

< 論 文 >

新会計基準と財務指標

社会システム研究所 佐々木 隆文

要 約

本稿では、会社法施行後の新会計基準におけるROEについて利用目的別の定義を検討する¹。会計情報の経済学的な機能には、1)意志決定支援機能と2)契約支援機能との2つがあり、どちらを重視するかにより、望ましいROEの定義も変わってこよう。1)は、非対称情報の下で実態の良い企業が過小評価されてしまう可能性（逆選択）を緩和する機能である。会計情報を通じて企業の実態が投資家に伝わることにより、企業価値評価、ひいては投資の意志決定が正しく行われることを促す機能である。そこでは将来の利益予想のために会計情報がどの程度有用であるかが重要になる。そのような観点からは、含み損益や子会社持ち分の変化など一時的な要因に左右されないROEが適していると言える。但し、企業価値において将来の残余利益の価値が低く、現在の資産価値で評価されるような企業については、親会社持ち分、含み損益を反映したROEが望ましい可能性もある。他方、2)は、非対称情報の下で経営者が株主価値最大化から乖離した行動を採ることを抑制する効果である。経営者報酬等に適切な会計情報を用いることにより、投資後の非効率を抑制する機能である。このような観点からは、経営者の行動の結果との関連性が強く、経営者の裁量的行動に左右されない会計数値が望ましいと考えられる。本業にかかわる経営者行動のみを評価するのであれば、純利益と株主資本から計算されるROEが望ましい一方、資本効率や保有している資産のヘッジも評価すべき経営者行動と捉えるならば、利益調整の影響も受けにくい包括利益ベースのROEが望ましいとも考えられよう²。

目 次

1. はじめに
2. 会社法施行後の株主資本、純資産
3. 会計情報の機能
4. ROEの利用目的と定義
5. おわりに

¹ ROEは株主資本利益率、自己資本利益率等とも呼ばれ、株主の持ち分に対する利益の獲得割合を示す。この数値が資本コスト（株式の期待収益率）よりも高ければ、企業は付加価値を生み出していると判断される。従来の会計基準では株主資本も純資産も同一であったが、新会計基準では株主資本と純資産は異なる情報を含むため、ROEについても複数の定義が考えられる。

² 包括利益とは、資産の変化額から負債の変化額を差し引いたものと定義され、純利益に保有有価証券等の評価損益や少数株主持ち分損益などを加味したものである。

1. はじめに

会社法施行を受け、2006年5月以降の決算では新しい会計基準による会計情報が公開される。変更点の中で、とくに企業価値評価という観点から注目されるのは、資本の部の表示方法の変更であろう。

よく知られているように、残余利益モデルでは次式により企業価値が示される³。

$$V_t = B_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t+1} * (ROE - r)}{(1 + r)^{t+1}}$$

V：株式価値

B：株主に帰属する資本

r：株式の資本コスト

つまり、企業価値は、株主に帰属する資本⁴と機会費用を上回る超過収益との合計であり、将来に亘ってROEをどのように見積もるかが重要なポイントとなる。そこでは、会計情報によってもたらされるROEの水準、ROEの変化、双方の情報が必要である。このように重要なROEであるが、純資産と株主資本が別々に表示される新会計基準では複数の定義が存在しうるため、目的別にどのようなROEが望ましいかをまとめておく必要がある。そこで本稿では、新会計基準における資本と利益に焦点を当て、会計数値の目的別にROE等の財務指標の定義について検討する。

2. 会社法施行後の株主資本、純資産

会社法施行後の会計基準では、純資産の部は1)株主資本の他に、2)評価・換算差額等、3)新株予約権、4)少数株主持ち分の3つの項目がある。これらは、利益実現のタイミング、持ち分の違いから区分されている。1)の株主資本は、親会社株主に帰属する、既の実現された（投資のリスクから解放された）部分である。他方、2)は親会社株主に帰属するが、投資のリスクからは解放されていない部分である。会計における利益の実現は、現金、或いは現金等価物になった時点でリスクから解放されたと見なされるため、固定資産に分類されるその他有価証券、土地などの評価差額は実現された損益と見なされず、株主資本には組み入れられない⁵。これらの評価損益は、税効果を考慮した上で、評価・換算差額として純資産に計上されることになる。他方、3)、4)は持ち分の違いにより、株主資本等と区別されるものである。株主資本は親会社株主に帰属する部分を対象としており、連結子会社の他の株主（少数株主）や将来の株主（新株予約権行使後の株主）に帰属する部分は株主資本と区別されることになる。

新会計基準における株主資本は、これまでの会計基準における株主資本に比べ、保有

³ ここで資本と利益の間にはクリーン・サープラス関係（資本の変化が利益に等しくなる）が成立する必要がある。換言すれば、新会計基準における純利益と株主資本、包括利益と純資産といった具合に利益と資本との対応関係が保たれば、どの定義を用いてもこの式は成立する。

⁴ これは資本の機会費用の流列の現在価値に等しい。

⁵ 他にヘッジ損益など。但し、わが国の評価差額には、未積立退職給付債務の変動額が反映されない点に留意する必要

有価証券等の含み損益等から構成される評価・換算差額等が含まれていないという違いがある。新会計基準における評価・換算差額には繰延ヘッジ損益が新たに含まれることになったため、新会計基準の株主資本に評価・換算差額を加え、ヘッジ損益を差し引いたものが旧来の株主資本に等しくなる。

このような株主資本、純資産を企業価値評価の基本的な財務指標である ROE や自己資本比率に用いる場合でも、どのような持ち分をベースとするか、含み損益などのリスクから解放されていない損益をどう捉えるかによって変わってくる。基本的には、以下の4パターンがベースになると思われる。

表1 資本の定義と特徴

	定義	特徴	備考
A)	株主資本 (+ 新株予約権)	親会社株主に帰属する、含み損益等を含まない資本	含み損がある場合、実際の資本の価値よりも過大になる可能性
B)	株主資本 + 評価・換算差額等 (+ 新株予約権)	親会社株主に帰属する、含み損益等を考慮した資本 従来の純資産に近い	評価・換算差額については、退職給付債務の積立不足を考慮することも考えられる
C)	株主資本 + 少数株主持ち分 (+ 新株予約権)	企業グループに帰属する、親会社の含み損益等を含まない資本 経営者が利用可能な資本を表す	少数株主持ち分には評価・換算差額が入る
D)	純資産	企業グループに帰属する、含み損益等を考慮した資本	評価・換算差額については、退職給付債務の積立不足を考慮することも考えられる

A)は、親会社株主持ち分、かつ実現利益のみを考慮した資本である。B)は親会社株主持ち分をベースとし、含み損益を考慮した資本である⁶。金融庁、東京証券取引所が定義した「自己資本」⁷は純資産から少数株主持ち分と新株予約権を差し引いて算出するため、この B)が自己資本に近い概念となる。C)は少数株主持ち分も含める一方、親会社の評価・換算差額等を考慮しない資本であり、企業グループの実現利益による資本と考えられる。但し、少数株主損益については、少数株主分の評価・換算差額等が含まれることになるため、実際には少数株主持ち分のみ評価・換算差額が考慮されてしまうことになる。D)は企業グループで評価・換算差額等を反映した最も広い定義での資本である。

上記の A)～C)については、新株予約権を加味することも考えられる。まず、新株予約権のうち、その対価に関する払い込みがあるものは経営者が利用可能な資本となっていると考えられる。また、ストックオプションについては、通常、直接その対価に関する払い込みはないケースが多いものの、ストックオプション自体は労働の対価と捉えられ、その分の人件費のキャッシュアウトが避けられたという意味で経営者にとって利用可能な資本を増やすと考えられる。例えば、従業員を対象としたストックオプションでは、一旦従業員に賃金を支払い、その賃金で従業員がストックオプションを購入する場

がある。

⁶ 少数株主持ち分に相当する評価・換算差額は少数株主損益に考慮されるため、連結財務諸表上の評価・換算差額等には親会社株主持ち分に相当する部分のみが反映される。

⁷ 日本経済新聞 2006年6月2日朝刊 17面等を参照。

合と同様の効果を持つと考えられる。このように考えると、新株予約権は基本的に分母に組み入れた方が良いと思われる。

更には、評価・換算差額については、未積立の退職給付債務のうち、過去勤務債務以外の部分を反映させた方が良いという考え方もできる。実際、現行の米国会計基準等では、評価・換算差額等はその他包括利益に分類され、年金に関する追加最小負債の変化も純資産、包括利益に反映されることになる。より具体的には ABO ベースの積立不足のうち、過去勤務債務を除く部分に関する変化額が純資産、包括利益それぞれに影響する⁸。わが国の新会計基準の下では、企業本体が所有する有価証券の含み損益は純資産等に影響する一方、年金基金が所有する有価証券は純資産等に反映されないため、税効果を考慮した上で未認識数理計算上の差異、会計基準変更時差異を評価・換算差額等に含めるとの考え方もできよう。

他方、ROE の分子に用いられる利益については、上記 A) ~ D) に対応し、以下のような定義が考えられよう。

表 2 利益の定義と特徴

定義	特徴	備考
a) 純利益	親会社株主にとっての実現利益	株主資本とクリーン・サープラス関係
b) 純利益 + 評価・換算差額	親会社株主に帰属する当期の含み損益を含む利益	評価・換算差額は持続性がないため、予測には使いにくい可能性
c) 純利益 + 少数株主損益	企業グループの実現利益に近い	少数株主損益には少数株主持ち分に相当する評価・換算差額が含まれる
d) 包括利益	企業グループの資産負債差額の変化を示す	純資産とクリーン・サープラス関係 評価・換算差額は持続性がないため、予測には使いにくい可能性

ROE の算出に際しては、クリーン・サープラス関係を保つために各々対応する資本と利益を用いて算出する方法が考えられるが、これまでの会計基準における純資産と株主資本のように、必ずしも対応しない利益、資本を用いる方法もあろう。このように新会計基準では、様々な定義の ROE が考えられるが、どの定義が望ましいかは利用目的により変わってくる可能性がある。以下では、会計情報の機能を理論的に整理した上で、目的別の ROE のポイントについて整理する。

3. 会計情報の機能

近年の会計研究では、非対称情報下における合理的な意思決定に基づき、会計情報の 2 つの役割が強調され、多くの分析が行われている。一つは意思決定支援機能と呼ばれるものである。非対称情報の下では、投資家は経営内容が良い企業と悪い企業を知ることができないため、投資家がそれらの企業を同様に評価してしまう可能性がある。その場合、内容が良い企業の株価は過小に評価され、内容が悪い企業の株価は過大に評価さ

⁸ 2006 年度決算から導入される可能性がある新しい会計基準では、将来の昇給分を含む PBO ベースで積立不足を計算し、過去勤務債務を含む積立不足の未認識分を税効果考慮の上で直接株主資本に反映させる見込みである。これにより、確定給付型の退職給付制度を持つ企業では株主資本の変化がより大きくなる可能性がある。

れる可能性がある。そのような株価では、内容が良い企業は資金調達を行うインセンティブを持たず、過大評価されている経営内容が悪い企業のみが資金調達を行うことになる。これはアドバース・セレクション（逆選択）の一つであり、資本の有効配分という資本市場の機能が阻害されることになる。そうした中、会計情報が情報優位者である経営者から投資家に経営内容を的確に知らせる機能を持てば、企業の実態に関する非対称情報が緩和され、前述のような非効率性が是正されることになる。換言すれば、投資前の意思決定に関する非効率の是正である。このような機能が果たされるためには、会計情報の質的特性の2大要素と言われる、レリバンス（目的適合性）、信頼性の双方が必要である⁹。

もう一つは契約支援機能と呼ばれるものである。企業の利害関係者の中には、経営者報酬、負債条項など様々な契約があるが、これらの契約では会計水準に依拠して、内容が書かれることが多い。例えば、経営者報酬に関する契約では、経営者報酬が経営者行動を適切に反映する会計情報とリンクしていれば、モラル・ハザード（経営者が企業価値最大化と異なる行動を採ること）から生じる問題が緩和されると考えられる。このような観点から望ましい会計情報は前述の意思決定支援機能から望ましい会計情報と異なる可能性がある。ここでもレリバンス、信頼性の双方が必要であるが、特に後者に関しては、立証可能であることや、経営者の恣意性について配慮が必要と思われる。

4. ROEの利用目的と定義

以上のような点を踏まえると、ROEなどの財務指標についても、どのような機能が重視されるかにより変わってこよう。以下では、前節の理論に基づき、企業価値評価に用いる場合、経営者行動の評価に用いる場合、それぞれについてポイントをまとめる。

4.1 企業価値評価に用いる場合

企業価値評価に用いる場合に重要なのは、用いる指標が投資家の将来予想に役立つことである。つまり、情報価値を持つことである。

そこでは将来の利益予想のために会計情報がどの程度、有用であるかが重要になる。そのような観点からは、含み損益など一時的な要因に左右されないROEが適していると言える。とりわけ、将来の残余利益が大きい成長株については、そのような条件を満たすROEが望ましいと言えよう。例えば、有価証券の評価差額は確率的に決まるものであり、持続性のある利益情報とは考えられない。将来予測のためには、持続性のある収益力を計測することが肝要であり、そのような観点からは評価・換算差額等は分子、分母ともに含まないことが望ましい。具体的には、前述のA)とa)から算出されるROEが一つの候補となろう¹⁰。但し、この定義によるROEは連結対象子会社の持ち分の変

⁹ この2つはわが国の概念フレームワーク、FASB、IASBそれぞれの概念フレームワークに共通して質的要因として挙げられている。わが国の概念フレームワークでは、この他に内的整合性が挙げられる一方、FASB、IASBでは比較可能性などが質的特性として挙げられている。

¹⁰ 予測に有益な情報の要件が持続性にあるとすれば、金融資産として保有されている有価証券の時価変動や特別損益等の影響を除いた方が将来予測にとって有用な情報であるとも考えられる。また、利益調整の影響を受けやすい項目に配慮することも重要であろう。

化による影響も受ける。このため、水準の変化に着目する場合は C)と c)から算出される ROEの方が望ましい可能性がある。以上の2つの ROE は資本と利益との間にクリーン・サープラス関係が保たれるため、冒頭に記したような残余利益モデル(オールソンモデル)に適用して企業価値評価を行う際に有用と思われる。また、従来から用いられてきた ROE と整合性を持つ指標として、B)と a)から算出される ROE も一考に値しよう。実際、有価証券報告書や決算短信では、自己資本当期純利益率として、この定義の ROE が記載される見込みである¹¹。

但し、企業価値目的で ROE を用いる場合でも、将来の残余利益の価値が低く、現在の資産価値で評価されるような企業については、親会社持ち分、含み損益を反映した ROE が望ましいとも考えられる。冒頭の残余利益モデルによれば、資本コストを上回る利益を稼げない企業の株式価値は、株主に帰属する資本の価値のみとなる。このため、そのような企業では予測よりも現在の資本の時価が重要になる。このような企業を対象に資本を計測する場合には含み損益を考慮した親会社の持ち分がベースとなるろう。

4.2 経営者行動の評価に用いる場合

経営者評価の観点からは、基本的には、経営者の行動の結果との関連性が強く、経営者の裁量的行動に左右されない会計数値が望ましいと考えられる。なぜなら、モラル・ハザードを緩和するためには、経営者の利得を経営者行動がもたらす結果とリンクさせることが必要となるためである。そのような意味では、将来予測のための情報価値よりも、過去の実績を忠実に示す客観性や検証可能性が重要になってこよう。また、会計数値自体がエージェンシー問題の温床となりうることを踏まえると、経営者の裁量に左右されにくいという観点も重要であろう。

上記のうち、経営者行動との関連性については、保有有価証券等の管理やグループ戦略を評価すべき経営者行動に含むかどうかのポイントとなる。仮に、有価証券の保有状況にシナジー効果等の理由がある場合には、固定資産として他の企業の株式を持つことを前提に経営者行動を評価した方が良いと考えられる。その場合には、経営者の評価は本業の収益力のみで評価すべきであると思われる。なぜなら、このような状況で含み損益を考慮することは経営者行動と評価指標との関連性を弱め、モラル・ハザードの改善につながらないからである。具体的には、前述の A)と a)による ROE から評価することが望ましいと考えられる¹²。

他方、他企業の株式所有の是非も経営者行動の評価に含める場合には、b)や d)を分子とする ROE が望ましいと考えられる¹³。また、評価・換算差額等を経営者行動の評価に組み入れることは会計情報に関する経営者の裁量という観点からも望ましい^{14, 15}。

¹¹ この定義による ROE は繰延ヘッジ損益の影響を考慮すれば、従来の ROE と等しくなる。

¹² この場合でも評価対象となる利益は金融資産として保有されている有価証券の影響を受ける。また、特別損益を経営者行動の評価対象とすべきかどうかとも意見が分かれるところであろう。

¹³ 保有有価証券の状況を経営者行動と切り離して評価する場合でも、そのような資産価格の変動のヘッジも経営者の役割と考える場合には、評価・換算差額等を考慮した方が良いと思われる。

¹⁴ このような包括利益的な指標を用いる場合でも、減価償却方法の変更などの利益調整の影響がありうるし、実物行動を通じた利益調整の影響は残る。

¹⁵ 包括利益は経営者の恣意性の排除という点で一定の支持を得ているが、過去の実証研究では包括利益よりも純利益の方が情報内容をより含んでいることが示されている。このことは会計上の手続きの意味が経営者の私的情報を投資家に伝え、非対称情報の緩和に役立っていることを示唆していると考えられる。同様の議論は、純利益の方がキャッシュ

なぜなら、評価・換算差額等はこれらの利益が実現した場合にはリサイクルされ、純利益に計上されるからである¹⁶。

5. おわりに

以上で見てきたように、新会計基準の下での ROE は、企業価値評価を目的とするか経営者行動の評価を目的とするかで望ましい定義は異なってくる。また、前者については高い残余利益が見込まれる企業とそうでない企業で用いる ROE も変わってこよう。ROE は企業を分析する上で最も重要な財務指標と考えられるが、画一的な定義ではなく、目的に応じて使い分けることが重要と思われる。

参考文献

秋葉賢一、「新会計基準の概要と会社法」、『企業会計』2006年5月

川村義則、「討議資料・FASB 概念書・IASB フレームワークの比較対照表」、『企業会計』2005年1月

須田一幸、『財務会計の機能』、白桃書房、2000年

出田吉孝、「一株当たり当期純利益基準について」、『企業会計』2006年4月

ユフローよりも情報内容を含んでいるという傾向にも当てはまる。

¹⁶ 「利益のリサイクリング」については『今月の用語』参照。

