。すなわち、投資者は即時償却費を一時的な項目と考え、即時償却費を戻し入れた当期純利益の数値を基礎として企業価値を推定するというものである。ここでは、規則的償却採用企業の将来利益は、即時償却採用企業の将来利益よりも低いことを重視するのである。このとき、つぎの仮説が提案される。

仮説2：同じパーチェス法採用企業であっても、規則的償却を採用した企業の
長期株価パフォーマンスは、即時償却を採用した企業よりも低い。

(3) 過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費

われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えている。ここでは会計方針の相違によって企業価値の推定値は異なると考える。このとき、過去に企業結合しようとも、直近に

企業結合しようとも、のれんを規則的償却している限り将来利益の予測値は同一であると考えられるから、企業価値の推定値には影響しないであろう。しかしながら、投資者が会計数値を基礎として企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという主張がある⁽²⁾。また実際に、FASBの field visit では、投融資の意思決定に当たってのれん償却費は考慮されていないのみならず、企業の経営成績の評価にも考慮されていないことが発見されたとされる (FASB (1999), par. B 79)。このとき、Hopkins et al.

(2000) の実験調査が示唆するように、直近の企業結合によるのれん償却費は、投資者の記憶に新しいので当期純利益に戻し入れることによって将来利益が予測されるが、過去の企業結合によるのれん償却費については、当期純利益に戻し入れずに将来利益が予測される可能性がある。ここでは、過去の企業結合によるのれん償却費が繰り返し損益計算書に計上されるために、これが経常的な項目とみなされる可能性も考慮されている。実際にのれん償却費を計上している企業の株価パフォーマンスは低いことが報告されている (Vincent, 1997)。このとき、つぎの仮説を提案することができるであろう。

仮説3：同じパーチェス法—規則的償却の採用企業であっても、過去に企業結合した企業の長期株価パフォーマンスは、直近に企業結合した企業よりも低い。

(2) たとえば White et al. (1997) は、会計数値を基礎として企業評価を行うときには、当期純利益からパーチェス法が適用された場合ののれんの償却費を取り除くことを推奨している。

4 検定方法と分析結果

(1) データおよび標本の特徴

本研究では、(株)レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した 1996 年 1 月から 2004 年 8 月までの 104 ヶ月の間に合併・買収の有効日が到来したつぎの 4 要件を満たす合併・買収企業の長期異常パフォーマンスを検証する。

- (a) 合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- (b) 被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- (c) 有価証券報告書によって、企業結合の会計処理がパーチェス法または持分プーリング法と特定化できる。
- (d) パーチェス法の採用企業については合併財務諸表または連結財務諸表において⁽³⁾、買収実施企業については連結財務諸表において、のれんの規則的償却または即時償却（2～3 年の短期の償却期間を含む）を特定化できる。

標本の特徴は、図表 5 のとおりである。企業規模は毎年 8 月末における株式時価総額として、純資産簿価・時価比率は毎年 8 月末に入手した自己資本を 8 月末時点における株式時価総額で割った値として測定されている。各 Group の特徴を概観すると、企業規模については、パーチェス法—即時償却 group が一番小さく、つぎにパーチェス法—規則的償却 group、持分プーリング法 group

(3) 株式交換・移転制度を利用すると、株式を対価として他社を 100% 支配することができる。ここで株式交換・移転が取得に該当する場合、株式交換・移転完全親会社となる取得企業の個別財務諸表においては、株式交換・移転完全子会社となる被取得企業の取得価額は時価で算定される。このとき取得時ののれんは、取得企業の連結財務諸表に計上される。

[図表 5] 標本の特徴

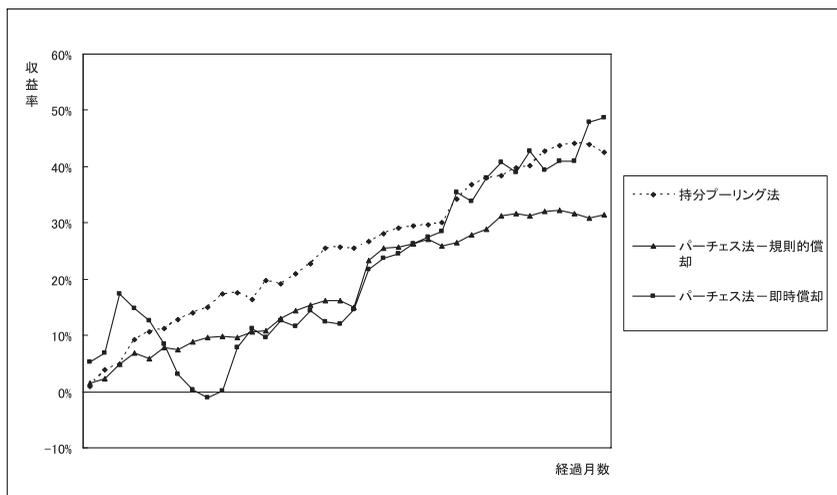
Group	規模（株式時価総額）単位：百万円			サンプル数
	第1四分位	平均値	第3四分位	
持分プーリング法	20,642	72,420	276,727	68
パーチェス法－規則的償却	28,641	118,634	338,944	165
パーチェス法－即時償却	26,880	45,778	110,169	13
合併・買収企業合計	23,805	86,704	289,834	226
上場企業全銘柄	5,484	13,631	42,658	3,331

Group	純資産簿価・時価比率			サンプル数
	第1四分位	平均値	第3四分位	
持分プーリング法	0.59	0.90	1.69	68
パーチェス法－規則的償却	0.47	0.69	1.05	165
パーチェス法－即時償却	0.36	0.68	1.10	13
合併・買収企業合計	0.46	0.71	1.15	226
上場企業全銘柄	0.57	0.99	1.62	3,331

の順となっている。ただし標本は合併・買収企業から構成されているため、上場全銘柄と比較すると、いずれの Group も相当に大型株となっている。また成長機会の代理変数として使用される純資産簿価・時価比率については、持分プーリング法に比べてパーチェス法の方が低い。上場全銘柄と比較すると、いずれの Group もグロース（純資産簿価・時価比率が低い）の傾向をもつ。

本研究の株価データおよび財務データについては、日本経済新聞デジタルメディアが提供している日経 NEEDS から入手したデータを使用している。ただし、日経 NEEDS からは上場廃止企業の株価データが入手できないため、これについては野村総合研究所が提供している AURORA DataLine から入手したデータを使用している。なお、用いている財務データはすべて単独ベースの数値である⁽⁴⁾。最後に本研究の検定期間は、1年～3年の長期異常パフォーマンスを検証するため、1996年1月から2007年8月の140ヶ月となっている。

(4) わが国では、連結情報を中心とするディスクロージャーへ転換を図るために、連結財務諸表原則・同注解が1997年に改正された。しかしながら本原則は、1998年4月1日以降開始する事業年度から段階的に適用されている。本研究では、標本が1996年・1997年のデータを含んでいるため、データ特性の連続性の観点から、財務データはすべて単独ベースの数値を使用している。

[図表6] 合併・買収会社の累積平均異常リターン (対 Topix)^a

a 図表3、市場全体 (Topix) の収益率をベンチマークとしたときの、(i) 持分プーリング法、(ii) パーチェス法-規則的償却、(iii) パーチェス法-即時償却、(iv) の各グループの月次リターン (equal-weighted) を36ヶ月間累積した結果を示している。

標本は、レコフ・マール M&A データ CD-ROM によって入手した1996年1月から2005年8月までの104ヶ月の間に合併・買収の有効日が到来したつぎの4要件を満たす合併・買収会社である。

- ・合併・買収会社および被合併・買収会社から金融機関は除外する。
- ・被合併・買収会社が上場企業である。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと合併・買収による経済効果の影響を検出できないことを考慮したものである。
- ・有価証券報告書によって、企業結合の会計処理がパーチェス法または持分プーリング法と特定化できる。
- ・パーチェス法の採用企業については合併財務諸表または連結財務諸表において、買収実施企業については連結財務諸表において、のれんの規則的償却または即時償却 (2~3年の短期の償却期間を含む) を特定化できる。

(2) 会計方針の選択と長期の株価パフォーマンス

図表6は、(i) 持分プーリング法を選択した場合、(ii) パーチェス法を選択したうえで、のれんの規則的償却を行っている場合、および (iii) パーチェス法を選択したうえで、のれんの即時償却 (2~3年の短期の償却期間を含む) を行っている場合のそれぞれについて、合併・買収会社を買い持ち (long) し、Topix を売り持ち (short) するというヘッジ投資戦略のパフォーマンスをプロッ

トしたものである。ここでは図表3と同様に、市場全体（Topix）の収益率をベンチマークとしたときの各グループの月次リターン（equal-weighted）を36ヶ月間累積した結果が示されている。

第1に、持分プーリング法を選択したgroupの3年の累積収益率は42.48%と、パーチェス法を選択し、のれんの規則的償却を行っているgroupの3年の累積収益率31.42%を大きく上回ることが確認される。第2に、同じパーチェス法を選択した企業群であっても、のれんの即時償却（2～3年の比較的短期の償却期間も含める）を行っているgroupの3年の累積収益率は48.65%と、規則的償却を行っているgroupの3年の累積収益率31.42%を大きく上回ることが確認される。第3に、パーチェス法を選択し、のれんの規則的償却を行っているgroupの有効日以降1ヶ月から12ヶ月までの累積収益率は10.69%と、25ヶ月から36ヶ月の累積収益率4.29%を上回る。このようにTopixをベンチマークとした簡便的なリスク調整方法では、第3節でわれわれが構築した仮説と同一の符号が確認される。しかしながら、この簡便的な方法では上方バイアスがかかることが報告されている（山崎，2005）。

そこで(4)・(5)では、ベンチマークをTopixとする簡便的なリスク調整方法ではなく、Fama and French（1992, 1993）にしたがって⁽⁵⁾、企業規模（株式時価総額）と純資産簿価・時価比率でリスク調整を行うことによって、企業合併・買収における会計方針の相違によって累積収益率に差が検出されるかを確認することとする。

(3) 分析方法

長期異常リターンの検定については、Barber and Lyon（1997）およびKothari

(5) Fama and French（1992, 1993）は、マーケット・リスク、企業規模に関するリスク、および純資産簿価・時価比率に関するリスクの3ファクターによってリスクとリターンの関係が正確に表すことができることを報告している。

and Warner (1997) が、統計的な棄却率が理論値を大幅に上回るという検定統計量の特定化の誤り (misspecification) を指摘している。これについては、わが国において山崎 (2005) が、(a) マーケット・インデックスである Topix をベンチマークとした CAR に関しては、その検定統計量は上方へのバイアスがかかることを報告するとともに、(b) 企業規模と純資産簿価・時価比率の2つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5×5) をベンチマークとした CAR に関しては、一般的な t 検定によると若干の下方へのバイアスがかかるが、ブートストラップ検定によると、その検定統計量の misspecification は生じないことを報告している。

そこで本研究では、上述の (a) に対処するために、Fama and French (1992, 1993) にしたがって、企業規模と純資産簿価・時価比率の2つの指標によってリスク調整を行う。ここでは2つの指標を使って構築した Reference Portfolio (5×5)⁽⁶⁾ をベンチマークとすることによって、各 Group の累積平均異常リターンをつぎのように算定する。第1に、次式で表現される累積異常リターン (Cumulative Abnormal Return, CAR) を算定する。

$$\begin{aligned} CAR_{i\tau} &= \sum_{t=1}^{\tau} AR_{it} \\ &= \sum_{t=1}^{\tau} (R_{it} - \text{Reference portfolio}_t) \end{aligned}$$

(6) 企業規模5分位と純資産簿価・時価比率5分位の2段階ソーティングによる25個のポートフォリオである。25個のポートフォリオはつぎのように構築される。

- (a) 毎年9月に東証1部市場銘柄を、その年の8月末の時価総額を基準として5分位に振り分け、各分位点を計算する。
- (b) 各分位ごとに、8月末の純資産簿価・時価比率を基準として、さらに5分位に分割して、各分位点を計算する。
- (c) この企業規模と純資産簿価・時価比率の各分位点を基に、東証2部、JASDAQ市場等の上場全銘柄を振り分けることによって、企業規模と純資産簿価・時価比率を基準とした5×5の25個のポートフォリオ (equal weighted) を構築する。
- (d) ポートフォリオのリバランスは毎年1回である。すなわち、25個のポートフォリオは、その年の9月から翌年の8月までの1年間適用され、翌年9月に再構築される。

$R_{i\tau}$ はサンプル企業 i の t 月の月次リターン、*Reference portfolio* は、サンプル企業 i と同一のリスク属性である *Reference portfolio* の t 月の月次リターン、そして $AR_{i\tau} = R_{i\tau} - \text{Reference portfolio}$ は企業 i の t 月の異常リターンである。第 2 に、この異常リターンを τ 期間足し合わせることによって、 τ 期間の *CAR* を算定する。最後に、*CAR* の Group 平均値として累積平均異常リターンを算出する。

さらに上述の (b) に対処するために、本研究の統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し⁽⁷⁾、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断する⁽⁸⁾。

(4) 分析結果

図表 7 の Panel (a) および Panel (b) には、分析結果の統計量が報告されている。Panel (a) では、合併・買収の有効日以降の期間別・会計方針別 3×3 の Group について、累積平均異常リターン、括弧内の p 値、および Group 内のサンプル数 n が報告されている。期間については、イベント発生日以降の経過期間が投資者の会計数値の判断に影響を与えるかを分析するために、とくに

(7) サンプル企業 i の合併・買収の有効日をイベント発生日として、

- (a) 各イベント発生日において、サンプル企業 i と同一のリスク属性を表すレファレンス・ポートフォリオの中からランダムに企業 j を抽出する。ここでは、各イベント発生日にいて、合併・買収案件と同数の企業が抽出される。
 - (b) ランダムに抽出したすべての企業 j について、各企業の月次リターンとレファレンス・ポートフォリオの月次リターンの差として異常リターンを算定し、 τ 期間足し合わせることによって *CAR* を算定する。
 - (c) ランダムに抽出した企業 j の足し合わせることによって構築される 1 つの Group (Group の企業数はサンプル数と同一となる) について、*CAR* の Group 平均値を求める。これが 1 個の累積異常平均リターンである。
 - (d) (a) ~ (c) のプロセスを 1000 回繰り返して得られる 1000 個の累積異常平均リターンを並べることによって、経験的分布が作成される。
- (8) われわれは、ブートストラップ検定とともに、一般的な t 検定も実施した。検定結果は同様と推断されるため、本稿では報告していない。

【図表7】 合併・買収会社の累積平均異常リターン（対 Reference Portfolio）^a

Panel (a)

会計方針の差異別の累積平均異常リターン

期間	会計方針		
	1. 持分プーリング法	2. パーチェス法－規則的償却	3. パーチェス法－即時償却(2～3年含む)
PAST (3年)	3.87% (p値=0.159) ^b n = 59	-0.21% (p値=0.195) N = 119	19.59% (p値=0.066) n = 10
RECENT (1年)	8.11% (p値=0.057) n = 59	0.98% (p値=0.192) n = 119	7.69% (p値=0.333) n = 10
TOTAL (1～3年)	16.49% (p値=0.050) n = 59	3.85% (p値=0.083) n = 119	36.99% (p値=0.074) n = 10

^a 企業規模と純資産簿価・時価比率の2つの指標を使って構築した *Reference portfolio* (5×5) をベンチマークとしたリスク調整を行うことによって、株式交換・移転制度創設前後および現金対価 vs. 株式対価別の各 Group の月次リターン (equal-weighted) を36ヶ月間累積した結果を示している。

^b 統計的有意性の検定は、ブートストラップ法によって異常リターンの擬似的な経験分布を作成し、その分布からサンプルの p 値を測定することにより統計的有意性を判断している。

Panel (b)

差の検定：片側検定^c

	Z 値	p 値 ^d
H1. パーチェス法－規則的償却 (TOTAL (1～3年)) < 1. 持分プーリング法 (TOTAL (1～3年))	-0.785	0.217
H2. パーチェス法－規則的償却 (TOTAL (1～3年)) < 3. パーチェス法－即時償却 (TOTAL (1～3年))	-2.308	0.011
H3. パーチェス法－規則的償却 (PAST (3年)) < 2. パーチェス法－規則的償却 (RECENT (1年))	-0.137	0.446

^c Levene の等分散の検定によると6つ (=期間 (2) × 会計方針 (3)) の状態の分散は有意に異なる (F=4.170, p=0.000)。よって本分析では分散均一を仮定しない Wilcoxon の符号付順位和検定を実施している。

^d 仮説1～仮説3は、期待符号が定まっているため、片側検定による p 値を表示している。

1ヶ月～12ヶ月 (RECENT (1年)) と 25ヶ月～36ヶ月 (PAST (3年)) に区分した結果を、1ヶ月～36ヶ月 (TOTAL (1～3年)) の結果と併せて報告している。会計方針については、持分プーリング法、パーチェス法－規則的償却、

およびパーチェス法—即時償却それぞれについて報告している。持分プーリング法 group の3年の累積収益率は16.49% (p 値<0.05、両側検定)、パーチェス法—規則的償却 group の3年の累積収益率は3.85% (p 値<0.1、両側検定)、パーチェス法—即時償却 group の3年の累積収益率は36.99% (p 値<0.1、両側検定)であり、すべての Group で統計的に有意にプラスの累積平均異常リターンを獲得できることが確認された。さらに本結果より、(3) で報告した Topix をベンチマークとした累積収益率には、大きく上方のバイアスがかかっていることも確認された。

Levene の等分散の検定によると、Panel (a) の6つ (=期間 (2)×会計方針 (3)) の状態の分散は有意に異なる (F 値=4.170、p 値=0.000)。したがって仮説1~仮説3の差の検定については、Panel (b) で Wilcoxon の符号順位和検定の結果として Z 統計量と p 値が報告されている。

仮説1では、パーチェス法—規則的償却を採用した企業の株価パフォーマンスは、持分プーリング法採用企業の株価パフォーマンスを下回ると予測された。図表7の Panel (a)・(b) の分析結果は、仮説1と整合的である。パーチェス法—規則的償却 group の3年間の累積平均異常リターン3.85% は、持分プーリング法 group の3年間の累積平均異常リターン16.49% を有意ではないが下回る (Z 量=-0.785、p 値=0.217、片側検定)。この符号の予測は、区分した時点においても当てはまる。パーチェス法—規則的償却 group の1年目の累積平均異常リターン0.98% は、持分プーリング法 group の1年目の累積平均異常リターン8.11% を有意ではないが下回る (Z 量=-0.028、p 値=0.489、片側検定)。また、パーチェス法—規則的償却 group の3年目の累積平均異常リターン-0.21% は、持分プーリング法 group の3年目の累積平均異常リターン3.87% を有意ではないが下回る (Z 量=-0.365、p 値=0.358、片側検定)。

仮説2では、パーチェス法—規則的償却を採用した企業の株価パフォーマンスは、パーチェス法—即時償却を採用した企業の株価パフォーマンスを下回る

と予測された。図表7のPanel (a)・(b)の分析結果は、仮説2と整合的である。パーチェス法-規則的償却 group の3年間の累積平均異常リターン 3.85% は、パーチェス法-即時償却 group の3年間の累積平均異常リターン 36.99% を有意に下回る (Z量=-2.308、p値=0.011、片側検定)。この符号の予測は、区分した時点においても当てはまる。パーチェス法-規則的償却 group の1年目の累積平均異常リターン 0.98% は、パーチェス法-即時償却 group の1年目の累積平均異常リターン 7.69% を有意ではないが下回る (Z量=0.731、p値=0.233、片側検定)。また、パーチェス法-規則的償却 group の3年目の累積平均異常リターン-0.21% は、パーチェス法-即時償却 group の3年目の累積平均異常リターン 19.59% を有意に下回る (Z量=-2.043、p値=0.021、片側検定)。

また本分析では、後年にのれん償却費が計上されない点に着目し、パーチェス法-規則的償却 group vs. 持分プーリング法 group+パーチェス法-即時償却 group についても追加的に検証した。前者の3年間の累積平均異常リターン 3.85% は、後者の3年間の累積平均異常リターン 19.46% を有意に下回り (Z量=-1.435、p値=0.076、片側検定)、投資者が企業価値の推定の際に、将来利益数値に焦点を当てていることが示唆された。

仮説3では、パーチェス法-規則的償却を採用した企業の3年目の株価パフォーマンスは、1年目の株価パフォーマンスを下回ると予測された。図表7のPanel (a)・(b)の分析結果は、期待符号と同じであるものの、やや複合的な影響を受けていると解釈される。すなわち、パーチェス法-規則的償却 group の3年目の累積平均異常リターン-0.21% は、1年目の累積平均異常リターン 0.98% を有意ではないが下回る (Z量=-0.137、p値=0.446、片側検定)。この点では、予測した符号と首尾一貫している。しかしながら、分析結果によると、持分プーリング法 group においても、3年目の累積平均異常リターン 3.87% は、1年目の累積平均異常リターン 8.11% を有意ではないが下回る (Z量=

-0.326、 p 値=0.373、片側検定)。したがって本標本では、会計方針によってその絶対値に大きな相違があるものの、合併・買収の効果が1年目に大きな累積平均異常リターンとして表れていることが示唆される。仮説3については、本分析結果によって支持されたとは言えないであろう。

5 結論と残された課題

(1) 結論

わが国においては、近年、M&Aに代表される企業の組織再編が活発に行われるようになってきている。これは、グループの再編を行って事業の「選択と集中」により国際競争力を強化することが急務であるとの認識が経営者に醸成された結果であると言えるとともに、持株会社の解禁や株式交換・移転制度の創設等によりわが国の法律・税制度が欧米並みに整備されたことが大きな契機となっている。本研究の分析結果によると、わが国の経営者は、米国の先行研究が示唆する合併・買収アービトラージの視点で株式対価のM&Aを指向するというよりは、むしろスキームの利便性から積極的に株式を対価とする企業再編手法を利用していると考えられる。

本研究では、CESRが日本基準とIFRSとの間に重要な差異があるとして補完措置を要求している企業結合会計基準について、第1に持分プーリング法 vs. パーチェス法、第2にのれんの規則的償却 vs. 即時償却、第3に過去ののれん償却費 vs. 直近ののれん償却費を検証した。

日本基準の同等性評価や、日本基準とIFRSとのコンバージェンスは、市場の健全性と効率性の維持・改善を目的としている。よって、これらの制度整備については、市場のパフォーマンスによって評価されることになろう(藤井, 2006)。企業結合時に持分プーリング法・パーチェス法いずれの会計方針を採

用しても、(a) 会計方針の選択がその後の経済活動に影響を与えないとすれば、また (b) 税への影響を考慮しなければ、その後の経済的利益は同一である。しかしながら、本研究の第1の分析結果によると、後年にのれん償却費が計上されて利益数値が圧縮されるパーチェス法—規則的償却採用 group よりも、のれん償却費が計上されない持分プーリング法採用 group の方が高い株価パフォーマンスが報告された。

さらに本標本には、サンプル数が10と少ないが、のれんを即時償却した企業が含まれている。これはわれわれが、のれんの即時償却は、将来利益の予測に対してのれんの非償却処理と代替的な効果が期待されると考えたからである。すなわち現行のIFRS・FASは、のれんを規則的に償却せずに減損処理することが規定されている。このとき、のれんを即時償却するというわが国の新興市場で顕著にみられた会計実務については、将来利益の予測数値がのれんの非償却処理と同一のものとなることに着目したのである。本研究の第2の分析結果によると、同じパーチェス法を採用しても、後年にのれん償却費が計上されて利益数値が圧縮される規則的償却 group よりも、後年にのれん償却費が計上されない即時償却 group の方が有意に高い株価パフォーマンスが検出された。ここでは投資者は、将来の利益数値にマイナスの影響を与えるパーチェス法—規則的償却の採用企業よりも、将来の利益数値に影響を与えないパーチェス法—即時償却の採用企業に高い評価を与えているのである。この第1・第2の分析結果は、投資者が企業価値の推定の際に、「突出」して特徴的な将来利益数値に焦点を当てていることが示唆される。

さらに本研究の第3の分析結果では、パーチェス法—規則的償却の採用企業の1年目と3年目の株価パフォーマンスには有意な差が検出されなかった。ここでは、資本市場の参加者が企業の内在価値を推定するとき、当期純利益にのれん償却費を戻し入れて算定するという有力な主張を考慮しても、当初は当期純利益にのれん償却費を戻し入れて企業価値を推定する投資者も、3年目には

戻し入れて推定せずに控除後の利益数値をそのまま将来の利益予測に使用する可能性が高くなると考えたのである。ここでは、過去の企業結合によるのれん償却費は繰り返し損益計算書に計上されるために、投資者はこれを経常的な項目とみなす可能性も考慮したのである。ただし本研究では、この考え方を支持する結果は得られなかった。われわれは、投資者が将来利益の予測値という「突出」した情報を基礎として企業価値を推定すると考えた。このとき、過去に企業結合しようとも、直近に企業結合しようとも、のれんを規則的償却している限り将来利益の予測値には影響を与えないので、株価パフォーマンスには差が検出できないのかもしれない。

われわれは、少なくとも営業利益は、企業価値との関連性の高い要素で構成されることが望ましいと考えている。企業結合会計基準の原則規定であるパーチェス法—規則的償却を採用した場合、企業結合を繰り返す行うことによって成長機会を獲得する企業の営業利益には、いつものれん償却費が計上されることとなる⁹⁾。のれん償却額が多額にのぼるときには、これらの企業の営業利益は常態的に赤字ということにもなりかねない。このような営業利益が価値関連性をもつとはとても言えないであろう。FASB は、1999 年に公表した公開草案に対する「裁量的な期間におけるのれんの規則的償却は、経済的実態を表さず、有用な情報を提供しない」という見解に賛同し、公開草案で提案した 20 年を上限とする規則的償却を再検討した。しかしながら即時償却は適切とは考えず、のれんを非償却処理とした (FASB (2001), par. B 79)。すなわち取得したのれん価値が即時に減耗するとは考えなかったのである。本研究の分析結果は、のれんの償却 vs. 非償却、およびのれんの規則的償却 vs. 即時償却というのれ

(9) 企業結合会計基準では、企業結合後の収益が営業収益に計上される限り、のれん償却費も営業費用に計上して投資原価の回収状況を営業損益として表示することが望ましいとして、のれん償却費は販売費および一般管理費に計上される (企業結合会計基準・第 38 項)。

んの償却方法の選択が、資本市場の評価に影響を与えることを示唆する。企業価値との関連性が低い要素を除外した Pro Forma 利益を会計基準がどこまで考慮するかといったことも含めて、企業結合会計基準の国際的なコンバージェンスに向けたのれん償却 vs. 非償却の議論はきわめて興味深い。

(2) 残された課題

本研究では、資本市場の参加者が会計方針の相違をどのように評価しているかを検証した。ここでは、将来の利益数値に影響を与えるパーチェス法—規則的償却の採用企業は、持分プーリング法およびパーチェス法—即時償却の採用企業よりも、低く評価されることを報告した。報告結果は、将来の利益数値に影響を与える会計方針の選択が企業価値評価に決定的に影響を与えることを示唆する。しかしながらここでは、企業の属性が会計方針の選択に影響を与えている可能性が指摘されるかもしれない。Self-selection Bias の問題である。しかしながらわれわれが追加的に実施した検証によると、合併・買収前の1年間のCAR、負債比率、直近の株価収益率、および営業利益の成長率(3年間)等と長期株価パフォーマンスとの間に首尾一貫した関係を見出すことは出来なかった。この Self-selection Bias に関するさらなる検証については、今後の課題としたい。

われわれは報告結果から、将来の利益数値に影響を与える会計方針の選択が企業価値評価に決定的に影響を与えると推論しているが、われわれにとっては、実際に投資者がどのように会計数値を利用して企業価値評価を行っているかは Black Box である。これについて、昨今は、洗練された会計情報の利用者である証券アナリスト等に対する実験調査が行われている。これらの調査の併用は、本研究の分析結果の解釈に大いに貢献するであろう。さらに本研究では、標本に被合併・買収会社が上場企業であるという制約を課している。これは被合併・買収会社の企業規模があまりにも小さいと、合併・買収による経済効果の影

響を検出できないことを考慮したものである。しかしながら、大企業やファンド等が保有する企業を合併・買収する場合には、被合併・買収会社が非上場企業の場合でも相当の規模ののれんが計上される場合がある。本研究では、これらの企業規模が大きい非上場企業については、標本に含めていない。ある一定の規準を満たした場合にこれらの案件を標本に含めることは、本研究の分析結果の補強に大いに貢献するであろう。本研究が企業結合会計基準のコンバージェンスに向けた制度整備に一定の貢献を行うことを期待する。

[2008. 1. 20]

(付記) 本章のベースとなった研究を遂行するにあたっては、2008年度澤村正鹿学術奨励基金からの資金援助を受けている。

参考・引用文献

- Abelson, R. P., and A. Levi, Decision making and decision theory, in *Handbook of social Psychology, Vol.1 I: Theory and Method*, edited by G. Lindzey, and E. Aronson. New York, NY: Random House, 1985.
- Accounting Principles Board, APB Opinion No.16, *Business Combinations*, New York, NY: AICPA, 1970.
- Akerlof, G. A., "Procrastination and Obedience," *American Economic Review*, Vol.81 No.2, 1991, 1-19.
- Andreassen, P. B., "Judgmental extrapolation and market overreaction: On the use and disuse of News," *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol.3 (July-September), 1990, 153-174.
- Barber, B. M., and J. D. Lyon, "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol.43,

1997, 341–372.

Davis, M. L., “Differential market reaction to pooling and purchase methods,” *The Accounting Review* Vol.65 (July), 1990, 696–709.

-----, “The purchase vs. pooling controversy : How the stock market responds to goodwill,” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.9 (Spring), 1996, 50–59.

Deng, Z., and B. Lev, “The valuation of acquired R&D,” *Working paper, New York University*, 1998.

Easton, P., “Discussion of : Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.13 (Summer), 1998, 337–349.

Fama, E. F., and K. R. French, “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, Vol.47, No.2, June 1992, 427–465.

-----, “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics*, Vol.33, No.1, February 1993, 3–56.

Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards No.141, *Business Combinations*, Norwalk, FASB, 2001.

-----, Statement of Financial Accounting Standards No.142, *Goodwill and Other Intangible Assets*, Norwalk, FASB, 2001.

Hirst, D. E., and P. E. Hopkins, “Comprehensive income reporting and analysts’ valuation judgments,” *Journal of Accounting Research*, Vol.36 (Supplement), 1998, 47–75.

Hong, H., R. S. Kaplan, and G. Mandelker, “Pooling vs. purchase : The effects of accounting for mergers on stock prices,” *The Accounting Review*, Vol.53 (January), 1978, 31–47.

Hopkins, P. E., “The effect of financial statement classification of hybrid financial instruments on financial analysts’ stock price judgments,” *Journal of Accounting Research*, Vol.34 (Supplement), 1996, 33–50.

Hopkins, P. E., R. W. Houtons, and M. F. Peters, “Purchase, Pooling, and Equity Analysts’

- Valuation Judgments,” *The Accounting Review*, Vol.75, No.3, July 2000, 257–281.
- International Accounting Standards Board, *Business Combinations*, IFRS No.3, London, IASB, 2003.
- International Accounting Standards Committee, IAS No.22, *Business Combinations*, London, IASC, 1983.
- International Accounting Standards Committee, IAS No.22, *Business Combinations* (revised 1993), 1993.
- Jennings, R., J. Robinson, R. B. Thompson II, and L. Duvall, “The relation between accounting goodwill numbers and equity values,” *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.23 (June), 1996, 513–533.
- Kothari, S. P., and J. B. Warner, “Measuring Long–horizon Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics*, Vol.43, 1997, 301–340.
- Lewis, D., *Convention : A Philosophical Study*. Harvard University Press, 1969.
- Louis, H., “Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol.74, No.1, October 2004, 121–148.
- Lyon, J. D., B. M. Barber, and C. L. Thai, “Improved Methods for Tests of Long–run Abnormal Stock Returns,” *Journal of Finance*, Vol.54, 1999, 165–201.
- Lys, T., and L. Vincent, “An analysis of value destruction in AT&T’s acquisition of NCR,” *Journal of Financial Economics*, Vol.39 (October / November), 1995, 353–378.
- Maines, L. A., R. D. Mautz, Jr., G. B. Wright, J. A. Yardley, A. J. Rosman, and L. E. Graham, “Implications of international diversity in joint venture financial–reporting standards for financial analysts’ stock values,” *Working paper, Indiana University*, 2000.
- Palepu, K., *The anatomy of an accounting change, in Accounting and Management : Field Study Perspectives*, edited by W. J. Bruns, and R. S. Kaplan. Boston, MA : Harvard University Press, 1987.
- , P. M. Healy, and V. L. Bernard, *Business Analysis and Valuation : Using Financial*

- Statements*, 2nd edition. Cincinnati, OH: South-Western College Publishing, 2000.
- Payne, J. W., J. R. Bettman, and E. J. Johnson, *The Adaptive Decision Maker*, Cambridge, U. K.: Cambridge University Press, 1993.
- Rau, P. R., and T. Vermaelen, "Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.49, No.2, August 1998, 223-253.
- Schrand, C. M., and B. R. Walther, "Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components," *The Accounting Review*, Vol.75 (April), 2000, 151-177.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, "Stock market driven acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol.70, No.3, December 2003, 295-311.
- Slovic, P., "From Shakespeare to Simon: Speculation-and some evidence-about man's ability to process information," *Oregon Research Institute Bulletin*, Vol.12, No.3, 1972.
- Stephan, W. G., Intergroup relations. in *Handbook of Social Psychology*, Vol.II: *Special Fields and Applications*, edited by G. Lindzey, and E. Aronson. New York, NY: Random House, 1985.
- Vincent, L., "Equity valuation implications of purchase vs. pooling accounting," *The Journal of Financial Statement Analysis*, Vol.2 (Summer), 1997, 5-19.
- White, G. I., A. C. Sondhi, and D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*. 2nd edition. New York, NY: John Wiley & Sons, 1997.
- 井上光太郎・加藤英明, 「合併比率と株価:アービトラージ・スプレッドの分析」『現代ファイナンス』, No.16, 2004年9月, 3-21.
- 斎藤静樹編著, 『逐条解説企業結合会計基準』中央経済社, 2006.
- 鈴木一水, 「第20章企業結合 §1, §2」神戸大学IFRSプロジェクト・あずさ監査法人IFRSプロジェクト編著『新版国際会計基準と日本の会計実務』同文館, 2005.
- 橋本尚, 『2009年国際会計基準の衝撃』日本経済新聞出版社, 2007.
- 晝間文彦, 「時間選好率のアノマリーと消費者信用への含意」『クレジット研究』, 第26

号, 2001年10月, 6-24.

藤井秀樹, 『会計基準のコンバージェンスとわが国の制度的対応—EUの同等性評価を中心として—』国際会計研究学会年報, 2006.

松古樹美, 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題 [上]」『商事法務』, No.1652, 2003年1月25日, 19-28.

-----, 「最近の組織再編の潮流にみる M&A 関連法制の現状と課題 [下]」『商事法務』, No.1653, 2003年2月5日, 15-24.

山崎尚志, 「わが国株式市場における長期の異常収益率の分析」『神戸大学大学院経営学研究科 Discussion Paper Series』, No.2005・29, 2005年8月, 1-29.

第3章 日本企業のものづくりに おける価値創造の課題

延岡健太郎

1 はじめに

長期的に見ると、日本の製造企業の利益率は、継続的に低下傾向にある（付図を参照）。近年特に、製造企業が以前よりも増して過当競争におちいり易い状況になっている。競争がグローバル化するとともに激化し、特定の企業が独自の優位性を維持することが極めて困難になっている。結果的に、利益や付加価値は平均的に低下し、高い付加価値創造ができない企業が増えている。本稿の目的は、日本企業のものづくりが直面する価値創造の課題を議論することである。具体的には、多くの企業が過当競争に直面する市場・競争環境の特徴を明確にし、その中で継続的に高い付加価値創造を実現するための戦略的な考え方に関する枠組みを提示する。

過当競争を最も象徴しているのが電機業界である（付図）。短期的な浮き沈みはあるものの、景気の回復が見られる90年代後半以降も含めて、マクロ的な視点からは下降傾向が続いている。同様に日本を代表する産業である輸送機器（自動車）は近年業績が良く、不況に巻きこまれた2008年までは明暗を分けていた。電機業界でも、中規模の電子部品や材料メーカーの中には高い業績を実現している企業も少なくない。しかし、松下電器や日立、ソニー、NECなどに代表される大企業の利益率は、長期的には大幅に低下してきている。具体的には特に、パソコンなどの情報機器も含めたデジタル家電（情報家電）に

において利益を獲得することが困難になっている。

日本のデジタル家電企業は、商品開発力が低下し、優れた商品を開発・導入できなくなったので、高い利益が上げられなくなったのだろうか。実際には近年、日本企業が先導して、きわめて革新的なデジタル家電商品を数多く導入している。たとえば、DVD プレイヤ、DVD レコーダ、ブルーレイディスク、薄型テレビ（液晶・プラズマ・有機 EL）、デジタルカメラなどを世界に先駆けて商品化し、イノベーションをリードしてきた。この点では、日本企業のイノベーション能力は相変わらず高く、優れた新商品は数多く開発・導入されている。つまり、技術革新がないわけでもないし、新商品が開発できていないわけでもない。問題は、優れた革新的な商品を効率的に開発・製造して販売量が増えても、それが大きな利益に結びつかないことにある。特に、新商品を導入しても、価格低下が急速に進んでしまうことが原因となっている。

本稿では、このような価格低下と業績悪化をもたらす要因を、企業側と顧客側の両面から考える。つまり、①企業側で独自性が持続できない点と、②顧客側では独自性に対して十分な対価を支払われない点、を統合的に議論する。1点目は、企業が独自性を持続できないために過当競争になることが問題である。競争がグローバル化することにより競争相手が増えると同時に、情報共有がすすみ競争力は均一化する傾向にある。そのため、競争優位性をつくることと、それを維持することがきわめて困難になっている。2点目は、企業がいくら優れた商品を提供しても、顧客が高い対価を支払わない傾向が強まってきたことが問題である。電子化やデジタル化によってグローバル企業の技術レベル全体が底上げされ、技術力の高い日本企業ではなくても、アジアの普通の企業が開発・製造する普通の商品でも十分に世界の顧客が満足する機能を実現できるようになった。そのため、それ以上の機能に対しては追加的な対価を支払わないのである（榊原・香山，2006）。

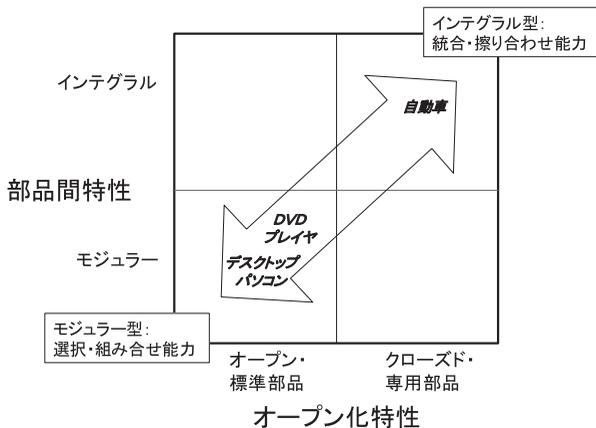
ここで述べてきたような状況をもたらしている大きな要因のひとつが、製品

アーキテクチャの変化である。まずは、この点から見ていこう。

2 製品アーキテクチャ：モジュール化の進展

近年多くの商品がデジタル化・電子化され、同時にモジュール化されている。モジュール化されると日本企業の強みが発揮できにくくなる。モジュール化について、製品アーキテクチャの概念枠組みを使って説明する。図1は、製品アーキテクチャの特徴から、商品をモジュラー型とインテグラル型に分類する枠組みである（Baldwin & Clark, 2000；藤本, 2003）。右上がインテグラル型、左下がモジュラー型である。インテグラル型製品とは、部品間特性がインテグラルで、オープン特性がクローズド・専用部品なものと定義しているが、それを代表するのが自動車である。それに対して、モジュラー型は、部品間特性がモジュラーで、オープン特性がオープン・デジタルである。代表例はデスクトップ・パソコンであり、多くのデジタル家電はそれに近い特性を示している。

図1 製品アーキテクチャの枠組み



なお、以下、「インテグラル型」と同じ意味として、「擦り合わせ型」と呼ぶ場合があるので注意してほしい。

パソコンは、CPU やハードディスクなど、ほとんどのデバイスが業界標準に準じており、それらのデバイスを組み合わせれば、求められる機能を実現できる。一方で自動車は、シャシやシートなど、多くの部品が企業や車種に固有の設計になっており、それらを製品統合に向けて擦り合わせることによって、乗り心地や操縦安定性といった重要な機能を高いレベルで実現することができる。また、自動車のクローズド性を象徴しているのは、心臓部にあたるエンジンである。数百億円もかかるようなエンジンの開発をほとんど各社別々に行っている。この点についても、産業界での標準化がすすんでいるパソコンのエンジンに相当する CPU とは対照的である。

図1には、モジュラー型とインテグラル型に対応した組織能力についても記してある。ものづくりの組織能力には、大きく分けて「統合・擦り合わせ能力」と「選択・組み合わせ能力」がある。インテグラル型製品には部品間や企業間で擦り合わせる能力が重要であり、モジュラー型製品には、最適な部品や供給企業を選択し、効果的にそれらを組み合わせる能力が必要とされる。一般的に、統合・擦り合わせ能力に長けた日本企業はインテグラル型製品に強く、選択・組み合わせ能力に優れた米国企業および東アジア諸国はモジュラー型製品に強い。

モジュラー型製品のものづくりにおいて日本企業が弱い点を具体的にあげると次の三点がある。第一にコストの問題である。市場で部品を購入して組み合わせれば作ることができるような製品となると、コストの安い中国企業を相手に勝ち目はない。工場の生産コストは、日本企業でも中国工場の活用などによって大幅に低減できる。しかし、販売費及び一般管理費などのオーバーヘッドが大きな負荷となる日本企業は、中国企業と競うことは不可能に近い。第二には、グローバルな仕組みづくりの優劣がある。パソコンのデル社のように世

界で最適な部品を迅速に探索して組み合わせ、顧客に合わせてカスタマイズするという真にグローバルな仕組みは、なかなか日本企業には真似ができない。第三は、プラットフォームリーダーの問題である。これは、最終製品を構成するモジュールの中でも、特にその基幹となる部品・ソフトを持ち、産業全体をリードする能力で、パソコンであればインテルやマイクロソフトのような企業である。日本は部品技術を持っていても、プラットフォームリーダーには中々なれない。

日本企業としては、インテグラル型製品の方が組織能力の強みを発揮できるので好ましいが、多くの商品においてその製品アーキテクチャをインテグラル型のまま維持しておくことは無理な場合が多い。全く新しい製品分野が生まれた場合には、通常、最初はインテグラル型で始まるが、その後は、モジュール化の方向へ進んでいく傾向が強い。モジュール化はコスト低下や生産性向上にとって大きなメリットがあり、また、顧客ニーズからも、低コストでデバイスの多様な組み合わせができることや、標準化による互換性のメリットがある。インテグラル型を維持できるのは、それらのメリットよりも擦り合わせによって作り出す価値が顧客にとって大きい場合だけである。それが当てはまるあまり多くない例のひとつには自動車がある。

自動車の場合では、顧客の多くが、擦り合わせでないと実現できない単純な機能以上の価値を高く評価して、何十万円の単位でその価値に対して対価を支払うのである。その価値は例えば、デザイン、品質感、安心感、操安性、乗り心地、ステイタス性など感覚的に評価される部分が多い。しかし、他の多くの製品ではそれは難しい。多くの情報機器や家電商品は、パソコンや携帯電話、テレビなどでも、基本的な機能によって多くの顧客ニーズが充足されてしまい、擦り合わせによる付加的な価値へ追加的な対価を支払ってもらうことは簡単ではない。

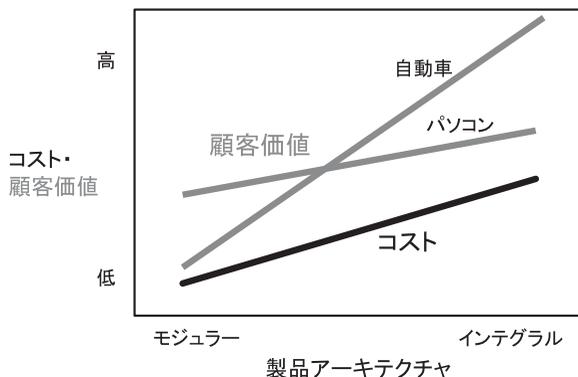
この点を自動車とデジタル家電の代表としてパソコンを比較して、概念的に

表したのが図2である。モジュラー型よりもインテグラル型の方が、専用部品を使うことや擦り合わせの調整コストがかかることからコストは高くなる。そのコスト上昇以上に、インテグラル型にする価値を顧客が評価しなければ意味は無い。この図で、顧客価値とは、顧客が支払う対価（価格）である。つまり、顧客価値とコストの差を最大化する必要がある。

パソコンの場合、インテグラル型にすれば、薄型軽量化など多少の顧客価値向上が期待できるかもしれないが、それが、コスト上昇分を補うことはできないということである。つまり、モジュラー型にした方が、図中の顧客価値とコストの差を大きくすることができる。一方で、自動車はうまくやればインテグラル型を採用する追加コスト以上の顧客価値を実現できる可能性が高いのである。デジタル家電において、いくら擦り合わせによって価値を上げようと思っても、顧客がそれに対する対価を支払ってくれることが少ない。

日本企業のものづくりにおける価値創造を困難にしているのがモジュール化の進展である。ここで議論してきたように、モジュール化をとめて日本企業が高い付加価値創造を実現するための方法はひとつしかない。それがまさに本稿の主題であるが、①インテグラル型製品で擦り合わせによる差別化・独自性の

図2 製品アーキテクチャの選択



持続と、②その差別化に対して顧客に十分な対価を支払ってもらえる高い顧客価値の実現、という2つの条件を同時に満足するものづくりである。以下では、日本企業のものづくりの課題としてこれら2つに焦点をあてる。具体的には、持続的な独自性・差別化の実現と、高い顧客価値の実現についてそれぞれ、課題と取り組みの方向性を考えるための枠組みについて議論する。

3 持続的な独自性・差別化の実現：組織能力の重要性

独自性・差別化を実現して、競合企業に模倣されること無く、それを持続させるためには何が必要であろうか。実際には、独自性の高い商品を開発できたとしても、比較的、短時間で模倣されてしまう場合が多い。この問題意識を背景として、近年、主流となっている理論体系がRBV (Resource Based View of the Firm) である (Powell, 2001; Newbert, 2007)。RBVでは、個別製品の差別化ではなく、企業が固有にもつ有形無形の資源と、それを活用する能力やプロセスに注目する。つまり、企業固有に構築された市場では取引できない資源と能力である (Dierickx and Cool, 1989; Peteraf, 1993)。持続的な独自性・差別化を実現するためには、個別商品ではなく組織のもつ資源と能力に焦点を当てた経営が必要なのである (延岡, 2006)。

次に、模倣されない組織能力とは、具体的には、どのようなものであろうか。筆者は最重要点として、長年時間をかけて積み重ねなければ蓄積できない組織能力だと考える (Dierickx and Cool, 1989; 藤本, 2003)。つまり、積み重ねてきたノウハウや、試行錯誤の経験と学習から得た暗黙知、長期間にわたり洗練され続けた組織プロセス、およびそれらによって改良が積み重ねられた製造設備や、データが蓄積されたテスト機器などである。このような組織能力であれば、競合企業が決して短期間では模倣できない。

RBVに関する研究で模倣が困難な組織能力の特徴としてあげられるのが、

複雑性や暗黙性の高さ (McEvily and Chakravarthy, 2002) や、因果関係の曖昧さ (Lippman and Rumelt, 1982)、経路依存性 (Dierickx and Cool, 1989)、組織特殊性 (Peteraf, 1993)、見えざる資産 (Itami, 1987) などである。これらは、多くの場合、時間をかけて積み重ねた組織能力の典型的な特徴である。たとえば、長年の経験や学習によって得られるノウハウや能力の中身は必然的に暗黙的であり、またそれを経験した組織や人に固有のものである。つまり、長年積み重ねられた組織能力とは、これらの研究で使われている概念と並列する概念ではなく、これらを包括した概念である。

筆者は積み重ねられた組織能力の中身について実証的に研究してきた。具体的には、日本を代表する総合電機・情報機器企業2社において、社内で中核的な技術と考えられている86種類の技術に関する組織能力を研究してきた。研究方法と分析結果の詳細については、延岡 (2007, 2008) を参照して欲しい。

その結果、積み重ねられた組織能力の内容は次の3つにまとめて考えることができることがわかった。それらは、①技術者の学習、②製造設備・実験機器、および、③組織的な擦り合わせ能力である。それぞれについて簡単に説明しよう。

(1) 技術者の学習

技術者が特定分野における学習を積み重ねることによって、問題解決能力が高まるのが鍵を握る。技術者は試行錯誤を繰り返し経験することにより多くを学習し、問題解決能力が高まる。特定組織における個人の学習は、時間をかけた積み重ねが重要であり、加えて学習した内容は組織特殊性が高い (Hatch and Dyer, 2004)。

聞き取り調査の中で、学習を必要とする問題解決能力について調査した。その典型的な事例は次のようなものである。商品開発において最適設計を実現するためには複雑な要因間のトレードオフを考慮しつつ、最適なバランスを見つ

ける必要がある。特定の技術・製品分野に固有の微妙なバランスであり、最適解を求める方程式はない場合が多い。様々な状況の中で、なるべく短期間で最適なバランスを見つけ出すことが問題解決能力であり、その能力構築のためには多くの経験を積み重ねる以外に方法はないという。

具体的には、たとえば、極小スペースの中に多くの部品を実装しなくてはならない生産技術の事例や、複数機能部品のそれぞれの機能を最大化しながらも擦り合わせによって全体の消費電力を最小化しなくてはならない事例があった。それぞれ、特定の製品・技術分野において最適設計をするためのノウハウを蓄積するためには、長年の学習期間が必要である。

このように、特定企業の設計環境の中で、学習によって得られた能力は暗黙的な性格を持つので移転や模倣が難しい (Lado and Wilson, 1994)。たとえば、Hatch and Dyer (2004) は技術者の学習が企業固有のプロセスによって実現され、学習の中身は暗黙的な知識体系であるため競合企業による模倣は難しく、持続的な競争力にとって重要であることを実証している。加えて、技術者の学習に関する模倣困難性は、技術者のモビリティが低い日本では特に大きいと考えられる。

さらに、学習プロセスでは、試行錯誤の頻度だけでなく、積み重ねることに費やされた時間（期間）が重要である。たとえば、学習するために、同じ内容をインプットする場合でも、短時間で詰め込むよりも長時間かける方が効果は大きい (Dierickx and Cool, 1989)。この意味においても、競合企業の技術者が短期間で学習を積み重ね、同様な学習成果を達成するのは不可能である。

(2) 製造設備や実験機器

技術のブラックボックス化にとって最も効果的なのが改善を積み重ねた独自の製造設備である (Hatch and Mowery, 1998)。過去の実験データやノウハウが多く反映された実験機器も同様に重要である。これらは、企業内の製造と開発

の「プロセス」に関する組織能力である。生産設備や実験機器のような企業内部のプロセス関連技術はうまくマネジメントすれば、次の2点から製品技術以上に長期的に自社の強みとして蓄積することができる。

1点目は、製造設備や実験機器は、最終製品と同様に組織能力が具現化された「モノ」であるが、最終製品の技術よりも模倣困難性が高い。それは、競合企業が直接見たり分析したりすることができないからである。本研究の中でも、製造技術におけるノウハウの蓄積が極めて重要な技術に関して、ある回答者は「最終製品を見てもわからない製造技術のノウハウが差別化に重要だ。しかも、他社へ公開しないために、あえて製造方法の特許は出願しない」と言う。

2点目は、プロセス技術に関する組織能力の方が、市場で顧客要望や競争に直接さらされている製品技術よりも、企業内部で戦略的且つ地道に蓄積しやすい。特定技術分野における組織能力を、長期間にわたってブレることなく蓄積することができないのは、多くの場合、市場動向や、他社のヒット商品、顧客の声などに直接影響されてしまうからである（延岡，2006）。

(3) 組織的な擦り合わせ能力

特定の技術を長期間にわたり、商品化し続けるためには、多様な商品にその技術を活用しなければならない。また、様々な技術とうまく融合・統合されることが求められる。そのためには、組織的な擦り合わせが効果的・効率的に実現できる組織ルーチンを構築することが重要である。

多様な事業部や研究所との間に、そのような組織ルーチンをつくり上げるためには、頻繁に多様なプロジェクトを実施することが最も効果的である。多様な技術を組み合わせ、異なった部門（事業部や研究所）を横断した商品開発プロジェクトを頻繁に実施することによって、柔軟で効果的な擦り合わせの組織ルーチンが徐々に構築されるのである。これも、積み重ねに時間がかかる組織能力である。

このように、これら3つの分野における組織能力の積み重ねが特に重要であることがわかった。いずれの組織能力を積み重ねるためにも長い期間が必要である。短い期間に大量のR&D投資をかけて技術・商品開発を実施しても、長期間をかけて実現できる組織能力の積み重ねや学習と同等の効果を期待することはできない(Dierickx and Cool, 1989)。さらには、時間をかけて模倣しようとしても、これらの組織能力は特定の企業でのみ有効な組織特殊性が高いものであるために、他の企業において同等の効果をj得ることは無理であろう。

4 高い顧客価値の実現：意味的価値の重要性

前節では、模倣をされないで過当競争を避けるためには、組織能力での独自性が重要であることを議論した。実際には、日本企業は、長期的な視野にたった経営が得意なので、組織能力重視の経営についても、国際的に見れば優位な立場にある。そのため、積み重ねが特に重要な技術に関する組織能力においては優れている場合が多い。結果的に、たとえば、モバイル・パソコンやデジカメを小型化したり、薄型テレビを高画質化したりするなど、技術スペックや品質に関しては、優位性を実現することができる。

しかし、そのような差別性に対して、顧客が対価を支払わなければ意味はない。デジタル家電では、この点が問題となって、結局は過当競争と価格低下に向かってしまう場合が多い。本節では、日本企業の優れたものづくりの組織能力にふさわしい十分な対価を顧客に支払ってもらうための、顧客価値の実現について考える。

(1) 顧客ニーズの頭打ち

多くの商品において、基本的な機能が充足されれば、それで顧客が満足する事例が増えている。たとえば、パソコンではワープロやインターネットが使え

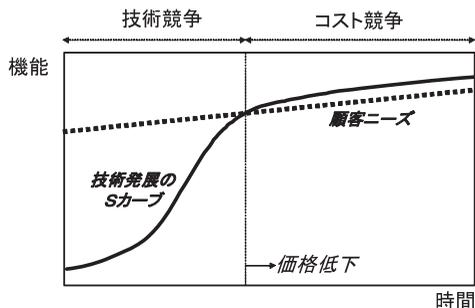
ればよいし、携帯電話でも電話とメールがきちんとできれば十分だと考える顧客が多い。顧客ニーズの頭打ちである。

商品に対して顧客の求める機能や価値の水準を商品機能が超えれば、価格低下が始まる。顧客がある水準以上の要求をしなければ、技術的な革新や擦り合わせによる商品性向上は必要ない (Christensen, 1997)。顧客が求める価値の水準が低ければ、それに対応できる参入企業が増加し、過当競争につながる。たとえ日本企業が高度な技術力をもっている、顧客ニーズが頭打ちする限りは意味がない。

具体的には、機能に求める顧客ニーズが頭打ちする。たとえば、デジタルカメラであれば、CCD は 500 万画素までは欲しいがそれ以上は必要ないとか、パソコンであれば CPU の速さやハードディスクの容量について、顧客が欲しいと思う機能には限界がある。図 3 に示しているように、技術発展は通常 S カーブで表される (Foster, 1986)。ここで、ライフサイクルの後期に、技術発展が進まなくなるのは、技術的・物理的な限界に近づくだけではなく、顧客ニーズの頭打ちにも原因がある。

図 3 に見られるような顧客ニーズの頭打ちを打破する方法は 2 つある。顧客ニーズの伸長と顧客ニーズの転換である。それぞれに関して、パソコンの例で説明する。

図 3 技術発展の S カーブと顧客ニーズの頭打ち



第一に、顧客ニーズの伸長とは、CPUやハードディスクへ求められる技術や機能への要望を新たに伸展させることである。機能軸自体は変わらないが、その機能に対して新たな価値を付加することである。たとえば、映画のような動画を見たり、ビデオや写真の加工をしたりという新たな顧客価値を創造するのである。これができれば、CPUや周辺機器の機能に関して、それ以上は必要ないという状況から、顧客がさらなる技術発展を望む状況へ変わる。

第二に、顧客ニーズの転換とは、CPUのスピードやハードディスクの容量などで提供される顧客価値から、全く新しい顧客価値へ変換することである。たとえば、ノート・パソコンに対する、モバイル・パソコンである。そこでの顧客価値としては、小さくて軽いことが重要になる。つまり、CPUやハードディスクについては、機能向上のトレンドには逆行してでも、小型化したモバイルに適したパソコンにするのである。

しかし、現実的には、顧客ニーズを伸長させたり、転換したりしても、比較的短期間で、再度、商品機能が顧客ニーズを越えてしまう。つまり、数字で表せるような機能に関する顧客価値だけを訴求している限りは、顧客ニーズの頭打ちに対応することは容易ではない（楠木，2006）。実際には、顧客ニーズの頭打ちを回避している商品の多くは、機能で商品価値が決まっていない商品である。つまり、次に説明するように、機能的価値ではなく、意味的価値への広がりをつくりだしているのである。

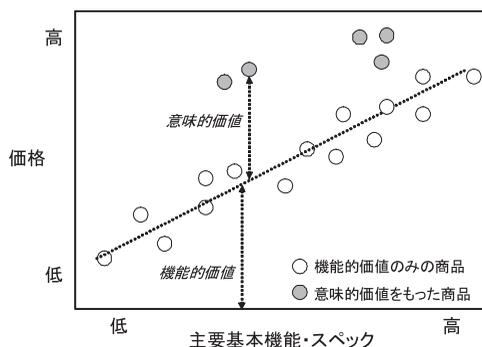
(2) 意味的価値

意味的価値が重要な役割を果たしている商品とは、顧客が商品の機能そのものに対して対価を支払うのではなく、その商品に対して特別に付加的な意味を見出し、その意味に対して対価を支払う商品である。

意味的価値をわかり易く定義するひとつの方法を図4に示している。ある商品の価格に最も大きな影響を持ついくつかの基本機能・スペックと価格の関係

をプロットする。たとえば、デジカメであれば、重要な基本機能・スペックとしては、画素数、ズーム倍数、重量、手振れ補正機能の有り無しなどが考えられる。これら複数の変数から、統計的に統合することによって、この図のX軸で示されている「主要基本機能・スペック」をつくる。それと価格との間に高い相関関係があれば、それが機能的価値と判断できる。主要機能で説明できる価格と、実際に顧客が支払う価格との差が意味的価値である。

図4 機能的価値と意味的価値（仮想例）



この図では、白丸で表した商品は、大体、主要な基本機能によって価格が決定されている。つまり、機能的価値のみを顧客が評価して、それに対して対価を支払っていることになる。一方で、黒丸の商品は、機能と価格の一般的な関係からは乖離している。つまり、その商品が持つ機能に対応する価格よりも、顧客が高い価格を支払っている。図中では直線で表している機能的価値によって決まる価格水準と、実際の価格との差異が意味的価値だと解釈できる。

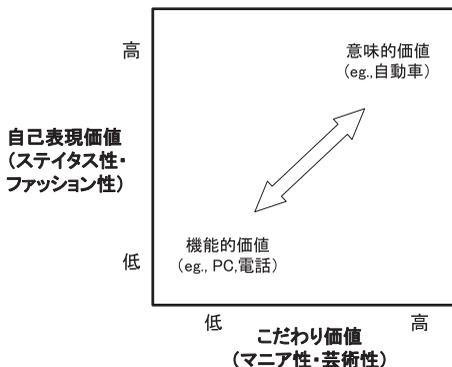
このような図を描くと、パソコンやDVDレコーダであれば、主要基本機能・スペックの指標をうまく作れば、この図中の白丸のように機能と価格の関係が明確に現れる。しかし、乗用車であれば、サイズやエンジン出力、静粛性などの機能をいかにうまく測定しても、価格との間にあまり明確な関係は出ない。

機能ではなくブランド名をダミー変数として入れると、価格の多くが説明できるであろう。ただし、ブランドは、主要スペックというよりも、意味的価値を象徴する要素だと考えるべきである。

具体的に意味的価値とはどのような価値であろうか。製品は大きくわけると消費財と生産財にわかれるが、ここでは消費財について考えたい。ただし、生産財に関しても、内容は異なるが機能的価値に対する意味的価値は存在する。生産財についての説明は、延岡（2008）を参照して欲しい。

消費財の意味的価値としては、図5に示しているように、「こだわり価値」と「自己表現価値」の2つの軸に分割して考えることができる。「こだわり価値」とは、商品のある特定の機能や品質に関して、顧客の「特別の思い入れ」から商品が機能的に持つ価値を超えて評価される価値である。ある意味では、特別なこだわりによる過大な価値である。乗用車であれば、人や物を運搬する機能とは直接関係のない、微妙な操縦性やエンジンサウンドなどである。または、デザインの芸術性や、実質機能とは関係のない品質感などがあげられる。つまり、商品の持つ特別な特性のために、それを所有したり使用したりする場合に、顧客自身が楽しみや喜びを感じることができる商品である。

図5 消費財における意味的価値



ここで議論するこだわり価値は、小嶋他（1985）が製品関与に関して定義する「認知的関与」と「感情的感知」の両方の意味での、顧客がもつこだわりを含む。認知的関与が高ければ、機能や品質の小さな差異に対してもこだわりをもち、比較的大きな対価を支払う。感情的関与が高ければ、顧客は機能や品質ではなく喜びや感動などの感情的な高揚に対して対価を支払うのである。

次に、「自己表現価値」とは、商品のある特定の機能や品質を顧客が実際に所有・使用すること自体で完結する価値ではなく、他人に対して自分を表現したり誇示したりできることに関する価値である。アパレルなどのファッション商品であれば、多くの顧客はこの価値に対して大きな対価を支払っている。乗用車であれば、ステイタス性やカッコ良さを他人に表現できる価値である。

Veblen（1899）が、100年以上前に、商品の価値として実質的な機能ではなく、人から見られる価値が大きいことを、「見せびらかしの消費（conspicuous consumption）」と表現し、その後も Baudrillard（1970）など多くの研究がその議論を洗練させてきた。顧客価値を高めるという点で、常に極めて重要な視点である。

これら2つの軸は、それぞれ、内向きの価値と外向きの価値を代表している。つまり、こだわり価値は、顧客自身の中で閉鎖した形で生まれる価値であり、内向きの価値である。自己表現価値は、他者との関係において創出される価値なので、外向きの価値といえることができる。

意味的価値に類する概念は、近年のコモディティ化が進む傾向に対する危機感を反映して、様々な形で議論されている。たとえば、Schmitt（1999）は、顧客が評価する価値として、モノの価値ではなく、顧客の経験に関する総合的な価値（経験価値）を考える必要性を議論する。また、楠木（2006）は、次元が明確な価値（数量的に表せる価値）での差別化では、コモディティ化が進展することを述べている。そのため、持続的な競争力のためには、次元の見えない価値が重要であることを主張している。これらの研究で述べられている経験

価値や次元の見えない価値は、ここで定義する意味的価値に含まれる概念である。意味的価値の中身は、簡単には定義が難しく定性的で暗黙的な場合が多い。それを一因として、競合企業からは簡単には模倣されないのである。

5 ディスカッション

本稿では、持続的な付加価値創造を実現するために考えるべき概念枠組みを提示してきた。競争が厳しくなった中で、持続的な付加価値創造を実現するためには、①商品ではなく組織能力の強みを構築することと、②機能的価値だけでなく意味的価値を創出すること、の両面を考える必要があることを議論してきた。このような価値創造を、「深層の価値創造」とよぶことができる。「商品における機能的価値による差別化」では、表層的な差別化に過ぎないために、直ぐに模倣されてしまう。表層ではなく深層であることの特徴と優位性とは次の2点である。

第一に、企業が深層の価値創造を実現できるようになるまでには、その能力構築に時間がかかることである。優れた組織能力は長年かけて積み重ねたものであることは、本稿でも主張したが、異論が無いだろう。では、意味的価値はどうであろうか。たとえば、本稿では意味的価値を、こだわり価値と自己表現価値にわけて説明したが、両方共にブランドや評判 (reputation) が関係する場合が多い。ブランドを構築するのは、時間がかかる。価値を造り込むことにも時間がかかるし、それを顧客に伝達して理解してもらうにも長い時間を必要とするのである。

第二に、深層の価値創造は、付加価値創出への因果関係がわかりにくい点である。表層の価値創造であれば、「商品」の「機能」での差別化が付加価値創出の源泉となる。つまり、商品の機能が高いので、顧客がそれに相当する大きな対価を支払うという単純な因果関係であり、最も明解である。一方、商品の

差別化よりも組織能力での差別化の方が、因果関係はわかりにくい。たとえば、機能が優れたヒット商品による付加価値創造の因果関係はわかり易いが、トヨタの組織能力による付加価値創造の因果関係は、必ずしも明確ではない。

本稿では、日本企業のものづくりが対面する問題点の本質を議論できたと考える。差別化・独自性における組織能力の重要性、顧客価値における意味的価値の重要性を強調する枠組みを、提示することができた。本稿の貢献は、理論的には、近年のRBVの理論に新たな概念枠組みを付加し、議論を深めたことである。実務的には、持続的な付加価値創造を実現するためのガイドラインを提示できたことである。

参考文献

- Baldwin, C. and K. Clark (2000) *Design Rules : The Power of Modularity*, Cambridge : MIT Press. (『デザイン・ルール：モジュール化パワー』(2004) 安藤晴彦訳 東洋経済新報社)
- Baudrillard, J. (1970) *La société de consommation*, Danoel, Paris, France. (『消費社会の神話と構造』(1983) 今村仁司・塚原史訳 紀伊國屋書店)
- Christensen, C. (1997) *The Innovator's Dilemma*, HBS Press, Boston, MA. (『イノベーションのジレンマ』(2000) 玉田俊平太監訳 翔泳社)
- Dierickx, I. and K. Cool (1989) "Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage," *Management Science*, 35 (12), pp. 1504–1511.
- Foster, R. (1986) *Innovation : The Attacker's Advantage*, Summit Books, New York, NY. (『イノベーション』(1987) 大前研一訳 TBS ブリタニカ)
- 藤本隆宏 (2003) 『能力構築競争』中央公論新書
- Hatch, N.W. and J.H. Dyer (2004) "Human Capital and Learning by Doing as a Source of Sus-

- tainable. Competitive Advantage,” *Strategic Management Journal*, 25 (12), pp. 1155–1178.
- Hatch, N.W. and D. Mowery (1998) “Process Innovation and Learning by Doing in Semiconductor Manufacturing,” *Management Science*, 44 (11), pp. 1461–77.
- Itami, H. (1987) *Mobilizing Invisible Assets*, Harvard University Press, MA.
- 小嶋外弘・杉本徹雄・永野光朗 (1985) 「製品関与と広告コミュニケーション効果」『広告科学』11巻 34–44頁
- 楠木建 (2006) 「次元の見えない差別化」『一橋ビジネスレビュー』53巻4号 6–24頁
- Lado, A.A. and M.C. Wilson (1994) “Human Resource Systems and Sustained Competitive Advantage: A Competency-Based Perspective,” *Academy of Management Review*, 19 (4), pp. 699–727.
- Lippman, S.A. and R.P. Rumelt (1982) “Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency under Competition,” *Bell Journal of Economics*, 13 (2), pp. 418–438.
- McEvily, S. and B. Chakravarthy (2002) “The Persistence of Knowledge-based Advantage: An Empirical Test for Product Performance and Technological Knowledge,” *Strategic Management Journal*, 23 (4), pp. 285–305.
- Newbert, S.L. (2007) “Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research,” *Strategic Management Journal*, 28 (2), pp. 121–146.
- 延岡健太郎 (2006 a) 『MOT (技術経営) 入門』日本経済新聞社
- 延岡健太郎 (2006 b) 「意味的価値の創造: コモディティ化を回避するものづくり」『国民経済雑誌』194巻6号 1–14頁
- 延岡健太郎 (2007) 「組織能力の積み重ね: 模倣されない技術力とは」『組織科学』40巻4号 4–14頁
- 延岡健太郎 (2008) 「価値づくりの技術経営: 意味的価値の創造とマネジメント」IIR

ワーキングペーパー，一橋大学イノベーション研究センター，WP#08-05 24 頁

Peteraf, M. (1993) “The Cornerstones of Competitive Advantage : A Resource-Based View,” *Strategic Management Journal*, 14 (3), pp. 179–191.

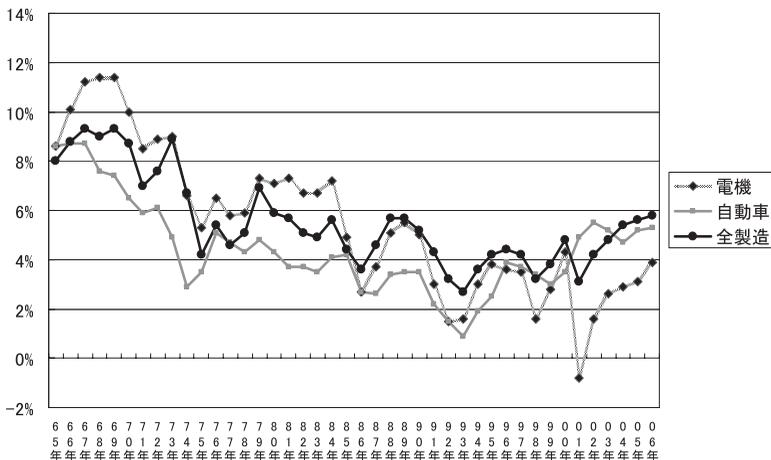
Powell, T.C. (2001) “Competitive Advantage : Logical and Philosophical Considerations,” *Strategic Management Journal*, 22 (9), pp. 875–888.

榊原清則・香山晋 (2006) 『イノベーションと競争優位』NTT 出版

Schmitt, B. (1999) *Experiential Marketing : How to Get Customers to Sense, Feel, Think, Act, Relate*, Free Press, New York, NY. (『経験価値マーケティング』(2000) 嶋村和恵・広瀬盛一訳 ダイヤモンド社)

Veblen, T. (1899) *The Theory of Leisure Class : An Economic Study in the Evolution of Institutions*, Macmillan, New York, NY. (『有閑階級の理論』(1998) 高哲男訳 筑摩書房)

付図 日本製造企業の売上高利益率の推移



出所 財務省法人企業統計から筆者作成

本稿は「第9回 神戸フォーラム (会計学)」での講演発表のために書かれたものです。そのため、筆者の文献である、延岡 (2006 a, 2006 b, 2007, 2008) の一部と内容に重複があることをお断りします。

第4章 擦り合わせ的もの造り、 談合そして利害調整型会計 － 意地悪な (spiteful) 日本人の三つの顔 －

山地 秀俊
後藤 雅敏

1 はじめに

(1) 問題提起

第二次世界大戦後しばらくの間、日本は大企業と中小企業による生産体制が「二重構造」という形で遂行され、それが後進性を象徴するものといわれてきた。そしてマルクス経済学、近代経済学ともにいずれ日本が経済発展を成し遂げればこの二重構造は解消すると主張してきた。ところが第二次世界大戦後一貫して日本が経済成長を成し遂げると、70年代半ばから、主としてアメリカでこの二重構造こそが日本経済の強みの源泉であるといわれ始めた。「日本的経営」論の始まりである。そこでは巨大企業がビジネスリスクを引き受けて、リスクを好まない経営者が中小企業を経営して補完的に生産体制を形成すると説明されてきた。その相互補完体制によって、大企業と中小企業が生産現場で擦り合わせを行い、品質の高い製品を製造することが結果的に可能となり、製品を海外に輸出し、経済的成功を収めたのである。以後90年代に入って日本的経営が省みられなくなると、「日本型経営」と称され経済問題を解決するための一つの方向性ではあるが、必ずしもベストな解決策ではないといわれるようになった。しかし今日でも日本経済を支えるのが「もの造り」であることに

は変わらない。だが70年代には自動車、家電など多くの領域で日本的経営が成功を取めたのに対して、今日では必ずしも家電業界では日本的経営が成功し続けているとはいいがたいが、自動車業界では依然として成功しているといえよう。すなわち日本におけるもの造りの特長は、擦り合わせを前提としたアナログ的なもの造りであり、それこそが、70年代後半以来の日本的経営の制度的・学問的な展開の今日的帰結である⁽¹⁾。

また純粋に民間のみのもの造り現場は別にして、官によってももの造り現場に介入が行われる場合、すなわち政府契約がもの造りに際して交わされる場合には、昨今、というよりもかなり昔から民間と官の談合が世間を賑わせてきたし、また現在も賑わせている。アナログ的な生産分けても自動車生産などでは世界に冠たる日本の企業が、談合などをするとはい底信じられないというのが、ある意味で日本の企業界に対する好意的な理解であろう。

しかし、民間の擦り合わせ的なもの造り現場と、官が介入する政府契約の現場は意外に類似した環境が認められる。それは市場競争が純粋な形では見られないという点である。そこには組織的・感情的な要素が作用している。

会計学の議論に目を転じるとき、国際会計の分野でIFRSとFASBの国際的な覇権争いが活発である⁽²⁾。その中において日本は悪く言えば国際的制度形成に中心的に関与しているわけではなく、よく言えば独自路線を少なくとも主張している。日本の主張は、一言で言えば「発生主義＝実現主義＝取得原価主義＝当期業績主義」会計、利害調整型会計の主張である。それに対して、国際会計基準あるいはアメリカ型の会計は、証券市場に当該企業（経営者）の業績を報告すること、あるいはそうした経営者が経営を継続するとして、どのような

(1) 藤本隆宏、『日本のもの造り哲学』日本経済新聞社出版 2004年。

(2) 2008年1月の状況では、両者の覇権争いの真っ最中であり、それを前提とした第9回神戸フォーラムであったが、本の編集段階では、アメリカもまた国際会計基準を採用するに至っている。しかし本著では、理論的な観点から会計基準のあり方を討議しているので、制度の展開にあわせる必要は無いと考える。

現在企業価値になるのかを公開することにその主眼がある。このような微妙な会計観の差異は、実は、上で見た擦り合わせのもの造りや、談合といった日本企業に特徴的な現象と揆を一にしている可能性が高いというのが、本稿での筆者の問題意識である。

会計制度の諸特徴を国際的に国ごとに分類するという研究がある。アングロサクソン型、フランコジャーマン型などと分類されてきたように思われる。それでは一步議論を進めて、二つあるいは日本を入れると三つの民族性の何が異なる会計を要求するのかについては明確な答えはこれまでになされてきたとは思えない。せいぜい商法の伝統が異なるといった類の指摘がなされる程度であった。国際会計における最近の制度・研究の動向では、国際間で何故、会計制度に異同が存在するのかがシンプルな形では答えが提起できていないのが現状である。会計制度に異同があるがその理由が明確には未だされていないにもかかわらず、何故に会計制度が世界的に統一される必要があるのだろうか。

以上の経営・会計の諸問題に実は最近の実験経済学の成果を援用しながら、解答を探そうとするのが本稿の直接的課題である。具体的には日本人気質（意地悪（spiteful））の現れであるという解釈を提示しようと考えている。その核となるのは西條辰義氏の実験経済学の研究成果である⁽³⁾。擦り合わせのもの造り、談合という日本的企業の表裏をなすような特徴、さらには日本人ビジネスマンの社会では、IFRSやFASB型の投資促進型会計ではなく、利害調整型（分配可能利益算定型）会計が好まれるという特徴、これらを実験経済学の成果である意地悪という日本人気質を基礎に解釈・説明したい。分析的な展開の議論ではなく、あくまでも一解釈であることを断っておく。

(3) T. Saijo, "Spiteful Behavior in Voluntary Contribution Mechanism Experiments," in *Handbook of Experimental Economics Results*, Charles R. Plott and Vernon L. Smith (Eds.), Elsevier Science. 西條辰義、「経済学における実験手法について考える：「日本人はいじわるがお好き?!」プロジェクトを通じて」、河野勝・西條辰義編、『社会科学の実験アプローチ』、勁草書房、2007年、第1章。

(2) 会計制度に関する過去の仮説

「発生主義＝実現主義＝取得原価主義」会計に対して、かつて山地は「日本の企業会計」を支える日本的経営基盤ではなく、「日本的企業会計が」支える経営基盤を求め、それこそが日本的経営であることを主張した⁽⁴⁾。だが本稿での課題は、今日的な課題はあくまでも、「日本的企業会計」を支える日本的な経済・経営基盤をあるいはその背後にある組織的・文化的基盤を求めることである。

山地が計算構造論で提起した解釈は、具体的には、日本の第二次世界大戦後の会計制度における計算構造の諸特徴を日本的経営の諸特徴に関連付けて、それらの日本的経営の発展に対する寄与を示した解釈であった。第二次世界大戦後のアメリカ占領時にあって、日本の現在の会計制度の始原である企業会計原則は、アメリカのGHQによって与えられたものではあるが、その計算構造的特徴は、発生主義・実現主義・取得原価主義に求められる。山地はそれが第二次世界大戦後の日本の高度経済成長下でどのように日本的に同化していったかを分析した。結論としては、発生主義は退職給与引当金の肥大化を容認し、企業の利益が賃金として全額企業から流出することを食い止め、企業によっては資本金を上回る額に達し日本独特の資本蓄積を可能にしたこと、実現主義は上でも示した日本独特の大企業と中小企業が入り混じった企業グループ内における売上高計上の自由度を高めて企業グループ内でのある意味でリスクを考慮した平等な利益の配分を可能にし、大企業と中小企業によるもの造り体制の形成に利したこと、取得原価主義は、企業への過度な貸付の見返り（担保）として

(4) 以下の山地の原稿を参照。山地秀俊、「戦後日本の企業発展と企業会計－企業会計の在り方を決める要因は何か－」『国民経済雑誌』第166巻第4号 111-135頁 神戸大学経済経営学会 1992年10月。山地秀俊他著、『日本の企業会計の形成過程』中央経済社 1994年。Hidetoshi Yamaji, "Interaction between Japanese Accounting and Economic Structures" in Shyam Sunder and Hidetoshi Yamaji eds., *The Japanese Style of Business Accounting*, 1999, Quorum Book.

企業から銀行が受け取っていた担保用土地の再評価を拒み、企業から再評価益が流出することすなわち企業の担保価値が目減りすることを食い止めたこと、したがって戦後日本の支配的経済主体であった銀行に利するよう機能したこと、を指摘した。すなわち、戦後占領下で、アメリカから強制的に与えられた企業会計原則ではあったが、その核心をなす計算原則は、やがて日本の経営の中に同化されていき、資金の企業への集中を加速させていくことに役立ち、戦後の高度経済成長を側面から支えたという分析結果である。さらにいえば、そうした企業体制を支える精神構造として、道徳的互惠精神や互助精神あるいは利他主義を指摘した。

言うまでもなく、過去の仮説ではなく、こうした日本的企業会計を第1項で示した新しい仮説で解釈しようとするのが、本稿の課題である⁽⁵⁾。

2 西條実験の概要⁽⁶⁾

実験経済学の一領域に公共財実験の領域がある。お互いが無償で資源を提供しあって公共財を形成するという状況下で、他者にのみ資源を提供させて自らは提供せずに形成された公共財を無償で利用しようとする「フリーライダー問題」を検討してきた領域である。こうした問題を実験環境に落とし込む手段として、有名な“囚人のジレンマ”の実験が利用される。

まず以下のようなオーソドクスなジレンマゲームを考えてみる。

(5) しかしそうした解釈が今日の世界的な会計制度統一の問題の核心ではない。むしろ擦り合わせのもの造りの生産効率性を世界に伝達することを可能にする会計制度として、伝統的日本の会計制度を再評価しようとするものである。

(6) 脚注3の論文を参照する。

公共財供給ゲーム

本人

		0 抛出	100 抛出
		100	70
相手	0 抛出	100	170
	100 抛出	70	140

するとこの場合は、2人が資源を抛出して公共財を作ったほうが2人にとって得をすることになるのだが、結果は、2人は資源を抛出しないことになる。ナッシュ均衡が、パレート最適にならない例である。

ところが次に、相手が出さなくても自らが出すと、上の事例と異なって、出した資源以上の利得が得られる実験が行われた。

本人

		0 抛出	100 抛出
		100	150
相手	0 抛出	100	250
	100 抛出	150	300

すなわち100の資源を有している2人が、相互に資源を出し合って公共財（たとえば駐車場）をつくる場面を想定してみよう。2人には、100の資源を抛出するかあるいはまったくしないかの二つの選択肢があり、2人が出した資源の合計額の1.5倍の分配が、1人だけではなく2人ともに配分（駐車場の完成）されるとする。こうした状況下で、2人とも100資源抛出すれば、抛出資源は200になり、各人には資源300が戻ってくることになる。他方、自分は抛出せずに相手にだけ抛出させた場合には、抛出資源は100で、各人に分配される資源は先のケースの半分の資源150がそれぞれに分配される。したがって、相手に抛出させて自らはしなかったものは、手元に残しておいた100資源と分配分の資源150で計250となる。正直に抛出した相手は150である。逆に自分が正直者だと150で、相手が250となる。もちろん疑心暗鬼で2人とも抛出しない

と、手元に残る資源は100のままとなる。こうした状況下では、経済学的な利潤極大動機から人間が行動するとすれば、自らの手持ち資源の極大化を考えるならば、相手がどのような行動をとるかに関係なく、自身は全資源を抛出するのが最良の政策である。しかし相手を出し抜くのならば出さないのがよいということになる。

西條氏の行った公共財実験が示すところによれば、自分が全資源を提供せずに、実験環境下で得られる分配資源の総量では劣っていても、それでも相手にはより大きな資源を与えないように、自らの抛出分を抑えるという行動をとる被験者が見られるというのである。こうした状況は、自らの資源利得を若干犠牲にしても、相手に自分よりも上回る資源を与えたくないという心理状況である。より多くの利得を得ようとすれば資源を出すべきであり、相手を出し抜いてこのようなある意味で他人の足を引っ張るような「意地悪な (spiteful)」行動は、これまでの西條実験では、日本人が他国に比べて有意に高く出るという結果が示されている⁽⁷⁾。それを指して西條氏は「日本人は意地悪が好き」と揶揄している。

海外では、例えば最初のジレンマ実験で資源を抛出する人は、親切心や利他心を基礎に資源抛出を行っていると説明されていた。我々も第1節での日本企業に関する過去の解釈ではそのようにしてきた。日本人は、ある状況下では自らの効用を極大化すべくひたすら100の資源を投げ打つという行為よりも、他者の利得を常に意識して行動し、相対関係の中で自らの相対的幸福を評価するほうが好きだということになる。あるいは文化的解釈からは、そうした行動を採らざるを得ないような社会状況こそ日本社会の組織状況であるともいえよう。こうした一般的な実験経済学における公共財実験の結果を、最近の日本企業に

(7) 西條以外が行った若干設定が異なった研究では、西洋とアメリカ、日本で、必ずしも有意な結果が報告されていない。

おける特徴的現象の解釈に援用しようと考えるのである。

3 経営の現状

ここでは日本の企業におけるもの造りの現状について、経営学の成果を援用しながらみていくこととする⁽⁸⁾。1970年代から80年代にかけて主張された日本的経営万能論から覚めて現代では、例えば藤本氏の主張のように、日本の企業はすべてのもの造りに長けているわけではなく、一部の特徴的なもの造りに長けており、その理由が日本的組織にあるというのである。その一部領域とは、藤本氏によって「擦り合わせのもの造り」として特徴づけられるように、製造担当集団内部での人的な擦り合わせ行為が、効率性の重要な要因になってくる。そうしたもの造りの典型が自動車産業におけるそれであり、当該産業が巨大であるがゆえに日本経済は好景気を維持できるのだとする。ただしこのようなもの造りがすべての産業において可能であるわけではないし、未来永劫可能であり続けるわけでもない。もちろんそうした組織を作り上げることは可能であるが、そのような組織を必要としない産業も存在する。その典型的な例がこれまでは擦り合わせのもの造りを必要としていた家電産業である。そこでは、もはや人的な擦り合わせよりも、モジュールとしての多様なデバイスを組み合わせることによって、比較的安価な労働力で品質の良い製品を作り出せるデジタル家電が典型なのである。

かつて日本の経営で強みを発揮していた2大産業である自動車と家電産業で、一方の自動車産業は依然として日本的経営の製造方法が通用し続けて、それな

(8) フォーラム論文の構成としては、本節は手短かに記述するのが良いであろう。詳しくは本著第3章の延岡健太郎氏の論考、「日本企業のものづくりにおける価値創造の課題」が参考になる。

りの利益を生み出し続け、他方の家電産業では、デバイスが国際競争によってコモディティ化して、それらで組み立てられた安価な海外完成製品によって利益が確保できない状況に陥っている⁽⁹⁾。

こうした中で、もの造りのための会計というときに、どちらのもの造りをターゲットとするのかによって、当然、会計が表現すべき企業競争力の数値も変わってくるのではないかと思われる。

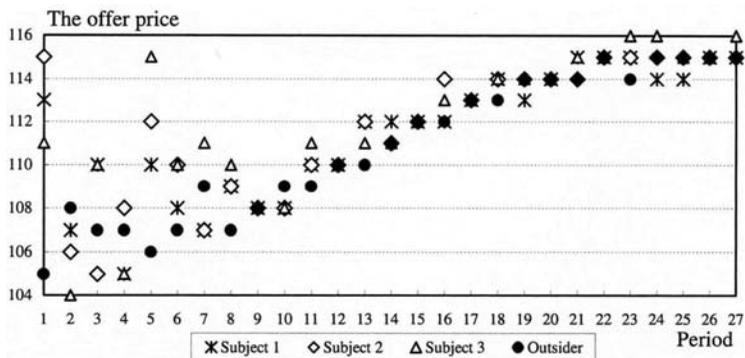
ここで前節の公共財実験の結果を踏まえて、これまで擦り合わせのもの造りこそが日本企業の特長で、それは日本的経営の分析から引き継がれた日本人の「互恵性」や「和を尊ぶ」という文化的背景が暗黙の前提にあった⁽¹⁰⁾。しかし西條実験の結果からは日本人は相互に足を引っ張り合うからこそ、組織内のお互いの関係を常に監視して行動しなければならず、それゆえに「擦り合わせ」的なアナログの組織構造にならざるを得ないのではないかという解釈が成り立つのである。

4 談 合

本節では、日本の談合問題について、それが発生する要因は、実は前節のもの造りの組織文化と同じ土壌であることを指摘したい。

(9) 伊藤宗彦, 「デジタル機器のイノベーション・インパクト—ノートブック・パソコンの価格変動に対する品質推移の影響—」『国民経済雑誌』第195巻第5号(2007年5月)。

(10) こうした他人に対する配慮を規定する人的気質として、公正 Fairness、互恵 Reciprocity、利他主義などが指摘されてきたが、新たに意地悪 (spiteful) が指摘されているといえよう。例えばかつての日本の経営研究の代表的成果である以下の文献でも、互恵主義や利他主義が強調されていた。Masahiko Aoki ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, Noth-Holland, Amsterdam, New York, Oxford, 1984.



上図は談合実験の結果を示したものである⁽¹¹⁾。実験の設定環境は、談合を回避するべく制度的に例えば談合的文化のない外国の企業を入札に参加させようとする規則が導入された時期を想定している。そうした外部者導入の効果を実験的に確かめたものである。そのために被験者のうち黒丸印で示された被験者（アウトサイダー）は別室で入札実験に参加するという設定である。外部者は入札に対して、当初は、黒丸印が示すように、低い価格で応札していた。ところがまったく話し合いを持たなくても次第に他の被験者と価格情報からのみでも暗黙に共同状態を作り上げて高い価格で応札するようになってくる。自然発生的に談合が完成する。談合は、他の被験者が相手を出し抜いたり、制裁を加えるような新たな戦略に出たりするような行動に出ない限り、すなわち戦略を変えない限り自らが進んで戦略を変えないような、均衡状態にあると考えられる。このことから、談合は各被験者にとって一種の最適点である⁽¹²⁾。経済学的分析ではこのようになる。

(11) Mitsuhiro Nihashi, Tatsuyoshi Saijo, Masashi Une, “The Outsider and Sunk Cost Effects on ‘Dango’ in Public Procurement Bidding: An Experimental Analysis,” July, 2000, WP.

(12) これはあくまでも、入札関係者にとってそうなのであり、例えば、背後に想定される納税者等にとって最適であるわけではない。またこうした環境下でも均衡状態を自ら逸脱したときの相手方の「対抗処置」に対する恐怖心は否定できない。

ところが現実の談合参加企業へのインタビューでは、均衡状態にある時の心情について、もし談合から外れれば、大幅なサンクションが他の企業群から加えられて、当該産業では存続できない状況であるとの答えが返ってくる。以下は筆者の行ったある生産者への聞き取りの談話の一部である。

(5社の入札競合企業がある産業に属して) もしも(ある)会社が談合から外れると言え、ああ、そうですか、それは自由に外れてくださいといいますけれども、4社は必ず(その会社に)営業妨害と言いますか、4社が束になって、その企業を落とすにくるでしょうと。もう目に見えてますね⁽¹³⁾。

この状況とはまさに第2節での実験経済学のファクトファインディングに通ずるものであり、日本的な組織文化こそが談合を誘発する根拠の一つになっているといえよう。談合は和を尊ぶ心に根ざした利他主義や互惠主義的発想から来るものではなく、スパイトフルな心理状態に根ざしているといえよう。

5 会計の現状

(1) 利害調整型会計の意味

ここでは日本の慣れ親しんできた会計基準が、国際会計基準とどのような距離があり、その距離が何を意味するのかを議論しておこう。

日本の会計学者が弁護する会計基準とは、これまで各節で指摘してきた実験経済学の日本的組織文化ファインディングを考慮するときに、どのように意義付けられるのであろうか。

ここで再度西條氏の公共財実験の続きを見ておこう。彼は、公共財実験の設定をさらに進めて、これまでの実験が公共財の「非排除性」すなわち公共財形

(13) 括弧内は筆者が付け加えた。

成に参加しなくても、形成された公共財の便益を享受できるという側面を見落としていたとして、新たに当該側面を実験に付け加えた。そこでこれまでの公共財実験に加えて、そもそも当該実験（ゲーム）に参加するか否かを選択できるステージを付け加えたのである。さらに彼は、実験では紙に書いたゲームの利得表を被験者に渡すという行為を行っている。ゲームの詳細と結果の解釈は、西條論文に委ねるとして、我々の議論にとって重要なのは、そうしたゲームの中で、一方が参加して一方が参加しない場合に、通常の経済学では相手の参加不参加に関係なく自らの利得が最大になるようなゲーム戦略をとるはずであると教えるが、実際には自らの利得を犠牲にしてでも、相手の利得を減少させる、しかも相手がゲーム（公共財形成）に参加しないときに、当該行為を参加者側が罰則的に取るという結果が出ている。そしていっそう興味があるのは当該ゲームを続けるとやがて双方は85-95パーセントの確率でゲームに参加して不参加を表明しなくなり、双方が参加した場合が最良の報酬を双方ともに獲得できるというゲーム環境に変わってしまうという点である。こうした現象は被験者が日本人学生のとくに、アメリカ人学生よりも有意に顕著に見られるのである。アメリカ人学生の被験者は、「自分は自分、相手は相手」という戦略を取るものが多い。西條氏いわく、「日本の社会ではみんなで仲良く協力してコトにあたっているのではなく、協力しないと後が怖い、ということだろうか⁽¹⁴⁾」ということになる。

さらに西條実験で興味深い現象が観察されている。上で見た非排除性を考慮した実験で、ゲームの利得表が用いられるときに、日本人被験者のほうが、より頻繁にペイオフ表を見る事実が観察されている⁽¹⁵⁾。すなわち、彼（被験者）

(14) 西條辰義, 「第1章 経済学における実験手法について考える: 「日本人はいじわるがお好き?!」プロジェクトを通じて」河野勝・西條辰義編『社会科学の実験アプローチ』勁草書房 2007年に所収 29頁。

(15) T. Saijo, "Spiteful Behavior in Voluntary Contribution Mechanism Experiments," in *Handbook of Experimental Economics Results*.

にとって資源獲得の観点から最良の政策は、相手とは関係なく自らの資源をつぎ込むことである以上、本来ならばペイオフ表を頻繁に見る必要は無い。ところが日本人被験者が有意に頻繁にペイオフ表を観察しているということは、相手方のペイオフを絶えず観察して、スパイトフル行動に備えているのだと見る事が出来よう。

この結果はもちろん前節の日本のもの造りの組織が、実は互恵性等によって支えられていたわけではないというようにも解釈できるが、会計的環境に引き寄せて言うならば、自らの利益の極大化を図り、他人の利得を気にしない行動とは、市場での自助努力的競争に喩えられるのに対して、自らと他者の相対的所得配分ランキングを意識するのは、組織的競争に喩えることができよう。すなわち、さらに拡張して言うならば、会計基準を制定・採用する各国が、分配の組織的・相対的ランキングを意識する社会文化なのか、自助努力による自由競争的な成果を意識する社会文化なのかによって、採用する基準が異なるべきであるということである。前者のような国では、各企業関係者のペイオフの相対ランキングを確実に示すような利害調整型会計が意味を持ち、後者のような国では自らの自助努力の成果を示せる会計が好まれるのではないだろうか。言うまでもなく後者はあえて言えば IFRS 的あるいは FASB 的会計といえよう。

さらに以下の表を参照されたい。日本の会計基準と国際基準の主要項目比較表である。例えば、ここで注目すべきは、経常利益の表示が国際基準に無いということは、もの造りを指向する組織の評価としては、もの造り効率評価の指標が、甚だ、欠如していることになろう。また、他者と自己の分配の相対的な構造を常に知りたい企業利害関係者がいる場合には、細かく、分配構造を知ることができるように経常利益区分を設けることは有用なのである。むしろ、トータルで企業を金融資産として売買するときには、こうした利益項目は必要ないといえよう。また M&A における相手企業の資産評価や暖簾の償却に際してももの造り組織として受け継ぐか、企業全体を金融資産として受け継ぐかの

発想の相違が出ている。年金債務についても、情報を公開して当事者間処理を促すような会計よりも、処理まで規定している会計方法のほうが、分配構造の確定には極めて有用である。最後に、時価評価もまた、生産に携わったもの同士の相対的分配構造を決定する評価としては、ゲームが終わった後で、ルールを変えるような行為であり、もの造り指向の会計からは疑問が残る。さらに当期純利益に相当する利益表示項目がなくなる可能性があるということである。これもまたいうまでもなく、生産主体の利益獲得も獲得した利益を金融面で運用して獲得した利益も区別することなく、経営者の経営手腕評価に含めるといふ発想に他ならない。企業を生産主体としてではなく、金融的投資対象と見る発想に他ならない。以上の面からもまずもって、日本的な会計に対する発想からは違和感を禁じえない。

(2) 会計基準の相違

項目	日本の基準	国際基準	
利益	経常利益あり	日本の経常利益に相当する項目なし	
M & A	資産評価	相手会社の資産を簿価で引き継ぐ例外処理がある	相手資産は必ず時価評価
	暖簾	20年以内で定期償却	定期償却せず、価値が大幅に低下した場合に現存処理
年金債務	積み立て不足は一定期間で費用処理	積み立て不足を貸借対照表に反映	
在庫評価	後入先出法 可	後入先出法 禁止	

*日本経済新聞 2008年9月4日より。

しかしここで一つの問題を指摘する必要がある。それは西條実験が公共財実験であったのに対して、最後のわれわれの解釈は市場で決定された報酬に対してまで拡大しており不適切ではないかという点である。それについては、各国の市場への信頼度が関係する。日本では財務諸表で報告される各資源供給主体への報酬は、市場によって決定されたものプラス（マイナス）相対的要素が加わっているとみなされ、それを見ていると解釈できる。したがって、市場的要

素を抜き去っても依然として、情報は隠されているといえる。

さらに我々が西條実験を踏まえて日本の生産現場の擦り合わせのもの造りの意味からすると、おおまかではあるが、日本のもの造りに利する会計報告のあり方が見えてくる。それは生産や販売あるいはそれを支える金融的側面という経営の各現場に携わった主体が、各々どれほどの報酬を獲得しているかを金融的影響を抜いて表示することが重要になるということである。例えば営業損益、経常損益、当期損益等各次元で経営に関与した主体がどれほどの報酬を企業から獲得しているのかは、日本企業の経営に携わる各次元の主体にとって重要な情報となる。決して損益計算書は、経営者の能力のみを表した計算書ではなく、ある意味で、組織体たる企業に様々な形で関与した主体の相対的取り分表示機能こそが擦り合わせのもの造りを行う日本企業の損益計算書の報告の本質的課題なのである。

(3) 国際会計基準の脆弱性

次に本節での第二の主張に移ろう。ここでは国際会計基準の測定論の特徴である金融資産の時価評価に関して、我々が行った実験結果を踏まえてその問題点を指摘しておきたい。我々は、金融資産の時価評価が、企業業績測定に与える潜在的歪みの可能性を指摘するために以下のような実験を行った。

(実験デザイン)

次のような実験的仮想市場をコンピュータ環境上に設定して、実験を行った。先行研究の市場をできる限り忠実に再現している⁽¹⁶⁾。

(16) Jurgen Huber, Michael Kirchler, Matthias Sutter, “Experimental Studies on the Value of Information in Financial Markets with Heterogeneously Informed Agents,” contained in *The Proceedings of the International Conference Experiments in Economic Sciences: New Approaches to Solving Real-world Problems*.

市場は、異なった情報量を持った被験者が株式を売買する仮想市場である。具体的には、6人の被験者がいる。6人の被験者は異なった量の情報を持っている。つまり1個から6個の配当情報（当期の情報に加えて5期先の配当情報）を与えられ、それを利用して1種類の株式を売買する。1人目の被験者は1個の（当期のみの）配当情報を、2人目の被験者は2個の（当期プラス1期将来の）配当情報を、そしてだんだんに増加させて、6人目の被験者は6個の配当情報を持って1種類の株式を売買するわけである。市場参加者は、各人が情報量について6通りに差別化されている事実は知らされているが、誰が具体的にいくつの情報量を持っているかは知らされていない。被験者が6人である理由は、情報と意思決定結果の関係を明確にするためである。

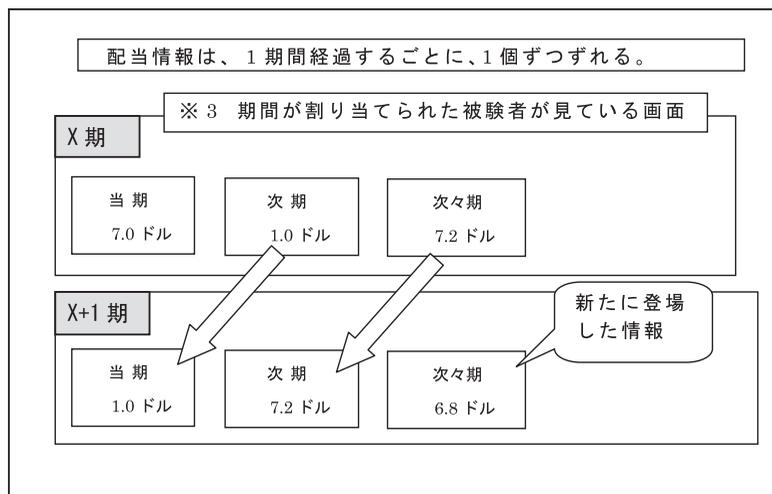
当該仮想市場は、ダブルオークションで株式の売買を行う。上述のように、被験者は与えられた情報に基づいて1種類の株式の売買を行うが、価格の付け方は被験者の自由で、どのような価格でも市場にオファーすることができる。たとえば、ある被験者が市場価格40ドルの値段がついている市場へ、41ドルで買いたいと考えれば、41ドルという買い注文を市場に提示する。そして、別の被験者が43ドルで売りたいと考えれば、43ドルという売り注文を提示する。もし、買いの値段と売りの値段が合致すれば、取引が成立する。たとえば、41ドルと出していた買い注文を43ドルに変更して市場に出せば、取引は成立する。そして、43ドルが市場価格となる。普通の市場であるが、被験者の不注意によって極端な値がつく可能性もある。たとえば、被験者が誤って100ドルを入力すると、連続した取引ではその値が価格となってしまう。しかし、そういう状況は稀で被験者が注意深く取引を続けることで回避される。

取引期間は1期間1分の取引を15期間計15分続ける。最初に、現金1600ドルと40株（1株40ドル）が与えられ、その後、現金には每期5%の利子がつき、株式には每期、情報として与えられた配当がつく。具体的には、情報として、今期の配当が1株当たり7ドル与えられていれば、その被験者の利得は、

市場に参加しなくても、期末には、配当が $40 \text{株} \times 7 \text{ドル} = 280 \text{ドル}$ 、利子が $1600 \text{ドル} \times 0.05 = 80 \text{ドル}$ で、 $280 \text{ドル} + 80 \text{ドル} = 360 \text{ドル}$ となる。したがって、市場に参加して株式取引を行い、それ以上の成果を得ることを目指す。総合的な利得量に応じて、被験者にアルバイト料が支払われた。被験者は神戸大学経営学研究科、国際協力研究科の院生そして経営学部、経済学部の学部生である。

全期間の中で取引期間ごとに配当情報をスライドさせ、与えられた情報量が異なる各市場参加者の株式取引プラス保有利得がどれだけ、どのように異なるかを検証する。より具体的には、以下のようになる。乱数で、ある被験者が3期間の情報が割り当てられたとする。彼の前のコンピュータ画面には、図1のように、X期の配当情報が3期間、つまり当期、次期、次々期、だけ表れる。それが1期間経過してX+1期には、1期間ずつずれ、次期の値が当期に、次々期の値が次期の値となる。そして次々期の値には新たな値、6.8、が表れる。3期間が割り当てられた被験者は、全期間を通して、3つの情報を見ながら意思

図1 期間と配当情報の関係



決定をして、株式を売買する。

こうした状態で取引を行って、各被験者（市場参加者）の利得を比較する。乱数により、被験者への情報公開期間を割り当てるが、被験者 A に情報が公開される期間として 1 期間が割り当てられ、被験者 B に 3 期間が割り当てられたとする。被験者 A は当期の配当情報のみしか与えられない。たとえば、図 1 においては X 期において 7.0 ドル、X+1 期には 1.0 ドルの配当情報しか与えられない。一方、被験者 B は、図 1 に示されているように、毎期間、3 期間ずつの配当情報を見ている。この両者に 15 期間の取引終了時に、利得に関してどのような差が生ずるのかを検討するというものである⁽¹⁷⁾。

その際に、利得評価に関して 2 種類の実験を行った。それは利得評価に関して期末保有証券の評価に関して 2 種類を設定したということである。取引報酬は全期間の取引報酬の総計を用いるのであるが、期末保有証券の評価に関して 1 つの実験では、15 期間終了時の期末時価を用い、1 つの実験では全 15 期間の期末時価平均を用いるというものである。

（実験結果）

当該実験では、多くの情報を獲得したものは、それに基づき逸早く将来について対応することが可能であるが、情報量が少ないものはそうした対応において遅れをとり、したがって仮想証券市場の取引でも損失を被る可能性が高いと予想されたり、逆に情報量が多すぎて処理能力を超えてしまい損失を被るとか、情報量が少ない市場参加者はポートフォリオ的な将来への対応をして意外に損失を被らない可能性があったり、多様な解釈が可能なのである。

(17) ここで叙述した実験結果は、もちろん本来的には別のパースペクティブの中でも利用される。それは獲得した情報量と報酬の関係に関する研究としてである。詳しくは山地秀俊・後藤雅敏、「証券市場における情報量と取引報酬の関係」『会計』第 170 巻第 2 号（2006 年 8 月）を参照。

しかし今一点、本稿で利用しようとする実験結果は、上での解釈とは少し異なる次元での利用である。それは上のような情報活用について多様な可能性があるがゆえに、取引実験の途中で、証券売買で遅れをとったと判断した被験者、あるいは当初からある取引戦略を決めて変更せずに、終始、同じ取引戦略を行うものの中には、特殊な取引を行おうとするものが特に期末利得評価を期末保有証券の時価で行う実験において認められることが分かった。以下の実験結果を参照されたい。

実験で期末保有証券の評価を期末時価で行おうとする場合と、全期間通しての平均で評価を行う場合とで、各取引期末の最終時価とその3取引直近の購入あるいは販売希望価格の差異を、典型的な2例で検討してみた。差異の絶対値の平均は以下のようであった。

	差異の平均	取引期間
期末時価による期末保有証券評価	29.4	15
全期間平均による期末保有証券評価	8.6	15

* 1%水準で有意

以上の暫定的データからも、期末保有証券の評価に全15期間の取引終了後の期末時価を用いる場合には、みずから期末に保有している証券と現金の保有割合次第で、自らの証券あるいは他者の証券の価値を自らに有利なように動かそうと絶えず意図していることがうかがえる。すなわち、そうした期間では、当初より、自らが戦略として定めた時価よりも市場が高ければ低くし、低ければ高くしたいという取引が可能か否か絶えず牽制している様子が、窺えるのである。それに対して、全期間の平均をとる場合には、そのような戦略がとりにくいために、期末価格の操作をうかがわせるような取引傾向は無いといっていであらう。

なるほど証券取引所上場企業の証券価格を自らの意図で操作することは不可

能に近いといえるかもしれない。しかし逆に、それほど取引が多くない中堅から下の企業の株価ならば、時価操作はあながち不可能ではないともいえよう。そうしたことが可能性として残るならば、公正価値の名の下に金融資産の時価評価を標榜することは、必ずしも測定結果の客観性には繋がらないであろう。むしろ結果的に取得原価に近い効果になる取引全期間の期末時価平均を用いるという業績評価基準のほうが業績測定に恣意性が入り込まない可能性が高くなるのである。

本節では二つの観点から、従来型の日本的な会計基準の意義を説いてきた。一つは、生産に関わるあらゆる次元の主体の相対的取り分が表示できる会計報告システムこそ擦り合わせのもの造り企業に利するという点、一つは金融商品の期末時価評価は公正価値会計という名称とは裏腹に、必ずしも業績測定の客観性を担保できないという点であった。

6 おわりに

本稿では、実験経済学の成果を援用しながら日本企業における特徴的な現象、擦り合わせのもの造り、談合、利害調整型会計についてその発生原因の組織文化的解釈を展開してきた。特にこれまでの日本的経営論の中では、こうした日本的経営の諸特徴は、日本人の「和を尊ぶ心」とか「互恵主義」「利他主義」という、どちらかといえば、積極的な肯定的表現で説明されてきた。しかし、経済学実験から得られた「意地悪な」日本人の指摘は、日本的な経営のあり方を、したがって会計のあり方を考える上で、ひとつの新しい基礎となる可能性があるといえよう。

参考文献

- Aoki, Masahiko, “*The Economic Analysis of the Japanese Firm* : Amsterdam” New York , North-Holland, 1984.
- 藤本隆宏, 『日本のもの造り哲学』日本経済新聞社出版 2004年
- Huber, Jurgen, Michael Kirchler, Matthias Sutter, “ Experimental Studies on the Value of Information in Financial Markets with Heterogeneously Informed Agents” contained in *The Proceedings of the International Conference Experiments in Economic Sciences : New Approaches to Solving Real-world Problems* .
- 伊藤宗彦, 「デジタル機器のイノベーション・インパクト―ノートブック・パソコンの価格変動に対する品質推移の影響―」『国民経済雑誌』第195巻第5号 2007年
- Nihashi, Mitsuhiro, Tatsuyoshi Saijo, Masashi Une, “The Outsider and Sunk Cost Effects on ‘Dango’ in Public Procurement Bidding : An Experimental Analysis” WP, 2000.
- Saijo, Tatsuyoshi, “Spiteful Behavior in Voluntary Contribution Mechanism Experiments” in *Handbook of Experimental Economics Results*, Charles R. Plott and Vernon L. Smith (Eds.), Elsevier Science.
- 西條辰義, 「第1章 経済学における実験手法について考える : 「日本人はいじわるがお好き?!」プロジェクトを通じて」河野勝・西條辰義編『社会科学の実験アプローチ』勁草書房 2007年
- 山地秀俊, 「戦後日本の企業発展と企業会計―企業会計の在り方を決める要因は何か―」『国民経済雑誌』第166巻第4号 111-135頁 神戸大学経済経営学会 1992年
- 山地秀俊他著, 『日本の企業会計の形成過程』中央経済社 1994年
- Yamaji, Hidetoshi, “Interaction between Japanese Accounting and Economic Structures” in Shyam Sunder and Hidetoshi Yamaji eds., *The Japanese Style of Business Accounting*, Quorum Book, 1999.

山地秀俊・後藤雅敏, 「証券市場における情報量と取引報酬の関係」『会計』第170巻第

2号 2006年

第5章 同等な諸企業の合併とパーチェス法 － 確率的パーチェス法の提案 －

中野 勲

1 はじめに

わが国の合併会計基準によれば、支配・被支配の関係が明確な諸企業が合併する場合にはパーチェス法が、そしてそうでない場合には古典的な、持分プーリング法が適用されるべきこととされている。しかし、すでに少なからぬ論者により指摘されているように、後者の場合、すべての合併当事企業の諸資産（および諸負債）が古い簿価で合併後も計上されつづける持分プーリング法は、現実の企業価値と異なる純資産価額を計上し続けるために、諸利害関係者たちにとって、有用性と信頼性の乏しい情報をもたらす結果となるであろう。また、代替案として、このような同等企業の合併に際しては、新規事業の再出発と見て「フレッシュ・スタート法」が推奨されることもある。しかし、この方法のもとでは、合併前は取得原価で主として計上されていた諸資産・諸負債が合併後には時価で計上されることとなり、いずれの合併前企業にとっても、その合併政策の事後の有利さを期間比較することが困難になるのではなからうか。なぜなら、合併時点を境として評価基準の期間的な継続性と比較可能性が破壊されてしまうからである。具体的には、たとえば、実現利益をベースにした総資本利益率あるいは自己資本利益率が、合併前と合併後において比較困難となる。

これに対する反論として、合併前の一株あたり純資産と合併後のそれを比較して合併政策の良否を判定しうる、と主張されるかもしれない。しかし、フレッ

シュ・スタート法を適用した場合、合併後の純資産は資産・負債の時価評価および「のれん」を反映した純資産額となっているが、合併前のそれはその2つのエレメントを含まないので、やはり継続性と比較可能性はなくなっているのである。

したがって、対等な企業の合併に関して、フレッシュ・スタート法も問題をもっていることがわかる。合併の前後の諸年度における比較可能性を保持するためには、同等企業の合併においても何らかの意味の取得原価主義による諸企業の資産・負債評価が要請されるのではなかろうか。

2 「2つの同等企業の合併」に関する会計処理

—主要な諸会計基準の見解

(1) FASBの会計基準

FASBの企業結合会計基準に先立つ APB 16号⁽¹⁾では、周知のように、厳格な12の基準が満たされるケースでのみ持分プーリング法が強制されるべきで

(1) APB Opinion 16. 1970. Business Combinations. American Institute of Certified Public Accountants, Inc. APB 第16号における持分プーリング法の要件は以下のようであった。

- 1 結合前の企業のそれぞれは自立性があり、結合計画開始の前2年以内に一度も他の企業の子会社または一事業部門となることがないこと。
- 2 結合前の企業のそれぞれは、結合前の他の企業から独立していること。
- 3 結合は単一の取引でおこなわれるか、または特定の計画に従って結合計画開始後1年以内に完了すること。
- 4 結合会社が、被結合会社の実質上すべての議決権普通株式と交換に、結合会社の過半数の議決権普通株式と同一の権利を有する普通株式のみを、結合計画完了日に発行すること。
- 5 どの結合前の企業も、結合開始前2年以内または結合計画開始日と完了日の間において、結合計画のために議決普通株式の持分請求権を変動させないこと。
- 6 どの結合当事者も結合を目的として結合当事者の議決権普通株式を取得または再取得せず、また、結合計画開始日から完結日の間に再取得する株式数は、通常の範囲にかぎられること。

あり、その他のケースではパーチェス法が用いられるべきだ、と規定された。しかし、類似した合併取引がこれらの異なる方法により恣意的に会計処理されると、その結果たる財務諸表の忠実性と比較可能性が損なわれるという指摘が高まってきた。そこで APB 16 号の再検討が開始され、G+1 勧告²⁾をへて、結局、2001 年 6 月の FASB による現行会計基準、「企業結合 (Business Combinations)」³⁾が公表された。これにより、(ほとんど)すべての企業結合に対してパーチェス法が統一的に適用されるべきこととなった。

パーチェス法に統一された理由は次のようである。1. 会計処理方法の統一により財務諸表の比較可能性が確保される。2. そもそも取得原価主義によれば、取得された資産は一般にその時点の時価ないし公正価値で取得されていると思われ、したがって被合併会社の純資産をその合併時点の公正価値で評価しようとするパーチェス法はまさに取得原価主義に従っていることとなり、取得原価にもとづく他の会計情報と比較可能となる。3. 持分プーリング法の支持者が主張する、A 社と B 社との対等合併においては持分の継続がみられるとの見解に反対して、合併後においてはいずれの会社の(もとの)株主も、A 社

7 結合のために株式を交換した前後において、被結合会社の株主相互間の持分比率が変動しないこと。

8 結合会社が新たに結合後会社の普通株主となるものに対して、議決権の行使を剥奪または制限しないこと。

9 結合完了日に結合が確定し、株式その他の対価に関する計画の条項について、未確定のものが無いこと。

10 結合後の企業は、結合をおこなうために発行された普通株式の全部または一部を消却または再取得することに直接または間接的に同意していないこと。

11 結合後の企業は、結合される企業における旧株主の利益のために、財務上の取り決めをしないこと。

12 結合後の企業は、結合後二年以内に、結合前企業の資産の重要な部分を処理することを意図し、あるいは計画していないこと。ただし、通常の営業の中での処分および重複した設備や過剰な設備の除去は含まない。

(2) G 4+1. 1998. Recommendations for Achieving Convergence on the Methods of Accounting for Business Combinations. FASB.

(3) FASB. 2001. Statement of Financial Accounting Standards No.141. FASB. Norwalk.

と B 社の混合した諸資産に対する対等な持分をうるのものであって、元の A 社あるいは B 社だけの持分とは質が変化してしまっている。支配が変化しているだけでなく、また支配されているもの（資産内容）も変化している。だから、持分プーリング法のこの点（持分の継続性）からの根拠はくずれるというのである。（持分プーリング法に関する私見は後に述べる）。

では、完全に対等な合併であって、どちらの企業も支配者ないし（他社の）取得企業とはいえない場合にはどうか。このケースでは取得会社は決めることが出来ないのであるから、パーチェス法は原理的に適用不可能なのではないか。この点に関して FASB は、対等合併は現実にはほとんど存在せず、このケースのために別の会計基準を設けると APB 16 号のときのように、いっそう有利な会計処理の乱用が生ずると主張する。また、真に対等な企業の合併と、それ以外の 2 社間の合併を明瞭かつ恣意性なしに区別するボーダーラインを設定することはできない。さらに、もしもこれが実行可能なやり方で区別されうるとしても、その会計処理が簿価の繰越（持分プーリング法）によりおこなわれるべきことにはならない。そして重要な結論として、FASB によれば、「もしもそれがパーチェス法以外の方法により会計処理されるべきであるならば、ベターな方法はフレッシュ・スタート法であろう、と当委員会は信ずる」（B 42）と述べられている。

対等企業の合併に関する会計としてフレッシュ・スタート法が（消極的だが）支持されている理由は明らかではない。しかし、公正価値を反映するパーチェス法のほうが持分プーリング法よりも合併に際して行われた投資額に対して経営者に会計責任を負わせる点から見て一層好ましいと述べられているし、また、意思決定一有用性の観点からも公正価値のほうが簿価よりも、取得された資産や引き受けられた負債に関する未来のキャッシュフローをよりよく反映すると指摘されているところからみて、結合後企業の資産・負債の全体について公正価値を反映させるフレッシュ・スタート法が会計責任の観点からも、ま

た意思決定有用性の観点からもベターであると考えられているのかもしれない。

合併に関する「会計責任」というものの考え方であるが、合併当事会社の各々の経営者が、合併前の自社の名目貨幣資本維持を基準として一個の投資としての合併から、どの程度の期間利益の上昇を合併後の諸年度において達成しうるであろうかが問題の焦点であり、したがって、かかる名目資本維持とその余剰としての利益の増大という会計責任観に立つとき、A社をかりに取得会社と見る場合にはそのA社の純資産は原価評価を保たねばならず（取得対象としてのB社の純資産は時価評価されるべきだが）、また逆に、B社を取得会社と考えるときにはそのB社の純資産が取得原価で計上されねばならないであろう（合併後に）。そして、対等合併とはどちらの会社が取得会社かが分からないケースであり、その意味は、A社が取得会社（すなわち合併後に支配を振るう旧会社グループ）である確率が1/2、B社が取得会社である確率も1/2である、と考えるのではなかろうか。この観点に立つと、両方の会社の純資産額をともに時価で評価するフレッシュ・スタート法はかならずしも合併政策評価の見地からは最適とは思われない（中野説）。

(2) 国際会計基準

つぎに、国際会計基準の見解を見よう。アメリカ合衆国の会計基準と同様に、国際会計基準もまた、IAS 22号における、限定された条件下でのみ持分プーリング法が適用されるべきだという立場から変更して、近年におけるIFRS第3号、「企業結合」(business combinations)⁽⁴⁾では、ほとんどすべての企業結合に関してパーチェス法が適用されるべきだ、と規定している。この場合の論理

(4) International Accounting Standards Board. 2006. International Financial Reporting Standard 3, Business Combinations. International Accounting Standards Committee Foundation. London.

構成としては、持分プーリング法も適用可能な状況でなぜパーチェス法を選択するのかといった見地から深く説明するのではなくて、むしろ、合併においてどちらの会社が取得者であり支配者であるかが識別可能であるようなケースを考えており、そこでは取得-被取得のフレームワークにもとづくパーチェス法が忠実な価値の反映および比較可能性の観点からいっそう適切だ、というのである。この会計基準では、アメリカその他の諸国の会計基準との国際的な調和・コンバージェンスへの志向がかなり強く表面化している。

すなわち、IASB は、一面において、対等合併が存在しうることを否定しているわけではない。そのような、取得企業を識別しえない企業結合に対しては、IASB は、持分プーリング法よりもフレッシュ・スタート法のほうがより適切である、と主張しているが、その根拠として特に新しいアイデアはない。むしろ、国際的なコンバージェンスへの意図がかなり強調されている。つまり、フレッシュ・スタート法のほうが対等合併に対してはベターなのだが、まだ現在いかなる国や地域においても企業結合会計としてフレッシュ・スタート法は適用されていないとし、フレッシュ・スタート法が適用可能な企業結合があるかいなかは今後調査していくと述べている。

要は、FASB と IASB によるパーチェス法への一本化の論理は、1. 複数ルールが存在による経営者の裁量の余地をなくすこと、2. 表現の忠実性および比較可能性、3. 公正価値が投資意思決定のための情報としていっそう有用であるとの仮定、4. 合併により純資産の内容と支配（持分）の内容は変質している、という点にある、とまとめられよう。

しかし、ウィティントン教授は、この IFRS 3 にコメントして、真の合併（true merger）ないし対等な合併（merger of equals）と呼ばれるものはかなり存在し、持分プーリング法は発生した価値を明示しない点でそれを禁止したことは正しいが、フレッシュ・スタート法をいっそう突っ込んで検討し実施にうつさなかったことは妥当でない、という。すなわち、フレッシュ・スタート法は企業

結合の両方の当事会社に対してパーチェス法を適用するものであり、彼の見解によれば、真の合併においてはすべての当事企業が激しく影響されるのであり、そのような状況におけるその経済的リアリティをフレッシュ・スタート法は適切に反映させるものだ、と同教授は主張するのである。⁽⁵⁾

しかし、企業結合、特に対等合併がなぜおこなわれるのか、といえ、やはり、その合併という大きな、激しい経済的取引により経営者達、及び合併当事企業の各々が、その合併の直前と直後との比較において、かなり大きな利得を得ることが期待されるからこそ、それがおこなわれるのではないか。フレッシュ・スタート法はこの利得を将来において維持すべき資本の中に含めて会計処理し、未来の期間利益としてはそれをすべて抹殺する点でリアルな発生利益を隠すのではなかろうか。すなわち、合併による各個別会社自身の・既発生のものを超える・自家発生のものひそかな増大（増し分）と将来の実現—これが各社の経営者により狙われている合併利得である。フレッシュ・スタート法はこれを一挙に資本化する（つまり資本金あるいは資本剰余金化する）ことにより、意図されていた将来の実現余剰利益の開示を妨げてしまうであろう—これが果たしてリアリティを写像しているであろうか。

(3) 日本の合併会計基準

わが国では、2003年10月に、「企業結合に係る会計基準の設定に関する意見書」が発表され、アメリカ合衆国基準 APB 16号や国際会計基準 IAS 22号に近い形の、持分プーリング法とパーチェス法の両方を用いる規則が定められた。ここでユニークな点は、次の3つの観点をフィルターとして用いつつ、それらをすべて厳密に満たすような企業結合の部分集合だけを「持分の継続」が見られるものとして「持分結合」と呼び、これらに対しては持分プーリング法

(5) Ibid., paras. D 01–D 06.

を適用する。残余の合併は「取得」であるとして、パーチェス法が適用されるのである。持分の継続が認識されとするための3条件とは

- A 企業結合に際して支払われた「対価」がすべて議決権のある株式であること。
- B 結合後企業に対して結合当事企業の株主が総体として持つこととなった「議決権比率」が（ほぼ）等しいこと（45～55%）。
- C 議決権比率以外の支配権を示す一定の事実が存在しないこと（すなわち、結合後の企業の意思決定機関を通じて、または財務上あるいは営業上で、一方の当事企業が他を支配している事実が存在しないこと）。

これら3条件を満たすということが何を意味するかは、明示されていないようである。私見では、それらを満たす企業結合は、非支配的な・対等な勢力による・合一を規定していると思われる。結合に参加する企業が2つであるとすると、各当事会社の持分は

結合後持分規模（＝従来のそのの）2倍 × 各社の結合後持分比率 1/2＝1倍。

ここから、結合の前後における各社株主の持分規模は同一にとどまっており、その意味では「持分の継続」が成り立っている。しかし、ここから、企業結合の現実を写像するためには持分プーリング法が最適だ、と主張するのは不当である。なぜなら、上でFASBやIASBの会計基準において指摘されていたように、各社の株主グループは、以前と同質の内容をもつ持分を保持しているのではなくて、結合当事会社AとBの純資産内容ABという変質した内容の持分を結合後にはもつからである。すなわち、過去の結合前の投下資本金額に関しては従来と同じ量的内容を上の「企業結合」は保持するが、純資産の質的内容に関しては各株主グループは結合前とは異なるものを持分として保持している。ゆえに、結合前と同一金額の持分を結合後に繰越す持分プーリング法は、後者の観点から見ると、決してこの企業結合の忠実な写像とはなっていないのであ

る。

日本の結合会計基準に関する、権威ある解説書は次のように言う。

「取得側を決められない企業結合はどちらが取得したともいえるケースであり、どちらにとっても新規の投資と同じ状況である。それをどう処理するのは、原則となるパーチェス法の考え方に沿って決めるしかないであろう。上記のとおりパーチェス法では、取得企業の持分は清算されずに継続し、継続企業のルールに従ってバランスシートもそのまま引き継がれる。結合する両社がいずれも継続企業の実態をもつとすれば、両社のバランスシートを適正な簿価で引き継ぐ持分プーリング法が、この限界状況ではパーチェス法の原則と整合する。持分が清算されていない継続企業なら、資産や負債の全面的な評価替えもないというわけである。情報の有用性という観点からもわれわれは双方の持分が継続したまま結合する継続企業間の合併を、通常の取得と区別するのが望ましいと考えた。」⁽⁶⁾

これは結合当事企業2社をともにパーチェス法における取得企業になぞらえる見解であり、ユニークである。しかし、私見では、結合当事企業がどちらも同時に取得会社であるということは勿論いえない。1社が取得企業であれば、他社は必ず、「被取得企業」でなければならない。どちらが取得企業かは不明だという状況は、むしろ、AがBの取得会社である可能性が1/2で、BがAを取得した可能性も1/2である、という風に確率的に考えなければならないのではなかろうか。

しかし、ここで示されている、同等企業の「企業結合」をもパーチェス法の拡張により会計処理しようとする見解は、私も賛成である。

ついで、上記とは反対に、結合当事会社の両方とも被取得会社であるとも考えることも可能だと述べられている。「もちろん、両社とも取得された側とみて

(6) 斉藤静樹編著、2004、逐条解説「企業結合会計基準」中央経済社 第1章 p.4.

株主持分の清算を擬制すれば、双方のバランスシートを評価替えて引き継ぐフレッシュ・スタート法が適用されることになるであろう。ただ、この方法は、企業結合におけるパーチェス法の例外にとどまらない。継続企業でも企業買収に相当する投資をしたときは、その企業の株主持分が継続性を絶たれていったん清算されたと考え、従来から保有する資産を評価替えることにもなる。そもそも持分の継続とか清算というのは相対的な概念であって、パーチェス法で一方の株主持分が継続すると想定されるとき、それと同じ程度に他方の持分が継続しているかどうかを見ているだけである。」⁽⁷⁾

ここでは、フレッシュ・スタート法が、パーチェス法の拡張ないし変形という観点から、結合当事企業の両社がともに、おそらくある新しい企業実体による「被取得会社」と見る見地から説明されるという見解が披露されている。これは通説であり、理解できる。しかし、この引用文で面白いのは、ある与えられた合併を持分の継続と見るか、清算と見るかは相対的な概念である、と述べられていることである。私もこれには賛成である。企業結合を「清算」とみるのは、将来に向けて維持してゆくべき資本を結合当事会社双方の結合直前の収益価値の和—その意味の「総企業価値維持」—と見る立場に立っているのである。それに反して、企業結合を「持分の継続」と見るのは、結合当事会社における純資産の各項目を、結合前に取得されたときに投下された過去名目資本の維持という観点から眺めた場合、したがってそれら純資産には過去の名目資本が投下されているという眺め方が基礎にあるのである。会計が写像すべきものの資本的な内容を総企業価値維持からみるか、過去の名目資本維持からみるか、これは表現の忠実性といった皮相な問題ではなくて、どちらの現実把握法が一層有用な情報を作り出さるか、という観点から、決すべき問題であろう。

(7) 同上、p.4.

3 確率的パーチェス法に関する提案

最後に、筆者（中野）自身の提案として、確率的パーチェス法と株価による「のれん」評価という提案を書きたい。2つの会社が合併するのだが、どちらが支配的な取得企業となるかが明らかな場合には、取得企業においては、取得原価評価の原則を適用して、パーチェス法を適用すべきだと考えられる。すなわち、支出対価（提供物）の経済価値（時価）と取得物たる被取得企業の純資産に関する価値とを記録し差額をのれんとする。

問題は、2つの会社が同等の企業で、どちらが取得企業でどちらが被取得会社かが明らかではない場合である。この場合、前節で紹介した斉藤教授編著のアイデアは、双方の会社がともに取得企業だと仮定すると考え、持分プーリング法が妥当だとするのだが、すでに述べたように、私見では、一つの状況下で双方の会社が同時に取得企業となることはありえないから、この考えを少し変えて、どちらが取得会社か被取得会社かわからないということは、A社が取得会社でB社が被取得会社である確率が1/2で、逆に、B社が取得会社でA社が被取得会社である確率が1/2であるような状況である、と考えることを提案したい。この考えの基礎には、結合後の持分比率が等しくても、結合前のA社の経営者はB社の経営者と結合後も支配を求めて争うという仮定があるといえるかもしれない。これは現実により近いのではなからうか。

まず、諸記号を定義する。

A_A = A社の諸資産の簿価合計

AV_A = A社の諸資産の上に発生している評価益（時価評価額と簿価との差額）合計

L_A = A社の諸負債の簿価合計

LV_A = A社の諸負債の上に発生している評価益

$N_A = A$ 社の純資産（自己資本）簿価合計

$$= A_A - L_A$$

$K_A = A$ 社の発行済み総株式の時価総額

$G_A = A$ 社の「のれん」（資産・負債が時価評価された場合の）

$$= K_A - A_A - AV_A + L_A + LV_A$$

$A_B = B$ 社の諸資産の簿価合計

$AV_B = B$ 社の諸資産の上に発生している評価益（時価評価額と簿価との差額）合計

$L_B = B$ 社の諸負債の簿価合計

$LV_B = B$ 社の諸負債の上に発生している評価益

$N_B = B$ 社の純資産（自己資本）簿価合計

$$= A_B - L_B$$

$K_B = B$ 社の発行済み総株式の時価総額

$G_B = B$ 社の「のれん」（資産・負債が時価評価された場合の）

$$= K_B - A_B - AV_B + L_B + LV_B$$

仮定として、A社がB社を自己株式の発行を通じて買収する場合には、その発行株式の・買収時点の・時価総額は、B社の純資産の・同時点の・価値、すなわち、その時点におけるB社の発行済み株式の時価総額に等しいと仮定する。B社がA社を買収すると仮定する場合にも同等の条件が成り立つと仮定する。これは、一般に等価交換がおこなわれる場合には当然成り立つであろう。

パーチェス法に従い会計処理がなされる場合、A社がB社を取得するケースにおける、その取得（買収）直後の、A社の資産合計額を等式記号（＝）の左側に、そして負債と純資産の合計額を右側に書くと次の（1）のようになる。

$$A_A + A_B + AV_B + G_B = L_A + N_A + L_B + LV_B + K_B \quad (1)$$

逆に、B社がA社を取得したと仮定する場合、パーチェス法で会計処理す

るときには、取得会社 B における合併直後の貸借対照表は、(1) 式において下添え字の A を B に置き換えることにより得られる。したがって、

$$A_B + A_A + AV_A + G_A = L_B + N_B + L_A + LV_A + K_A \quad (2)$$

ここで私は、確率的パーチェス法というものを、合併する 2 社がどちらも同等の規模と勢力で、どちらが支配的な取得会社かが明らかでないケースについて、提案したい。これは、A 社が合併前後の闘争を通じて取得会社となる確率は 1/2、B 社が取得会社となる確率も 1/2 となると考えるモデルである。この思考によると、合併後の貸借対照表として、(1) 式と (2) 式が実現する確率が、ともに 1/2 であると考えられる。したがって、この確率的パーチェス法モデルにおいて、その合併直後の貸借対照表では、その借方と貸方において、

$$\begin{aligned} & (1/2)(A_A + A_B + AV_B + G_B) + (1/2)(A_B + A_A + AV_A + G_A) \\ & = (1/2)(L_A + N_A + L_B + LV_B + K_B) + (1/2)(L_B + N_B + L_A + LV_A + K_A) \end{aligned}$$

この式の各辺を整理すると、つぎの (3) 式が得られる。

$$\begin{aligned} & A_A + A_B + (1/2)(AV_A + AV_B) + (1/2)(G_A + G_B) \\ & = L_A + L_B + (1/2)(LV_A + LV_B) + (1/2)(N_A + N_B) + (1/2)(K_A + K_B) \end{aligned} \quad (3)$$

この (3) 式により表現される、私の提案である「確率的パーチェス法」は次の内容をもつと解釈できる。

1 両当事会社の諸資産と諸負債は、まず、それらの合併直前の簿価を合計する。

2 両社のそれら諸資産に発生している合併時点における公正価値と簿価の間の評価差額を単純平均（加えて 2 で割る）した金額をもって、平均的評価差額として合併後資産総計に付け加える。

3 両会社の諸負債の簿価を合計して、合併後貸借対照表に計上する。

4 両社において、合併時点において諸負債に発生している、その時点の公正価値と簿価との間の評価差額を単純平均した金額を持って、平均的評価差額と考えて、合併後の負債総計に加える。

5 A社に対して通常のパーチェス法を適用した場合に計算される「のれん」の金額とB社に対する同じ「のれん」の金額を単純平均して、その金額を平均的のれん額として、合併後貸借対照表の借方に加える。

6 この合併の前後を通じて保持される純資産（自己資本）の簿価は、A社がB社を買収した場合のパーチェス法によるA社の純資産であるそれのもとの簿価と、B社がA社を取得した場合のそのB社の純資産であるB社のもとの簿価との、単純平均値である。

7 この確率的パーチェス法において、合併後に増加する純資産の金額（これは資本金と資本剰余金とに区分されるであろう）は、A社が取得会社である場合にパーチェス法を適用したときのB社の純資産の金額（＝B社の株式の時価総額＝純資産の経済価値額）とB社が取得会社である場合にパーチェス法を用いたときのA社の純資産の価値（A社の発行済み株式の時価総額）との単純平均値に等しい。

4 確率的パーチェス法の数値例

確率的パーチェス法によりいかにして合併後貸借対照表が作成されうるかを、Nurnberg and Sweeneyの論文の中の数値例にもとづき例示する。2つだけの会社の場合とし、Acquirer Corporation（A社）とZeller Corporation（B社）と呼ぶ。両社はほぼ同じ大きさとし、その合併は株式の交換によるものとする。合併は2005年1月1日におこなわれた。両社ともカレンダー・イヤー基準で会計報告をおこなっている。両社とも、設備資産の減価償却は10年間の定額法によっている。所得税は省略する。第1表が、その合併直前の両社の財務データをあらわしている。

Acquirer社とZeller社は等しい経済価値を有するものとみなされている。合併時点においてA社（Acquirer社）の株価は\$60、B社（Zeller社）の株価は\$120

とする。この時点での A 社と B 社の発行済み株式数は、2,000 株および 1,000 株と仮定する。したがって、A 社と B 社の純資産の時価総額は、いずれも、\$120,000 に等しい。したがって、この合併時点には、A 社株式と B 社株式の交換比率は、2:1 となる。A 社が B 社を吸収合併するときには、2,000 株の新株を発行して B 社株式の全体（1,000 株）と交換する。

Akquirer 社が Zeller 社を吸収合併する場合、法的な吸収合併により普通株の交換を通じて取得する。逆に Zeller 社が合併会社である場合も同様である。株式の相互の交換比率はその合併直前における各社の 1 株当たり市場価格の比率

第 1 表 基礎データ 2004 年 12 月 31 日の貸借対照表と損益計算書

	Akquirer	Zeller
貸借対照表		
現金	\$3,000	\$2,000
受取勘定（純額）	1,000	3,000
棚卸資産	6,000	5,000
設備資産（純額）	<u>\$25,000</u>	<u>\$20,000</u>
総資産	<u>\$35,000</u>	<u>\$30,000</u>
流動負債	\$4,000	\$3,000
社債	<u>6,000</u>	<u>7,000</u>
総負債	<u>10,000</u>	<u>10,000</u>
資本金（額面\$1の普通株）	\$2,000	\$1,000
株式払込剰余金	6,000	7,000
留保利益	<u>17,000</u>	<u>12,000</u>
純資産合計	<u>\$25,000</u>	<u>\$20,000</u>
総負債プラス純資産	<u>\$35,000</u>	<u>\$30,000</u>
2004 年度の損益計算書		
売上高	<u>\$23,000</u>	<u>\$20,000</u>
諸費用		
減価償却費	\$2,500	\$2,000
その他	<u>12,500</u>	<u>12,000</u>
純利益	<u>\$8,000</u>	<u>\$6,000</u>
発行済普通株式数	2,000	1,000
普通株一株当たり利益	\$4.00	\$6.00
2005 年 1 月 1 日一株価格	\$60.00	\$120

の逆数である。

確率的パーチェス法により、この合併をまず、A社によるB社の取得とみると、その仕訳は次のようになる。

Zeller社株式	120,000	
資本金		120,000
	(株式の交換の仕訳)	

ついで、このA社の新株交付によりB社の純資産をA社が取得する仕訳は次のとおりである。

現 金	2,000	
受取勘定	3,000	
棚卸資産	5,000	
設備資産	23,000 (時価)	
のれん	97,000	
流動負債		3,000
社 債		7,000
Zeller社株式		120,000

この同じ合併を、今度はB社によるA社の取得であるとみなすと、その仕訳は、

Akquirer社株式	120,000	
資本金		120,000

(A社全株式をB社が取得してB社株式1,000株を交付した仕訳)

現 金	3,000	
受取勘定	1,000	
棚卸資産	6,000	
設備資産	32,000 (時価)	

のれん	88,000
流動負債	4,000
社債	6,000
Akquirer 社株式	120,000

上に述べた「A社によるB社の取得」の仕訳と「B社によるA社の取得」の仕訳を、それぞれが1/2の確率で発生しうるものと考えて、期待値を求めると、その計算過程と結果は次の第2表のようになる。

第2表 20X1.1.1の合併後貸借対照表（確率的パーチェス法の例示）

	A社＝取得会社のパーチェス法	B社＝取得会社のパーチェス法	確率的パーチェス法
現金	\$5,000	\$5,000	\$5,000
受取勘定（純額）	\$4,000	\$4,000	\$4,000
棚卸資産	\$11,000	\$11,000	\$11,000
設備資産（純額）	\$48,000	\$52,000*	\$50,000
のれん	\$97,000	\$88,000	\$92,500
総資産	\$165,000	\$160,000	\$162,500
流動負債	\$7,000	\$7,000	\$7,000
社債	\$13,000	\$13,000	\$13,000
総負債	\$20,000	\$20,000	\$20,000
資本金	\$122,000	\$121,000	\$121,500
資本剰余金	\$6,000	\$7,000	\$6,500
留保利益	\$17,000	\$12,000	\$14,500
純資産合計	\$145,000	\$140,000	\$142,500
総負債＋純資産	\$165,000	\$160,000	\$162,500

ここに例示されたような「確率的パーチェス法」は、どのような実質的解釈をあたえられるか。いま、通常のパーチェス法の下で、ある資産、負債または純資産に含まれる項目（勘定）の合併時点における金額として記録される額を、 V_i とする ($i = A$ 社またはB社)。つまり、A社が取得会社だとした場合のその金額を V_A 、そして、B社を取得会社と見た場合のそれを V_B とする。いま

これら2つの可能性を1つの金額 V で代表させたとすると、平均誤差 E はいくらかを計算すると、

$$E = \frac{1}{2}(V_A - V)^2 + \frac{1}{2}(V_B - V)^2 \quad (4)$$

今この平均自乗誤差を最小にすることを考え、そのために最適な V を求めよう。上の (4) 式を V に関して微分したものを0とおく。その結果を0とおくと、

$$V = \frac{V_A + V_B}{2} \quad (5)$$

(5) からわかるように、確率的パーチェス法により求められた各勘定金額は、A社が支配会社である場合にはそのことにもとづくパーチェス法が最適だと考え、またB社が支配会社となる場合はそのことを反映するパーチェス法とその結果 V_B がベストだと考える場合において、しかもそのどちらが支配会社になるかは分からない当該合併時点において、それら最適値からの平均誤差が最小となるような勘定数値である、と解釈できる。事後的な・パーチェス法下の・最適額への平均自乗誤差が最小となる勘定数値、この意味での最適パーチェス法金額として、私の確率的パーチェス法評価額は解釈できる。

最後に、会社合併時における「のれん」の処理に関して。これについては本稿では考察しないのであるが、多くの合併を新しい企業体の創設と見ないで、むしろ旧会社の経営者による利益引上げのための経営戦略と見る場合には、かかる企業結合により期間利益の引上げが達成されたかどうか1つの重要な評価基準である。この観点からは、合併により形成された「のれん」が、まだ減損したという証拠もないのに、毎期、期間費用として償却され、それにより合併後の期間利益が削減されるのは理不尽だ、と感じられるであろう。そしてその不満は正当ではないか、と私も信じる。この意味では、当該企業の株価の下落などのシグナルから、その「のれん」が減少したことが顕示されるのでない

限り「のれん」を非償却とするアメリカ的（および国際会計基準的）な会計処理には、妥当性があるように私は思うのである。

5 おわりに

企業会計とそこからの産出情報が社会的信頼を勝ち得るためには、経営活動に関する「表現上の忠実性」が必要である。企業の合併においては、伝統的な持分プーリング法は、巨額の投資を新株発行などの形で行って他企業を取得しながら、その投資のリアルな大きさを覆い隠すような、その被取得会社の古い帳簿価額を合併後会計帳簿に引き継ぐ会計処理がおこなわれてきた。これは、利害関係者の信頼を損なう結果となっている。

このようなところから、かかる問題の多い持分プーリング法に替わるものとして、パーチェス法（および場合によってはフレッシュ・スタート法）が提唱されてきた。2つ以上の同等な企業の合併に際しては、国際会計基準やアメリカ基準では、フレッシュ・スタート法が推奨されているかのごとくである。しかしその本格的な検討はなされていないようである。私見では、企業結合というものは期間利益の引上げのために経営者がおこなう1つの経営戦略であって、その事後成果を適切に評価されることを彼らは願っている。この見地からいうと、フレッシュ・スタート法はその戦略実施効果の判定の基礎となるべき取得原価主義を離れて、他企業の取得会社自身の会計として、その獲得したシナジー効果をあらわす自己のれんの発生を「のれん」に含める形で資産化し、それをまた将来維持すべき資本として処理することにより、合併の前後を通じての名目的資本維持をベースにした合併利得の計上・報告を妨げるのである。これは、経営成績の適切な報告という会計目的に反する結果となるのではなかろうか。

ゆえに、対等な企業の合併（merger of equals）に関しても、取得原価主義の

貫徹である「パーチェス法」がなんとか適用可能とされねばならない。このために私は、合併当事会社のいずれが取得会社あるいは被取得会社かは判別しがたいケースにおいて、それは各社が50%の確率で取得会社となるものと考えて、A社を取得会社とするパーチェス法の下での会計情報と、B社を取得会社とするパーチェス法の下での会計情報とを確率平均したものをもって合併会計処理とする方法を考案し、これを「確率的パーチェス法」と名づけた。AとBのいずれが取得会社か分からない状況を各社が0.5の確率で取得会社となるものとするのは論理的にも許されると思うし、また、対等合併であっても、やはり各社出身グループは合併後も支配的リーダーシップを狙って闘争を続け、いずれかのグループが支配を握るであろうと仮定すると、しかもどちらが支配権を得るかは等確率だと考えると、上のような、1/2で重み付けられた平均的なパーチェス法総合が正当化されるであろう。

この確率的パーチェス法により、フレッシュ・スタート法での会計処理の場合のような、シナジー効果の資本化による過小な結合後期間利益の計上を防ぐ点で、経営成績の報告としては優れているであろう、と思われる。やはり、企業会計の目的としては、単なる投資家への意思決定有用性を持った情報提供といった目的だけに特化するのではなくて、それと同時に、経営政策の事後成績を明らかにするという受託責任的報告目的にも配慮が払われるべきだと思われる。かかる複数目的の同時実現により、会計制度への総合的な信頼性が保持されうるであろう。

参考文献

Accounting Standards Committee (ASC), 1984, Accounting for Goodwill. Statement of Standard Accounting Practice No.22. London, UK : ASC

- Accounting Standards Board (ASB), 1997, Goodwill and Intangible Assets. Financial Reporting Standard No.10. London, UK : ASB
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) / Accounting Principles Board (APB), 1970, Business Combinations. APB Opinion No.16. New York : AICPA
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA) / Restatement and Revision of Accounting Research Bulletins, Accounting Research Bulletin (ARB), No.43. New York : AICPA, chap.5, para.9
- AICPA, 1970, Intangible Assets, APB Opinion No.17, New York : AICPA
- Ameen, P.D. / P.R. Bible, 2000, Financial Executives Institute at FASB business combinations hearing, February 10
- Ayers, B.C. / C.E. Lefanowicz / J.R. Robinson, 2002, Do firms purchase the pooling method? Review of Accounting Studies. VII, No.1, p.5-32
- Boegler, D. / W. Lewis, 1998, FASB may outlaw pooling of interest, Financial Times (April 28), p.8
- Bridis, T., 2000, Delay in change on merger rules sought in Congress, Wall Street Journal (October 4), A 4
- Catlett, G. / N.O. Olson, 1968, Accounting for Goodwill, Accounting Research Study No.10, New York : AICPA
- Cheney, G., 2000, Senators grill FASB on business combinations, Accounting Today (April 3), p.16
- Committee on Accounting Procedure, 1944, Accounting for Intangible Assets, Accounting Research Bulletin No.24, New York : AICPA, para.6
- Davis, M., 2000, Roiling the waters : Why the case for pooling-of-interests accounting is all wet, Barrons (October 23), p.73
- FASB, 1975, FASB Interpretation No.4, Applicability of FASB Statement No.2, 1997, Action Alert No.97-10 (March 22), Norwalk, CT : FASB

- FASB / Emerging Issues Task Force (EITF), 1998, Determining Whether a Nonmonetary Transaction Involves Receipt of Productive Assets or of a Business, EITF Issue No.98-3, Norwalk, CT : FASB
- FASB, 1998, Action Alert No.98-05 (February 4), Norwalk, CT : FASB
- FASB, 1999, Status Report (February 25), Norwalk, CT : FASB
- FASB, 1999, Business Combinations and Intangible Assets, Exposure Draft : Proposed Statement of Financial Accounting Standards (September 7), Norwalk, CT : FASB, paras.42 and 52
- FASB, 2000, Action Alert No.00-16 (May 3), Norwalk, CT : FASB
- FASB, 2001, Business Combinations, Statement of Financial Accounting Standards No.141, Norwalk, CT : FASB
- FASB, 2001, Goodwill and Intangible Assets, Statement of Financial Accounting Standards No.142, Norwalk, CT : FASB
- FASB, 2005, Business Combinations, a Replacement of FASB Statement No.141, Exposure Draft, Norwalk, CT : FASB, paras.40-41, A 27
- Federal Reserve Board (FRB), 1917, Uniform Accounting, Federal Reserve Bulletin, III, No.4, (April), Washington, D.C. : Government Printing Office, p.270-284
- Fink, R., 1999, Going with the flow : A new accounting proposal could change the way stocks are valued -but for better or worse?, CFO Magazine (October 10)
- G 4+1, 1998, Recommendations for Achieving Convergence on the Methods of Accounting for Business Combinations, FASB
- Golub, H., 2000, FASB plan would provide false accounts, Wall Street Journal (January 31), A 44
- Guerrero, K., 2000, FASB says ban on pooling is not quite a done deal, American Banker (March 3), p.2
- Granof, M.H. / S.A. Zeff, 2002, Unaccountable in Washington, The New York Times (January

23), A 19

Healy, P.M. / K.G. Palepu, 2003, The Fall of Enron, *Journal of Economic Perspectives* (Spring), p.3–26

Information Technology Association of America (ITAA), 1999, Pooling-of-interests Accounting and High Growth Economy Companies (December 7), Available at http://www.wallman.com/pdfs_etc/fasb.pdf

International Accounting Standards Board, 2006, International Financial Reporting Standard 3, Business Combinations, International Accounting Standards Committee Foundation, London

Johnson, L.T. / B.D. Yokley, 1997, Issues associated with the FASB Project on, Business Combinations, Norwalk, CT : FASB

Johnson L.T. / K.R. Petrone, 2000, Why did the board change its mind on goodwill amortization, *Viewpoints : FASB Status Report* (December 29), 8–10

Kripke, H., 1968, Comments by Project Advisory Committee Member, in: *Accounting for Goodwill*, Accounting Research Study No.10, by G.R. Catlett and N.O. Olson, New York : AICPA

Laub, P.M., 2001, FASB's rule on accounting for business combinations, *AFP Exchange* 4 (July /August), p.32–35

Leisenring, J.A., 1999, Continuing Professional Education Program : FASB Accounting Update, American Accounting Association Annual Meeting (August 15), San Diego, CA

Lys, T. / L. Vincent, 1995, An analysis of value destruction in AT & T's acquisition of NCR, *Journal of Financial Economics* 39 (October and November), p.353–378

MacDonald, E., 1997, Merger-accounting method under fire-FASB may end or restrict the pooling of interests used in most US deals, *Wall Street Journal* (April 15), A 2 ff

MacDonald, E., 1999, Accounting rule makers vote to end popular poolings of interest in mergers, *Wall Street Journal* (April 22), A 1 ff

- Norris, F., 2001, A new accounting rule may force unnecessary big baths, *The New York Times* (May 4), C 4
- Nurnberg, H. / J. Sweeney, 2007, Understanding Accounting for Business Combinations : An Instructional Resources, *Issues in Accounting Education*, American Accounting Association, Vol.22, No.2, p.255-284
- Roll, R., 1986, The hubris hypothesis of corporate takeovers, *Journal of Business* (April), p.197-216
- Spacek, L., 1964, The Treatment of Goodwill in the Corporate Balance Sheet, *The Journal of Accountancy* (February), p.35-40
- Sutton, M.H., 1996, Remarks : Current financial reporting issues : challenges and opportunities. American Accounting Association Annual Meeting (August 16).
- Tie, R., 1999, Special Report : The battle over pooling of interests, *The Journal of Accountancy* (November), p.14-16
- Weil, J., 2000, FASB backs down on goodwill-accounting rules, *Wall Street Journal* (December 7), A 2
- Wyatt, A.R., 1963, A Critical Study of Accounting for Business Combinations, *Accounting Research Study No.5*, New York : AICPA
- 菊谷正人, 2007 「企業結合会計基準の国際的収斂－国際財務報告基準第3号を中心に」『経営志林』第43号第4号 1月 法政大学経営学会
- 齊藤静樹, 2004 『逐条解説 企業結合会計基準』中央経済社

第6章 公正価値会計の意味

－ 概念の明確化と経済社会へのインパクト －

徳賀 芳弘

1 はじめに

近年、企業会計のより広範な領域における公正価値評価の適用範囲が拡張されつつある。現在のところ、金融資産・金融負債の公正価値評価に関して、米国財務会計基準審議会（FASB）や国際会計基準審議会（IASB）は、保有意図別混合評価を採用しているが、包括的公正価値評価（本稿では、金融商品のすべてを公正価値評価することを「包括的公正価値評価」という）を長期的な目標としている⁽¹⁾。また、IASB/FASBは、一部の非金融資産の公正価値評価も認めている。たとえば、IASB[2004]は一定の条件を備えたインタンジブルズに対しては、販売用であれば現在出口価値、自社利用であれば使用価値による評価を求めている（paras.38, 40）。今後、Mark to Modelによる現在出口価値推定値、並びにMark to Modelおよび／または経営者の主観的な見積もりによって推定される使用価値の適用領域が拡張されていく可能性がある。また、公正価値評価の適用範囲は対象に関してのみならず、認識時点に関しても（決算認

(1) IASB/FASBは、2005年10月の合同会議で、金融商品に関して3つの長期的な目標を設定している。目標の1つに「すべての金融商品が公正価値で評価され、実現損益と未実現損益が発生期間に〔損益として〕認識されること」（IASB[2005 b], p.5）があり、IASBとFASBは、金融商品に包括的公正価値会計の導入を目標とし、現在、審議を進めている（FASB[2007 a]）という。ただし、後に述べるように、IASBとFASBとの間にも市場の存在の有無や市場の状況の相違をどのように考えるかという点に関して温度差がある。

識のみならず当初認識にまで) 拡張される可能性もある。

今後、この方向で理論的整合性を追求していけば、オンバランス資産の全面的公正価値評価(本稿では、金融商品以外にも公正価値評価を拡張し、全ての資産・負債を公正価値評価する見解を「全面的公正価値評価」という)が要求される可能性がある。また、現在オフバランスの自己創設のれんについても公正価値で評価した上で、オンバランスすることを求める完全な公正価値会計(純資産簿価モデル)へと向かう可能性もある⁽²⁾。

本稿の目的は、公正価値会計が会計測定値の硬度やボラティリティに与える影響、経営者の経営行動に与える影響、および資本市場やマクロ経済に与える影響を推定して、問題提起を行うことである。近年、S. H. Penma, Watts, R. Ball および J. S. Demski といった、これまで世界の会計研究をリードしてきた研究者達が現在の会計基準が進んでいる方向を憂えて批判を展開しているが(Penman[2006], Ball[2006], Watts[2006]および Christensen and Demski[2003]を参照せよ)、本稿も問題意識の多くを彼らと共有している。

本稿の特徴の1つは、公正価値概念の明確化に紙幅を費やしている点であろう。公正価値とは何か、公正価値会計とは何かについて明確にしないまま(多数の解釈を残したまま)で、それらの影響を論ずることは議論を混乱させるだけであるからである。

本稿のもう1つの特徴は、2つの典型的な理論モデルの比較を単純な計算例を用いて説明していることである。現在のところ採用されていないが、公正価値の適用拡張が論理的に行き着くはずの完全な公正価値会計のモデルとして純資産簿価モデルをとりあげ、伝統的な会計利益モデルとこの純資産簿価モ

(2) 山田[2008]によれば、最近(2008年8月31日現在)のIASBは、ストックの価値評価を徹底するという姿勢を後退させているようである。純利益の非表示要求を撤回し、収益認識でも実質的に期間配分概念が織り込まれている「顧客対価モデル」を採用しようとしている。また、連結財務諸表に関しても全部のれん方式以外に部分のれん方式も容認している。

ルとを対置させて考察を行っている。このような対置を行なう趣旨は、典型例の比較が両者の相違を最も明確な形で浮き彫りにするからである。

なお、基本的には資産評価を念頭において論じているが、負債評価と結びついた問題も存在するため、必要な場合には負債の評価問題にも触れることにしたい。

2 概念の明確化 ー公正価値ー

公正価値 (fair value) という概念について、一般に (国際的に) 受け入れられた一つの定義が存在している訳ではない。公正価値がいずれも将来キャッシュフロー (過去キャッシュフローではなく) の現在価値 (推定値) であるという点では各定義に共通しているようであるが、価格が成立する市場の種類 (販売市場または購買市場) と状態 (取引コスト、裁定機能、および流動性における相違)、および、将来キャッシュフローを推定する主体が市場参加者 (または取引参加者) か経営者かに関して、複数の解釈がありうるであろう。たとえば、競争的販売市場で決まる価格に限定するという最狭義のものから、将来キャッシュフローや割引率の推定者が誰であるかを問わず、DCF (discounted cash flow) の推定が合理的になされていればその推定値を公正価値とする最広義のものまでありうる。ここでは、さしあたり、FASB の議論の方向に沿って、売却によってキャッシュフローを獲得する対象については、競争的販売市場で決まる価格および競争的販売市場を理論的に想定した場合に決定される価格を、他方、使用または保有によってキャッシュフローを獲得する対象については、経営者の DCF についての最善の見積もり値を想定して議論を進めたい。

本節では、現在理論的に混乱した状況にあると思われる公正価値概念に関する議論の整理を試みる。ただし、本節の目的は、あるべき「公正価値」概念の追究ではなく、今後の議論のために概念の明確化を行っておくことである。

(1) 出口価値と入口価値

一般的に、市場における参加者の間で将来キャッシュフローに関する期待は異なるが、裁定取引が行われて一定の価額に収斂する。ただし、市場裁定が機能するのは、完全・完備でなくとも競争的市場に限られる。

市場価値には、購買市場での価値と販売市場での価値が存在するが、購買市場での価格は入口価値 (entry value)、販売市場での価格は出口価値 (exit value) と言われている。入口価値は測定日に対象資産を購入すれば支払う価額であり、入口価値の例として再調達原価 (replacement cost) を挙げることができる。他方、出口価値は測定日に対象資産を売却すれば受け取る価額であり、出口価値の例として売却市場での価額から見積販売経費を控除した正味実現可能価額 (net realizable value) を挙げることができる。

取引コストがなく、かつ瞬時に裁定機能が働く (直ちに保有量が市場で吸収される流動性の高い市場であるならば)、同じく市場価格である売却側の出口価値と購買側の入口価値は近似する。しかし、実際には、取引コストが発生し、瞬時に裁定が行われるレベルの流動性がある市場は少ないので、一般に、出口価値と入口価値とは相違する。

FASB[2006]が公正価値を入口価値ではなく出口価値と捉えているのは、「[現在] 出口価値が、資産に関連する将来のキャッシュ・インフローと負債に関連する将来のキャッシュ・アウトフローについての市場参加者の視点からみた現在の期待を表している」(para.C 26) からである⁽³⁾。つまり、FASB[2006]は、「ストック・ベースで」企業の経済価値を推定するためには、当該企業へのキャッシュ・インフローの源泉としての (オフバランスのインタンジブルズも含めた) 資産とキャッシュ・アウトフローの源泉としての負債の価値を推定するこ

(3) IASB は、これまでの公表物を見る限り、公正価値が出口価値なのか入口価値なのかを明確にしていないが、出口価値を公正価値とみなす方向で検討中という。詳細は、草野[2008]を参照せよ。

とが必要と考えているのである。

(2) 取得価額と公正価値

取得価額は、取引時点の公正価値を表しているという見解もあるが、どうであろうか。

資産に関する将来キャッシュフローは売却または使用（保有）を通じて発現するため、測定時点において推定された将来キャッシュフローの現在価値は、対象資産に期待される経済価値に相当する。取得価額は、測定時点ではなく取引時点において推定された将来キャッシュフローの現在価値が将来にわたって維持される。換言すれば、取得原価は、測定時点を取引時点に限定している点で特殊である。取引が一定の条件を満たせば、取引時点における公正価値と見てよいように見える。しかし、注意すべきは、取得価額は取引時点の入口価値であって出口価値ではない。前述したように、売却によってキャッシュフローを獲得する資産の公正価値を現在出口価値と規定するならば、取得価額は取引時点においても公正価値とはいえない。取引コストがなく、瞬時に裁定機能が働き、流動性も高い市場ならば、現在入口価値と現在出口価値とは近似するが、そのような市場は特殊であろう。むしろ、非金融資産に関しては現在入口価値と現在出口価値の相違が存在することが前提とされており、棚卸資産のような資産では現在入口価値と現在出口価値との差額こそが取引の動機となっている。

競争的な市場で取引されている金融商品であれば、取得価額は取引時点における公正価値（入口価値≒出口価値であるから）と見てよいであろう。しかし、そのような一定の条件下で取引された金融商品の取得価額に関しても、取得時の購入者の期待（将来キャッシュフローの金額・時期・リスク等）はその後の時間の経過と共に変化し、キャッシュフローの発現時期が近づくにつれて当該推定値に伴うリスクおよび不確実性⁽⁴⁾が減少するため、将来キャッシュ

ロー測定値の精度が増すと共に、将来キャッシュフローが過去のキャッシュフローへと変化する。つまり、現在入口価値が過去入口価値へと変化する。したがって、取得価額＝公正価値の関係は取得時点においてのみ成立することになる。

ここで、公正価値の要件として、当該測定値に関する将来キャッシュフローと割引率の両方について継続的な再評価が行われること（取得価額は公正価値ではないこと）を確認しておきたい⁽⁵⁾。

(3) 競争的市場の存在の有無 — 「Mark to Market」と「Mark to Model」—

FASB[2006]は公正価値（現在出口価値）が入手される市場の状態に関して、以下のように公正価値の3つの階層構造を提示している（paras.22-30）。

レベル1 測定対象と同一の資産または負債について裁定機能が働き、流動性の高い市場（以後、競争的市場という）が存在する場合

レベル1とは、測定日において報告企業が参加可能である、測定対象と同一の資産または負債について活発な市場における（未修正の）引合価格（quoted price）が入手可能な場合をいう。

1つの資産または負債について複数の市場が存在する場合には、売手と買手双方で活発な引き合いがあり（市場の裁定機能が高く）、常時相当数の取引が成立する（流動性も高い）市場における価格が優先されるという。

(4) Knight[1959]によれば、過去のデータなどを用いて将来起こることが予測される場合にはリスクという用語を用い、何が起こるのかさえ予測できない場合には不確実性（先験的にも統計的にも確率を与えることが出来ない状態）という用語を用いる。本稿でもこの区別に従っている。

(5) したがって、取得原価に内在する割引率を変更することなく継続的に適用した償却原価は、取得時点の貨幣の時間価値を反映した利息要素の期間配分の途中にある金額であり、公正価値ではない。詳しくは、吉田[2006]を参照せよ。

レベル2 測定対象と同一の資産または負債について競争的ではない市場が存在する場合、または測定対象と類似物の市場が存在する場合

レベル2とは、報告企業から独立した情報源から入手した市場データに基づき、直接的または間接的に市場参加者が測定対象となる資産または負債の測定を行う際に用いる仮定を反映した測定値（レベル1での引合価格以外のもの）が入手可能な場合をいう。例えば、競争的でない市場での市場価格、測定対象の同一物について市場価格は存在しないが類似物について市場が存在する場合の類似物の市場価格が入手可能な場合をいう。

レベル3 理論上で競争的市場を想定した際の推定価格を算定可能な場合

市場から価格決定に必要な情報が入手できない場合には、可能な限りでの最善の情報に基づき、理論的に競争的な市場を仮定して（理論モデルを用いて）見積もられた測定値を用いる。測定モデルの前提条件（経営者が決定する）と実際の市場環境との適応度合いが高いものを優先的に採用する。

FASB[2006]（SFAS 157）は、公正価値を「測定日における市場参加者間の秩序ある取引の中で、ある資産を売却することで受け取るであろう価格、あるいはある負債を引き受けてもらうことで支払うであろう価格」（para.6）と定義しており、市場での取引を想定し、現在出口価値を基本としている。これらの点にFASBの公正価値に対する一貫した見解をみることができる。

他方、IASB[2006]は、公正価値を「知識ある、自発的な当事者が第三者間の取引条件で資産を交換する、または負債を決済する時の金額」と定義しており、アームズレングス関係にある両当事者間での相対取引を想定している。この定義は当然に競争的な市場における市場価格をその特殊な一部として含んでいるが、市場での決定に限定しておらず、また、現在出口価値に限定もしていない点で、FASBの定義と相違している。ただし、2008年4月のIASBとFASBと

の合同会議で合意された MOU 項目に関する 2011 年までの検討方針案によると、大筋で SFAS 157 の考え（現在出口価値、市場参加者の視点、最有効利用および主要市場の採用）を継承することが合意されている（詳しくは、山田[2008]を参照せよ）。

以下においては、理論的な検討を行うために、取引において十分な裁定機能が働きかつ流動性が高い市場において決定される価格、または類似の条件を理論的に想定した際に推定される価格のいずれでもない、競争的でない市場において決定された価格を公正価値概念より排除しておきたい⁽⁶⁾。その結果、売却によってキャッシュフローを獲得する測定対象に関する公正価値を、取引において十分な裁定機能が働きかつ流動性が高い市場において決定される、または類似の条件を理論的に想定した際に推定される価格に限定し、使用または保有によってキャッシュフローを獲得する測定対象に関する公正価値を使用価値として考察を行うことになる。

(4) 市場価値と使用価値 ー誰の期待が反映された価値かー

現在出口価値も使用価値も将来キャッシュフローの現在価値であるという点では同じであるが、将来キャッシュフローの見積もりや割引率の選択に誰の期待が反映されるかという点に大きな相違がある。

流通市場で成立する価格である現在出口価値は、市場参加者が最終的に合意した値であるため、将来キャッシュフローの金額、時期、およびリスクについての市場参加者の加重平均的な期待が反映される。

(6) 競争的でない市場における価格決定の究極の形は、相対取引における価格決定であろう。相対取引においては、理論上、両当事者が測定対象から得られる将来キャッシュフローを割り引いて価格を決定する。このような市場では、多数が参加する競争的環境下での裁定機能は期待できないため、将来キャッシュフローおよびリスク（割引率）に関する見積もりに市場参加者個人によるバイアスが相対的に大きく入ることになる。

他方、使用価値は非金融資産の使用から得られる将来キャッシュフローを測定時点の割引率で割り引いた現在価値であり、この将来キャッシュフローについての期待は経営者によってなされる。非金融資産の使用方法については個々の経営者に固有の、経験、能力、ノウハウ等が反映されるため、同一のものであっても、異なる経営者間で将来キャッシュフローの金額、時期、およびリスク（および不確実性）についての期待は相違し、その結果、使用価値も相違する。期待形成の主体が相違することから、一般に、同一物に関する測定値であっても将来キャッシュフローに対する経営者の期待形成と市場の期待形成は相違するし、使用価値の場合には経営者毎に相違する（一般に、一定の数値に収斂することはない）。

売却によってキャッシュフローを得るものには出口価値、使用によってキャッシュフローを得るものには使用価値という測定対象のア・プリオリな区別をしないで考えてみると、同一財に対する出口価値と使用価値が同額となる状態とは、経営者固有の情報が存在しないだけでなく、経営者が市場の期待形成と同じ方法で期待形成を行う場合である⁽⁷⁾。しかし、そのような状況は一般には成立しえない。なぜならば、経営者は、自らの過去の経験に基づく個人的な経営技法・能力を生かし、当該資産と他の経営資源（人的資源を含む）とのシナジー効果等を織り込んで使用価値を推定する。別の言い方をすれば、測定対象の独自性や固有性が高まるほど、使用価値の測定は経営者の主観的判断に

(7) FASB [2000]は、両者の期待が相違する要因として、次のものをあげている（〔 〕内は徳賀が追加）。

- ① [経営者が当該資産または負債について] 市場の期待する方法と異なる使用法・処分方法を想定している場合。
- ② [経営者が、] リスクを移転することなく、自ら進んでリスクを引き受けて管理する場合。
- ③ 他社では利用できない、免税等の特別優遇措置を受けられる場合 [このことを市場が知らない場合]。
- ④ [経営者が、] 他者の見通しと異なる将来キャッシュフローを生み出す企業機密を有している場合。
- ⑤ 経営者が、内部利用を通じて、市場価格とは異なる価格で費消する場合。（para.32）

よらざるを得ないのである。

さらに言えば、経営者が投資対象となる（使用または保有によってキャッシュフローを獲得する）財を現在入口価値（≡現在出口価値）で購入するのは、投資額を越える回収額があることを見込んでいるからであり、換言すれば、使用価値が現在入口価値（≡現在出口価値）を超えると期待するから投資が行われる。この場合の使用価値と現在入口価値の差額は、市場の平均的期待と異なる経営者固有の期待に基づく自己創設のれんの価値である。しかも、使用価値への自己創設のれんの反映のされ方は、測定対象となる資産グループの組み方によって変化する。資産の組み合わせによるシナジー効果の測定およびオフバランスの人的資産やインタangibleとのシナジーに差が出るからである（後に詳述する）。

なお、FASB[1990]は、FASB[2006]と同様に、公正価値について市場での取引であることに拘りを見せているが、経営者の見積もりによる現在価値（DCF）を、市場で直接的に価格を観察できない場合の代替的測定値（paras.130–135）と位置づけていた。しかし、市場価値と使用価値とに相違があることが本来の姿であるとする、売却によってキャッシュフローを得る資産について、市場が存在しない場合に現在出口価値の代替的測定値として使用価値を用いることも（詳しくは、吉田[2006]を参照せよ）、使用価値の推定が困難な場合に現在出口価値をその代替的測定値として用いることも理論的に正しくない。

前述の市場参加者を想定した公正価値概念に使用価値を加えて整理してみると、広義の公正価値は表1のようになる。

なお、資産を、外形基準ではなく実質基準に基づいて金融資産と非金融資産に分類した場合、すなわち、誰が保有しても同じキャッシュフローをその測定値の近似値で直ちに実現できる（理論上、のれん価値が含まれていない）資産を金融資産とし、それ以外の資産を非金融資産とした場合、金融資産に関する現在出口価値と使用価値は同額（近似値）となる。他方、非金融資産について

表1 広義の公正価値概念（資産について）

公正価値の分類	測定対象の分類	取引される市場	測定に期待を反映する主体	測定手段
現在出口価値① (current exit value)	売却によってキャッシュフローを獲得する項目	競争的市場	市場参加者	Mark to Market
現在出口価値② (同上)	同上	擬制的競争市場	競争的市場を理論的に想定する際の前提条件は経営者が決定	Mark to Model
使用価値 (value-in-use)	使用によってキャッシュフローを獲得する項目	競争的市場なし	経営者	経営者による見積もり

はのれん価値の推定に関する市場と経営者の期待形成が相違するため、両者の推定値は異なる。

前述の、売却によってキャッシュフローを獲得する測定対象には現在出口価値を、使用によってキャッシュフローを獲得する測定対象（保有も売却ではないので使用に含める）には使用価値を測定属性として使用するという見解と、金融・非金融という区別とを総合すると表2のようになる⁽⁸⁾。

表2 公正価値の適用モデル

	売却によってキャッシュフローを獲得	使用（または保有）によってキャッシュフローを獲得
金融資産	A（例：売買目的有価証券） 現在出口価値①	B（例：満期保有債券） 使用価値＝現在出口価値①
非金融資産	C（例：棚卸資産） 現在出口価値①または②	D（例：有形固定資産） 使用価値

(8) 誤解のないように述べておくと、表2は公正価値評価を現在のオンバランス資産に適用するとすればどのような例を示しているに過ぎず、このように測定すべきかどうかを論じているわけではない。

3 整合性追求の帰結としての公正価値会計

本節では、現在進行中の包括的公正価値評価の方向で理論的な整合性を追求していけば理論的帰結の1つが全面的公正価値評価であることを述べることにする。

(1) 金融資産の原価評価に対する批判

FASB 及び IASC の概念フレームワークにおける資産・負債の定義を出発点とする限り、彼らの会計モデルにおけるストックの価値認識の重視は明確である。この概念レベルの問題（価値の認識）を公正価値評価という形で会計基準に展開させた切っ掛けは、理論上の整合性の追究ではなく、有価証券の原価評価（低価評価）における利益操作の可能性、すなわち保有損益の未実現・実現の操作によって経営者が公表利益（実現利益）を容易に増減できることに対する批判であった。

当該批判に対して、金融商品の公正価値評価が検討されることになる。IASC / CICA[1997]は、金融資産の包括的公正価値評価のみならず金融負債の公正価値評価も要求した。しかし、多数の批判を受けて、IASC は、金融商品を保有する際に経営者の意図に基づいて異なる測定ルールが適用される保有意図別混合評価へと妥協し、IASC[1998]（IAS 39『金融商品：認識と測定』）が公表された。この保有意図別混合評価の目指したものは、[のれん価値を有さず]売却によってキャッシュフローを獲得する金融商品は現在出口価値で評価するということであった。

(2) 保有意図別混合評価に対する批判

保有意図別混合評価には、既に IASC / CICA[1997] が指摘していたように、

経営者の意図によって測定属性が使い分けられ、同一物の測定値が相違すること、および「意図の変更による」益出し操作が容易であること（chap.1, paras. 4.15–4.16）といった、原価評価に対する批判で指摘された問題と同次元（基準適用上）の問題があるばかりでなく、関連する金融資産（公正価値）と金融負債（償却原価）との間で損益認識時点についての不一致が生じる（chap.1, paras. 4.15–4.16）という問題（ヘッジの成果が不明となる問題）がある。

経営者の意図に関する基準適用上の問題に関しては、適用の厳格化といった対応が考えられるが、損益認識時点の不一致には根本的な解決が必要であろう。解決策としては、①金融資産の評価差額を実現するまで当期の損益とせずに資本の独立項目として認識（資本直入）する、②ヘッジ会計を適用して当該評価差額を負債（繰延収益）として繰り延べる、および③金融資産と関連している金融負債については公正価値評価するという3つの方法が考えられるが、いずれの方法もさらなる問題を抱えることになる。

まず、①の方法は資本のボラティリティを高めるという実践上の問題以外に理論上ではダーティ・サープラス問題が発生する。②のヘッジ会計の適用については、「ヘッジするリスクを事前に指定し、決算の度にヘッジの有効性を分析する必要があるので、会計処理が複雑になる」（草野[2008]）という実践上の問題以外に、負債性を有さない繰延収益を負債として計上するという理論上の問題にぶつかる。さらに、③は、（金融資産と金融負債とがナチュラル・ヘッジの関係にある場合には）金融資産と関連する金融負債を他の金融負債と区別する方法を提示する困難さという基準作成上の壁にぶつかることになる。

(3) 負債の公正価値評価とダウングレーディング・パラドクス

IASB/FASB が選択しようとしている解決策は、金融資産・金融負債の包括的公正価値評価である。ところが、負債を公正価値で評価すれば、負債の「ダウングレーディング・パラドクス」とよばれる問題（以後、「パラドクス」と

略称する)が発生する。債務者の信用状態が悪化すると債務の公正価値が小さくなるので評価益が計上され、信用状態が改善すると公正価値が大きくなるので評価損が計上される(例えば、債券格付けが下がれば評価益が発生する)という現象である。債権者から見れば、与信先のデフォルト・リスクが高くなれば、債権の価値は当然下がるので、価値認識という視点からすれば減価は自然なものとなるが、債務者からみれば自分で自分の債務について債務免除を認めることになるため社会通念上は受け入れられていない。

信用リスクの上昇によって負債の評価益が発生することへの理論的な説明は以下の通りである。ある債務者企業の業績が悪化して当該企業の経済価値が負債の償還義務額を下回る可能性が出てくると、株主が債権者に対して権利行使価格(負債の償還義務額)以下の価値(信用リスクの増加によって減価した債務の金額)を押しつけること(債務の一部踏み倒し)によって、株主が債権者に「転嫁したリスク分だけ評価益が発生」(岩村[2005], pp.104-105)するのである。言い換えれば、「企業の信用状態の悪化から生じる負債の公正価値の減少は、債権者から株主への富の移転を意味する」(Barth and Landsman[1995], p.104, Bradbury[2000], p.23)のである。しかし、負債の評価益が発生するすべてのケースで債権者から株主への富の移転が生ずるわけではない。

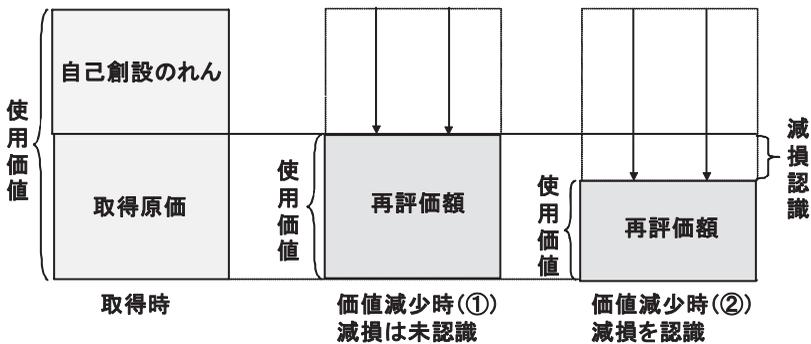
この「パラドクス」には、負債の評価益が a. 実際に発生しているもの(「真のパラドクス」という)と、b. 見かけ上発生しているもの(以後、「見かけ上のパラドクス」という)の2通りがある。

まず、「真のパラドクス」は、デフォルト・リスクの上昇によって金融負債に発生した評価益と対応する評価減(減損)が、この非金融資産ののれん価値部分(取得価額を超える使用価値部分)に発生する損失である場合とオフバランスのインタンジブルスの損失である場合⁹⁾である。オンバランスの非金融資産に関して、図1で説明すれば、取得時の使用価値から使用価値が取得原価に向かう過程でデフォルト・リスクが高まった場合である。この場合には、オフ

バランス部分に発生した損失であるので会計上で損失が認識されず、他方、当該金融負債の評価益のみが認識されるため、純額でパラドクスが発生する。これが「真のパラドクス」であり、上述の債権者から株主への富の移転が発生するのはこのようなケースである。「真のパラドクス」は、企業の業績が急速に悪化している時に業績の悪化を帳消しにする形で発生するため、当該企業の業績に関する深刻なミスリーディングをもたらすであろう。

他方、「見かけ上のパラドクス」とは、一見、負債の評価益が発生しているように見えるが、実は、それに見合う評価損が資産の側に発生していて評価益を相殺している場合であり⁽⁹⁾、債権者から株主への富の移転は生じない。例えば、デフォルト・リスクの上昇によって金融負債に発生した評価益が非金融資産（金融資産は定義上保有者の状態によって価値を変えないものであるから）における減損損失によって相殺されるような場合であり、図1の非金融資産の使用価値が取得価額まで下がった状態である①から減損損失の認識に向かう過

図1 非金融資産の使用価値変化と「パラドクス」との関係



(9) JWGSS[2000]も、「企業の信用状態の変化は、現行の会計基準の下で通常記録されない自己創設の無形資産の変動を反映する」(para.4.57)と指摘している。

(10) JWGSS[2000]も、「企業の負債に係る信用状態の変化のみを記録し、未認識の〔自己創設の〕無形資産の変動による潜在的な相殺の影響を報告しないのであれば、根本的な矛盾が生じる」(para.4.57)と指摘している。

程でデフォルト・リスクが高まった場合をいう。

金融負債の公正価値評価によって発生する「真のパラドクス」を解消するには、非金融資産を公正価値評価するだけではなく、オフバランスのインタンジブルズを公正価値でオンバランスする必要がある。このように、全面的公正価値会計は、金融資産のすべてを公正価値評価することを出発点として論理整合性を追求した結果の1つであることが分かる。ただし、金融資産の保有意図別混合評価を採用して、それを純資産簿価モデルへの過渡的な形態と位置づけるのではなく、フローの配分重視の会計利益モデルの修正版（ストック価値のリアリティを回復するための修正）と位置づけるとすれば、この方向への変化は論理的な必然ではない。

4 会計利益モデル

(1) 投資者に企業の経済価値を推定させる会計利益モデル

これまで国の内外で、収益費用観（Revenue/Expense View）または当該会計観に基づくアプローチである収益費用アプローチ（Revenue/Expense Approach）対資産負債観（Asset/Liability View）または当該会計観に基づくアプローチである資産負債アプローチ（Asset/Liability Approach）という形で対置がなされ⁽¹¹⁾、詳細な検討が行われてきた⁽¹²⁾。しかし、資産負債アプローチが取

(11) 例えば、徳賀[2005]に示されているように、両者は同一平面上で議論できるような対立の位置にない（「ねじれの位置」という関係にある）。例えば、両利益観の起源は、一方（収益費用観）が実務からの帰納であるのに対して、資産負債観が純資産簿価モデルを意味するとすれば他方（資産負債観）は経済学からの演繹である。つまり、実務における便宜性において両者を対置して議論されてはいないし、経済学の土俵上で両者が比較されているわけでもない。ただし、当該会計観が登場してくる経路に縛られることなく、比較に必要な範囲で抽象化した両モデルを同一平面上で比較することは可能であり、ここではそれを行っている。

(12) 例えば、FASB[1976]（津守監訳[1997]）は、両者を対置して比較検討を行っている。日本では、両者の比較整理を行った研究は多いが、さしあたり、徳賀[2002 b]を参照せよ。

益費用アプローチにおけるフロー数値のリアリティの回復のために、一部のストックを公正価値で評価して、評価差額を期間損益に反映するもの（会計利益モデルの一種）を意味しているのか、ストックの価値評価を推し進めて純資産簿価によって企業の経済価値を示す純資産簿価モデルを意味しているのかは必ずしも明確にされないままで議論がなされてきた⁽¹³⁾。しかし、資産負債アプローチが包括利益を算定させることを目的としているとすれば、当該アプローチも会計利益モデルとってよいであろう⁽¹⁴⁾。その場合には、前述したようにより典型的なモデルを比較する方が相違点を明確にするので、全面公正価値評価と整合的な純資産簿価モデルとを対置させて比較すべきは、収益費用アプローチとなる。ここでは、会計利益モデルと純資産簿価モデルとの対置を目的としているので、収益費用アプローチという言葉ではなく、フローの配分を重視する会計利益モデル（以後、会計利益モデルと略称する）という言葉を用いることとする。

会計利益モデルにおいては、企業の達成した成果としての収益とそれを達成するために費やされた努力（犠牲）としての費用が、期間的に「対応」させられることによって、その差額としての利益が算定される。仕入れた財貨または

(13) 辻山[2007]は、資産負債アプローチは、本来、収益費用アプローチの欠陥を補うためのものとの理解を示している（詳しくは、pp.34-35を参照せよ）。その解釈に基づけば、収益費用アプローチも資産負債アプローチも会計利益モデル（フロー・ベース）にカテゴライズされるべきものであり、それぞれが想定している利益概念が相違している（純利益と包括利益）に過ぎないと解釈できる。

ストックの価値評価を重視する「会計利益モデル」は、ストックの価値を追究しながらフローの会計利益の情報価値も尊重するという混合属性モデルとなるが、企業価値評価に「残余利益モデル」を想定すれば、純資産簿価と会計利益とのウェイトの違いは重要ではない。

(14) Penman[2006]も、現行の会計基準は、部分的に公正価値評価を適用して取得原価会計の修正を行っているに過ぎず、パラダイムシフトとは言えないと述べている（p.3）。Penman[2006]によれば、純資産簿価が経営者の推定する当該企業の経済価値を示すモデルこそが純資産簿価モデルであり、このモデルが制度的に採用されれば、会計におけるパラダイム・シフトが起こったというる、としている。筆者も Penman[2006]と同様の見解を採用している。

提供されたサービスは、その対価として支払われるキャッシュ・アウトフローをもって「期間限定されない費用」（高寺[1999], 20 頁）として認識され、販売した財貨または提供したサービスは、その代価として受け取られるキャッシュ・インフローをもって「期間限定されない収益」（高寺[1999], 20 頁）として認識される。原初的認識において認識された取引フローは、決算認識において成果（実現収益）と努力（発生費用）の「対応」という形で当該期間に帰属させられる。収益費用の原初的認識においては、過去・現在・未来における現金収支の金額によって記帳がなされるため、収益費用の期間帰属は、現金収支の時点と関係ないが、収益費用の測定は、過去・現在・将来にわたる現金収支に枠付けられている（井上[1997], 29 頁）。資産・負債のストックは、取引フローの原初的認識の残高と、決算認識において期間利益計算から除外された収益・費用の見越額・繰延額とによって構成される。資産及び負債の概念があつて、資産及び負債として認識されているのではなく、「対応」から外れたものがストックとされているのである。

会計利益モデルにおいては、利益は企業または経営者の経常的、正常的、長期的な業績指標、成果指標または利益稼得能力の測定値であるということを前提としている。したがって、経常的または正常的な企業業績を、非経常的、単発的、偶発的に発生する事象の財務的影響によって歪曲させないために、それらの事象の財務的影響を複数期間に配分し平準化することが求められる（FASB[1976], para.66）。投資者はこの平準化された会計利益に基づいて、当該企業の将来キャッシュフローを推定し、当該企業の（主観のれん価値を含む）経済価値の推定を行う。歴史的にみると、当該モデルは、1920 年代の経営者による恣意的資産再評価実務への反省（詳しくは、津守[1981]および斎藤[1984]を参照せよ）を踏まえて、1930 年代に米国で形成されたものである。株主価値は企業財産の評価額ではなく、中長期的な収益力であるとの信念に依拠している（Chatfield[1974], p.238）。この会計利益モデルは長い間、先進諸国の

会計基準の理論的な基礎となり、1980年代まで支配的な地位を保ってきたが、近年、配分や対応における経営者の裁量の余地が機会主義的な会計操作に使われること（当該裁量の余地は、経営者の最善の期待を反映するためにも用いられているのであるが）、直接に経済価値の変化を示さないこと、時間の経過と共に情報内容が陳腐化すること、経済学上の利益概念（ここではヒクシヤンの所得概念）と適合しないこと（Penman[2006], p.2）等を理由に、国際的な支持を失いつつある。

公正価値会計には経営者の期待（予測）が反映されるが、フローの配分を重視する伝統的な会計利益モデル（以後、会計利益モデルという）においては事実が反映されるとの見解がある。しかし、いずれの会計モデルにおいても経営者の期待は反映される。両者の違いは経営者の期待が反映される程度と反映のされ方（反映における制限）である。本節では、会計利益モデルにおける経営者の期待の反映のされ方を明確にするための試みを行う。

(2) 設例

会計利益モデルにおける経営者の期待の反映について、以下の設例を用いて検討してみたい。

鉄鋼企業の溶鉱炉（取得原価 100 億円、耐用年数 10 年、残存価額 0 円とする）の減価償却を行う。ただし、5 年目に溶鉱炉の内張の張り替え（25 億円）をしなければならない。会計処理の代替案（処理の是非、現行制度との関係は問わないこととする）は以下の①～④であり、他との比較の目的で示している①を除いて、それらの選択は経営者の今後 10 年間の将来キャッシュフローへの期待に依存して変化するとする。

①キャッシュフローをそのまま収益・費用として会計利益を算定するケース

- ②溶鉱炉の内張に対して修繕引当金を設定するケース（経営者は前半に収入が大きく、後半に小さくなると期待）
- ③修繕費を資産として繰り延べるケース（経営者は前半に収入が小さく、後半に大きくなると期待）
- ④内張を別の資産として減価償却するケース（経営者は、溶鉱炉使用期間にわたって収入が安定していると期待）

①費用配分をしないケース

	1 期 首	1 期 末	2 期 末	3 期 末	4 期 末	5 期 末	6 期 末	7 期 末	8 期 末	9 期 末	10 期 末	合 計
CF (支出)	100					25						125
費用の合計	100	0	0	0	25	0	0	0	0	0	0	125
収益 (収入)		20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	200
純利益		-80	20	20	20	-5	20	20	20	20	20	75

固定資産投資の費用配分をしないケースでは、投資を行った期間の末に80億円の純損失が発生する。また、溶鉱炉の内張を行った期間の末に5億円の純損失が発生する。

②修繕支出を過去に配分する（修繕引当金を設定する）ケース

	1 期 首	1 期 末	2 期 末	3 期 末	4 期 末	5 期 末	6 期 末	7 期 末	8 期 末	9 期 末	10 期 末	合 計
CF (支出)		100				25						125
溶 鉱 炉		100										100
減価償却費		10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	100
修 繕 費			5	5	5	5	5					25
修繕引当金			5	5	5	5	5					25
費用の合計		15	15	15	15	15	10	10	10	10	10	125
収益 (収入)		23	23	23	23	23	17	17	17	17	17	200
純利益		8	8	8	8	8	7	7	7	7	7	75

修繕支出を過去に配分するというのは、将来の修繕支出を見積もって支出までの期間にわたって分割して費用計上する（修繕引当金を設定する）ことであ

溶鉱炉の内張を独立の資産とするというのは、溶鉱炉と溶鉱炉の内張とを別の資産として計上し、溶鉱炉も内張も減価償却費の計上という形で費用配分することであり、経営者は溶鉱炉の使用期間（10年間）にわたって収入が安定していると期待しているので、修繕費の配分が均等になるようにして平準化を図っている。

以上の設例からフローの配分を重視する会計の特徴、および論点が浮き彫りになってくる。紙幅の関係からそのすべてを論ずる事はできないため、主要な点のみを指摘しておきたい。

(3) 経営者の期待反映の方法と制約

まず、フロー重視の会計利益モデルでは、経営者の期待はキャッシュフローの期間配分という形で会計数値に反映されている。この溶鉱炉が10年間で取り替えられなければならないこと（内張は5年）、その間の将来収益がどうかなど、経営者の過去の経験に基づく計画と期待を反映している。経営者は自らの期待と計画（固有の情報）に基づいて、当該溶鉱炉使用期間の会計利益を平準化しようとする。会計利益は平準化されることによって、どの1期間のものをとっても10年間の将来利益の合計額を推定させるものとなる。換言すれば、平準化された1会計期間の利益数値は、「恒久流列（permanent stream）の代理変数となりうる」（大日方[2007], 204頁）。その結果、ボラティリティの小さい平準化利益は、利害調整にとって有用なばかりでなく、投資意思決定にとっても有用なものとなる。

しかし、経営者が配分操作を用いて利益を平準化させ、有用な会計利益数値を算定しようということは、経営者が配分操作を用いて機会主義的な行動を採る可能性もあるということである。キャッシュフローの配分方法とそれらの組み合わせは無数にあり、経営者は自由に自分の目標とする利益数値を算定可能だからである。

もちろん、この期待反映には制約が伴っている。まず、会計基準といった制度によって無数にある配分方法の中から一定数の会計方法のみが制度的に使用を許されている。時には、事前に決められた方法で配分を行うという規則性も要求される。一旦採用された方法を正当な理由もなく変更できないという継続性も制度的な制約となりうる。しかし、重要なのは、前述したように、キャッシュフローの配分においては対価（現金収支）が外枠となり、認識される総額を制限している点であろう。

経営者の裁量の両刃性について、以下で少し掘り下げて考えてみたい。

(4) 経営者の裁量の両刃性

一般に、経営者は資本市場参加者よりも多くの情報を有しており（経営者と資本市場参加者との間の情報の非対称性の存在）、将来の業績に関して最も的確な予測をなしうる位置に置かれている。経営者の将来に関する期待や計画が「配分」や「対応」のプロセスを通して会計測定値（とりわけ、利益数値）に反映されることによって会計情報の予測価値が高まる。ただし、経営者の将来に関する予測や期待が、経営者によってそのまま伝えられるとは限らない。例えば、多くの経営者報酬契約では株価に加えて利益数値も用いられているため、経営者は利益数値を操作するというインセンティブを有している。

利益測定に経営者の最善の予測や期待が反映されているのか、利益操作が行われて予測や期待がゆがめられているのか、あるいは、両者の割合がどの程度なのかを知ることは難しい。例えば、会計発生高（accruals）は、経営者の将来に関する予測や期待を反映するためにも、また機会主義的な会計操作にも同じように使われうる。長期的には、会計規制の存在を前提とすれば、機会主義的な会計操作を行う経営者は市場から淘汰されていくであろうから、資本市場全体では経営者の最善の期待が反映される程度が大きいのと言えるかもしれない。

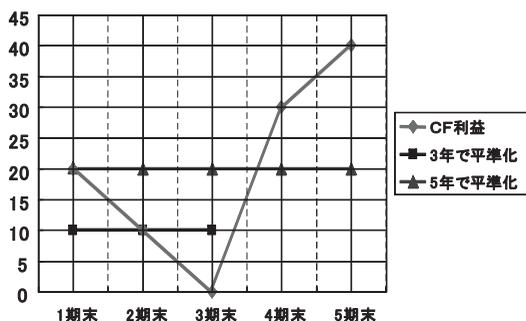
しかし、投資者は市場全体を相手にしているわけではなく、一定期間における個々の株式（企業）を投資対象として意思決定を行っているため、自分の投資候補企業の会計情報に関して経営者の最善の期待が反映されているとは必ずしも期待できない。つまり、経営者に裁量の余地が許されている限り、投資者は経営者の機会主義的会計操作の可能性に怯えながら投資を行わなければならない。その結果、会計制度の姿勢としては、非対称情報をもたらす逆選択等により市場に負の影響をもたらされることを回避するために、会計情報（とりわけ、利益情報）の予測価値を犠牲にしても、経営者の裁量の余地を排除するという見解が支持される可能性が出てくる。つまり、その制度的帰結としても公正価値評価（競争的市場で決まる現在出口価値の測定）が取りあげられることになる。

(5) 経営者の業績予測能力

利益平準化によって、当該企業の中長期的な収益力が反映されるとしても、経営者の置かれている状況と彼らの業績予測能力によって、予測可能な期間予測数値の精度が異なることには注意が必要である。

図2は、経営者の将来利益（将来キャッシュフロー）の予測能力によって平

図2 経営者の予測能力と利益平準化の水準



準化の水準が相違することを示している。3年後までのキャッシュフローを推定できる経営者は10億円の平準化利益を算定するが、5年後までのキャッシュフローを推定できる経営者は20億円の平準化利益を算定する。経営者個々の能力によって平準化の水準が異なることは企業の経済価値測定にとって重要な課題となる。

5 純資産簿価モデル（公正価値会計）

(1) 経営者に企業の経済価値を推定させる純資産簿価モデル

純粹な純資産簿価モデルにおいては、企業の経済価値が企業の生み出す将来キャッシュフローの現在価値によって示されることから、企業に将来キャッシュフローをもたらすものは（自己創設のれんも含めて）すべて公正価値でオンバランスされる。オンバランスの金融資産・金融負債は言うまでもなく、非金融資産・非金融負債もすべて公正価値で評価され、さらに現在はオフバランスのインタンジブルズも公正価値で評価される。ストック重視の会計利益モデルにおいてストックの価値を追究していくと、究極的にはこのモデルに到達する。

当該モデルにおいては、会計利益は純資産の変化の結果に過ぎず、会計利益自体は予測価値を有さないため（Penman[2006], p.8）、投資意思決定にとって有用なものとはならない。しかし、このモデルにおいては、会計利益に代わって、経営者の推定する経済価値が純資産簿価として示されており、この純資産簿価が投資意思決定のための情報となる。つまり、投資者は経営者の推定表示した純資産簿価の是非を判断したり、当該純資産簿価と現在の株価との比較を行って投資を行うことになる。

前述したように、売却によってキャッシュフローを得るものは現在出口価値で測定し、使用（保有）によってキャッシュフローを得るものは使用価値で測

定すると、金融資産の公正価値評価では将来の正常利益が先取りされ、棚卸資産のような売却目的で保有している非金融資産の公正価値評価では将来の正常利益と超過利益（自己創設のれんの発現部分）の両方が先取りされることになる。下記の残余利益モデルの右辺の第二項で示されるはずの超過利益が第一項に含まれることになり、第二項が不要となる。ただし、この超過利益の推定は経営者によって行われるものであって、前述したように、極端なケースでは経営者毎に異なる数値になることを確認しておきたい。

株主価値 = 純資産簿価 + 将来の残余利益（超過利益）の現在価値

$$V_t = BV_t + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_{t+i}}{(1+r_e)^i}$$

純資産簿価モデルは単なる理論上の可能性に留まるものではない。FASB [2007 c] および IASB [2008] は、既に企業結合会計における買入のれんの非償却・減損処理や全部のれん方式の採用のように、意図的でない自己創設のれんの計上を認めている（FASB [2007 c], para.34, IASB [2008], paras.B 63(a), 32）。また、IASB/CICA [2005] は、預金債務を公正価値で評価した場合に、顧客との長期的な関係から獲得されると期待される便益（コア預金無形資産 [core deposit intangible]）という自己創設のれんのオンバランスの可能性を検討している（para.172、詳しくは草野 [2008] を参照せよ）。また、IASB [2007] は保険債務を現在出口価値で測定することを提案しているが、保険契約者との契約関係が（死亡時まで）持続することを前提として、保険業者が獲得すると期待される便益（無形資産）という自己創設のれんがオンバランスされることになる（para.93）。さらに、前述したように、IASB [2004] は一定の条件を備えたインタangibleズに対しては、販売用であれば現在出口価値、自社利用であれば使用価値による測定を求めている（paras.38, 40）。このような動きの理論的な帰結は純資産簿価モデルへの移行である。

以下、純資産簿価モデルへの理解を深めるために、設例を示してみたい。

(2)設例

純資産簿価モデルにおける経営者の期待の反映について、以下の設例を用いて検討してみたい。

ある企業のすべての資産・負債を公正価値評価する。当該企業の資産は500（うち金融資産が100）であり、負債は250（すべて金融負債）である。金融資産・金融負債は既にすべて公正価値で計上されており変化しないとする。非金融資産はa、b、c、d、およびeの5つあり、現在はそれぞれa（50）、b（80）、c（60）、d（100）、およびe（110）で計上されている（いずれも取得原価）。資本市場は当該企業の経済価値を900と評価しているが、経営者は1000であるべきと考えている。すべての非金融資産は密接な関係を有しており、組み合わせによるシナジーはすべてプラスとする。

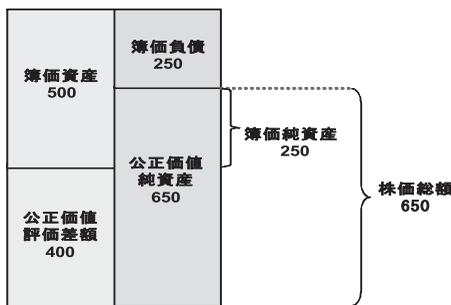
- ①市場の平均的期待を反映したケース
- ②非金融資産a～eをバラバラに公正価値（DCF）評価したケース
- ③非金融資産①②と③④⑤を2つの資産グループとして公正価値評価したケース
- ④非金融資産①②③④⑤を1つの資産として公正価値評価したケース

①市場の平均的期待を簿価B/S上に反映したケース

簿価で資産・負債・純資産が公表されている状態においては、投資者はストック・ベースで経済価値評価を行うことはできないので、フローの会計利益に基づいて将来キャッシュフローを推定して経済価値評価を行う。その場合簿価純資産は250となる。

その貸借対照表上に、市場がフロー・ベースで行う経済価値評価（株式時価総額）を当てはめると、結果として、図3のようなB/Sが想定されることになる。つまり、この公正価値評価差額は株価総額と簿価純資産の差額として（結果として）算定されたものである。

図3 市場の平均的な期待を反映したケース①



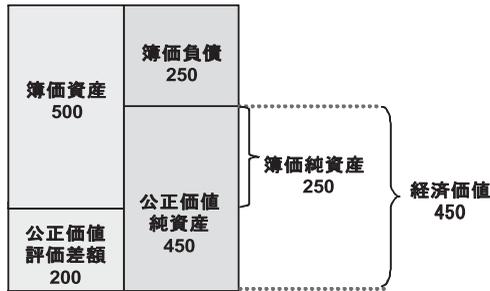
②非金融資産 a～e をバラバラに公正価値評価したケース

経営者が非金融資産 a～e をそれぞれ使用価値で測定する（可能であるとの前提をおいて議論を進めるが、これが検証可能な形で測定可能かどうかは問題であろう⁽¹⁵⁾）。この場合には、個々の非金融資産の将来キャッシュフローに関する経営者の期待が公正価値に反映される。各資産の簿価と公正価値（経営者による推定値）との差額の合計が図4の公正価値評価差額となる。

	BV	FV		BV	FV
金融資産	100	100	金融負債	250	250
非金融資産 a	50	80	純資産	250	450
非金融資産 b	80	120			
非金融資産 c	60	90			
非金融資産 d	100	150			
非金融資産 e	110	160			
	<u>500</u>	<u>700</u>			

(15) Watts[2006]も自己創設のれんの個々の資産への配分の不可能性を根拠として、それを経営者に行わせることによって会計測定値にノイズが混入して会計測定値の硬度を低下させることを指摘している。

図4 経営者の期待を反映したケース②

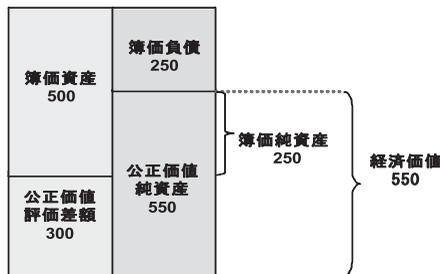


③非金融資産①②と③④⑤を2つの資産グループとして公正価値評価したケース

経営者が非金融資産を2つのグループ (a+b) と (c+d+e) に分けてそれぞれ使用価値で測定する。この場合には、それぞれの非金融資産グループの将来キャッシュフローに関する経営者の期待、すなわち、資産の組み合わせによるシナジー価値 (自己創設のれんの一部) に関する経営者の期待が公正価値に反映される。図4に比べると、公正価値評価差額が大きくなっている。

	BV	FV		BV	FV
金融資産	100	100	金融負債	250	250
非金融資産①+②	130	250	純資産	250	550
非金融資産③+④+⑤	<u>270</u>	<u>450</u>			
	500	800			

図5 経営者の期待を反映したケース③



④非金融資産①②③④⑤を1つの資産として公正価値評価したケース

経営者が非金融資産全部を一つの資産として使用価値で測定する。この場合には、非金融資産全体が生み出す将来キャッシュフローに関する経営者の期待、すなわち、すべての非金融資産の組み合わせによるシナジー価値（自己創設のれんのすべて）に関する経営者の期待が公正価値に反映される。図5に比べると、公正価値評価差額が大きくなっている。

	BV	FV		BV	FV
金融資産	100	100	金融負債	250	250
非金融資産①+②+③+④+⑤	400	900	純資産	250	750
	500	1000			

図6 経営者の期待を反映したケース④

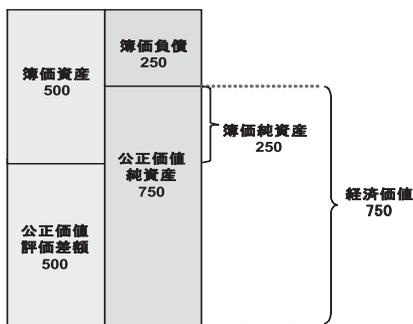


図6に示したB/Sは、市場参加者に代わって経営者が推定した当該企業の経済価値を純資産簿価として示したものであり、純資産簿価モデルに基づくB/Sである。経営者がこの経済価値1,000を知っているとすれば、②③④のいずれのケースにおいても公正価値評価差額が1,000に満たない金額をのれんとして計上するか、各資産グループに分散させて加算する（公正価値評価差額を⑤のケースと同じにする）であろう。

以上のケースの比較から、純資産簿価モデルの重要な特徴が浮かび上がってくる。非金融資産の使用価値を推定するためには、資産の組み合わせによるシ

ナジー価値を認識しなければならず、シナジー価値を推定しようとするれば当該企業全体の経済価値を使用価値として推定し、トータルで推定された自己創設のれんの価値をそれらの資産または資産グループへ配分しなければならないという点である。もう一点は、それらの推定や配分を検証可能な形で行うことは極めて困難で、経営者が市場からの情報や独自の情報に基づいて推定するしかないという点である。

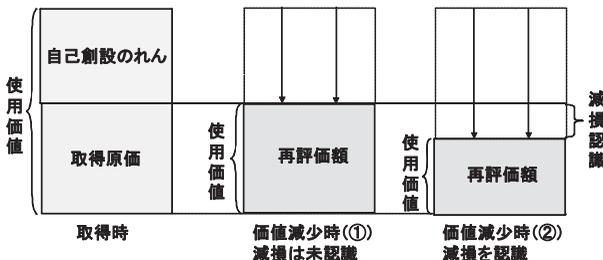
経営者は自己創設のれんの価値を推定してそれをオンバランスし、B/S上の純資産簿価において自らの推定した経済価値を提示する。投資者は当該数値の是非を自分の持つ情報等に照らして判断して投資意思決定を行う。公正価値会計は、これまでとまったく異なる投資意思決定・自己責任制度の採用を意味するのである。

以下において、公正価値会計を採用した場合の企業経営および資本市場への影響について触れることにする。

(3) 会計利益・純資産簿価のボラティリティの増大

公正価値評価によってオンバランスされた自己創設のれんの価値変化は、利益か純資産に反映されるので、その分、利益および／または純資産のボラティリティを高める。図1（下記の図7）をもう一度用いて減損会計と公正価値会計の相違を見てみよう。

図7 公正価値評価とボラティリティの増大



減損処理の場合には、当該資産の使用価値がオフバランスののれん価値を越えて減価する時(②)まで損失が認識されない。他方、公正価値(使用価値)会計では、まず、購入時点で購入時差額(使用価値と取得原価との差額:自己創設のれん)が発生し、その自己創設のれん部分を加えた金額で資産がオンバランスされる。その後は使用価値の減価が発生すれば直ちに減価分の損失が表面化する。

取得時に自己創設のれん分の利益か純資産が発生し、それが資産の使用期間にわたって外部環境の変化に応じて減価するわけであるから、その分、利益および/または純資産の変動が大きくなる。

以上の説明を整理すると表3のようになる。

表3 減損処理と公正価値評価

	取得時	価値減少時①	価値減少時②
減損	取得原価	損失は認識しない。	減損損失を認識する。
公正価値	取得原価+ 自己創設のれん	減価を損失として認識する。	減価を損失として認識する。

(4) 会計情報の硬度の低下

前述したように、純資産簿価で株主価値を示そうとすれば、企業に将来キャッシュフローをもたらすすべての事物を公正価値でオンバランスする必要があるので、金融資産・金融負債のみならず、有形固定資産やオフバランスのインタングブルズも公正価値評価の対象となる。

このような公正価値評価の適用範囲の拡張は、測定主体・測定対象・測定手段の三次元で会計測定値の硬度(hardness)を低下させるであろう。例えば、測定対象となる開発技術は陳腐化が早く、その公正価値も移ろいやすい。また、開発投資が「投資金額+資本コスト」を越えて回収されるためには、効率的な生産設備(研究開発設備以外の設備)と一定水準以上の市場支配力(マーケティング能力)が必要であり、開発投資の貢献度を一般的な設備投資やマーケ

ティング投資と識別することは難しい。測定方法も対象が決まれば一意的に決まるというのではなく、単純DCF法もリアルオプション法も多くの仮定を置いた計算となる。経営者に、対象も方法も不確定な測定を委ねることによって、現在出口価値が存在する場合を除いては、測定主体である経営者が会計測定値にバイアスを加える大きな機会を提供することになる（詳しくは、徳賀[2008]を参照せよ）。

会計利益モデルにおいては投資者がフロー・ベースで企業価値を推定し、純資産簿価モデルにおいては経営者がフロー・ベースで企業価値を推定してストックの価値評価という形で投資者に提示する。投資意思決定のための予測価値（事前の情報）という視点から言えば、純資産簿価モデルにおいても予測価値がないとは言えないであろう。経営者固有の情報に基づいて企業価値の推定が行われるからである。いずれの推定値がより予測価値があるかは理論的には決定できない。

しかし、事後の情報として、つまり、投資者が自らの期待を改訂するための結果としての会計情報、あるいは投資者が依拠したアナリストの判断を評価するための情報としての会計情報（とりわけ、利益情報）には、測定値の信頼性や硬度の高さが求められるはずである。予測と対置される数値まで予測値であれば、事前の期待の是非を確かめられないからである。経営者の将来予測が多く混入することは、深刻な会計数値への不信をもたらす可能性があり、会計数値の事後の情報としての価値を失わせることになる。

(5) 企業経営および資本市場への影響

かつて、FASBの概念フレームワークにおいて、「かかる情報〔企業の経済価値推定値〕は、営利企業の価値を推定しようとしている者に役立つかもしれないが、財務会計は企業の〔経済〕価値を直接測定することを意図しているわけではない」（FASB[1978], para.41）と明記され、近年でも「財務報告は、〔企

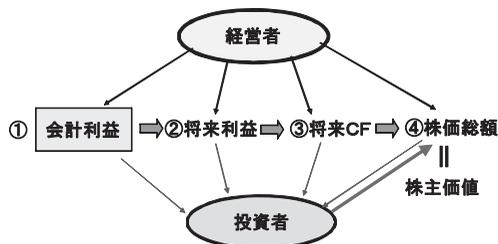
業] 実体の価値を〔貸借対照表で〕表示することを目的としていない〕(FASB [2006], para.OB 20) と述べられている。前述したように、貸借対照表で企業の経済価値を示すためには、自己創設のれんを公正価値でオンバランスさせなければならない。

自己創設のれんがオンバランスされることによって、証券投資における自己責任の在り方が変化する。これまで、投資者が会計利益に基づいてのれん価値を推定し、自己責任で投資を行ってきたが、公正価値会計においては、経営者がのれん価値を推定して純資産簿価として投資者に提示し、投資者はその是非を判断して自己責任で投資を行うことになる。

決算短信における経営者の業績予測が市場の期待形成に強い影響力を有しており、かつ、経営者の業績予測が楽観的であることについて経験的な証拠が提示されている(浅野[2007], p.33)。多くの経営者が自社の業績について楽観的であり、さらに自社の株価が割安であると考えているとすると、測定値の硬度の低さも相まって、公正価値会計が適用される場合の純資産簿価は過大計上される可能性が高い。

経営者は自らが行った自社の経済価値推定値に責任を持つことが出来るのであろうか。

図8 投資家による経済価値推定範囲



公正価値会計は会計利益や純資産簿価のボラティリティを上昇させることを通じて短期指向機関投資家(以後、短期投資家)の売買を活発化させ、株式相

場のボラティリティを上昇させる（高寺[2007], [2008]）。長期指向機関投資家は短期間に売買を繰り返さないで、短期投資家の売買行動が株式の相場を動かすからである⁽¹⁶⁾。また、経営者も相場を支配している短期投資家の要求に応じて短期指向経営を展開する可能性があり、そのことはマクロ経済にも影響を与えるであろう。

さらに、複数の研究者および金融規制機関⁽¹⁷⁾によって、景気の上昇期・安定期において、出口価値の採用が未実現の将来利益を先取りする形で景気の上昇を先取り・煽ること（プロシカリティ）が指摘されている。前述したように、公正価値会計（純資産簿価モデル）は会計利益モデルと異なりオフバランスののれん価値というバッファを提供しないため、純資産簿価や会計利益のボラティリティを増大させる。景気の後退期に、それらの数値が下方に大きく振れた際に、会計数値と直接に結びついた様々な現行の制度・契約（上場要件・上場廃止基準、財務制限条項等）を媒介として、多くの企業に負の影響を及ぼす可能性がある。公正価値会計のための制度・契約の再構築がない限り、倒産企業数が増加し、企業の多産多死社会が生成される可能性がある。

(16) 市場の需給関係に影響を与えるのは、頻繁に売買を繰り返す短期指向の機関投資家であるからである。

なお、この指摘の根拠となっているのは、1990年代前半の米国の機関投資家の行動であるが、近年の調査で、日本の機関投資家はさらに米国よりも短期指向であることが分かっている（たとえば、Suto et al.[2005], pp.13-14を参照せよ）。

(17) 例えば、ECB[2004]・[2006]および Banco de España[2007]等は、公正価値評価によって景気循環が拡大させられることを指摘している。また、景気の後退期において、公正価値評価によって発生する損失に伴って金融機関、投資銀行の信用収縮が引き起こされるという。Platin et al.[2008]も同一の問題を指摘している。

また、資本市場の短期主義傾向に対しては、米国商工会議所（U.S. Chamber of Commerce）による批判が展開されている（四半期報告書における経営者の業績予測を禁止せよとのキャンペーンを展開している）。日本で、以前より上記の問題を指摘し、分析した研究として高寺[2007]がある。参照せよ。

6 おわりに

まず、本稿の最初の部分で、国際会計基準や米国の会計基準において用いられている公正価値概念を基礎として、複数の論点を整理する形で公正価値概念の明確化を行った。公正価値 (fair value) という概念について、一般に (国際的に) 受け入れられた一つの定義が存在している訳ではなく、むしろ混乱した状態にある。そこで、①出口価値と入口価値、②取得価額と公正価値、③競争的市場の有無、および④市場価値と使用価値という視点から公正価値概念を論ずることによって、本稿における公正価値概念の明確化を行った。本稿では、価格決定における裁定機能を重視して、裁定機能が十分に働く実際の市場で決まる現在出口価値 (Mark to Market) とそれを理論的に想定して推定された価格 (Mark to Model)、および使用や保有によってキャッシュフローを獲得する資産に対する使用価値を公正価値とし、非競争的市場で決まる価格は公正価値から除外した。また、公正価値会計という概念も同様に明確ではない。資産負債アプローチ=公正価値会計のような誤解もある。公正価値会計とは、資産や負債の一部を公正価値で評価することを要求することにとどまるもの (混合属性会計) ではあるまい。本稿では、Penman[2006] に従って、現在、オンバランスされている資産と負債のすべてを公正価値で評価し、さらに、将来キャッシュフローをもたらすと推定されるオフバランスの項目すべてを公正価値でオンバランスすることによって、純資産簿価において経営者の推定する企業の経済価値を示すものと規定して議論を行った。

続いて、金融資産の包括的公正価値評価を要求し、他の評価との理論的整合性を追求していった場合の理論的帰結の1つが純資産簿価モデル (全面的公正価値会計) であることを説明した。金融資産の包括的公正価値評価 \leftrightarrow 金融負債の包括的公正価値評価 \leftrightarrow 全資産の公正価値評価+オフバランスのインタン

ジブルズの公正価値でのオンバランスとなる（ \leftrightarrow はその前後の両者の間での理論的整合性を意味する）。言い換えれば、ストックの価値評価がフローの配分重視の会計の欠陥を補うという次元で止まるための明確なロジックがなければ、会計が純資産簿価モデルまで進む可能性はあるということである。

後半では、フローの配分を重視し会計利益に基づいて投資者が経済価値を推定する会計利益モデルと、貸借対照表の純資産の金額で経営者の推定した経済価値を示す純資産簿価モデルとの比較を行なう中で、純資産簿価モデル＝公正価値会計がもたらす企業経営、資本市場へのインパクトを推定した。

現在、われわれは、会計利益モデルと純資産簿価モデル（公正価値会計）、あるいは両者の混合形態の会計の中での選択を迫られている。最近のIASBの動きを見る限り、純資産簿価モデルへのパラダイムシフトは失速しているように見える⁽¹⁸⁾。しかし、前述したように、金融資産の包括的公正価値評価の1つの理論的帰結が純資産簿価モデルへの移行であるとすれば、IASBを取り巻く政治的な状況によっては、パラダイムシフトの再加速が始まるかもしれない。

資本市場はボラティリティの高い会計利益・純資産簿価に対してもいずれ適合していく（短期主義的になっていく）であろうし、短期指向投資家にとっては、利益および／または純資産のボラティリティが高まることは好ましい状態かもしれない。しかし、会計利益や純資産簿価の数値と結びついた諸制度・契約とパラダイムシフトとの関係は深刻である。上場要件、上場廃止基準、財務

(18) 業績表示のプロジェクトでは純利益の表示を認めており、収益認識のプロジェクトでも公正価値認識となる公正価値モデル（「測定モデル（measurement model）」ともいう）ではなく、顧客対価モデル（「配分モデル（allocation model）」ともいう）を採用しようとしている。収益認識のプロジェクトについては辻山 [2008] を参照せよ。金融商品の評価に関してもJWGSS[1998]・[1999]のような包括的公正価値評価への動きも一旦停止している。私見によれば、最近のIASBにおける変化は、①IASBがここ数年を会計基準の国際的コンバージェンスの最終局面と認識して、不採用国に受入れてもらうために一時的にプラグマティックな戦略に転換していること、②米国のIASBへの影響が増していること、③欧州中央銀行をはじめとした金融規制主体がIASBの公正価値指向に対して批判を展開していることがその原因であろう。IASBの戦略分析に関しては、稿を改めて考察を行いたい。

制限条項、各種の保証制度、税制などの、安定的な会計数値と連動した諸制度・契約の大変革がなされない限り、本稿で指摘したような多くの問題が発生するであろう。

とりわけ、巨額の設備投資・研究開発投資を必要とし投資の回収に長期間を要する製造企業の場合には、中長期的な経営計画に基づいた経営を行う必要があるので、短期的な市場価値の動きを業績に反映する公正価値適用の影響は大きいであろう。また、政府の金融規制機関等が公正価値評価の金融機関へのネガティブな影響を指摘して適用範囲を制限せよと要求している（JWGBA[1999 a][1999 b] および高寺[2008]）ことから分かるように純資産簿価モデルが金融機関にとって望ましい姿でもないようである。誰のためのパラダイムシフトなのであろうか。

しかも、フローの配分に関する経営者の恣意性の介入・操作容易性がフローの配分を重視した会計利益モデルを否定する根拠とされていたことを考えれば、経営者の主観的な見積もりに基づいてしか算定不能な「使用価値」の適用は言うまでもなく、Mark to Modelによってしか算定不能な場合の「出口価値」の適用についても適用範囲の制限が必要であろう。

【付記】

本稿は、神戸フォーラム（2008年2月）で報告した内容に大幅に加筆修正を行ったものである。神戸大学経済経営研究所におけるセミナー（2007年11月16日）において山地秀俊教授（神戸大学経済経営研究所）および櫻井久勝教授（神戸大学経営学部）より、また神戸フォーラム（2008年1月26日）においてShyam Sunder教授（イェール大学）および吉田寛教授（神戸商科大学名誉教授）より有益なコメントを頂いた。原稿執筆中に、高寺貞男先生（京都大学名誉教授）より文献に関する情報を含めた総合的なコメントを頂いた。記して感謝の意を表す。ただし、ありうべき誤謬・錯誤等はすべて徳賀の責任

である。

参考文献

- 浅野敬志 [2007], 「経営者の業績予想における期待マネジメントと利益マネジメント」
『経営分析研究』第23号 pp.33-42
- Ball, R. [2006], “International Financial Reporting Standards (IFRS) : Pros and Cons for Investors”, *Accounting and Business Research*, Special Issue : International Accounting Policy Forum, pp.5-27
- Banco de España [2007], *Financial Stability Report*, BANCODEESPAÑA
- Barth, M. E. [2004], “Fair Values and Financial Statement Volatility”, Borio, C., W. C. Hunter, G. G. Kaufman and K. Tsatsaronis eds., *Market Discipline across Countries and Industries*, The MIT Press.
- Barth, M. E. [2006], “Including Estimates of the Future in Today’s Financial Statements”, *Accounting Horizons*, Vol.20, No.3, pp.271-285
- Barth, M. and W. Landsman [1995], “Fundamental Issues Related to Using Fair Value Accounting for Financial Reporting”, *Accounting Horizons*, Vol.9, No.4
- Benston, G. J. [2006], “Fair-Value Accounting : A Cautionary Tale from Enron”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.25, No.4, pp.465-484
- Bies, S. S. [2005], “Fair Value Accounting”, *Federal Reserve Bulletin*, Vol.91, No.1, pp.26-29
- Chatfield, M. [1974], *A History of Accounting Thought*, Holt, Rinehart & Winston. (津田正晃・加藤順介訳 [1978] 『会計思想史』文真堂)
- European Central Bank (ECB) [2004], “The Impact of Fair Value Accounting on the European Banking Sector –A Financial Stability Perspective”, *Monthly Bulletin*, February, pp.69-81

- ECB [2006], *Assessment of Accounting Standards from a Financial Stability Perspective*, ECB
- Financial Accounting Standards Board [1976], *An analysis of issues related to Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting : Elements of Financial Statements and Their Measurement*, Discussion Memorandum No.7, FASB (津守常弘監訳[1997]『FASB 財務会計の概念フレームワーク』中央経済社)
- FASB [1990], *An Analysis of Issues Related to Present Value-Based Measurement in Accounting*, Discussion Memorandum No.25, FASB (企業財務制度研究会訳 [1999]『現在価値－キャッシュフローを用いた会計測定－』中央経済社)
- FASB [1999], *Preliminary Views, on Major Issues Related to Reporting Financial Instruments and Certain Related Assets and Liabilities at Fair Value*, FASB
- FASB [2000], *Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*, SFAC No.7 (平松一夫・広瀬義州訳[2002]『FASB 財務会計の諸概念<増補版>』中央経済社)
- FASB [2001], *Business Combination*, SFAS No.141
- FASB [2004], *Fair Value Measurement*, Exposure Draft, FASB
- FASB [2006], *Fair Value Measurements*, SFAS No.157
- FASB [2007 a], Project Updates, Fair Value Option, Last Updated : May 3, FASB
- FASB [2007 b], *Valuation Guidance for Financial Reporting*, Invitation to Comment, FASB
- FASB [2007 c], *Business Combination*, SFAS No.141, FASB
- IASB [2004], IAS 38 (2004 revision), *Intangible Assets*, IASB
- IASB [2006], Discussion Paper, *Fair Value Measurements*, Part 1 : Invitation to Comment and Relevant IFRS Guidance, IASB
- IASB [2007], Discussion Paper, *Preliminary Views on Insurance Contracts*, IASB. (ASBJ [2007]「保険契約に関する予備的見解」)
- IASB [2007], Project Updates, *Fair Value Measurements*, Latest Revision : June, IASB
- IASB [2008], *Business Combination*, IFRS No.3, IASB

- IASB and CICA [2005], Discussion Paper, *Measurement Bases for Financial Accounting : Measurement on Initial Recognition*, IASB
- IASB and FASB [2007], *Summary Report of the Conceptual Framework Measurement Roundtables*, Hong Kong, London, and Norwalk, January and February, IASB
- 井上良二 [1997], 「アーティキュレーション論」日本会計研究学会スタディ・グループ
(主査：津守常弘教授)『会計の理論的枠組みに関する総合的研究』pp.27-37
- 岩村充 [2005], 『企業金融講義』東洋経済新報社
- Joint Working Group of Bankers (JWGBA) [1999 a], *Accounting for Financial Instruments for Banks*, American Bankers Association
- JWGBA[1999 b], *Financial Instruments – Issues Relating to Banks* : Comments on the JWGBA Paper, American Bankers Association
- Joint Working Group of Standards-setters (JWGSS) [1999], *Financial Instruments – Issues Relating to Banks*, IASC
- JWGSS [2000], *Financial Instruments and Similar Items*. (日本公認会計士協会誌 [2001]「金融商品及び類似項目」金融商品ジョイント・ワーキング・グループ)
- 金子誠一・豊田俊一・辻山栄子 [2007], 「IASB・FASB の概念フレームワークに関する共同プロジェクト測定フェーズに関する円卓会議 (関係者からの意見聴取)」『季刊会計基準』第16号 pp.153-163
- Knight, F. H. [1921], *Risk, Uncertainty and Profit*, University of Chicago Press. (奥隈栄喜訳 [1959]『危険・不確実性および利潤<現代経済学名著選集VI>』文雅堂銀行研究社)
- 古賀智敏 [2004], 「公正価値測定の概念的構図と課題」『企業会計』第56巻第12号 pp.18-24
- 熊谷五郎 [2008], 「金融資本市場の構造変化と金融システムの安定性」『資本市場リサーチ』第6号 pp.1-23
- 草野真樹 [2005], 『利益会計論』森山書店

- 草野真樹 [2008], 「公正価値会計の動向とその論点—金融商品の会計処理を中心として—」 瀧田輝己先生還暦記念論文編集委員会編『社会規範としての会計』千倉書房 pp.101–126
- 宮田慶一・吉田慶太 [2002], 「金融商品の全面公正価値評価を巡る理論的論点の整理」 IMES Discussion Paper Series, No.2002–J–7
- 森毅 [2006], 「金融商品の公正価値測定における大量保有要因を巡る論点」『金融研究』第 25 卷第 2 号 pp.157–186
- 中久木雅之・宮田慶一 [2002], 「公正価値評価の有用性に関する実証研究のサーベイ」 IMES Discussion Paper Series, No.2002–J–8
- 大日方隆 [2007], 『アドバンスト財務会計』中央経済社
- 岡部孝好 [2004], 「市場の競争圧力と早期収益認識」 Discussion Paper Series No.18, 神戸大学経営学研究所
- Penman, S. [2006], “Financial Reporting Quality : Is Fair Value a Plus or a Minus?” *Paper for presentation at the Information for Better Markets Conference*, ICAEW
- Platin, G., H. Sapra and H. S. Shin [2008], “Marking-to-Market : Panacea or Pandora’s Box?” *Journal of Accounting Research*, Vol.46, issue 2, pp.435–460
- 斎藤静樹 [1984], 『資産再評価の研究』東京大学出版会
- 斎藤静樹 [2008], 「コンバージェンスの未解決論点」『企業会計』第 60 卷第 1 号 pp. 4–10
- Suto, M., L. Menkhoff and D. Beckmann [2005], “Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers : Japan and Germany vs the US” WIF–05–006, Waseda University
- 高寺貞男 [1999], 『利益会計システムの進化』昭和堂
- 高寺貞男 [2007], 「短期指向機関投資家の下での攻めの会計利益管理戦略」『大阪経大論集』第 58 卷第 1 号 pp.133–139
- 高寺貞男 [2008], 「市場の不完全さと市場価値会計の適用限界」『大阪経大論集』第 59 卷第 2 号 pp.235–241

- 高寺貞男・草野真樹 [2004], 「公正価値概念の拡大—その狙いと弱み」『大阪経大論集』
第55巻第2号 pp.251–262
- 徳賀芳弘 [2002 a], 「有価証券の全面公正価値評価と比較可能性」『JICPA ジャーナル』
第14巻第5号 pp.50–55
- 徳賀芳弘 [2002 b], 「会計における利益観—収益費用中心観と資産負債中心観」斎藤静
樹編著『会計基準の基礎概念』pp.147–177
- 徳賀芳弘 [2005], 「会計基準の理論的統合」『会計』第167巻第1号 pp.1–13
- 徳賀芳弘 [2007], 「近未来における企業会計の変化に対する憂慮」『会計基準』No.19
pp.127–131
- 徳賀芳弘 [2008], 「研究開発投資の公正価値評価—測定値の硬度の低さと測定対象の識
別の難しさ—」『会計』第173巻第4号 pp.21–33
- 辻山栄子 [2007], 「2つの包括利益」『会計・監査ジャーナル』第628号 pp.30–39
- 辻山栄子 [2008], 「収益認識と業績報告」『企業会計』第60巻第1号 pp.39–53
- 津守常弘 [1981], 「会計原則論」『体系近代会計学XIV理論会計学』中央経済社 pp.57–84
- 津守常弘 [1998], 「概念フレームワーク研究の現代的視点—その論理構造と現実的構造
の再吟味」『企業会計』第50巻第12号 pp.4–10
- 上野清貴 [2005], 『公正価値会計と測定・評価』中央経済社
- 浦崎直浩 [2002], 『公正価値会計』森山書店
- Watts, R. L. [2003], “Conservatism in accounting, Part I: explanations and implications”, *Accounting Horizons*, Vol.17, No.3, pp.207–221
- Watts, R. L. [2006], “What has the invisible hand achieved?”, *Accounting and Business Research*, pp.51–61
- 山田辰巳 [2008], 「IASB 会議報告 (第81回会議)」『会計・監査ジャーナル』第20巻
第10号 pp.66–77
- 吉田康英 [2006], 「公正価値測定の階層構造 (FASB・IASBの視点)」『JICPA ジャーナ
ル』第18巻第9号 pp.65–71

吉田康英 [2006], 「現在価値測定における信頼性」日本会計研究学会特別委員会（代表：友杉芳正教授）2007年度報告書『財務情報の信頼性に関する研究』pp.30-45

Chapter 7 Kobe Forum Perspectives on Japanese Accounting and Management Research¹

Shyam Sunder

Abstract

The seven papers presented at the 2008 Kobe Forum report important and interesting results from Japanese research on accounting and management. In Japan, the focus of accounting on helping management operate the firm efficiently has yielded great economies. In contrast, the single-minded focus of the IFRS, based on investor and security market orientation of U.S.–U.K. accounting, does not serve the Japanese economy well. The dysfunctional consequences of the attempts to force convergence of Japanese financial reporting to IFRS can be seen in the weaknesses of the so-called fair value accounting and in accounting for business combinations. Probabilistic purchase method of accounting for business combinations is a promising alternative. Measurement of performance of corporations can be advantageously expanded beyond the concerns of shareholder to include the interests of other stakeholders in the corporation. The technological success of Japanese manufacturers in the recent decades has been accompanied by strong focus on value creation but inadequate attention to capturing the value for the shareholders. Finally, experimental research on laboratory games with Japanese subjects tends to debunk the theories

(1) Remarks at Kobe Accounting Forum, January 26, 2008.

about national traits so popular in comparisons of economic performance and behavior across countries.

Keywords : Japanese accounting research, IFRS, Japanese management

JEL Codes : M 41, N 25, N 45, N 65

Kobe Forum Perspectives on Japanese Accounting and Management Research

Let me start with the main ideas I learned at this Forum.

Prof. Nakano Tsuneo (2008) addressed a fundamental and important question: what is the purpose of accounting and who does it serve? In Japan, accounting and financial reporting have been focused largely on facilitating efficient manufacturing and other operations of firms. As Japanese firms formed subsidiaries or joint ventures abroad, they were exposed and even pressed to adopt international accounting standards. These standards, based largely on U.S. and British practices, are focused on facilitating efficient investor decisions through security markets. The movement to harmonize the accounting practices of Japanese companies with such international standards does not necessarily help maintain or improve the efficiency of their operations.

Prof. Nakano's perspective on problems associated with international convergence to a single point of view are shared by many accounting thinkers in Europe and U.S. When the IASB issued its conceptual framework proposing that the primary purpose of financial reporting should be to help investors make better decisions, many objections were raised because such a perspective ignores the stewardship and operational roles of accounting emphasized by Prof. Nakano in his address. As I

have written elsewhere (Dye and Sunder 2001, and Sunder 2002 a, 2007, and 2008), the benefits of international harmonization of financial reporting have come to be over-emphasized by those who are in the business of writing international accounting standards, and it is up to accounting academics to analyze the validity of their claims.

I am delighted to learn about Prof. Matsumoto's (2008) research on developing measures of social value of the firm. In an earlier Japanese approach to corporations, insufficient attention was paid to the dividends and other interests of shareholders. In the recent decades, the emphasis has swung to an excessive focus on dividends, residual income and other aspects of the firm which are of interest to the shareholders at the cost of lesser attention to the interests of other stakeholders such as employees. Fact is that the value added by corporations to society includes not only the value to the shareholders but also to other parties. Income to shareholders alone cannot, therefore, be a reasonable basis to assess the value a firm adds to society (Sunder 2001).

For this reason, Prof. Matsumoto's work at Socio-Economic Productivity Headquarters to develop indicators for intellectual, social and environmental capacities of firms is insightful and important. His suggestion to use value added per employee is an important measure not only for society as a whole but also of the loyalty of employees towards the firm. He proposes value added per unit of carbon dioxide emission as a measure of environmental capacity. Measures of social capacity present difficult challenges he is now trying to address. I believe that these indicators, individually and combined together in some appropriate fashion, may yield a quite different picture of contributions of firms to society than earnings or rate of return on investment, and will serve as a better basis for many decisions on corporate governance and public policy.

Prof. Yosano's study (Yosano and Shimada 2008) presents excellent insights into Japanese accounting for consolidation, mergers and related activities. Although the FAS and IFRS prohibit its use, Japanese standards permit pooling-of-interest accounting and therefore the European Unions asks for supplementary statements for Japanese firms that use this method of accounting. Under purchase method, Japan permits recording of goodwill which is amortized over no more than a twenty-year period. The mergers and acquisitions markets in Japan have developed rapidly after the commercial code was amended in 1999. He reports that the purchase accounting firms who immediately write down their acquired goodwill do better in the stock market than those who amortize it over time. Within the class of purchase accounting firms who amortize goodwill over time, firms which have had another business combination in the past do not do as well as first-time purchasers. On the whole, pooling firms' stock market performance subsequent to the transaction is better.

Prof. Yosano's findings highlight two issues. First is the reflexivity of accounting—accounting not only captures the way things are, it also helps determine what they are. Thus, accounting is not a mere eye-in-the-sky that observes and records the prevailing state of affairs unobtrusively. Instead, managers of business can be thought of as a model before the camera (of accounting); when the camera points to the model, the model poses and smiles. Consequences of ignoring this reflexivity of accounting, and making accounting rules as if they have no impact on the substance of the business transactions they capture, is inappropriate. Interaction between accounting and business decisions is an essential aspect of the game financial engineers and investment bankers play. The second issue is the difficulty of drawing causal inference from observed statistical correlations in data. The finding that the stock performance of firms that amortize goodwill gradually is not as good as the

performance of firms that write it off immediately cannot be used to infer that immediate write off is a better method of accounting, even from the shareholders' point of view. It could simply be the case that firms in stronger financial position tend to write off goodwill and this preference shows up in the better performance of stock returns for such firms.

Prof. Nobeoka's (2008) presentation about organizational strategy, the only non-accounting paper in the Forum, is fascinating. He points out that all sectors of Japanese industry have seen a secular decline in profitability (operating income/sales ratio) over the past forty years, with the possible recovery of the steel industry being the sole exception. While Japanese firms continue to innovate, design, and produce new products, they do not necessarily make profits. Chinese firms, in contrast, are able to make profit by cutting costs through modularization made possible by availability of components in open market.

Prof. Nobeoka suggests that Japanese firms excel in creating value through quality, cost and speed, but not in capturing the value for their shareholders. They are not able to include capture of value in their mind set which is still fixed on value creation. The result is that they design and produce hundreds or thousands of variations of their products, mostly without patent protection, and achieve lower profitability. In contrast, U.S. firms begin their planning process with a strategy to capture value. Japanese firms could benefit by shifting their focus from producing perfect products to merely superb products and be more profitable if they focus their attention on product features that their customers are willing to pay for. When technology exceeds the customer needs, products become commodities. Digital cameras beyond 10 mega pixels, for example, exceed what customers want and are willing to pay for; Japanese manufacturers' focus on additional features in such products slow them down as leaders, allowing followers to catch up with them.

Prof. Nobeoka argues that successful firms attract emulators and they remain successful by pursuing both functional as well as non-functional values of their products. Functional features determine the price of the product but firms survive by creating non-functional values such as status symbol which appeal to individuals. He used the example of Henry Ford who started mass production of cars and brought the costs of production down. Alfred Sloan of General Motors, on the other hand, overtook Ford by his approach of segmenting the car market by aspired level of status among Chevrolet, Buick and Cadillac divisions. He concluded by emphasizing the importance of both functional and non-functional domains, and accumulation of organizational capabilities of both kinds, for success of a corporation. He thinks the Japanese industry suffers from ignoring the non-functional values.

I took away three thoughts from Prof. Nobeoka's presentation. First, excessive dependence on a single criterion of performance often leads to poor performance. I am reminded of the TQM movement popularized in the U.S. during the 1980s. Its advocates insisted that quality is the only thing that matters for success of a corporation. It took them a few years to discover that pursuit of quality without consideration of costs and values, and their trade-offs, is a ticket to poor performance, if not bankruptcy of the firm. If we were to consider the multiple dimensions of performance discussed earlier by Prof. Matsumoto, it may well be that the performance of Japanese corporations may be better in spite of the share of the shareholders being smaller. Validity of this proposition would be worth examining with data. Third, I cannot help but think that the reputation SONY Corporation enjoyed in the 1970s and 1980s seems to be associated with Apple today, the manufacturer of Mac computers, iPods, and iPhones, in 2000s. Why and how did this transformation come about? What, if any, is the importance of nationalities traditionally associated with these corporations?

This brings me to Prof. Yamaji's (2008) interesting and energetic presentation. He used results from experimental laboratory games with Japanese subjects to raise provocative questions about the validity of some prevalent theories about Japanese accounting and management. He suggests that until the 1960s, success of the Japanese economy led to appreciation of its dual structure consisting of Marxian monopolies and smaller competing firms. In the 1970's came the turning point when the success of Japanese management was attributed to the psychology of reciprocity, altruism, and harmony. A quarter century later, after two decades of stagnation, today Japanese management is no longer held in such high regard.

Three aspects of Japanese accounting—accrual cost basis, realization principle, and historical cost basis—supported Japanese style of management. For example, reserve for retirement costs enforced by accrual cost basis and ban on upward revaluation of land and other assets enforced by historical cost basis and realization principle prevented exodus of funds from firm to the market. Since Japanese corporations tended to retain their employees for their lifetime, reserves for retirement costs accumulated funds within corporations over long periods of time. Ban on upward revaluation of land prohibited excessive dividend based on unrealized revenue, and thus helped accumulate funds within the corporations to support the values of their securities. The ban on upward valuation also forced firms who felt pressed to report higher income to sell their appreciated assets to realize the profits. Thus accrual, realization and historical cost principles served the needs of management well. In practice, they also allowed the parent companies to distribute their profits to subsidiaries through recognition of intra-group sales. Banks were the mainstay of corporations with land as the primary collateral. Historical costing prevented revaluation of land, and its outflow from corporation to the market place, as we have already discussed. Thus the accounting system supported the Japanese style of corporate

management.

In management literature, Japanese psychology is said to be conciliatory, altruistic, and reciprocal and provides fertile environment for quality circles and other joint product endeavors. Experimental studies, on the contrary, suggest that Japanese psychology is spiteful, instead. In a public good game among Japanese players, if a player does not contribute to public good, others tend to retaliate. Japanese are keener on being relatively better off than being better off in absolute terms. Thus, they tend to choose a reward of 80 for self and 70 for others, instead of a reward of 100 for each. Japanese contribute to public goods not because they prefer production of public goods per se, but for the fear of being sniped at by others if they do not contribute.

In Japanese manufacturing, simultaneous engineering by suppliers produces components even before an order to produce them is received, and it is admired for saving time. But in fact, it is simply a survival method for the smaller component suppliers who struggle under the thumb of the exploitative powerful assemblers. Such small manufacturers have no alternative but to produce in advance of the orders so they can be filled immediately.

In experiments on collusive bidding, introduction of non-Japanese bidders tends to preclude bid-rigging early on. However, over time, bid prices rise for all, including the bids of non-Japanese bidders even if they are kept outside the room beyond visual contact with the rest of the group. These results suggest that the behavior is driven by the profit motive and not by any cultural or national traits. Japanese government itself acquiesces to some collusion in bidding believing that it may help assure higher quality of the public goods it purchases.

As Prof. Matsumoto suggested, Japanese are highly concerned with the distribution of value and therefore they prefer an accounting system in which every one

is informed about what everyone else gets. This is reflected in the work of Prof. No-beoka. In discussions of international accounting, national and regional characterizations are often used. Whether there are such differences across national characters remains to be established.

Prof. Yamaji suggests that research findings from laboratory experiments raise questions about the validity of attributing either the successes or the failures of Japanese business to the personality attributes of the Japanese people.

This Japanese conference is, understandably, conducted in a self-critical mood. I seem to be the only non-Japanese in this big room. I cannot help but ask: Does nationality really matter? Or are the so-called nationality traits merely a matter of variations in expectations shared within a society but not across societies. Our expectations are built from our past experiences. What would happen if we conducted an experiment with people drawn from various societies, with the condition that all of them have had similar relevant experiences in their past? Such an experiment is virtually impossible to conduct because it would be difficult for people drawn from different societies to have had the same experiences. Still, I am inclined to believe that the results of such an experiment will depend on past experiences, not on nationalities. After all, culture is the common knowledge expectations of what the members of a group expect others to do in various circumstances (Sunder 2002 b). These expectations derive from experience, and variations in these experiences, not some inherent traits, differentiate the behavior of the members across societies.

In his presentation, Prof. Nakano Isao (2008) presents an innovative alternative called “probabilistic purchase method” of accounting for mergers and acquisitions when both firms are of the same size and it is not possible to determine with certainty which firm is the acquiring firm. Under this method, the financial statements of the merged firm would be the average of the financial statements that re-

sults when A acquires B and the financial statements that result when B acquires A. On the other hand, when the acquiring firm can be identified, the standard purchase method can be used.

Prof. Nakano presents an extensive argument in favor of probabilistic purchase method of accounting. Recall, that while Japanese accounting standards permit pooling-of-interest accounting for M&A, International Financial Reporting Standards (IFRS) do not. In the purchase method of accounting, financial statements of the acquiring firm retain their book values while the acquired firm is revalued. This allows the success of the merger transaction to be assessed by comparing the pre- and post-merger rates of return. Thus this accounting method can be said to provide information which is more useful for making better decisions. Of course, the problem with this method is that in case of merger of the equals, it is not clear which firm should retain its book values and which firm should be revalued.

Pooling of interest method of accounting assumes the continuity of business of both firms before and after the merger. The owners' equity remains unchanged due to merger and a merger of equals does not present a problem in this case. However, the financial reports prepared under this method are not representationally faithful because it does not reflect the changed nature, control and use of the resources. It tends to inflate the rate of return of the merged firm because it retains the pre-merger, usually lower, book values of net assets, and not the values that have been verified through an arms-length transaction. Since the financial statements do not incorporate the current values, their power to predict the future cash flows is attenuated.

In case of merger of the equals, Tweedie and Whittington (2000) suggest "fresh start" accounting which requires restatement of net assets of both firms to their current values. This method has the advantage of raising the predictive and

feedback values, and is representationally faithful. It also requires more work and greater cost of revaluation, diminishes comparability with the past data, and makes it difficult to judge the effectiveness of the merger decision (because the pre-merger financial statements are based on historical cost while the post-merger statements are based on current values). The danger of arbitrary use of purchase and fresh start method leads to the suggestion that the latter be reserved only for the mergers of equals, which is a rare event.

Prof. Nakano provides an extensive and insightful history of the development of the current merger accounting standard in the U.S. (SFAS 141). He points out how it ended up being a political compromise between the FASB, accounting theoretical arguments and business interests. While the standard prohibits pooling of interest accounting, it does not require either immediate or periodic amortization of acquisition goodwill. Instead, it recommends an impairment test and calls for goodwill to be written down only when it is impaired—a matter of subjective judgment.

Prof. Nakano proposes that when neither firm can be identified as the acquiring firm, accounts could be prepared as if there is 50–50 chance of each firm being the acquiring firm and each management has the chance of being the dominant group. This will yield financial statements showing an average of assets, liabilities and net assets from the two sets of statements assuming that one or the other is the acquiring firm.

One might extend Prof. Nakano's proposal to all mergers by using probabilities of being the acquirer which are proportional to the size of the respective firms. Properties of such generalization of his proposal remain to be explored.

Prof. Tokuga (2008) gave an excellent background, exposition, and analysis of the consequences of the so-called “fair value” (FV) accounting recently adopted for across the board application by as a part of IFRS. It consists of a mix of three

different principles : mark-to-market as defined by current exit value, mark-to-model and value-in-use.

In the traditional model of accounting, historical cost, matching, income smoothing have been important elements, with net income as the key measure of corporate performance. Allocation of the cost of a plant asset across accounting periods in its life time can be done in an infinite number of ways. Of all possible allocation schemes, a smooth depreciation functions is usually chosen. Income smoothing is useful to balance the interests of various stakeholders and to capture the long-term profitability of the firm in measured income. The ability of the managers to anticipate the future determines their ability to smooth income in interest of the stakeholders. Given the discretion to smooth, there exists the possibility that managers will use such discretion opportunistically to serve their own interests instead of the interests of other stakeholders. This raises the question of whether reported accounting income reflects managers' best estimate or includes distortions driven by their own incentives. Investors can only make decisions on individual firms, and one should not expect that they can arrange managerial incentives to completely eliminate manipulation of accounting.

The IASB appears to have made a broad shift from this flow-based approach to financial reporting and income measurement toward a stock-based approach, and combined it with a shift to the hybrid method labeled FV. This method is no better for eliminating managerial discretion because the responsibility for assessing the valuation of assets and liabilities still lies with them. When sufficiently liquid markets are not available, managers exercise a great deal of discretion in choosing such values, especially when value-in-use method is applied.

One of the consequences of FV adoption is a general decline in the hardness of accounting data. Perhaps the sole exception is when a unique price from a

relatively liquid asset market is available. Hardness declines in application of mark-to-model because the discretion exercised by managers in the choice of assumptions of the model. This decline is even sharper when value-in-use is employed because then the manager must evaluate the firm as a whole. Major accounting firms have already appeared on opposite sides of legal disputes on this matter.

Financial reporting as well as investor behavior were said to suffer from “short-termism” even before the introduction of FV accounting. This accounting method is only likely to aggravate this affliction, especially in Japan where research studies show the institutional investors to be even more short-term oriented than in the U.S.

In shifting the responsibility for assessment of future from investors to managers, FV changes the balance between them in a fundamental way. Consequences of this shift, especially at macroeconomic level remain to be analyzed. Inclusion of FV in corporate accounting will change the facts, issuance of debt and equity securities, listing/delisting decisions, contracts and utility rates. Will the short-term decision horizon of managers create an unstable feedback loop between their expectations (optimism or pessimism), valuations, and lead to market instability?

FV may also cause changes in business cycles although little research has been done on this topic so far. By reporting and emphasizing unrealized gains, will FV accelerate business fluctuations? FV does not permit off-balance sheet buffers in the form of unrecorded self-created goodwill etc. as historical accounting does.

Prof. Tokuga concludes that the choice of FV over HC may lead to higher volatility, greater short-termism, and increased magnitude of business cycle fluctuations. As Professors Nobeoka and Yamaji suggested earlier in the Forum, investment in manufacturing has a longer gestation period and to facilitate efficient decisions in that domain, corporations need smoother measures of performance over longer inter-

vals of time. FV will have the opposite effect of shortening the interval over which performance is measured, and therefore shorten the decision horizons, with detrimental impact on business and macro-economy. We can already see this effect in the form of shortening of gestations periods of research and development projects.

In my assessment, Prof. Tokuga's analysis is both important as well as accurate. I do not believe that the economic consequences of adopting FV have been adequately analyzed and thought through before it was adopted (Sunder 2008). Tendency towards shorter term decision making in investment, financial reporting and executive compensation is understandable, mutually reinforcing, and ultimately harmful. The effect of mark-to-market accounting for liabilities is that firms about to default on their debt will be able to lower their liability, and thus improve their apparent financial performance as reported under FV. Writers of FV standards ignore the information value of accounting choice. When corporations are allowed to choose from a menu of alternative accounting methods (subject to disclosure of the method itself) they reveal additional information about themselves. The subprime financial crisis of 2007-8 reveals that some of the worst fears of the critics of FV may come true. Prof. Tokuga's analysis could not be more timely.

In summary, the seven papers presented at Kobe Forum are enlightening and interesting not only for accounting but also for the broader disciplines of management and economics. They seek to put Japanese accounting in the broader context of the attempts to pursue convergence of financial reporting at a global scale, and its consequences. The real differences of various economies of the world tend to be downplayed in the rush to convergence and harmonization, disregarding their potential for dysfunctional consequences. Among other things, the damage that could be inflicted by a world-wide monopoly of accounting standards on the role of innovation in financial reporting is ignored (Sunder 2009). On the other hand, the differ-

ences among the behavioral traits of individuals across countries tend to be highlighted although there is little evidence that, once stripped of the variations in past experiences that form their expectations, human beings around the world are different in any essential respect. Kobe Forum has brought together an exciting set of ideas on these themes.

References

- Dye, Ronald A., and Shyam Sunder. 2001. "Why Not Allow FASB and IASB Standards to Compete in the U.S.?" *Accounting Horizons* 15, no. 3 : 257–271.
- Matsumoto, Toshifumi. 2008. "Social Value of a Corporation," Faculty of Commerce, Doshisha University, (Chapter 1).
- Nakano, Isao. 2008. "An Issue in Corporate Merger Accounting: Probabilistic Purchase Method," (Chapter 5).
- Nakano, Tsuneo. 2008. "Introduction to the 9 th Kobe Forum," (Preface).
- Nobeoka, Kentaro. 2008. "Organizational Capacity in Manufacturing: Management of Non-Functional Values," Kobe University, (Chapter 3).
- Sunder, Shyam. 2001. "Value of the Firm : Who Gets the Goodies?"
<http://www.som.yale.edu/faculty/Sunder/Research/Accounting%20and%20Control/Presentations%20and%20Working%20Papers/Value%20of%20the%20Firm/Value.pdf>.
- Sunder, Shyam. 2002 a. "Regulatory Competition among Accounting Standards within and across International Boundaries," *Journal of Accounting and Public Policy* 21, no. 3 : 219–234.
- Sunder, Shyam. 2002 b. "Management Control, Expectations, Common Knowledge, and Cul-

- ture,” *Journal of Management Accounting Research* 14 : 173–187.
- Sunder, Shyam. 2007. “Adverse Effects of Accounting Uniformity on Practice, Education, and Research,”
<http://www.som.yale.edu/faculty/Sunder/Research/Accounting%20and%20Control/Presentations%20and%20Working%20Papers/AdverseEffectsofAccountingUniformityon-PracticeRevNov5.pdf>.
- Sunder, Shyam. 2008. “Econometrics of Fair Values,” *Accounting Horizons* 22, no.1 : 111–125.
- Sunder, Shyam. 2009. “IFRS and the Accounting Consensus,” *Accounting Horizons* 23, no.1 : 1–11.
<http://www.som.yale.edu/faculty/Sunder/IFRSAccountingConsensusandEducation3.pdf>.
- Tokuga, Yoshihiro. 2008. “Effects of Broadening Application of Fair Value on Business and Economy,” Kyoto University, (Chapter 6).
- Tweedie, David, and Geoffrey Whittington. 2000. “The Future of Accounting for Business Combinations,” *Accounting and Finance Discussion Papers*, Faculty of Economics, University of Cambridge.
- Yamaji, Hidetoshi. 2008. “Japanese Style Bid–Rigging : Accounting to Balance the Interests of Various Stakeholders,” *Research Institute for Economics and Business Administration*, Kobe University, (Chapter 4).
- Yosano, Tadanori, and Yoshinori Shimada. 2008. “Market Reaction to Accounting Policy Choices of Merger and Acquisition in Japan : Evidence to International Accounting Convergence,” *Graduate School of Business Administration*, Kobe University, (Chapter 2).

研 究 叢 書 (既 刊)

-
- | | | | |
|--|----------------------------|--------------------------|--------|
| 第 1 号 | 生産と分配に対する貿易効果の分析 | 片野 彦二著 | 1961 年 |
| 第 2 号 | 国際貿易と経済発展 | 川田富久雄著 | 1961 年 |
| 第 3 号 | 国際私法の法典化に関する史的研究 | 川上 太郎著 | 1961 年 |
| 第 4 号 | アメリカ経営史 | 井上 忠勝著 | 1961 年 |
| 第 5 号 | 神戸港における港湾荷役経済の研究 | 柴田銀次郎・佐々木誠治・秋山 一郎・山本泰督共著 | 1962 年 |
| 第 6 号 | 企業評価論の研究 | 小野 二郎著 | 1963 年 |
| 第 7 号 | 経営費用理論研究 | 小林 哲夫著 | 1964 年 |
| 第 8 号 | 船内労働の実態 | 佐々木誠治著 | 1964 年 |
| 第 9 号 | 船員の雇用制度 | 山本 泰督著 | 1965 年 |
| 第 10 号 | 国際私法条約集 | 川上 太郎著 | 1966 年 |
| 第 11 号 | 地域経済開発と交通に関する理論 | 野村寅三郎著 | 1966 年 |
| 第 12 号 | 国際私法の国際的法典化 | 川上 太郎著 | 1966 年 |
| 第 13 号 | 南北貿易と日本の政策 | 川田富久雄著 | 1966 年 |
| 第 14 号 | インド経済における所得分配構造 | 片野 彦二著 | 1968 年 |
| 第 15 号 | ラテンアメリカ経済統合の理論と現実 | 西向 嘉昭著 | 1969 年 |
| 第 16 号 | 会計情報と EDP 監査 | 中野 勲・大矢知浩司共著 | 1972 年 |
| 第 17 号 | 国際収支と資産選択 | 井川 一宏著 | 1974 年 |
| 第 18 号 | 経営計測システムの研究 | 定道 宏著 | 1978 年 |
| Business & Economic Information Control and Analysis System | | | |
| 第 19 号 | 日本・オセアニア間の海上輸送とオセアニア主要港の現況 | 佐々木誠治著 | 1978 年 |
| 第 20 号 | 計量経済情報システム STEPS-BEICA | 定道 宏・布上 康夫共著 | 1979 年 |
| 第 21 号 | 海上運賃の経済分析 | 下條 哲司著 | 1979 年 |
| 第 22 号 | 国際法上の船籍論 | 嘉納 孔著 | 1981 年 |
| 第 23 号 | ブラジル経済の高度成長期の研究 | 西島 章次著 | 1981 年 |
| 第 24 号 | 資本蓄積過程の分析 | 下村 和雄著 | 1983 年 |
| | —理論的枠組とオーストラリア経済への適用— | | |
| 第 25 号 | 会計情報公開論 | 山地 秀俊著 | 1983 年 |
-

—— 研 究 叢 書 (既 刊) ——

- 第 26 号 企業の国際化をめぐる特殊研究 井上 忠勝・山本 泰督・
下條 哲司・井川 一宏・山地 秀俊共著 1983 年
- 第 27 号 海運における国家政策と企業行動 海運経済専門委員会著 1984 年
- 第 28 号 オーストラリアの金融システムと金融政策 石垣 健一著 1985 年
- 第 29 号 会計情報公開制度の実証的研究 山地 秀俊著 1986 年
—日米比較を目指して—
- 第 30 号 配船の理論的基礎 下條 哲司編著 1986 年
- 第 31 号 仮想電子計算機と計算機言語システム 安田 聖著 1986 年
—世界計量経済モデル分析システム—
- 第 32 号 期待効用理論 —批判的検討— 伊藤 駒之著 1986 年
- 第 33 号 アメリカ企業経営史研究 井上 忠勝著 1987 年
- 第 34 号 反トラスト政策 —経済のおよび法的分析—
カールケイゼン・ドナルド F. ターナー共著
根岸 哲・橋本 介三共訳 1988 年
- 第 35 号 会計情報システムと人間行動 中野 勲編著 1989 年
- 第 36 号 国際金融経済論の新展開 井澤 秀記著 1989 年
—変動為替相場制度を中心として—
- 第 37 号 労働市場研究の現代的課題 小西 康生・三木 信一共著 1989 年
- 第 38 号 香港企業会計制度の研究 中野 勲編著 1989 年
- 第 39 号 国際比較統計研究モノグラフ 1 能勢 信子編著 1990 年
- 第 40 号 経済発展と還太平洋経済
西向 嘉昭・石垣 健一・西島 章次・片山 誠一共編著 1991 年
- 第 41 号 労使問題と会計情報公開 山地 秀俊著 1991 年
- 第 42 号 経営財務と会計の諸問題 森 昭夫編著 1992 年
- 第 43 号 国際比較統計研究モノグラフ 2 小西 康生編著 1993 年
- 第 44 号 アメリカ現代会計成立史論 中野 常男・高須 教夫・山地 秀俊共著 1993 年
- 第 45 号 ネットワーク環境における情報システムの研究 宮崎 耕著 1994 年
- 第 46 号 財務情報分析と新情報システム環境 民野 庄造著 1995 年
- 第 47 号 税効果会計 梶原 晃著 1995 年
- 第 48 号 アジア経済研究 阿部 茂行著 1997 年
- 第 49 号 会計とイメージ 山地 秀俊・中野 常男・高須 教夫著 1997 年
- 第 50 号 地域保健医療情報システム 小西 康生・中村 利男著 1997 年
—加古川地域における地域情報化戦略—

—— 研 究 叢 書 (既 刊) ——

- 第 51 号 原価主義と時価主義 山地 秀俊編著 1998 年
- 第 52 号 RIEB データベースの研究 安田 豊・阿部 茂行著 1998 年
- 第 53 号 地方公共分野の情報化 小西 康生編著 1998 年
- 特 別 日本の金融システムの再構築とグローバル経済
石垣 健一・日野 博之編著 1998 年
- 第 54 号 日本型銀行システムの変貌と企業会計 山地 秀俊編著 2000 年
- 第 55 号 日・韓自動車産業の国際競争力と下請分業生産システム
金 奉吉著 2000 年
- 第 56 号 地方自治体の IT 革命 小西 康生・中村 利男著 2000 年
—21 世紀型自治体の情報化戦略—
- 第 57 号 90 年代ブラジルのマクロ経済の研究
西島 章次・Eduardo K. Tonooka 著 2001 年
- 第 58 号 マクロ会計政策の評価 山地 秀俊編著 2001 年
- 第 59 号 米州におけるリジョナリズムと FTA 細野 昭雄著 2001 年
- 第 60 号 韓国の構造改革と日韓・東アジアの経済協力
金 奉吉・井川 一宏共著 2002 年
- 第 61 号 現代ツーリズム研究の諸相 小西 康生・貴多野乃武次共編著 2002 年
- 第 62 号 ラテンアメリカにおける政策改革の研究
西島 章次・細野 昭雄編著 2002 年
- 第 63 号 アメリカ不正会計とその分析 山地 秀俊編著 2003 年
- 第 64 号 Local Currencies —その現状と課題— 小西 康生編著 2003 年
- 第 65 号 「ツーリズム」関連統計 —その現状と課題—
小西 康生・貴多野乃武次編著 2004 年
- 第 66 号 韓・日 FTA と韓国 IT 産業 趙 炳澤・井川 一宏編著 2005 年
—グローバル化と東アジア経済統合の進展の中で—
- 第 67 号 “観光” から “ツーリズム” へ 小西 康生編 2005 年
—多様なツーリズムの可能性を探る—
- 第 68 号 アジア諸国に学ぶわが国の観光立国政策
小西 康生・貴多野乃武次編著 2006 年
- 第 69 号 ドイツ企業のコーポレート・ガバナンスと日本における M&A
Bebenroth, Ralf 著 2008 年

(非売品)

平成 21 年 3 月 23 日 印刷

平成 21 年 3 月 27 日 発行

編 著

イエール大学教授
シャム・サンダー

神戸大学教授
山 地 秀 俊

発 行 所

神戸市灘区六甲台町 2-1
神戸大学経済経営研究所

印 刷

神戸市兵庫区西柳原町 3-29
有限会社 岸本出版印刷