

企業資本の測定

——契約理論と資本価値——

亀川 雅人

1 はじめに

経済学における資本の測定目的は、希少な資本資源の効率的な配分を実現するためである。それは消費を耐忍することに対する報酬の測定であり、一般に資本利益率を測定することである。資本利益率の測定は、資本の測定とその対価である利子（利益）の測定が必要になるが、経済学の主要な関心は、マクロ的なレベルや産業レベルでの測定になる。

企業レベルでは、企業会計が個別資本の測定に携わる。企業経営の成果や財政状況を示すさまざまな経済量を一定のルールに基づいて測定し、これを企業に關与する様々な利害関係者に伝達する。企業経営者には投資プロジェクトの選択に資する情報を提供し、出資者や債権者へは資本を提供するか否かの判断材料を提供する。債権者保護や債権者と株主、株主と従業員との利害調整のためにも資本および利益が測定される。その他、企業の多様なステークホルダーへ提供すべき情報として資本および利益の測定が必要とされる。経済学では資本測定の目的を資源配分の問題に収斂させていたのに対し、企業会計では企業を取り巻く多様なステークホルダーへの利害調整を目的とした情報開示という様相を呈する。

いずれにしても、企業会計の中心となる目的は、企業経営の成果としての所得ないし利益とこれを生み出すための資本測定であると言える。公開企業を前提とすれば、証券市場における投資意思決定のための財務情報という位置づけとなろう。ここでは主として各企業レベルにおける資本の測定問題が、いかなる問題を抱えているかを会計帳簿との関連で考察することになる。会計のルールによって測定された資本がいかなる情報を提供できるのか。会計情報が企業の評価にいかなる影響を与えることができるのかを検討する¹⁾。

1) 企業会計が制度として確立しているとは思わない。むしろ、常に新たな取引の出現に応じて新しい制度改革が必要になると思われる。Robert R. Sterling (1970) の『企業利益測定論』の公開時点では、それが原価ではなく価値を扱い、利益ではなく評価をテーマにしているために会計の書ではないと批評された。会計は歴史的な原価を中心にしてきたのである。しかし、現在の会計制度は、価格水準の修正が施され、市場評価が重要なウエイトを占め始めている。

もちろん、ある期間を限定すれば、一定の約束に則った企業会計制度が成立しており、その知識を

会計上の資産 (= 総資本) 概念は、経済社会における取引概念の変化や企業組織のあり方などの変化により変容を迫られてきた。新たな企業行動は新たな取引形態を生み出し、それが貸借対照表に十分表示されないオフバランス取引²⁾となる。リース契約に基づき使用する資産のオンバランス化の問題³⁾は、新たな取引形態の出現結果である。しかし、近年流行りのアウトソーシングは、大なり小なりリース資産と同様の問題を含んでいる。賃貸契約のほとんどは、リースと同様に他人資産の占有である。

また、株式会社形態が一般化すると、他企業の資産所有を株式所有の形態で行なうことになる。帳簿資産には、個別具体的資産の勘定科目ではなく、金融資産として計上される。有価証券の市場取引が活発化し、時価評価の客観性が高まると簿価から時価会計の転換が叫ばれることになる。さらに、企業組織が拡大・複雑化し、分社化や M & A などが一般化すると、金融資産のもつ意味がさらに重要になる。単独決算の意義が薄れ、連結重視の企業評価に重点が移り始める。いずれも、企業社会における取引環境の変化、すなわち現在および将来の所有権移転に関する契約関係の変遷を反映したものである。

所有権を移転するという交換取引は、それ自体まったくの非生産的なものであり、可能な限りコストを削減することが望ましい。交換によって、財やサービスの所有権が移転されるが、この取引をできる限りスムーズに行うための手段が契約である。契約関係如何によって、取引がコストレスに行われ、結果として生産性の上昇が期待されるのである⁴⁾。

共有している職業人は多い。しかし、そこで計算される利益や資本を無批判に受け入れるだけでは企業経営に役立たないし、資源の配分にも有益ではない。斉藤静樹(1988)は、会計という枠を取り払い所得や利潤の概念を確かめることが重要になると論じている。

- 2) 田中建二(1991)は、金融商品を中心とするオフバランス取引の増大から、会計の枠組みそれ自体に対する再検討を示唆する。
- 3) リースは、その契約内容からファイナンス・リースとオペレーティング・リースに分類され、それぞれに対応した会計処理が定められてきた。比較的早い時期から資本市場が発展した米国などではリースに関する会計開示が重要な位置づけにあった。そのため、米国のリース会計基準(Financial Accounting Standards Board)は1976年に制定されている。しかし、日本では、1993年に企業会計審議会が「リース取引に係わる会計基準に関する意見書」を公表し、94年に日本公認会計士協会が「リース取引の会計処理及び開示に関する実務指針」を公表するに至る。いずれも、オフバランス取引として処理されてきたリースのオンバランス化を意味している。しかし、それらは一定の条件を設けたリースについて適用されるものであり、オンバランス化の回避は可能な状況にある。こうした動きに対応して、96年に G4+1 FASB, "Accounting for Leases: A New Approach Recognition by Lessees Assets and Liabilities Arising under Leases Contracts", 2000年に IASC, Discussion Paper, G4+1 Position Paper, "Leases: Implementation of a New Approach" が公表されている。石井明「リース会計に係わる革新的概念の一考察」2001年9月 EMA 研究会報告ペーパー参照。
- 4) 小林 公は、契約概念を次のよう説明している。「交換が財に対する所有権の移転手続きであるのに対し、契約は、将来の交換に関する期待を当事者間に生み出すための手続きである。…中略…しかし、契約から始まって交換が終了するまでの間に、契約当事者が予想しなかった様々な事態が発生す

本稿では、私的企業の活動が営利目的による契約関係によって成り立っていると見做し、この契約関係が分業と協業のあり方、そして企業を取り巻くあらゆるステークホルダー間の取引関係を決定し、結果として企業の業績に影響を及ぼすと考える。この契約関係は、明示的な契約関係のみならず、企業の行動によって培われた暗黙的契約関係も含むものであるが、この関係を構築するのが事業の構想であり、企業家精神であると考え。経営者は、与えられた契約関係を管理し、その契約関係のなかで効率を追求することになる。それゆえ、企業の資本効率を測定するためには、こうした契約関係を反映した帳簿を作成しなければならない。あるいは、現在の帳簿が、こうした関係を反映していないとすれば、その限界を認めた上で利用しなければならない。

ここでは、具体例を用いて、貸借対照表のみに依存しても適切な資本効率の測定が不可能になることを説明する。会計学者の多くはそのことを理解しながらも、実務の社会や資本市場における投資家にはその意味が理解されていない。ここで主張するのは、企業の本質が契約関係にあり、契約関係の多くは貸借対照表をはじめとした財務諸表では十分開示できないということ、そして、実務家や多くの投資家が誤った認識を持つにもかかわらず、結局のところ、企業の市場評価はこうした契約関係を反映することになるということである。すなわち、契約関係から企業を評価するという商人的視点を導入することにある。それは、資本の概念をより商人的な視点で捉えることにある。この捉え方により、資本と有形資産との関係を一旦切り離し、資本の有効利用を測定する手段が何かを理解させてくれる。そこでは所有と非所有も同等の立場で比較されることになる。企業活動における多くの契約は、将来の収入を実現するための契約であり、そのために今日支出するものが資本なのである。

2 古典的な企業概念から契約概念へ

会計上の貸借対照表は、企業に供給された貨幣資本がいかなる具体的な形態で運用されているかを示している。会計上、貸借対照表に記載される総資本は資産として定義され、企業の所有する金銭または金銭的価値あるものや権利、さらに期間損益計算上経過的に資産化されたものを含む。ある時点では、現金・預金、売掛債権、商品などの流動資産、機械設備、備品、車両、店舗などの固定資産、それに繰延資産や見越資産など、多様な形態で企業の活動のために待機している。

る。契約の機能は、将来発生するかもしれない事態に備えて、双方の当事者が負うべきリスクを明確にすることにある。…中略…交換を同時に行うことが何らかの理由で不可能なときは、当事者は、将来において交換が行われる蓋然性を高めるために契約を結ぶ。契約は、契約が存在しない場合に生じている不確実性を減少させ、相手方の行動に対する一定の期待のもとに、当事者が合理的選択をとりうることを可能にする。」小林 公 (1991) pp.86 7.

しかし、貸借対照表の借方に記載されるものが資産性を含むか否かを判断することは難しい問題を含む。貸借対照表の借方と貸方の差額を計算する財産法によれば、繰延資産などは金銭的財産価値を有しないために資産性を認め難い。それに対し、期間損益計算を前提とした損益法では、当期のみならず将来収益を稼ぐ勘定科目は資産性があると認識される。具体的な形をもつ財産に資産の根拠をもとめるのは、収益の源泉が物的資本に依存する割合が高かったためであり、ストックとしての古典的な資本概念に結びつく。しかし、損益法に基づく資産は古典的資本概念では捉えにくい。

光熱水費や通信費、広告宣伝費、そして人件費などに費消した部分も供給された資本からの支出部分である。収益を稼ぐために準備された貨幣資本は、それが支出され、現金形態としては消滅していたとしても貸借対照表の貸方から供給された資本として認識される⁵⁾。収益の実現が費用の発生よりも遅れて生じるという認識に立てば、いずれもが資産性を持つことになる。それは商人的な視点による資本概念であり、オーストリア学派的な資本概念⁶⁾に通じる。

SFAC 第6号では、こうした資産の本質を将来の経済的便益と定義し、貸方の負債は将来の資産の犠牲、自己資本を示す持分ないし正味資産は資産から負債を控除した後の残余権益とされる。この持分の変動を示すのが収益や費用、利得、損失とされる。この視点では、経済学で本源的生産要素に分類される土地も資産と認識されるゆえ、それは資本を構成することになる。SFAC 第5号では資産および負債の測定属性として (SFAC, No. 5, par. 67), 歴史的原価 (取得原価), 現在原価 (再調達価額), 現在市場価値 (清算価額), 正味実現可能 (決済) 価額, 将来キャッシュフローの現在価値を挙げている⁷⁾。企業会計では、このよう属性をもつ資産を具体的な大きさと捉え、その効率を測定することが求められている。

しかし、新古典派における企業モデルでは、会計上の貸借対照表は必要とされなかった。企業は利潤最大化を目的として行動することが仮定され、大きさを持たない物理学における質点のごとき存在であった。その理由は、生産に時間を必要としない静学的な理論体系であったことや、コース (R. H. Coase)⁸⁾ の取引コストアプローチのような視点に欠けていたことによると思われる。

5) 会計学の世界では貸方の視点で重要な論争があるように思える。株式プレミアム論争などに代表される資本会計の諸問題である。ヒルファディング (R. Hilferding) の『金融資本論』を契機とする創業者利得論などが関係し、企業財務論の一大テーマになった。こうした議論は、酒井治郎 (1992) に見られるように、より一般的には会計主体論として議論されているように思える。しかし、本稿では、貸方は単に貯蓄の供給サイドという視点でのみ捉えることにする。

6) オーストリア学派については、J. Hicks (1973) を参照せよ。

7) 安藤英義 (1996) を参照。

8) R. H. Coase (1937) は、「企業の本質」と題する論文で、組織としての企業の役割を市場の取引コストを削減するという点に着目した。この視点は、内部組織の経済学や契約の経済学という形で展開されることになる。

生産がタイムレスである限り、ストックは存在せず、フローのみが議論の対象になる。生産の担い手としての企業は、土地、労働、資本といった生産要素を結合し、その生産的サービスに対する対価を支払うが、一期間の生産終了後には解散することが暗黙の仮定となっている。タイムレスという仮定であるため、生産と同時に販売されることになるからである。収益の実現と費用の発生が同時に生じる世界では、資産・負債・資本といった区別さえもが必要でなくなる。

タイムレスな市場均衡論はミクロ経済の鳥瞰図として役立つが、必ずしも行動のプロセスは明らかにされなかった。タイムレスなモデルでは、競争のプロセスは扱われず、競争の結果のみが問題になる。しかし、スタートと同時にゴールを想定する世界では、競争に参加できるものの条件を説明するだけである。生産要素としての土地、労働、資本は、市場参加資格のある主体のみが登場する。しかも、その登場の仕方は通常の姿を持たない。本来、フローとして位置づけられた労働力と、ストックとしての土地と資本が結合して生産が行われるはずであるが、すべての生産要素のフロー部分のみを取り扱うことによりストックの持つ特性が失われてしまった。競争に参加する生産要素の質的な相違が無視されているのである。不確実性がなければ、土地や資本を所有するものは所有しないものよりも所得が多くなるが、それはフローの資本利用が多いということで処理されることになる。犠牲にしたフローが多ければ、すなわちコストが大きければ見返りとしてのリターンも多くなるという単純な関係である。

こうした静学的体系を時間軸に沿って延長するとしても、点投入・点産出といったモデルであれば、資本の報酬を利子として明示的に取り入れるのみである。スタートがありゴールがあるというのは、ゴーイングコンサーンとしての企業を想定するときに現実的ではないのである。連続投入・連続産出の世界を想定して初めて各時点におけるストックが問題になり、棚卸資産や固定資産などの効率的利用に関する管理の必要性が問われるのである。企業は異なる時点で生産要素を準備するため、その結果についても異なる時点で現れる。スタート時点の異なる生産要素が混在しているのである⁹⁾。

また、時間を取り扱う上で本質的な不確実性や複雑性を等閑視できれば多くの問題は解決できよう。あらゆる将来事象を確率分布で捉え、条件付請求権市場が成立していると見なせば、現在時点ですべての将来取引が完結することになる。しかし、一部の事象を除き、将来事象の確率分布を想定することは困難である。シュンペーター (J. A. Schumpeter) の革新¹⁰⁾に見るような新しい商品の登場や新しい取引方法などのイノベーションは想定できない。また、た

9) 資本と時間との関連については、前掲ヒックス『資本と時間』および Hicks, J., *Capital and Growth*, The Clarendon Press, Oxford, 1965 (安井琢磨・福岡正夫訳『資本と成長』岩波書店, 1970年)を参照された。

10) J. A. Schumpeter (1926) が新結合の概念に上げたのは、1) 新しい財貨の生産、2) 新しい生産方法、3) 新しい販路の開拓、4) 新しい供給源の獲得、5) 新しい組織の実現、という5つであった。これらは、既存市場にない取引の実現でもある。

とえ個々の確率分布を把握できるとした場合でも、これを自らの効用を最大化するように認識し、計算し、整理することは膨大な時間を要する。その計算が可能であったとしても、天文学的なコストが要求されることになる。

異なる時点と異なるリスクをもつ生産要素の結合は、市場で無意識にコストレスに結合するわけではない。コストを最小にしようとする意識、同じことであるが利潤を最大化する意識が働いているのである¹¹⁾。市場から生産要素を調達し、これをインプットとして、生産物としてのアウトプットに変換し、再び市場に還流させるという企業の定義は、分業を行なう交換の場としての市場の定義と同義である。しかし、企業は企業組織の中で市場取引よりもコストレスな方法を発見する意識の塊なのである。コースの取引コストアプローチである。

シュンペーターの見る利子及び利潤は、こうした取引コストの視点からも捉えられる。ウィリアムソン (O. E. Williamson) は取引コストの要素として¹²⁾、市場参加者には情報処理能力の限界が存在するという限定された合理性、複雑性と不確実性、市場参加者は利己的行動を追求するという機会主義、不特定多数の市場取引が実現できない少数制の条件¹³⁾、情報の遍在などを挙げている。これらは、誰もが同じ条件で契約を行い、同じ条件で取引を実行する完全競争を否定する。正味現在価値を実現できる余地は、取引コストのなかに見出せるのである。

標準的なミクロ経済学では、各生産要素は、原子論的な単位で市場取引され、集合体としてのマクロ経済は、企業や家計の集計した経済社会ということになる。分業や協業の価値は、個々の経済主体の問題ではなく、経済社会全体の問題と見なされ、企業と市場の関係は、生産と取引という意味で区別された。それはアダム・スミスの世界観なのかもしれない。

しかし、コースの理論では、企業と市場は相互に代替的で補完的な関係をもつものと考えられた。企業は原子論的な単位で異なる生産要素が結合するだけでなく、組織を形成することにより、市場に代替し、これを補完する取引の場となることが論証された。発想の転換である。組織内の分業と協業が市場の分業と協業を上回る効率性を発揮できれば、企業は組織を形成する。問題にすべきは意識的にコストを負担してその結合を管理する主体の存在である。それが企業であり、その結合を効率的に行なうところに企業の存在意義がある。それがコースによる取引コストの議論である。

11) 新オーストリア学派の I. M. Kirzner (1979) によると、不均衡から均衡への移動には清算価格に関する情報が必要であるという。市場が不均衡状態にあるのは、この情報が前もって正確に知ることの出来ない不完全情報のためである。この不完全情報から清算価格を予想し、価格改定を行なう主体が企業家なのである。それは市場取引を企業内取引に置き換えることと言い換えても良からう。

12) O. E. Williamson (1975). (浅沼萬里/岩崎晃訳 (1980) を参照せよ。

13) 多数の競争者が参入する競争市場で伝達される正しい情報は、少数間の取引では伝達されない。こうした市場が成立するのは資産の特殊性 (asset specificity) と関わっている。多くの企業では人的資本も含めて、特定の業務にのみ使用可能な資産を保有している。こうした資産の取引は競争市場での取引に馴染まない。

取引コストは、明示的な金銭を支払うコストのみではない。むしろ、代替的な選択としての機会費用の概念である。取引契約は、環境の変化を待って、最適な取引を選択できることが望ましい。生産要素の結合が、特定主体の意識下に置かれることによって、市場の無意識的結合よりもコストレスになるとすれば、新たな企業の誕生余地が生じる。市場における売買取引を企業組織における組織内取引に置き換えることを意味する。売買という一時点で清算される取引が一定の期間をもった取引に変換されるのである。それは複雑な契約関係を伴うものでもある。明示的契約のみならず、暗黙的な契約も含み、そうした契約の束が企業として定義されることになる。

組織の協業はモニタリングのシステムや報酬制度などにより成果を高めることができる。それはまた権限や責任のあり方を規定する組織形態によっても左右される。経営が意味を持つ瞬間である。そのとき市場取引における売買契約は、組織における明示的・暗黙的契約により代替されるのである¹⁴⁾。

3 契約概念における資本と利潤

それでは、こうした契約関係の視点では、資本はどのように捉えられるのであろうか。現在一定の金額を支払う代わりに、将来に亘るサービスを受用できるというのが投資であるとすれば、この契約関係は企業価値に決定的な影響を及ぼす。資産の購入といった契約関係で所有権をもつことは、現在の一定額の支払により将来に亘って自由度の高いサービスを獲得すること意味する。生産活動の経過に伴い、各時点でスポット的にサービスを購入するのではなく（この考え方が新古典派的市場均衡論であるが）、将来のサービスを一括して現時点で購入するのである。現在の一定額の支払は資本を特定の形態に拘束することを意味している。将来の自由なサービスと現在の資本の拘束を比較考量した結果が投資の採否となって現れるのである。

すべての交換が同時に遂行されるのであれば問題はない。しかし、生産と販売は時間が必要である。意思決定を延期できれば、それだけ有利な契約であることは間違いない。意思決定の延期オプションをもてることは取引当事者にとって重要なのである。実際には延期をすることが不確実性を減少させ、リスクを低下させることになる。誰もが意思決定の先送りを選択することになれば誰も事を起こさなくなってしまう。それゆえ、先行者には不確実性やリスクに対する報酬が支払われねばならない。これはリスクとリターンとのトレードオフである。成功者の先行利益が確保されるのは、参入・退出に時間を要するためである。

14) 市場取引でも協業が行なわれるが、それは市場取引という範疇を超えるものになる。協業関係が成立した段階で、その契約は組織的な取引を意味し、市場と企業の間隔的な取引形態と位置づけるべきである。

マーシャル¹⁵⁾の準レントの概念は、そうした企業行動の時間を問題にしている点に求められる。資本(資産)の参入および退出にかかわる時間的なプロセスに利益の源泉を求めるのは、ストックとして資本を位置づける際に重要である。資本がフローではなく、ストックであるが故に時間が必要であり、それが資本供給を一定期間にわたり非弾力的にしているのである。既存ビジネスで利益率に差が生じる理由である。

しかし、このストックとしての資本概念は、必ずしも有形資産に限定されるものではない。無形のストックは過去の営業努力や蓄積された知的財産などから構成される。こうした資本は、労働と資本の峻別を困難にする。過去に蓄積されたストックと新たなフローとしてのサービスが結合することにより、リターンが生まれる。すべてが人的なサービスから構成される可能性を持つ。このような混成体では資本と労働の代替関係を論じることは無意味であるし、代替関係を測定することもできない。資本と労働を代替関係で捉えるのは、両者が別個の経済的実体であると捉えねばならない。他の生産要素を固定して物的価値限界生産物という考え方によって資本の価値を求めるのは、資本を物質的な道具として人間労働と明確に区別できるという暗黙の仮定が存在しているのかもしれない。そうした考えは、コブダグラス型生産関数にも見受けられる。

ただし、フィッシャーの利子論¹⁶⁾やケインズ¹⁷⁾の利子についての考え方では、資本は貨幣資本を想定しているように捉えられる。投資の限界効率表にみられる資本は、人件費などを一切含んだ企業の投資プロジェクトが念頭にあると思われる。物的資本と労働サービスが混成一体となって資本を構成しているのである。それは何をなすかの契約の束によって評価される資本である。

15) マーシャルの時間及びそこから導かれる準レントの概念は資本の考察において重要である。彼は次のように述べている。「ほとんどすべての経済問題の主要な困難さの中核ともいべき時間の要素は、それ自体まったく連続的である。本来、長期と短期といった時間の絶対的区別はない。両者はたがいに明別できない階差をもってまじりあっており、ある問題にとっては短期であるものが、他の問題にとっては長期となるのである。このようにして、たとえ地代と資本利子との区別は、たとえその全部ではないにしても、その大半は考察している期間の長さのいかんにかかっているのだ(流動資本がある特定の事物に投下されてしまうと、その貨幣価値はそれが生み出す純収益を資本還元でもしてみないかぎり一般的には確かめるわけにはいかない。従ってこの純収益を規制する原因は地代を規制する原因と多かれ少なかれ類同した性格をもっていることになるようである)。『自由資本』ないし『流動資本』あるいは新投資に関しては利子とみるにふさわしいものも、旧資本にたいしては一種の地代・以下準地代と呼ぶ・とみたほうが適切だということになる。」Marshall (1925) 馬場啓之助訳 (1980) X-X, ただし () 内は118ページより引用。

16) Fisher (1930) を参照せよ。

17) ケインズは「アーピング・フィッシャー教授は、それを「資本の限界効率」とは呼んでいないけれども、彼の『利子論』(1930)において彼が「費用超過収益率」(the rate of return over cost)と呼ぶものの定義を与えている。それは私の定義と一致する。」と述べている。Keynes (1936) 塩野谷九十九訳 (1941) 157ページ。

このように契約関係の締結は、そこに一定の資本評価を含むことになる。過去に蓄積された知的財産のみならず、現在の革新的な契約関係がストックとしての資本を構成することになる。契約関係が暖簾としての意味をもつ場合である。有能な経営者を雇い、投資するのは過去の知的財産とは無関係かもしれない。閃きによる革新的ビジネスモデルは、契約に対する評価である。それは商人的な視点で資本を認識したものであり、貸借対照表の貸方概念が重要になる。現代的に言い換えれば、キャッシュフロー経営である。

投資した貨幣資本は、人件費のみで費消していくかもしれない。それらの支出はサンクコストである。しかし、その経営プロセスで、新たな市場が生まれ、新たな収益機会が発生する。そこでは、貸借対照表の借方に何が記載されていても無意味なのである。

そもそも企業が携わる分業と協業の範囲（組織の大きさ）は、企業的环境によって変化する。規模の利益を追求し、大量生産が競争優位を確立できる環境がある。汎用化した製品の多くは規模の利益が重要である。また川上から川下まで垂直統合をすることにより競争優位を実現できるものもある。それも時代によって変化してきた。異業種への多角化がリスクを分散させ、組織の効率を高める状況もある。そして、組織の分割が重要視され、自らの組織に取り込むことなく、提携やアウトソーシングなどが求められる環境が出現してきた。近年では、基幹業務までアウトソーシングする企業が登場し、経営資源のよりオープンな活用を目指す戦略的アウトソーシングが企業戦略に要請されている。

こうした環境変化は、安定的な取引関係が好ましいものではなく、それゆえ契約関係に拘束されることが企業の評価にマイナスの影響を及ぼすことを示唆している。物的な資産や過去の取引関係が企業の新たな取引契約の制約になることもある。正の評価であったものが、負の評価になるのである。ひとつの意思決定が時間の経過後に正負ふたつの評価となってあらわれるところにリスクの本質があるのかもしれない。

企業組織の資本評価に正の影響を与える契約関係は、企業の名声 (reputation) に影響を及ぼし、それが再び企業の業績に影響を及ぼすという相互作用をもつ。もちろん、その逆も成立する。一般的には、ブランドイメージなどの例示につながる。いずれも、雇用契約、販売契約、購買契約、出資や賃貸借契約、企業間信用取引などに関係することになる。そうした諸契約の有機的な関係は、単なる物的な資産の集合体としては評価できない。

また、現在の企業組織の持つ能力はそれまでの経営資源の利用方法によって異なっている。各企業が特定の業務に特化することにより、その能力を蓄積するのである。これは経路依存性 (path-dependency) あるいは履歴効果 (hysteresis) と呼ばれるものであり、企業のコア・コンピタンス (core competence) を構成する。それは各業務の取引内容に関する契約先、契約方法などに熟知し、契約に関する取引コストを最小にする能力でもある。こうした能力の相違が組織としての企業を区別し、市場における分業の役割に意味をもたせることになる。市場取引か、提携や合併か、あるいはアウトソーシングか、その選択の基準になるのも物的資産のあ

るなしだけで判断すべきではない。

4 実体としての効率性と見せかけの効率性

契約関係が企業組織の実体としての効率性と企業評価に影響を及ぼしていることを論じてきた。そこでは、企業資本が持つ帳簿上の評価では様々な契約関係による差異が反映されず、それが市場価値との乖離をもたらすということを論じた。資産（ストック）評価は、投資対象としての評価と同時に、提供すべき財やサービスの価格決定に影響を及ぼす。価格の決定は、フローとして回収すべき費用の測定であり、資産の減価償却を見積らねばならない。この関係は、表裏一体であり同時決定である。将来収益と費用の見積もりが現在の資産評価になるためである。しかし、帳簿資産の評価では商品の価格決定は出来ない。また商品の提供により失われる犠牲の測定にも適していない。企業行動の実体が会計帳簿と離れた契約関係によって決まることは既に見てきたとおりである。

こうした実体的な評価のために会計帳簿は機能しないが、それ以上に実体を大きくゆがめる可能性を秘めている。帳簿上は大きく異なる外観を示す企業が、実体的には同じ取引（契約内容）であることがある。それは現在及び将来に亘るキャッシュフローの流れが同じ経済実体であるにもかかわらず、見かけの契約が異なるために起こる問題である。

たとえば、固定的資産の購入の場合とリース（ここではリース資産はオフバランスを想定する）による資産利用の支払い流れを考えてみよう。企業が資産を利用するには利用するためのコストを支払わねばならない。会計帳簿上、資産として認識されるのは、収入に先立ってコストを一括負担する場合であり、将来のサービスに関する裁量権をもつ所有権の移転によって資産として認識する。しかし、割賦や借入れなどにより購入した資産は、リースによる利用と同じキャッシュの流れをもたらす。この場合には、各年度の収入によって各年度のコストを負担していると考えることができる。リースと借入れの双方とも、収入に先立って将来に亘る支払い流れの金額を約束することになる。

それでは、増資や内部留保による購入は異なる性格を持つのであろうか。出資にせよ借入れにせよ、資本調達方法の如何に関わらず資本コストがかかる。経営者は資本調達と同時に資本家との間で明示的もしくは暗黙的な支払契約を結んでいることになる。つまり、将来の支払契約を締結しているのである。決定的な相違は、将来の支払約束が弾力的である点である。

しかし、使用している資産は同じである。収入の流れを現在価値計算で資産化する企業価値は同一にならねばならない。費用の流れは受取り側にとって収入の流れであり、これを資産化することは資本供給者の評価になる。貸方サイドの評価である。MM理論¹⁸⁾によれば、企業

18) F. Modigliani and M.H. Miller(1958)の命題は、企業評価と資本構成および資本コストと資本構成が無関連であり、企業評価はビジネス自体のリスクとリターンで決定されるというものである。

評価は資本構成に影響されないことになっている。購入，リース，そして自己資本と他人資本の相違は，企業収益の分け前の仕方が変わるだけなのである。

この基本的な考え方は，リースと購入の選択のみではない。所有と賃貸契約の選択も同様の問題である。これは大きな問題である。土地，店舗，その他の資産は，所有せずとも賃貸契約で利用することができる。この場合であっても，営業上の収益の流れは同じである。ただし，収益の分配先は投資家という経済主体ではない。地主や家主への支払いとなる。それゆえ，自己資本と他人資本（長期資本提供者）の合計を企業価値とする場合には，明らかに企業評価が異なるであろう。それでも企業の行なう営業上の取引内容は同じなのである。

仮に，株主の視点に立てば，企業評価が低くても株主の富を高める場合がありうることになる。店舗及び土地を購入する場合に，借入れ資金で調達した場合を考えてみよう。返済資金よりも家賃や地代が安い場合は，どちらを選択すべきであろうか。あるいは，将来の土地利用のオプションを考えたときはどうなるであろうか。こうした選択的評価が契約関係によって決まっていることは明らかである。

具体的な例示をしてみよう。1年間の売上高が6,600万円を計上する小売業を想定してみよう。役員および従業員の人件費は，合計で年間2,000万円，光熱水費や交通・通信費などの費用が600万円，売上原価は仕入れの回数により異なるが，月1回の仕入れの場合は年間3,300万円になるとしよう。営業活動には，決済用の資金として現金100万円，商品，土地と店舗およびコンピュータなどの備品が必要になる。月1回の仕入れの場合は，平均して400万円の棚卸商品が存在する。備品を所有する場合には500万円が資産に計上される。また店舗は2,000万円，土地も2,000万円としよう。バランスシートは，現金100万円，商品400万円，備品500万円，建物2,000万円，土地2,000万円となり，資産合計は5,000万円になる。貸方は，負債がゼロと仮定すれば資本5,000万円となる。

損益計算では，備品および建物の減価償却費を計上しなければならない。各100万円を計上することになると，売上高6,600万円から売上原価3,300万円を差し引いた売上総利益が3,300万円，販売費および一般管理費は，人件費2,000万円，光熱水費や交通・通信費など600万円，そして減価償却費200万円を合計し2,800万円になる。したがって，営業利益は500万円である。営業外損益や特別損益をゼロと仮定し，経常利益および税引前純利益は500万円である。この企業のROAは10%になる。

さて，この営業活動と同じ活動は，他人資本を利用しても可能である。4,500万円を借入れ，自己資本1,000万円で行ったとしてもMMの理論に従えば企業の価値に影響をしない。もちろん，税金を考慮しない場合である。利子率がROAに等しく10%であるとすれば，支払利息が年間450万円になり，税引前純利益は50万円になる。ROAは10%のままである。これは貸方の問題であるが，借方についても同じことが可能になる。

備品をオフバランスとなるリース契約で調達することにしよう。リース料は年間150万円で

ある。また土地と店舗は賃貸借契約を結ぶことにした。店舗の家賃は300万円、地代は200万円である。備品および店舗の減価償却費の計上は必要ないため、税引前純利益は50万円になる。リースがオフバランスであるとすれば、バランスシートの資産は現金と商品の合計500万円、自己資本は500万円で、外部の資産をアウトソーシングしたことになる。 $ROA = ROE = 10\%$ である。

さらに、棚卸商品をゼロにすることができたとしよう。注文と同時に商品が納入されるという仮定である。しかし、この場合は、流通コストが若干高めになり、売上原価が3,340万円になったとしよう。バランスシートは現金100万円のみである。税引前純利益は10万円であるから、 $ROA = ROE = 10\%$ である。

4つのパターンを想定してみた。最初のパターンではすべての資産を購入し、所有することにした。これをAパターンとしよう。次に、その資産の購入資金を借入金に依存することにした。これはBパターンである。そして、3番目のパターンでは、リースや賃貸借契約により固定資産を所有しないことにした。これはCパターンである。そして、最後は、商品在庫を持たないことにした。Dパターンである。それぞれのケースとも、企業の価値はいかなるものになるであろうか。

税金を考慮しないとしよう。キャッシュフローを見ると、Aパターンでは出資者に500万円が流れることになる。5,000万円の出資に対する報酬である。Bパターンでは債権者に450万円、出資者には50万円である。しかし、資本家に対する報酬は合計500万円であり、Aパターンと同じである。MM理論に沿って考えれば、借入れの利子率が変化しても両企業価値は同じ値になるはずである。

それでは、Cパターンはどうであろうか。債権者は存在しない。出資者は500万円を抛出し、Bパターンと同じ50万円のキャッシュフローを受け取ることになる。しかし、債権者に帰属した450万円はどこに流れたのであろうか。備品、店舗、土地を所有する第三者に流れたのである。出資者の視点からすれば、第三者である以上債権者と同じである。しかも、企業の営業活動もAおよびBと同じ活動をしている。異なるのは、企業が資産を所有していないという点であり、その結果、企業のバランスシートは大きく異なるものとなる。それでも、 $ROA = ROE = 10\%$ であり、資本の効率性は同じである。

同様に、Dパターンも考えてみよう。企業活動は、商品の仕入れに関して異なる活動をしている。しかし、同じ商品を販売しており、資本の効率性も同じである。これらの4パターンは企業活動を行う際の契約方法が異なり、自己資本価値と他人資本価値の合計としての企業価値は異なっているが、株主の富に変化が生じないのである。

もし、契約に関するコストや資源利用コストが異なれば、それぞれの選択は資本の効率性に差異をもたらすことになる。その差は、企業評価の差になるはずである。経営者の経営能力の差でもある。リース料が150万円ではなく120万円であればどうであろうか。あるいは、家賃

が 300 万円ではなく 250 万円であったらどうなるのであろうか。仕入れ回数が増加しても売上原価が上昇しなければ資本効率が高められるであろう。そうした差異の発見は、経営者による取引コストの削減行為であり、市場に対して競争優位を持つ源泉となる。

外注するか、自社で生産するか、正規の従業員として雇用するか、派遣社員やアルバイトを雇用するか、いずれも最終的な商品価格に反映する。市場か組織の選択であり、取引契約の選択である。他の企業より部品・製品を購入する場合、それは他企業の保有する資産・労働サービスを利用していることになる。リース資産と所有資産の比較と同じ考え方である。しかし、結局のところは、出資者の資本供給に対して満足できるリターンを稼ぐか否かの問題となる。株主資本コストを上回るか否かが経営意思決定の判断基準となるのである。

5 むすび

このところ日本の会計基準の変更スピードが速まっている。2000年3月期にキャッシュフロー計算書、税効果会計などが導入され、2001年3月期には退職給付会計、金融商品会計の実務指針では有価証券の減損処理を厳格化し、2002年3月期からは持ち合い株など、その他の有価証券の時価評価、さらに固定資産の減損処理も導入を検討されている。

一方で、各国の会計基準の統一化を図るべき国際会計基準 (IAS) と日本の会計基準との溝を埋めるべき仕事も残される。国際会計基準理事会では、企業合併に時価評価 (パーチェス法) を採用することになるが、日本では帳簿価格を引き継ぐ持分プーリング法による合併処理方法の継続を主張してきた。しかし、簿価という曖昧な評価は資本市場では不透明でしかない。

また、米エンロン事件を契機に、欧州の企業では会計基準の厳格適用がなされ、M&A などに関連した損失計上が逆に株式市場の好材料になるという皮肉な結果をもたらしている。会計帳簿の中身は、企業の環境及びこれを反映した取引内容の変化によって変更を迫られてきた。それでも、市場と帳簿には大きな隔たりが存在する。

近年の企業経営では、物的資産の所有権が重要な価値を持たなくなった。所有している不動産価値の下落、持ち合い株の下落など、従来の財産価値という視点からは企業価値はマイナスの評価を受けざるを得ない。しかし、ビジネスの内容を問う企業評価では、帳簿資産の所有権それ自身は大きな意味を持たない。むしろ、経営資源の利用方法が問われ、その使用権が契約関係の中で重要になるのである。減損評価で土地やその他の固定資産の評価がゼロになり、帳簿資産がゼロになっても株主に対する将来キャッシュフローが増加することはありうる。このような事態で企業評価は下落すべきではない。帳簿資産の下落と将来キャッシュフローの増加を相殺して評価するということもすべきでない。

企業は、経営資源の効率的使用、すなわち資本効率を高めるために様々なレベルでの取引コストの削減を行っている。アウトソーシングや分社化などは、そうした取引コストの削減の手

段であることに間違いないが、その結果としてストックを所有しない企業の存在も認識され始めた。ビジネスを企画し、様々な取引の意思決定のみを行なう神経細胞の凝縮した存在としての企業である。それは経済モデルにおける質点のごとき存在かもしれない。そうしたストックを持たない企業の価値が大規模な物的資産を所有する企業の価値を凌駕することがしばしばである。ビジネスの内容を問う企業評価では、所有権それ自身には大きな意味を持たない。むしろ、経営資源の利用方法が問われ、その使用权が契約関係の中で重要になるのである。

本稿では、契約関係が企業の資本評価に与える影響を概観し、契約関係の相違は会計帳簿に十分反映されないことを見てきた。IR が徹底して、ディスクロージャーが公平になされても、複雑な企業行動の契約関係を明示することは出来ない。バランスシートは、実際のところ常にアンバランスシートである。取得した資産の価値、供給した貨幣資本の価値と企業の価値は異なるのである。アンバランスの中身は将来キャッシュフローの予測とそれに基づく現在価値が現在の貨幣支出と異なるというだけである。しかも、予測するのは不特定多数の市場参加者であり、企業の行動を一番良く知り、実際に契約関係を締結する経営者ではない。

経営者は、取引の契約当事者であるものの、企業のすべての契約関係を熟知しているわけではないし、明示的・暗黙的契約関係がいかなる収入と費用の関係を構築（固定的支出や変動的支出）するかを確信できない。曖昧な将来を確率分布のような形で認識できるだけである。たとえ主観的な確信に至ったとしても、資本市場が経営者と同じ確信に至らない限り、経営者は企業をスムーズに操ることが出来ない。企業資本の評価は、経営者の主観的な評価と資本市場に参加する不特定多数の評価のせめぎ合いの中で成立するのである。このプロセスには、企業や市場に関する制度や法の影響が大きいことを忘れてはならない。

<参考文献>

- (1) 亀川雅人「EVA の意義と限界 株主の富の測定手段について」『年報 経営分析研究』第18号、日本経営分析学会、2002年3月。
- (2) 山本達司『企業戦略評価の理論と会計情報』中央経済社、2002年。
- (3) 小田切宏之『企業経済学』東洋経済新報社、2000年。
- (4) 翟 林瑜『資本市場と企業金融』多賀出版、1999年。
- (5) 三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会、1998年。
- (6) 安藤英義編著『会計フレームワークと会計基準』中央経済社、1996年を参照。
- (7) 亀川雅人『企業資本と利潤』（第2版）中央経済社、1993年。
- (8) H. T. ジョンソン, R. S. キャプラン著, 鳥居宏史訳『レレバンス・ロスト 管理会計の盛衰』白桃書房、1992年。
- (9) 酒井治郎『会計主体と資本会計 会計学基本問題の研究』中央経済社、1992年。
- (10) David Parker & Richard Stead, *Profit and Enterprise*, Harvester Wheatsheaf, 1991.

- (11) 小林 公『合理的選択と契約』弘文堂, 1991年。
- (12) 田中建二『オフバランス取引の会計』同文館, 1991年。
- (13) 斉藤静樹『企業会計 利益の測定と開示』東京大学出版会, 1988年。
- (14) Martin Ricketts, *The Economics of Business Enterprise: New Approaches to the Firm*, Wheatsheaf Books, 1987.
- (15) Roger Clarke & Tony McGuinness ed., *The Economics of the Firm*, Basil Blackwell, 1987.
- (16) Israel M. Kirzner, *Perception, Opportunity, and Profit: Studies in the Theory of Entrepreneurship*, The University of Chicago Press, 1979.
- (17) Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies*, The Free Press, 1975 (浅沼万里 / 岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社, 1980).
- (18) Hicks, J., *Capital and Time: A Neo-Austrian Theory*, Oxford Univ., 1973 (根岸隆訳『資本と時間 新オーストリア理論』東洋経済新報社, 1974).
- (19) Robert R. Sterling, *Theory of the Measurement of Enterprise Income*, 1970 (上野清貴訳, 『企業利益測定論』同文館, 1990年).
- (20) Hicks, J., *Capital and Growth*, The Clarendon Press, Oxford, 1965 (安井琢磨・福岡正夫訳『資本と成長』岩波書店, 1970年).
- (21) Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, June, 1958.
- (22) Ronald H. Coase, "The Nature of the Firm", *Economica*, n. s., 4, November, 1937.
- (23) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936 (塩野谷九十九訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』東洋経済新報社, 1941).
- (24) Fisher, I., *The Theory of Interest*, Macmillan, 1930 (気賀勘重 / 気賀健三訳『利子論』日本経済評論社, 1984年).
- (25) Joseph A. Schumpeter, *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl., 1926 (塩野谷祐一・中山伊知郎・東畑精一訳『経済発展の理論』岩波文庫, 1983).
- (26) Marshall, A., *Principles of Economics An introductory volume, 8th Edition*, Macmillan and Co., Limited St Martins Street, London, 1925 (マーシャル著, 馬場啓之助訳『経済学原理』(), 東洋経済新報社, 1980).
- (27) R. Hilferding, *Das Finanzkapital, Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, 1910 (ヒルファディング著, 岡崎次郎訳『金融資本論』岩波書店, 1982年).