

## 投資価値，分配価値，持分簿価

大 雄 智

### 1. はじめに

本稿の目的は、会計情報を利用した価値評価モデルの基礎にある配当無関連命題（Miller and Modigliani, 1961）の含意を再確認するとともに、企業の資本（capital）の増分と株主の持分（equity）の増分との恒等関係を問い直すことである。周知のとおり、企業の投資の成果に対する請求権の価値は、請求権者に帰属するフローの割引現在価値から構成される。これは、配当割引モデル、キャッシュフロー割引モデル、残余利益モデルに共通の原則であり、これらのモデルは、予測の対象となるフローは異なるものの、理論的には同値であることが知られている（Palepu and Healy, 2013, Chap. 7）。このうち、残余利益モデルとは、現在の株主持分簿価に将来の予想残余利益（残余利益＝純利益－株主資本コスト×株主持分簿価）の割引現在価値合計を加算したものを株式価値とするモデルであり、配当割引モデルとクリーン・サープラス関係（期末株主持分簿価＝期首株主持分簿価＋当期純利益－配当）から導出される。このモデルの基礎には、価値は配当の支払いに左右されないという配当無関連命題があり（Penman, 2013, pp. 144 and 525）、これが本稿の議論の出発点である。

株主に帰属する持分と利益の情報をを用いた価値評価モデルの意義を明らかにするには、配当無関連命題が前提とする諸概念を再検討してみる必要がある。本稿では、Miller and Modigliani（1961）の配当無関連命題に対し、配当政策もまた投資政策と同じように価値と関連し、したがって投資価値と分配価値が常に等しくなるわけではないことを主張したDeAngelo and DeAngelo（2006, 2007）を概観する。また、このDeAngelo and DeAngelo（2006, 2007）の議論の誤りを指摘するとともに、会計上の恒等式が配当無関連命題の前提となっていることを明示したLeRoy（2008）を概説し、問題の本質が企業の資本の増分と株主の持分の増分との恒等関係にあることを確認する。そのうえで、企業の生み出す投資価値と株主に帰属する分配価値とを区別しながら、会計上の恒等式に制約された株主持分簿価のなかに株主以外の請求権者の取り分が潜在するケースを議論する。

本稿では、企業の資産と負債の差額である純資産を資本と呼び、その他の包括利益累計額、新株予約権、非支配株主持分などは存在しないものと仮定する。そして、その資本に対する権益ないし請求権を持分と呼ぶ。企業資本と株主持分の1対1の対応関係をどこまで一般化できるのか、それが本稿の問題意識である<sup>1</sup>。まず次節では、原点に立ち戻って、Miller and

Modigliani (1961) の配当無関連命題の導出過程を確認しよう<sup>2</sup>。

## 2. 投資価値と配当政策

MM (1961) では、完全な資本市場、投資家の合理的行動、および完全な確実性が仮定されたうえで、企業の投資政策が所与のとき、配当政策は企業価値と無関連であることが明らかにされている。完全な資本市場とは、証券の買い手も売り手もみなプライステイカーであり、各々の取引が時価（市場価格）に影響を与えることはない競争的な市場をいう。また、取引をする者は誰でも、平等にコストなしで証券に関連する情報を入手することができる。さらに、仲介手数料、取引税、その他の取引コストは発生せず、配当とキャピタル・ゲインとの間で税負担の差異もないと仮定されている。投資家の合理的行動とは、投資家が常により多くの富を好み、かつ、富の増加がキャッシュの受け取りを伴うか、保有する証券の時価の上昇を伴うかは無差別であることを意味する。完全な確実性とは、あらゆる企業の将来の投資計画とその正味の成果である将来の利益について、どの投資家も完全に確信している状況をいう<sup>3</sup>。

こうした仮定のもとで、証券の価格、具体的には株式の価格は、以下の基本原理によって決定される。すなわち、各株式の価格は、所与の保有期間において、市場のすべての株式の収益率（rate of return）が同じになるように決まらなければならない。ここでの収益率は、投下資金1単位当たりの配当およびキャピタル・ゲインの合計であり、次のように表される。

$$\frac{d_{j,t} + p_{j,t+1} - p_{j,t}}{p_{j,t}} = r_t$$

$d_{j,t}$  は  $t$  期の期末に支払われる  $j$  企業の1株当たり配当、 $p_{j,t}$  は  $t$  期の期首における  $j$  企業の株価、 $p_{j,t+1}$  は  $t+1$  期の期首における  $j$  企業の株価である<sup>4</sup>。 $r_t$  は  $t$  期における市場の均衡収益率であるが、添え字  $j$  がないのは、前述の仮定のもとでは、どの企業の株式の収益率も  $r_t$  と等しくなることを含意している。このとき、 $t$  期の期首における  $j$  企業の株価は次のように表現できる。

$$p_{j,t} = \frac{d_{j,t} + p_{j,t+1}}{1 + r_t}$$

さらに、株価に発行済株式数を乗じた株式時価総額（株式価値）を表すと、 $t$  期の期首における  $j$  企業の株式価値  $V_t$  は以下のとおりである（以下、添え字  $j$  を省略する）。

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1}}{1 + r_t}$$

<sup>1</sup> なお、斎藤 (2019) では、ストックオプションや企業結合の会計を題材に、資産と負債の差額から株主持分が決まる会計の仕組みの根底に、その逆方向の関係が潜む可能性が考察されている。

<sup>2</sup> 以降、Miller and Modigliani (1961) をMM (1961) と略記する。また、MM (1961) の配当無関連命題に関する詳細な説明は、小宮・岩田 (1973, 第7章) を参照。

<sup>3</sup> 後述のとおり、MM (1961) では、不確実性下でも配当政策が企業価値と無関連であることが示されている。

<sup>4</sup> ここでの株価はいずれも、 $t-1$  期または  $t$  期の配当支払後の時価である。

$D_t$  は  $t$  期の期末に支払われる配当総額,  $V_{t+1}$  は  $t+1$  期の期首における株式価値である. なお, ここでは, 企業に負債は存在せず, したがって株式価値が企業価値と一致するものとする.

発行済株式数の変化, 具体的には,  $t$  期の配当支払後の時価で新規に株式を発行することを想定し, その総額を  $S_t$  とすると, 株式価値  $V_t$  は次のように表される.

$$V_t = \frac{D_t + V_{t+1} - S_t}{1 + r_t}$$

発行済株式数の変化を想定するのは, 投資政策を所与としているからである. 企業が株主に惜しみなく配当を支払うと, 場合によっては, 所与の投資水準を達成するために, 新株発行による外部からの資金調達が必要となる.

いま,  $t$  期の所与の投資水準あるいは保有資産の増分を  $I_t$ ,  $t$  期の配当の源泉である純利益を  $X_t$  とすると, 前述の新株発行による外部からの資金調達  $S_t$  は次のように表される.

$$S_t = I_t - (X_t - D_t)$$

これを株式価値  $V_t$  の評価式に代入すれば, 次のとおり, 配当  $D_t$  を使うことなく,  $V_t$  を表現することができる.

$$V_t = \frac{X_t - I_t + V_{t+1}}{1 + r_t}$$

上記のとおり, 投資政策の正味の成果である純利益  $X_t$ , 所与の投資水準  $I_t$ , 収益率  $r_t$  は, いずれも配当  $D_t$  に依存しない. また, 株式価値  $V_{t+1}$  は, 仮に将来の配当政策に依存するとしても, それが既知ないし所与であり, 現在の配当の意思決定によって左右されないとすれば, 配当  $D_t$  には依存しない. したがって, 株式価値  $V_t$  は, 純利益  $X_t$ , 投資水準  $I_t$ , 株式価値  $V_{t+1}$ , 収益率  $r_t$  には依存するものの, 配当  $D_t$  には依存しない. 同じように, 株式価値  $V_{t+1}$  も配当  $D_{t+1}$  には依存しない. 価値は, 投資政策が所与のときには, その成果の配当政策とは独立に決定されるのである.

価値が投資の利益稼得能力 (earning power) によって決定され, 投資成果の分配の方針には依存しないというMM (1961) の配当無関連命題は, 完全な確実性の仮定を外しても, すなわち不確実性下でも成立する. ただし, MM (1961) では, 不確実性下において, 個々の投資家は, 市場に参加する他のどの投資家も合理的であるとみなし, かつ彼らもまた他のすべての投資家を合理的であるとみなして行動すると想定して, 自らの期待を形成するとされている. 市場全体として, どの投資家も合理的に行動し, かつ市場を合理的であるとみなして期待を形成するということである. こうした対称的な市場合理性の仮定のもとでは, 前述の純利益  $X_t$ , 投資水準  $I_t$ , 配当  $D_t$  を期待値として扱うことにより, 投資政策が所与のとき, 配当の支払いは価値に影響を与えないことが示される<sup>5</sup>. 以上のMM (1961) の配当無関連命題に対して, 配当政策もまた投資政策と同じように価値と関連すると主張したのが, 次節で概観するDeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) である.

<sup>5</sup> 不確実性下の配当無関連命題の証明については, 小宮・岩田 (1973, 213-219頁) を参照.

### 3. 投資価値と分配価値

MM (1961) の配当無関連命題を再検討したDeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は、最適な配当政策ないしペイアウト政策は、投資政策の選択に伴って自動的に実現する副産物ではないと主張している。MM (1961) では、投資政策のみが価値の決定要因であり、配当政策ないしペイアウト政策は、所与のパイ、すなわち投資から生み出されたキャッシュフロー (CF) を切り分ける作業でしかない。それについてDeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は、MM (1961) では、仮定により企業が每期フリー・キャッシュフロー (FCF) の100%を分配することが強いられており、実行可能な配当政策が最適な配当政策に限定されているという。もしFCFの留保を認めるならば、配当政策の選択もまた価値と関連するというのである。なお、ここでのFCFは、正味現在価値基準にてらして最適な投資政策から生じるCFを反映している。

ここで、「無関連 (irrelevance)」の意味を確認しよう。DeAngelo and DeAngelo (2006) によれば、無関連とは、機会集合の特性を表し、すべての実行可能な意思決定が最適である状況を意味する。配当無関連とは、どの配当政策を選択してもそれが最適となっている状況であり、仮に、実行可能だが最適ではない政策が存在するならば、そこでは、配当政策の選択もまた投資政策の選択と同じように価値と関連するというわけである。

DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) の議論の基礎にあるのは、MM (1961) では、仮定により企業が每期FCFの100%を分配することになっているという理解である。いま、 $t$  期の配当を  $D_t$ 、自社株買いを  $R_t$  とすると、次の等式が成立する。

$$D_t + R_t = X_t - I_t + S_t$$

$X_t$  は投資政策の正味の成果である  $t$  期の純利益、 $I_t$  は  $t$  期の投資水準、 $S_t$  は  $t$  期の新株発行による資金調達である。また、 $X_t - I_t$  は  $t$  期のFCFである。 $S_t$  は非負であるから、 $D_t + R_t$  は常に  $X_t - I_t$  以上、すなわち  $t$  期のFCF以上ということになる。このことから、DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は、MM (1961) では、仮定により毎期のFCFの全額を分配すること、すなわちフル・ペイアウトが強いられておりと解釈するのである。こうした解釈のもとでは、企業にFCFの留保を認める場合、実行可能だが最適ではない配当政策が存在することになり、そこで選択すべき最適な政策とは何かが問われることになる。

DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) によれば、FCFの留保を認める場合、FCF流れの現在価値を完全に分配することが最適な政策となる。企業は、留保されたFCFを正味現在価値がゼロのプロジェクトに再投資することにより、見送られた配当の現在価値と等しい現在価値の分配を既存株主に保証することができる<sup>6</sup>。企業が投資政策から生み出される価値を多期間にわたって完全に分配するならば、株主は支払いのタイミングについては問わない。そして、このような最適な配当政策ないしペイアウト政策は、投資政策の選択に伴って自動的に実現する副産物ではないというのがDeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) の主張である。

なお、DeAngelo and DeAngelo (2006) は、FCFの留保を認める場合の実行可能な配当政策の範囲が、投資家の合理的期待によって制約されることも示している。いま、 $t = 0$  で企業が調達しようとする外部資金を  $I_0$ 、 $I_0$  を調達するために企業が発行する株式の割合を  $\theta$  とする。

<sup>6</sup> ここでは、企業は正味現在価値がゼロのプロジェクトを無制限に入手できると仮定されている。

また,  $t = 0$  における発行済株式について  $t = 1$  に支払われる分配額 (配当と自社株買いの合計) を  $D_1^0$ ,  $t = 2$  に支払われる分配額を  $D_2^0$  とする. さらに,  $t = 0$  から  $t = 1$  までの期間の市場均衡収益率, すなわち投資家の出資の機会費用を  $r_{01}$ ,  $t = 1$  から  $t = 2$  までの期間のそれを  $r_{12}$  とし, 分配額の現在価値を  $V_0$  とする. このとき, 投資家の合理的な期待形成を仮定すると, 次の制約条件を満たす配当政策が, 投資のための十分な資金調達を可能にする.

$$V_0 = \frac{D_1^0}{1 + r_{01}} + \frac{D_2^0}{(1 + r_{01})(1 + r_{12})} \geq \frac{I_0}{\theta}$$

この制約条件を満たす実行可能な配当政策の範囲内には最適ではない政策も存在するため, 企業の経営者はそこから最適な政策, すなわち, FCF 流列 ( $FCF_1$  および  $FCF_2$ ) の現在価値を株主に完全に分配する政策を選択しなければならない<sup>7</sup>.

実行可能な配当政策の集合から最適な政策が選択され, 投資政策によって生み出される FCF 流列の現在価値が完全に株主に分配されるならば, その場合に限り, 投資価値 (investment value) と分配価値 (distribution value) が等しくなる (DeAngelo and DeAngelo, 2006, 2007). 投資価値とは, 投資政策によって企業に生じる FCF 流列の現在価値であり, 分配価値とは, 企業から株主に支払われる CF 流列の現在価値である. 株主の合理的な期待形成を仮定すると, 株式市場が資本化 (capitalize) するのは, 企業から株主への期待 CF 流列であり, 分配価値が株式の時価を決定する. ただし, 市場が何を資本化するのかという問いについて, MM (1961) では, (1) FCF 流列, (2) 現在の純利益と将来の投資機会, (3) 純利益流列, (4) 配当流列のそれぞれが検討されているが, いずれを資本化しても価値は同一であることが示されている.

投資政策の成果 (上記の (1) ~ (3)) すなわち配当能力を資本化した投資価値が常に分配価値と等しくなる MM (1961) の理論に対して, DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は, 実行可能だが最適ではない配当政策が存在する以上, 投資価値が自動的に分配価値と等しくなるわけではないと主張する. それは, 配当政策の選択もまた価値と関連することを含意し, 分配価値が投資価値よりも小さくなる状況や潜在的な配当能力の実現可能性に目を向けさせる. DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は, 情報の非対称性や契約の不完備性に起因するエージェンシー問題を仮定することなく, FCF の留保を認めるだけで, MM (1961) の配当無関連命題に修正を迫ろうとしたものといえる. しかしながら, その論理に見逃せない欠陥があることを明らかにしたのが, 次節で概説する LeRoy (2008) である.

#### 4. 企業資本の増分と株主持分の増分

##### 4.1 投資政策によるフリー・キャッシュフローと株主に移転するキャッシュフロー

LeRoy (2008) は, 基本的な会計等式に立ち返りながら, DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) の議論の誤りを指摘している. いま, 所与の投資水準を  $I_t$ , 純利益を  $X_t$ , 配当を  $D_t$ , 自社株買いを  $R_t$ , 新株発行を  $S_t$  とすると, 会計上, 次の恒等式が成立する.

<sup>7</sup> ただし, LeRoy (2008) が指摘するとおり, ここでの現在価値計算では, ターミナル・バリュー (終末価値) の現在価値が無視されている.

$$I_t \equiv X_t - D_t - R_t + S_t$$

また、FCF ( $F_t$ ) は純利益から投資を差し引いたものと定義され、次のように表される。

$$F_t = X_t - I_t = D_t + R_t - S_t$$

上記のとおり、投資政策によって企業に生じるFCFは、配当、自社株買い、新株発行といった資本取引によって企業から株主に移転するCFと等しい。ただしこれは、会計等式による必然的な結果であり、DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) が主張するようなMM (1961) の仮定を反映したものではないというのがLeRoy (2008) の議論である。

MM (1961) では、投資とその正味の成果である純利益が所与の定数とされており、そこでは、必然的にFCFも定数となる。株主に移転するCFは企業に生じるFCFと一致し、そのFCFが仮定により定数とされているのである。次の式から示唆されるとおり、分配額の増加は、新株発行による外部からの資金調達によって完全に相殺されることになる。また、FCFが定数である以上、配当の減少によって生じる留保資金は、ただちに自社株買いに使われることになる (Handley, 2008)。

$$\bar{F}_t \equiv D_t + R_t - S_t$$

LeRoy (2008) によれば、 $t$ 期の期首における株式価値 $V_t$ は、株主に移転するCFを使って次のように表されるが、それは、前述の会計等式により、企業に生じるFCFを使って書き直すことができる。

$$V_t = \frac{D_t + R_t - S_t + V_{t+1}}{1 + r_t} = \frac{X_t - I_t + V_{t+1}}{1 + r_t}$$

第2節で概観したMM (1961) の評価式と同じく、上記の評価式の右辺のどの項も配当には依存しない。さらに、MM (1961) では自社株買いがゼロと仮定されているといわれるが、自社株買いの実施を想定しても、それが株式価値に影響を与えることはない。

DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は、MM (1961) では、仮定によりFCFの全額を分配することが強いられていると主張するが、LeRoy (2008) が指摘するとおり、MM (1961) でもFCFの留保は認められている。分配額がFCF未満であるということは、当然、外部資金に依存せずに所与の投資政策を実行するということである。投資家は、所与の投資政策が内部資金によるか外部資金によるかを問わず、もっぱら投資から生み出される正味の成果で株式価値を評価する。FCFの留保を認めても配当無関連命題は成立し、したがって分配価値が投資価値より小さくなる余地はないのである。

#### 4.2 会計等式の含意

前述のとおり、LeRoy (2008) は、投資政策によって企業に生じるFCFと資本取引によって企業から株主に移転するCFが等しくなるのは、MM (1961) の仮定ではなく、会計等式による不可避の結果であると指摘している。そうなると、配当無関連命題を問うことは、むしろそこで前提とされている会計等式 $I_t \equiv X_t - D_t - R_t + S_t$ の必然性を問うことにつながる。いま、企業に負債が存在しないとすれば、企業の投資水準あるいは保有資産の増分を表す左辺は、その

ままバランスシート上の純資産（資本）の増分を表す。一方で、純利益、配当、自社株買い、新株発行から構成される右辺は、株主の權益ないし請求権（持分）の増分を表すといえる。したがって、上記の会計等式は、企業の資本の増分と株主の持分の増分とが常に等しいことを意味している。

企業のバランスシート上の資本の増分と株主の持分の増分との間に恒等関係が成立するということは、たとえ純利益の一部が分配されずに留保されたとしても、そこでの留保利益はまぎれもなく株主の持分であり、実質的には、株主からの出資と異なることを意味している。もちろん、投資の元手（払込資本）か成果（留保利益）かという源泉の違いはあるが、いったん純利益の全額が企業から株主に分配され、ただちに同額の資金が株主から企業に拠出されたとみることでもできる。もとより、期末の留保利益残高をすべて株主の持分として次期の期首に繰り越さないかぎり、次期の純利益、すなわち株主に帰属する期間利益の測定は保証されない<sup>8</sup>。

DeAngelo and DeAngelo (2006, 2007) は、企業にFCFの留保を認める場合、分配価値が投資価値より小さくなる可能性があることを主張したが、投資政策が一定で、会計等式が成立する限り、投資価値と分配価値は一致し、両者を区別する意義は乏しい。企業にFCFの留保を認める場合でも、企業の設立から清算（残余財産の分配）までを通算すると、投資政策から生じるFCF流列の現在価値は完全に株主に分配されるはずである。もし分配価値が投資価値より小さくなることがあるとすれば、そこでは、株主に帰属する投資の成果を経営者が自己の取り分にしてしまっているのかもしれない。しかし、そうした状況はMM (1961) の仮定から逸脱しており、配当無関連命題に修正を迫るものではない。

むしろ、投資価値と分配価値を区別する観点は、とりわけ企業会計の前提、すなわち企業の資本の増分と株主の持分の増分との恒等関係を問い直そうとするものといえる。現行の企業会計では、投資の正味の成果はすべて株主に帰属する純利益とされ、分配されずに留保された成果もまた、すべて株主の取り分とされる。企業が投資に期待した正味の成果が事実として確定することは、同時に、株主に帰属する純利益が確定することを意味する。取引先、従業員、債権者など株主以外の請求権者への支払いをすべて費用として収益から控除し、最終的な残余をすべて株主に帰属させるのが企業会計の基本である。

#### 4.3 残余成果の帰属をめぐる不確実性

投資の正味の成果が実現すると同時にそれに見合う株主持分の増加を認識する現行の企業会計は、投資の成果の不確実性について慎重な対処を要求する一方で、基本的に、その帰属の不確実性を問うことはない。もとより伝統的な資本主説 (proprietary theory) では、企業が資金の委託者である株主の代理組織または集合体とみられ、企業が稼得した利益はその瞬間に株主の所得になると解釈されている (Husband, 1954)。株主とは区別された独立の企業実体 (business entity) の観点を重視するPaton and Littleton (1940, p. 8) でも、企業が稼得した利益は、配当決議までは企業それ自体の利益として扱われるといわれながら、その請求権者は常

<sup>8</sup> 株主に帰属する純利益は、維持すべき資本を回収した余剰である。期末の留保利益残高を含む株主持分の大きさと次期の維持すべき資本をとらえなければ、その回収余剰は次期の正味の成果に対応する純利益を表さない。この点については、斎藤 (1983, 298頁) を参照。

に株主であり、最終的にはすべて株主に分配されると考えられている。いずれにせよ、企業が稼得した正味の成果は、第一義的に株主の取り分であり、株主以外の請求権者の取り分は、その前に契約によって確定しているとみられるのである。

このように、株主の請求権を常に最終的な残余として測定する企業会計は、現行の株式会社制度と整合的である。会社法上、出資者である株主は、株式会社の事業の運営を支配する主体であり、事業の活動から生じる利益の帰属者である(神田, 2022, 26頁)。株主に帰属する利益は、基本的には、企業が生み出した投資の成果から、約定された他の請求権者への支払いを控除した後に残る正味の成果(residual return, 残余成果)であり、その請求権は残余請求権(Jensen, 2000, p. 140)ということができる<sup>9</sup>。約定された他の請求権者への支払いには、取引先、従業員、債権者等への支払いが含まれ、それらは固定されているか、もしくは特定の業績指標に応じて変動するものである(Jensen, 2000, p. 140)。これらを控除した後の残余が株主に帰属するということは、株主が企業成果の最終的なリスクを負担することを含意する。それが株式会社制度の基本的な仕組みであり、それに沿って現行の企業会計も株主の観点から設計されているのである。

ただし、株主以外の請求権者への支払いが事前の契約によって每期確定していなければ、株主の残余請求権を每期確定させることもできないはずである。企業の資本の増分と株主の持分の増分との恒等関係は、残余請求権者が常に株主であるという前提のもとで成立するものといえる。株主が唯一の残余請求権者である場合には、利益の帰属をめぐる不確実性もないが、状況によって残余請求権者が変化したり、株主以外にも残余請求権者とみられる利害関係者が存在したりする場合には、帰属の不確実性にも目を向けなければならなくなる。投資価値と分配価値を区別する意義があるのは、このように、残余請求権者が常に株主であるとはいえない場合であろう。投資政策によって企業に生じる各期のFCFが常に株主に帰属するとはいえないとき、企業の生み出す投資価値は自動的に株主に帰属する分配価値と等しくなるわけではない。

## 5. 株主持分と従業員持分

MM (1961) の配当無関連命題が前提とする仮定から離れ、情報の非対称性や契約の不完備性を想定すると、残余請求権としての株主持分は曖昧になる。たとえば、企業は、事前の契約に明記されていなくても、好況期になると、不況期には行わなかった特別賞与の支払いや賃金の引き上げ、昇進機会の拡大を実施するかもしれない(Milgrom and Roberts, 1992, p. 291)。そうした状況では、従業員もまた残余請求権者であり、残余成果を株主と分け合うことになる。もとより、一般的に観察されるような企業と従業員との長期的関係を前提とすると、企業は、1期間ごとではなく多期間にわたって従業員への報酬の支払いを調整する可能性がある。従業員は、期待される将来の報酬流列を視野に入れて、その価値が他の企業で期待される報酬流列の価値を下回らないかぎり、勤務を継続すると考えられる。後述のとおり、企業成果への貢献に見合う報酬の支払いが多期間にわたって達成されると期待される場合、各期の残余成果をす

<sup>9</sup> 本稿では、企業が生み出した投資の成果から約定された他の請求権者への支払いを控除した後に残る正味の成果を残余成果(residual return)と呼び、株主に帰属する正味の成果(純利益)から株主の正常利潤(期首株主持分簿価に株主資本コストを乗じたもの)を控除して計算される残余利益(residual income)と区別する。



べて株主の持分として認識するわけにはいかない。

各期の残余成果を自動的に株主の取り分とすることができない事例として、従業員への賃金の後払いを挙げることができる。企業と従業員との間に情報の非対称性が存在するとき、すなわち、採用した従業員の生産性を企業が把握できないとき、従業員は仕事を怠けたり努力を惜しんだりする可能性がある。ただし、勤続年数に応じてその非対称性は小さくなると考えられるため、企業は、従業員の生産性を把握するのが困難な若年期には生産性にてらして過少な賃金を支払い、生産性を把握するのが比較的容易になる高年期には生産性にてらして過大な賃金を支払おうとする。そうした後払い賃金が、長期勤続のインセンティブとなり、従業員の努力水準を引き出すことになるというのがLazear (1979) の議論である<sup>10</sup>。この契約が暗黙的なものであると想定すると、若年期の従業員が相対的に多い企業では、残余成果に従業員の取り分も潜在することになり、企業はそれに見合う報酬を保証しなければならない。

従業員の若年期（勤続年数が浅い時期）にその生産性にてらして過少な賃金が支払われ、それが高年期（勤続年数を重ねた時期）の賃金の過大支払いによって相殺されると期待される長期契約のもとでは、後払いとされた賃金は、企業成果のリスクを負う従業員の「見えざる出資」とみられる（加護野・小林, 1988）。このように、企業成果への貢献に見合う賃金の支払いが多期間にわたって達成されると期待されるケースでは、会計制度上の各期末の株主持分簿価は、従業員による見えざる出資分だけ過大となりうる。そこで、これを従業員持分として認識するよう会計制度の変革が主張されたこともあった（加護野・小林, 1988, 248頁）<sup>11</sup>。

ただし、この従業員による見えざる出資は、文字どおり、株主による出資とは異なり、その出資持分を株式のような単位によって識別することができない。また、従業員が、勤務先以外の企業では妥当な評価が得られないような企業特種的な知識・技能を習得し、そのためのコストを株主と従業員が共同で負担する場合（Hashimoto, 1981）、その投資の成果に対するそれぞれの取り分が確定しないかぎり、株主持分も従業員持分も識別できない。これらのケースでは、報酬の帰属は株主・従業員間の明示的ではない契約または交渉に依存し、したがって、各期末の会計制度上の株主持分簿価には、帰属が未確定の成果が含まれることになる。そして、企業がゴーイング・コンサーン（投資を継続する事業体）である以上、投資の成果が分配され尽くされることはなく、帰属が未確定の成果は絶えず残されているとみたほうがよい。

それでは、企業に生じる各期の残余成果に従業員の取り分が潜在するとき、その見積りを各期の費用に追加し、それに伴って負債を認識する試みはどうであろうか。前述の従業員による見えざる出資を従業員持分として認識しようとするならば、各期の従業員の生産性を推定し、それに依拠した見積りによる後払い賃金を追加的に費用として認識することになるであろう。それに伴って認識する負債を従業員持分とするのである。しかし、企業会計では、基本的に、従業員の労働についても設備の稼働についても、その生産性を推定して費用を認識することはない。企業会計上の費用認識の基礎とされているのは、支出原価とその規則的な配分であり、

<sup>10</sup> Lazear (1979) の賃金後払い契約の考え方については、川口 (2017, 239-243頁) を参照。

<sup>11</sup> 現行の会計制度上、賃金の後払いとみられるものに退職給付がある。退職給付については、労使で合意された規程等にもとづいて費用と負債が認識される。それに対して、見えざる出資を従業員持分として認識しようとするならば、各期の従業員の生産性を推定し、それに依拠した見積りによる後払い賃金を追加的に費用として認識することになるであろう。それに伴って認識する負債を従業員持分とするのである。こうした処理の問題点については後述する。

推測された価値の費消ではないのである。したがって、見えざる出資を従業員持分として識別しようとする試みは、利益測定の基本原則を原価の配分から価値の評価へと転換することにつながりかねない。

それに対して、Anthony (1984) の企業主体説 (entity theory) では、支出原価とその配分を利益測定の基本原則としたうえで、負債と株主持分に加え、企業持分 (entity equity) という第三の資金源泉が認識されている。この第三の資金源泉が、従業員による見えざる出資のような株主以外の請求権者の持分から構成されると考えることもできる。Anthony (1984, pp. 23-24, pp. 50-51) は、企業を組織、すなわち個人の集合体ととらえたうえで、特定の利害関係者ではなく、企業自体の観点による利益測定を構想している。そこでは、従業員に支払う給与や債権者に支払う利息などとともに、株主から払い込まれた資金を使用するコスト、すなわち持分利子 (equity interest) が認識され、いずれも企業にとっての発生費用として処理される。持分利子を控除した後の残余の利益は企業自体に帰属し、それが累積したものが企業持分と呼ばれる。

そこでの残余持分 (residual equity) としての企業持分に対して、株主持分は、株主が直接払い込んだ資金に持分利子を加算し、そこから配当を減算したものとされる (Anthony, 1984, p. 78)。持分利子が配当として株主に支払われないかぎり、企業は株主から追加的な出資を受けているとみなされるのである。この持分利子は、具体的には、株主が直接払い込んだ資金残高に見積り利率を乗じて計算される<sup>12</sup>。それは、株主の出資の機会費用、すなわち株主資本コストに相当するものにはかならない。このように、Anthony (1984) は、株主への帰属が確定している成果を株主資本コストに見合う額 (正常利潤) とし、それを控除した残余の利益を企業自体に帰属するものととらえる。

こうしたAnthony (1984) の企業主体説は、残余の利益の帰属者を株主とする資本主説とは決定的に異なり、その帰属者を企業自体とするとともに、株主持分をあたかも負債と同じ確定持分であるかのように処理するものである。しかし、企業の投資の成果は、企業自体に帰属するのではなく、究極的にはその構成員に帰属するはずであり、問題は、それが誰にどれだけ帰属するのか明示的な契約では確定できないことである。また、株主の出資の機会費用を会計上の費用として認識することは、支出原価とその配分を利益測定原則とするAnthony自身の基本思考とも矛盾する。

したがって、従業員による見えざる出資を負債として直接的に識別しようとすることも、それを株主持分とは区別された企業持分の構成要素として間接的に認識しようとすることも、いずれも支出原価を基礎とする利益測定からの逸脱を意味する。繰り返し述べているとおり、現行の会計制度では、株主が唯一の残余請求権者とされ、株主持分簿価はすべて株主に帰属する成果のストックを意味する。もし株主持分簿価に株主以外の請求権者の取り分が含まれているとすれば、その金額と支払時期は、株主もしくは株主の代理人としての経営者によって確定され、それに基づいて株主から他の請求権者に成果の分与がなされると解釈される。

残余成果の分配という観点から企業会計の仕組みをとらえたとき、注目すべき題材の一つとして、役員賞与の会計処理を取り上げることができる。日本では、かつて、取締役や監査役に

<sup>12</sup> ここでは、CAPM (Capital Asset Pricing Model, 資本資産評価モデル) ではなく、負債の税引前利率を用いることによって株主持分の利率を計算する方法が提案されている。

対する役員賞与は、利益処分により未処分利益の減少として処理されるのが慣行であった。一方、取締役や監査役に対する役員報酬については、旧商法上、定款もしくは株主総会の決議によって定められることになっており（旧商法269条1項・279条1項）、会計上は発生時に費用処理されていた。賞与も報酬に含まれると解釈すれば、役員賞与も役員報酬と同じように費用処理されることになるが、実務慣行としては、利益処分により未処分利益の減少として処理されていたのである。これについては、役員報酬がその労務に対する対価であり、会社の経費から支出されるのに対して、役員賞与は、その働きによって利益をあげた功勞に報いるものとして、利益の一部から与えられるものと解釈されていた（鈴木, 1994, 250頁）<sup>13</sup>。

このように、役員賞与を未処分利益の減少として処理するかつての実務慣行では、それが株主に帰属する残余成果の一部を役員に分け与えるものと理解されていた。会計制度上、各期の純利益も各期末の留保利益残高もすべて株主に帰属することになっているが、その一部が役員に分与されるということは、経営者もまた実質的な残余請求権者として認識されていることを示唆する。そこでの留保利益（利益剰余金）の処分は、株主と経営者との間の残余成果の分配過程とみることができるが、こんどはそれを、株主と従業員との間の成果分配にも適用できるかどうかが問われる。従業員の取り分の性格が、労働の対価である賃金の後払いというよりは、むしろ功勞に対する報奨に相当するのであれば、それを留保利益の処分として扱うことも検討に値するのである。

従業員であれ経営者であれ、株主以外の残余請求権者が想定されるとき、それでもなお、株式会社制度の仕組みに沿って、株主を第一義的な残余請求権者として株主持分を測定するのか、あるいは、複数の残余請求権者の存在と、帰属が未確定の成果の存在を踏まえ、従来の株主持分を暫定的な残余持分として再解釈するのか。前者では、企業資本の増分と株主持分の増分が常に等しくなるが、後者では、企業資本の増分が確定しても、そのうちの株主の取り分が確定するまでは株主持分の増分が識別されない。すなわち、投資の成果の不確実性が解消したとき、前者では、それに伴って自動的に株主に帰属する利益が確定するが、後者では、帰属の不確実性も解消しないかぎり、株主に帰属する利益が確定しないことになる。ただし、いずれにしても、持分簿価には株主以外の請求権者の取り分が潜在しており、留保された資金が何に再投下され、その成果がどのように分配されるのかが問題になる。

## 6. おわりに

Sunder (1997, p. 22) で述べられているとおり、企業の富の全体を  $n$  種類の請求権者に分配するときの自由度は  $n - 1$  であり、最大で  $n - 1$  種類の請求権が独立に決定された後、第  $n$  番目

<sup>13</sup> それに対して、現行の会社法では、役員賞与が、役員報酬と同じく職務執行の対価として株式会社から受ける財産上の利益とされている（会社法361条1項）。会計上も、かつての実務慣行とは異なり、発生した会計期間の費用として処理されることになっている（企業会計基準委員会, 2005, 2項）。役員報酬については、以前から、確定報酬として支給される場合も業績連動型報酬として支給される場合も、いずれも職務執行の対価として発生時に費用処理されていた。現行の会計基準では、役員賞与も実質的には業績連動型報酬と同じ性格であるとされ、費用として処理されることになったのである（企業会計基準委員会, 2005, 12項）。したがって、当期の職務に対応する役員賞与が期末後に開催される株主総会の決議によって定められる場合、その支給見込額が当期の費用として引当金に繰り入れられる（企業会計基準委員会, 2005, 13項）。

の請求権は、第  $n - 1$  番目までの請求権に依存して決定される。通常、株主（普通株主）がこの第  $n$  番目の請求権者とされるが、計算構造上は、他の主体を第  $n$  番目の請求権者とみて企業会計を設計することもできないわけではない。「資本 = 株主持分という図式は利益測定のうえで絶対ではない」（川本, 2011, 176頁）のであり、資本に対応する持分の範囲と属性は制度環境に応じて変化しうるものといえる。

ただし、それでもなお、会計上、企業資本の増分と株主持分の増分の恒等関係が前提とされてきた背景には、現実の株式会社制度との整合性だけでなく、前者が後者を決定するという認識、あるいは、前者で後者を定義するというアプローチの一般化があったのかもしれない。そうした思考が、会計情報を利用した価値評価、とりわけ株主持分の価値評価にも深く根付いており、投資の正味の成果について、その帰属の不確実性には目が向けられてこなかったように思われる。本稿は、そこに潜む問題を明らかにしようとしたものであるが、会計情報がそれらどこまで対処できるのか、また、会計情報と株式価値評価との関係はどうなるのか、これらの論点については今後の検討課題である。

## 引用文献

- Anthony, R. N. (1984) *Future Directions for Financial Accounting*, Dow Jones-Irwin (佐藤倫正 (訳) (1989) 『アンソニー財務会計論』白桃書房).
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2006) The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem, *Journal of Financial Economics* 79: 293-315.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2007) Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why, *European Financial Management* 13(1): 11-27
- Handley, J. C. (2008) Dividend Policy: Reconciling DD with MM, *Journal of Financial Economics* 87: 528-531.
- Hashimoto, M. (1981) Firm-Specific Human Capital as a Shared Investment, *The American Economic Review* 71(3): 475-482.
- Husband, G. R. (1954) The Entity Concept in Accounting, *The Accounting Review* 29(3): 552-563.
- Jensen, M. C. (2000), *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press.
- Lazear, E. P. (1979) Why Is There Mandatory Retirement? *Journal of Political Economy* 87(6): 1261-1284.
- LeRoy, S. F. (2008) The MM Theorems in the Presence of Bubbles, Working Paper (Available at: [https://econ.ucsb.edu/~sleroy/downloads/MMtheorems3\\_15\\_08.pdf](https://econ.ucsb.edu/~sleroy/downloads/MMtheorems3_15_08.pdf)).
- Milgrom P. and J. Roberts (1992) *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall (奥野 (藤原) 正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳 (1997) 『組織の経済学』NTT出版).
- Miller, M. and Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business* 34(4): 411-33.
- Palepu, K. G. and P. M. Healy (2013), *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, 5th ed., South-Western, Cengage Learning.
- Paton, W. A. and A. C. Littleton (1940) *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, American Accounting Association (中島省吾訳 (1953) 『会社会計基準序説』森山書店).
- Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5th ed., McGraw-Hill (荒田映子・大雄智・勝尾裕子・木村晃久訳 (2018) 『アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション (原書第5版)』有斐閣).
- Sunder, S. (1997), *Theory of Accounting and Control*, South-Western College Publishing (山地秀俊・鈴木一水・松本祥尚・梶原晃訳 『会計とコントロールの理論』勁草書房).
- 加護野忠男・小林孝雄 (1988) 「見えざる出資：従業員持分と企業成長」伊丹敬之・加護野忠男・小林孝雄・榊原清則・伊藤元重著 『競争と革新—自動車産業の企業成長』東洋経済新報社: 214-251頁.
- 川口大司 (2017) 『労働経済学—理論と実証をつなぐ』有斐閣.

- 川本淳 (2011) 「エンティティと持分」 斎藤静樹・徳賀芳弘編『体系 現代会計学 (第1巻) 企業会計の基礎概念』中央経済社, 165-195頁.
- 神田秀樹 (2022) 『会社法 (第24版)』弘文堂.
- 企業会計基準委員会 (2005) 企業会計基準第4号『役員賞与に関する会計基準』.
- 小宮隆太郎・岩田規久男 (1973) 『企業金融の理論—資本コストと財務政策』日本経済新聞社.
- 斎藤静樹 (1983) 「利潤計算の構造—江村教授の所説とその意義—」江村稔・津曲直躬編『利潤計算と会計制度』東京大学出版会.
- 斎藤静樹 (2019) 「資本取引における資産と持分」『會計』196 (5) : 72-84頁.
- 鈴木竹雄 (1994) 『新版 会社法 全訂第5版』弘文堂.

<付記> 本稿の一部は, 第1回『企業会計』カンファレンス (主催: 『『企業会計』査読付き論文コーナー』編集委員会, 後援: 中央経済社) における報告内容に大幅な加筆修正を加えたものである. 報告内容については, 福井義高氏 (青山学院大学教授), 山田康裕氏 (立教大学教授) から, とりわけ有益なコメントをいただいた. ここに記して感謝申し上げる. もちろん, 本稿における誤謬はすべて筆者の責任である. なお, 本研究はJSPS科研費 JP 19K01983の助成を受けたものである.

[おおたか さとる 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院教授]

[2022年7月11日受理]