

# 潜在財務諸表

—企業の利害関係者個々の立場からみた財務諸表いわゆる  
潜在財務諸表に基づく相対的な企業価値とその増減の把握—

片岡方 和

## はじめに

財務諸表（ここでは、貸借対照表と損益計算書を中心に考える）は、企業をとりまく利害関係者の意志決定に必要な情報を提供する。

この財務諸表は一般に公正妥当と認められる会計基準に基づいて作成され、一部、時価で表示されるものの、原則として簿価で表示される。このため、利害関係者がこの財務諸表を利用するときは、当期利益を初めとする各種利益と純資産（簿価による株主資本）が主要な情報である。もちろん、資産の構成や負債の内訳の他、売上高や売上原価および販売費・一般管理費の大きさの程度も重要であろうが、一般的にはこれらを含む多くの情報について、財務分析の手法に基づいて計算された指標によって意志決定をすることが少なくない。

これに対し、本ノートで述べる財務諸表は、上記の基本となる財務諸表に加えて、特に債権者（金融債権を有する者）、投資家（現在および将来の株主）および経営者個々の立場にたって作成するもので、これらを「潜在財務諸表」と呼ぶことにする。

ここでは、株主資本は時価で表わされる他、債権者の立場からみた負債（金融負債）と株主の立場からみたそれは、その時価が異なってくることを示している。

また、経営者にとっても、経営能力という無形資産を時価で評価することも必要と考える。この評価により、経営者には「経営者資本」という、時価で測定された

持分が発生することになり、同額だけ株主資本（時価）が減少することになる。

このように考えると、本来の財務諸表、債権者のための潜在財務諸表、投資家のための潜在財務諸表および経営者のための潜在財務諸表は、その資産の額、負債の額および資本の額を、各々企業価値・負債価値・株主資本価値（以下、「企業価値等」と言う）というならば、それらは各々、同じものではない。言い換えれば、企業価値等は利害関係者の立場によって異なるため、それらは一定時点においても絶対的なものではなく、利用者の立場、立場によって相対的なものであるということが言える。

そして、潜在財務諸表のうち、貸借対照表（「潜在貸借対照表」という）では、総資産の時価（企業価値）、負債の時価（負債価値）、株主資本時価（株主資本価値）、経営者資本時価（経営者資本価値）が示されるとともに、損益計算書（「潜在損益計算書」という）では、それらの価値の増減が把握できる。

その結果、潜在財務諸表の示す情報から直接的に多くの意志決定が可能となることに加え、新しい指標の利用も可能にする。

なお、本論文は「会計」と「ファイナンス」の各理論を参考にしつつ、さらに一部従来の理論の修正を行ない、これらの理論の融合が可能であるとの観点から作成したものである。

すなわち、実現と配分を原理とする会計基準で作成された財務諸表に、ファイナンス論で培われた価値計算を融合することにより、企業をとりまく利害関係者個々の立場にたった財務諸表、すなわち「潜在財務諸表」が彼（彼女）らの意志決定に、従来に増して、貢献することを目的としている

## I 章 負債の評価

### 1 企業価値と負債

#### 1-1 モジリアーニ・ミラーの命題

モジリアーニ・ミラーの命題（1958）は、企業Uと企業Lが、同一の実物資産と価値創造のもとに毎期の期待利益が同じであるとき、すべて自己資本からなる企業Uの市場価値を $V_U$ とし、負債と資本からなる企業Lの市場価値を $V_L$ とするなら次の

式が成立する。

$$V_U = V_L \dots\dots\dots (1.1)$$

すなわち、企業の価値は資本構成から独立であるというものである。ただし、この命題は次の条件を前提にしている。

- (1) 法人税は存在しない。
- (2) 株式や債券の発行にあたり、取引費用は存在しない。
- (3) 利害関係者の持つ情報量に差はない。
- (4) 利害関係者間の利益相反はコストなしに解決できる。
- (5) 負債の利率と市場で借入れするときの利率はいずれも同じ利率である。

負債をD、自己資本をEとすると企業価値Vは次のように示される。

$$V = D + E \dots\dots\dots (1.2)$$

この場合、負債Dはリスク・フリー・レートにリスクに対応するレートを加味した資本コストで評価されるのであり、かつ債権者の立場にたって評価されるのである。一方、投資家（株主）の立場からは、例えば、業績の良い会社が利率1%で借入れしている借入金（負債）100億円と業績の悪い会社が利率3%で借入れしている借入金100億円について、各々、同じ時価と考えるべきであろうか。このような観点から、投資家（株主）の立場に立って評価する場合には、負債の利率はリスク・フリー・レートであり、かつ、負債の時価は債権者の立場にたった場合の負債の時価と異なり、ひいては企業価値が異なることを以下に示す。

## 1-2 負債の時価

負債の時価について債権者の立場にたった場合と投資家の立場にたった場合とで区分して評価する。

### 1-2-1 債権者からみた負債の時価

まず、債権者の立場から負債（金融負債）の時価を評価する。

ここで変数を次のように定義する。

DA：負債の時価

DB：負債の簿価

$i_D$ ：負債の資本コスト

$i_f$ ：リスク・フリー・レート

$i_r$ ：リスクに対応するレート

c：契約利率

この場合次の式が成立する。

$$i_D = i_f + i_r \dots\dots\dots (1.3)$$

また、負債の時価は次の式によって表わされる。

$$\begin{aligned} DA &= \frac{c \cdot DB}{1 + i_D} + \frac{c \cdot DB}{(1 + i_D)^2} + \dots\dots\dots \\ &= \frac{c \cdot DB}{i_D} \dots\dots\dots (1.4) \end{aligned}$$

DAは、債権者の立場からみた負債の時価であり、 $i_D$ は負債の資本コストである。  
この結果 (1.2) は次のように示される。

$$V = DA + E \dots\dots\dots (1.2')$$

### 1-2-2 投資家（株主）からみた負債の時価

一方、投資家（株主）の立場から、これらを検討する。

企業の利益（当期利益）は投資家（株主）に帰属するのであるが、この場合の当期利益は次の算式で表わされる。

$$\text{当期利益} = \text{営業利益} + \text{その他の収益} - \text{支払利息} - \text{その他の費用} - \text{税金}$$

この算式において、当期利益はその構成要素（マイナス要素）として支払利息を含むが、これは支払利息を投資家（株主）が負担していることを意味する。

ところがこの支払利息は次のように計算される。

$$\begin{aligned} \text{支払利息} &= c \cdot DB = i_D \cdot DA \\ &= (i_f + i_r) \cdot DA \dots\dots\dots (1.5) \end{aligned}$$

このことから、債権者のリスクに対応する部分、すなわち、 $(i_r \cdot DA)$  は投資家（株主）によって負担されているということになる。ということは、債権者の立場からは、負債の資本コストは  $i_D (=i_f + i_r)$  であるが、投資家（株主）の立場からは負債の資本コストはリスクを除外した  $i_f$  であるべきだと考えるはずである。このように債権者の立場と投資家（株主）の立場では、負債に対する資本コストは異なる。前者では  $i_D = i_f + i_r$  であるが後者では  $i_D = i_f$  となる。このことから、株主の立場から、負債の時価は資本コスト  $i_D (=i_f)$  を用いて計算されるべきこととなる。そうするとこの場合の負債の時価を  $DE$  とすると次のように計算される。

$$\begin{aligned} DE &= \frac{c \cdot DB}{i_f} \\ &= \frac{i_D \cdot DA}{i_f} \dots\dots\dots (1.6) \end{aligned}$$

1 - 2 - 3 債権者・投資家（株主）個々の立場からみた負債の時価及び企業価値  
ここで  $i_r$  は正であるので負債の時価は

$$\begin{aligned} DE &= \frac{i_D}{i_f} \cdot DA \\ &= \frac{i_f + i_r}{i_f} \cdot DA \dots\dots\dots (1.7) \end{aligned}$$

より  
次のような関係になる。

$$DA < DE$$

ここで投資家（株主）の評価する企業価値  $V'$  は、つぎの式で表わされる。

$$V' = DE + E \dots\dots\dots (1.8)$$

この結果次の式が成立する。

$$V < V' \dots\dots\dots (1.9)$$

すなわち、債権者の評価する負債時価をベースにした企業価値より、株主が評価する企業価値の方が大きいということがいえる。

このことは、債権者の立場と株主の立場では各々、企業価値の評価が異なることを意味する。これらについては「1-3」において証明する。

### 1-3 企業価値と負債の時価

「1-1」に示したモジリアーニ・ミラーの命題を以下に示す算式によって説明する。「1-3-1」ではモジリアーニ・ミラーの命題そのものの証明であるが、「1-3-2」では、前述したとおり投資家（株主）の立場からみた企業価値ないしは負債の時価の証明である。また、「1-3-4」、「1-3-5」では、税金を考慮した場合の説明も述べている。

#### 1-3-1 モジリアーニ・ミラーの命題の証明

モジリアーニ・ミラー（1958）によると、企業が完全市場のなかで同一の実物資産と価値創造のもとに毎期の期待利益が同じであるとき、企業価値は資本構成と無関係であるとされる。すなわち、企業Uはすべて株主資本よりなり、企業Lは一部、負債を含んでいる。このとき、企業価値を各々、 $V_U$ 、 $V_L$ と表示すると

$$V_U = V_L$$

が成り立つということである。このことは以下のように証明されている。ここで変数は次のとおりである。

$\pi$ ：期待利益（利息控除前利益）

E：株主資本の価値

D：負債の価値

V：企業価値

このとき

$$V = E + D \dots\dots\dots(1)$$

と示される。

(1) モジリアーニ・ミラーによる証明

①  $V_L > V_U$ の場合

企業Lの株式 $S_L$ ドル ( $= \alpha \cdot E_L$ ) を持っている投資家のリターンは、次のとおりである。

$$Y_L = \alpha (\pi - r \cdot D_L) \dots\dots\dots(2)$$

ここで、 $r$ は負債の利子率を表わし、 $\alpha$ は全株式数のうちの持分割合である。投資家は次の行動をとるものとする。

- ① 企業Lの株式 $S_L$ ドル ( $= \alpha \cdot E_L$ ) を売却する。
- ② 企業Uの株式 $S_U$ ドル ( $= \alpha (E_L + D_L)$ ) を購入する。

この②の行動は上記①によって実現した $\alpha \cdot E_L$ 相当額に $\alpha \cdot D_L$ 相当額を借入れることによって実現できる。但し、 $\alpha \cdot D_L$ 相当額の借入れは、購入した株式を担保としている。このとき、リターンは

$$\begin{aligned} Y_U &= \frac{\alpha (E_L + D_L)}{E_U} \cdot \pi - r \cdot \alpha \cdot D_L \\ &= \frac{\alpha \cdot V_L}{V_U} \cdot \pi - r \cdot \alpha \cdot D_L \dots\dots\dots(3) \end{aligned}$$

となる。

$V_L > V_U$ であれば、(2)式と(3)式から $Y_U > Y_L$ となる。

このとき、

企業Lの株式を売るので、 $E_L$ を下げ、ひいては $V_L$ を下げる。

企業Uの株式を買うので、 $E_U$ を上げ、ひいては $V_U$ を上げる。

この結果、 $V_L$ が $V_U$ より大きくなることを妨げる。

②  $V_L < V_U$ の場合

企業Uの株式 $S_U$ ドル ( $= \alpha \cdot E_U$ ) を持っている投資家のリターンは

$$Y_U = \frac{S_U}{E_U} \cdot \pi = \alpha \cdot \pi \dots\dots\dots(4)$$

である。

投資家は次の行動をとるものとする。

- ① 企業Uの株式 $S_U$ ドル (=  $\alpha \cdot E_U$ ) を売却する。
- ② 売却額 $S_U$ ドルで企業Lの株式 $S_L$ ドルと負債 $d$ ドルを購入する。

但し、 $S_L = \frac{E_L}{V_L} \cdot S_U$ ,  $d = \frac{D_L}{V_L} \cdot S_U$  とする。

このとき、リターンは、

$$\begin{aligned} Y_L &= \frac{S_L}{E_L} (\pi - r \cdot D_L) + r \cdot d \\ &= \frac{S_U}{V_L} (\pi - r \cdot D_L) + r \cdot \frac{D_L}{V_L} \cdot S_U \\ &= \frac{S_U}{V_L} \cdot \pi \\ &= \alpha \cdot \frac{E_U}{V_L} \cdot \pi \quad (S_U = \alpha \cdot E_U \text{なので}) \\ &= \alpha \cdot \frac{V_U}{V_L} \cdot \pi \dots\dots\dots(5) \end{aligned}$$

となる。

$V_L < V_U$ であれば、(4)式と(5)式から $Y_L > Y_U$ となる。

このとき

企業Uの株式を売るので、 $E_U$ を下げ、ひいては $V_U$ を下げる。

企業Lの株式と負債を買うので、 $E_L$ と $D_L$ を上げ、ひいては $V_L$ を上げる。

企業Lの株式と負債の購入により、リターン  $\alpha \cdot \frac{V_U}{V_L} \cdot \pi$  は企業Uのリター

ン  $\alpha \cdot \pi$  に近づくので、 $V_L$ が $V_U$ より小さくなることを妨げる。

以上により $V_L > V_U$ の場合、 $V_L$ が $V_U$ より大きくなることを妨げるし、 $V_L < V_U$ の場合、 $V_L$ が $V_U$ より小さくなることを妨げるので、



$$V_L = V_U$$

が成立する。(証明終わり)

(2) モジリアーニ・ミラーの命題の証明 (その2)

上記(1)による証明を簡潔に示すと以下ようになる。

投資家は次の行動をとるものとする。

表 1

行動	行動の内容	投 資	利 益
1.	$E_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_U (= \alpha V_U)$	$\alpha \cdot \pi$
2.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha \cdot \pi - \alpha \cdot r \cdot D_L$
	$D_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot D_L$	$\alpha \cdot r \cdot D_L$
	合 計	$\alpha \cdot V_L$	$\alpha \cdot \pi$

行動1でも行動2でもいずれも $\alpha \cdot \pi$ の利益が得られる。

故に、 $V_L < V_U$ の場合、行動2はその投資額が小さいので、すべての投資家は行動2を選ぶ(行動2はその投資額が小さいのに、得られる利益は行動1と同じであるからである)。その結果、 $V_L = V_U$ となるまで価格調整が働く。 $V_L > V_U$ の場合、行動1はその投資額が小さいので、すべての投資家は行動1を選ぶ(行動1は、その投資額が小さいのに、得られる利益は行動2と同じであるからである)。

その結果、 $V_L = V_U$ となるまで価格調整が働く。

結局、

$$V_L = V_U$$

または

$$V_U = D_L + E_L$$

となる。(証明終わり)

この証明では、行動2において $E_L$ の $\alpha\%$ を購入するとき、利益は $(\alpha \cdot \pi -$

$\alpha \cdot r \cdot D_L$ ) であり、 $D_L$ の $\alpha\%$ を購入するとき、利益は $\alpha \cdot r \cdot D_L$ であるとしている。ここで、 $E_L$ の購入は株主になることを意味し、 $D_L$ の購入は債権者になることを意味する。企業Lは、利子率 $r$ による利息を支払い、債権者はその利息(利子率 $r$ )を受取るのであるから企業Lの支払利息と債権者の受取利息は、いずれも $r$ の利子率と考えても特に問題はない。

(3) モジリアーニ・ミラーの命題の証明 (その3)

ここで、モジリアーニ・ミラーの命題の証明を次のような方法で試みる。  
すなわち、投資家は次の行動をとるものとする。

表 2

行動	行動の内容	投資	利益
3.	$E_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_U (= \alpha \cdot V_U)$	$\alpha \cdot \pi$
	利子率 $r$ で $\alpha \cdot D_L$ 相当額を借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_L$	$\Delta \alpha \cdot r \cdot D_L$
	合計	$\alpha (V_U - D_L)$	$\alpha (\pi - r \cdot D_L)$
4.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (\pi - r \cdot D_L)$

この場合、行動3でも行動4でも、いずれも $\alpha (\pi - r \cdot D_L)$ の利益が得られる。故に、 $V_L < V_U$ の場合、行動4はその投資額が小さいので、すべての投資家は行動4を選ぶ(行動4はその投資額が小さいのに、得られる利益は行動3と同じであるからである)。その結果、 $V_L = V_U$ となるまで価格調整が働く。

$V_L > V_U$ の場合、行動3はその投資額が小さいので、すべての投資家は行動3を選ぶ(行動3は、その投資額が小さいのに、得られる利益は行動4と同じであるからである)。

その結果、 $V_L = V_U$ となるまで価格調整が働く。

結局、

$$V_L = V_U$$

または、 $V_U - D_L = E_L$ なので $V_U = D_L + E_L$   
となる。(証明終わり)

1-3-2 修正モジリアーニ・ミラーの命題の証明

上記「1-3-1」の(3)では、行動3における投資家の借入金の利率を $r$ とし、行動4の企業の借入金の利率を $r$ と同率であると仮定した。しかし、前者は一般に投資家の借入金の利率であり、後者は企業の負債の利率であるため、両者は一致しない場合が多い。

いま、企業の負債の利率より低い利率で借入れをすることができる投資家がいるとする(注)。そこで、行動3における利率を、 $i_f$ (リスク・フリー・レート)と行動4における利率 $i_D$ ( $r$ を $i_D$ と読み代える)の間にあるものとし、その利率を $i_M$ とする。

このことは、つぎの不等式で示される。

$$i_f \leq i_M \leq i_D$$

いま

$$i = i_D - i_f$$

$$\Delta i = \frac{i}{n}$$

とする。

ここで、 $n$ はある程度大きい一定の整数とする。すなわち、 $i$ を $n$ 等分したものが $\Delta i$ である。

ここで、投資家は次の行動をとるものとする。

表 3

行動	行動の内容	投資	利益
5.	$V_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot V_U$	$\alpha \cdot \pi$
	利率 $i_M$ で $\alpha \cdot D_L$ 相当額を借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_L$	$\Delta \alpha \cdot i_M \cdot D_L$
	合計	$\alpha (V_U - D_L)$	$\alpha (\pi - i_M \cdot D_L)$
6.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$

いま、行動5における $i_M$ を $i_D$ とすると、モジリアーニ・ミラーの命題が成立し、

$V_U = V_L$ となる（または $V_U - D_L = E_L$ ）。この場合の投資家グループの一人を投資家Aとする。

ここで、 $i_M = i_D - \Delta i$ とし、この投資家グループの一人を投資家Bとし、その存在を仮定する。

この場合

$$\alpha \cdot i_M \cdot D_L < \alpha \cdot i_D \cdot D_L$$

となるので、投資家Bの利益（ $= \alpha (\pi - i_M \cdot D_L)$ ）は投資家Aの利益（ $= \alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$ ）より大きい。

ここで、投資家Bの借入れ $\alpha \cdot D_L$ について

$$\alpha \cdot D_L \longrightarrow \alpha \cdot \left( \frac{i_D}{i_M} \cdot D_L - \Delta \right)$$

まで増加するとする。ここで、 $\Delta$ は $\frac{\Delta i}{i_M} \cdot D_L$ に比べて微少な額とする。

ここでも、投資家Bの利益

$$\left( = \alpha (\pi - i_M \left( \frac{i_D}{i_M} \cdot D_L - \Delta \right)) \right)$$

は、投資家Aの利益（ $= \alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$ ）より大きいので、投資家Bは借入金を

$$\alpha \cdot \left( \frac{i_D}{i_M} \cdot D_L - \Delta \right)$$

まで増加して、 $V_U$ の $\alpha\%$ を購入しても利益はまだ投資家Aより大きい。

同様に、投資家Bは（ $\Delta > 0$ ）の範囲内で借入金を増加させる。

結局、 $\Delta \longrightarrow 0$ のとき投資家Bの借入金を $\alpha \cdot D_M$ とすると、

$$D_M = \frac{i_D}{i_M} \cdot D_L$$

となる。

これは投資家Bが存在する限り、 $i_M \cdot D_M = i_D \cdot D_L$ なる $\alpha \cdot D_M$ まで投資家Bの借入金が増加することを意味する。

次に、 $i_M' = i_M - \Delta i$ なる利子率で借入れできる投資家Cが存在すれば、同様に $i_M' \cdot D_M' = i_M \cdot D_M (= i_D \cdot D_L)$ なる $\alpha \cdot D_M'$ まで投資家Cの借入金は増加することを意味

する。

なお、 $D_M' > D_M$ であることは次の不等式より明らかである。

$$D_M' = \frac{i_M}{i_M'} \cdot D_M = \frac{i_M}{i_M - \Delta i} \cdot D_M > D_M$$

これを続けると、 $i_M$ は $i_f \leq i_M \leq i_D$ なので $i_M$ は限りなく $i_f$ に近づき、結局、投資家は $i_f \cdot D_E = i_D \cdot D_L$ なる $\alpha \cdot D_E$ まで借入れを増やして、企業Uの株式 $\alpha\%$ を購入することになる。

そうすると行動5および行動6は、行動7および行動8として次のように示せる。

表 4

行動	行動の内容	投 資	利 益
7.	$V_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot V_U$	$\alpha \cdot \pi$
	$i_f$ で $\alpha \cdot D_E$ 相当額を借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_E$	$\Delta \alpha \cdot i_f \cdot D_E$
	合 計	$\alpha (V_U - D_E)$	$\alpha (\pi - i_f \cdot D_E)$
8.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$

ここでは、行動5の $V_U$ を行動7では $V_U (= E_U)$ としているが、行動6の $V_L$ は、投資 $\alpha \cdot E_L = \alpha (V_L - D_L)$ かつ、利益 $\alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$ と不変なので、行動8でも $V_L$ としてある。

前述のとおり

$$i_f \cdot D_E = i_D \cdot D_L \dots\dots\dots (1.10)$$

なので、行動7でも行動8でも、いずれも $\alpha (\pi - i_f \cdot D_E) = \alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$ の利益が得られる。なお(1.10)式の $D_L$ は(1.6)式の $DA$ であるので(1.6)式と(1.10)式は一致する。

故に、 $V_L - D_L < V_U - D_E$ の場合、行動8はその投資額が小さいので、すべての投資家は行動8を選ぶ(行動8はその投資額が小さいのに、得られる利益は行動7と同じであるからである。)

その結果、 $V_L - D_L = V_U - D_E$ となるまで、価格調整が働く。

$V_L - D_L > V_U - D_E$ のとき、行動7はその投資額が小さいので、すべての投資家は行

動7を選ぶ（行動7はその投資額が小さいのに、得られる利益は行動8と同じであるからである。）

その結果、 $V_L - D_L = V'_U - D_E$ となるまで、価格調整が働く。

結局、 $V'_U - D_E = V_L - D_L$ となるので

$$V'_U = V_L + (D_E - D_L) \dots\dots\dots (1.11)$$

または $V'_U - D_E (= V_L - D_L) = E_L$ なので

$$V'_U = D_E + E_L \dots\dots\dots (1.12)$$

となる。（証明終わり）

負債 $D_E$ と資本 $E_L$ を有する企業Lの企業価値を $V'_L$ とすると、

$$V'_L = D_E + E_L (= V'_U) \dots\dots\dots (1.13)$$

となる。

これは、投資家が利子率を $i_D$ でなく、 $i_f$ とみなすことにより、企業Uの価値が $V_U$ でなく $V'_U$ となると同時に、負債 $D_E$ と資本 $E_L$ を有する企業Lの価値に相当することを意味する。つまり、この場合は、企業Lの価値は $V_L$ でなく $V'_L (= D_E + E_L)$ と評価されることになる。

なお、(1.10) 式より (1.13) 式は次のように示される。

$$V'_L = \frac{i_D}{i_f} \cdot D_L + E_L \dots\dots\dots (1.14)$$

(注)  $i_M (= i_D + \Delta i)$  なる利子率で借入する投資家Xがいるとすると、行動5における利益は $\alpha (\pi - i_M \cdot D_L)$ となる。

ここで、投資家Aは利子率 $i_D$ で借り入れているので、この場合利益は $\alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$ となる。

この結果、

$$\alpha (\pi - i_M \cdot D_L) < \alpha (\pi - i_D \cdot D_L)$$

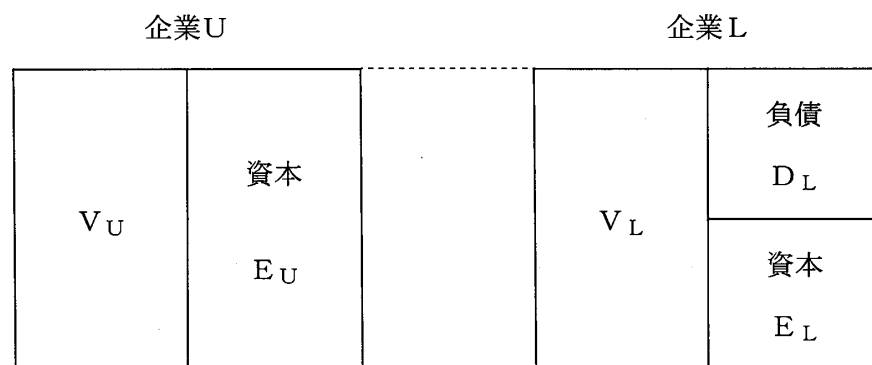
となるので、投資家Aが存在する限り投資家Xの行動5は成立しない。  
すなわち、 $i_M$ は $i_D$ を越えないことを意味する。

### 1-3-3 企業価値のイメージ

モジリアーニ・ミラーの命題における結論と、修正モジリアーニ・ミラーの命題における結論を図示すると次のようになる。

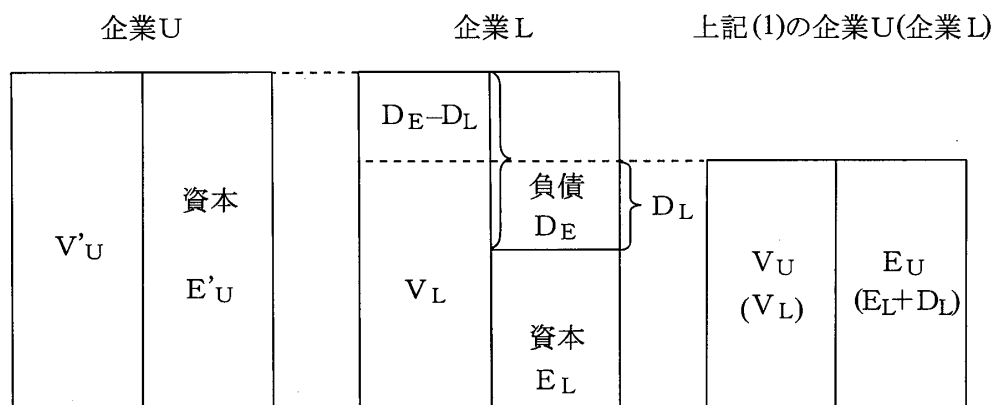
#### (1) モジリアーニ・ミラーの命題

図 1



#### (2) 修正モジリアーニ・ミラーの命題

図 2



なお、モジリアーニ・ミラーの命題の証明「1-3-1」の(2)における投資家は、資本については株主の立場であり、負債については債権者の立場であるため、企業Lが支払う利息の利子率と投資家が受取る利息の利子率は同じであると考えても特に問題を生じない。一方、「1-3-1」の(3)における投資家は、投資家の借入金

の利率と企業の負債の利率を一致させているが、これは一般的ではない。

しかし、修正モジリアーニ・ミラーの命題の証明「1-3-2」において、投資家は、資本・負債ともに株主の立場であるため、企業の負債については利率 $i_D$ 、投資家の借入金については利率 $i_f$ で考えているが、この考え方は「1-2. 負債の時価」で述べたところに一致する。

#### 1-3-4 税金を考慮したモジリアーニ・ミラーの命題の証明

税金を考慮した場合、行動3及び行動4は、次のように行動9および行動10として表される。ここで税率を $t$ とする。

表 5

行動	行動の内容	投 資	利 益
9.	$E_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_U (= \alpha \cdot V_U)$	$\alpha (1-t) \pi$
	利率 $r$ で借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_L$	$\Delta \alpha \cdot r \cdot D_L$
	合 計	$\alpha (V_U - D_L)$	$\alpha (1-t) \pi - \alpha \cdot r \cdot D_L$
10.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (1-t) \pi - \alpha (1-t) r \cdot D_L$

いま、企業Lの株式の $\alpha\%$ に対応する利益を $A (= \alpha (1-t) \pi - \alpha \cdot r \cdot D_L)$ と $B (= \alpha \cdot t \cdot r \cdot D_L)$ に分割すると、Aに対応する企業価値 $V_{LA}$ は $\alpha (V_U - D_L)$ に等しい。

Bに対応する企業価値 $V_{LB}$ は次のように示される。

$$V_{LB} = \frac{\alpha \cdot t \cdot r \cdot D_L}{r} = \alpha \cdot t \cdot D_L$$

$\alpha \cdot E_L$ は $V_{LA}$ と $V_{LB}$ の合計であるから、次の式が成立する。

$$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L)) = \alpha (V_U - D_L) + \alpha \cdot t \cdot D_L$$

結局、次のとおりとなる。

$$V_L = V_U + t \cdot D_L \dots\dots\dots (1.15)$$

ここで、企業Lの価値は $V_L (= V_U)$ より $t \cdot D_L$ だけ増加したので、これを $V'_L$ とす



ると次のようになる。

$$V'_L = V_L + t \cdot D_L (= E_L + D_L + t \cdot D_L)$$

結局、次の式となる。

$$V'_L = (1 + t) D_L + E_L \dots\dots\dots (1.16)$$

1-3-5 税金を考慮した修正モジリアーニ・ミラーの命題の証明

税金を考慮した場合、行動5および行動6は次のように行動11および行動12として表わされる。

表 6

行動	行動の内容	投資	利益
11.	$V_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot V_U$	$\alpha (1-t) \pi$
	利子率 $i_M$ で借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_L$	$\Delta \alpha \cdot i_M \cdot D_L$
	合計	$\alpha (V_U - D_L)$	$\alpha ((1-t) \pi - i_M \cdot D_L)$
12.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (1-t) \pi$ $- \alpha (1-t) i_D \cdot D_L$

「1-3-2」で行った証明と同様に考えると $i_M$ は $i_f$ となり、次式が成立する。

$$i_f \cdot D_E = i_D \cdot D_L$$

また行動11および行動12は次のように行動13および行動14として表わされる。

表 7

行動	行動の内容	投資	利益
13.	$V'_U$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot V'_U$	$\alpha (1-t) \pi$
	利子率 $i_f$ で借入れ	$\Delta \alpha \cdot D_E$	$\Delta \alpha \cdot i_f \cdot D_E$
	合計	$\alpha (V'_U - D_E)$	$\alpha ((1-t) \pi - i_f \cdot D_E)$
14.	$E_L$ の $\alpha\%$ を購入	$\alpha \cdot E_L (= \alpha (V_L - D_L))$	$\alpha (1-t) \pi - \alpha (1-t) i_D \cdot D_L$

いま、企業Lの株式  $\alpha$  %に対応する利益をA ( $= \alpha (1-t) \pi - \alpha \cdot i_D \cdot D_L$ ) と B ( $= \alpha \cdot t \cdot i_D \cdot D_L$ ) に分割すると、Aに対応する企業価値 $V_{LA}$ は  $\alpha (V_U - D_E)$  に等しい。

Bに対応する企業価値 $V_{LB}$ は次のように示される。

$$V_{LB} = \frac{\alpha \cdot t \cdot i_D \cdot D_L}{i_D} = \alpha \cdot t \cdot D_L$$

$\alpha \cdot E_L$ は $V_{LA}$ と $V_{LB}$ の合計であるから次の式が成立する。

$$\begin{aligned} \alpha \cdot E_L &= V_{LA} + V_{LB} \\ &= \alpha (V_U - D_E) + \alpha \cdot t \cdot D_L \\ &= \alpha (V_L - D_L) \end{aligned}$$

結局、次のとおりになる。

$$\begin{aligned} V_U + t \cdot D_L &= V_L + D_E - D_L \\ &= E_L + D_L + D_E - D_L \\ &= D_E + E_L (= V'_L) \end{aligned}$$

さらに、次のように示せる。

$$V'_L = V_U + t \cdot D_L \dots\dots\dots (1.17)$$

ここで、企業Lの価値は $V'_L (= V_U)$  より $t \cdot D_L$ だけ増加したので、これを $V''_L$ とすると次のようになる。

$$V''_L = V'_L + t \cdot D_L \left( = D_E + E_L + t \cdot D_L = \frac{i_D}{i_f} \cdot D_L + E_L + t \cdot D_L \right)$$

結局、次の式となる。

$$V''_L = \left( \frac{i_D}{i_f} + t \right) D_L + E_L \dots\dots\dots (1.18)$$

## II章 資本の評価

### 1 株主資本の評価

#### 1-1 残余利益モデル

株主資本価値の評価にあたっては、配当割引モデル (Discounted Dividend Model), 割引キャッシュ・フロー・モデル (Discounted Cash Flow Model) や残余利益モデル (Residual Income Model) などがあるが、ここでは残余利益モデルを利用することにする。

変数を次のように定義する。

$b_i$  : 第*i*期末の株主資本簿価

$r_i$  : 第*i*期の要求収益率 (株主資本コスト)

$X_i$  : 第*i*期の当期利益

$d_i$  : 第*i*期の配当

$RI_i$  : 第*i*期の残余利益

$n$  : 投資期間

$V$  : 株主資本の時価 (株主資本価値)

一般に、次のクリーン・サープラス関係が成立するものとする。

$$b_i = b_{i-1} + X_i - d_i \dots\dots\dots (2.1)$$

また、第*i*期の残余利益を次のとおり定義する。

$$RI_i = X_i - r_i \cdot b_{i-1} \dots\dots\dots (2.2)$$

(2.1) 式を次のとおり変形し、(2.2) 式を代入する。

$$\begin{aligned} d_i &= b_{i-1} + X_i - b_i \\ &= b_{i-1} + RI_i + r_i \cdot b_{i-1} - b_i \\ &= (1 + r_i) b_{i-1} + RI_i - b_i \dots\dots\dots (2.3) \end{aligned}$$

ここで配当割引モデルに、(2.3) 式を代入する。

$$\begin{aligned}
V &= \frac{d_1}{1+r_1} + \frac{d_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \dots + \frac{d_n}{(1+r_1)\dots(1+r_n)} \\
&= \frac{(1+r_1)b_0 + RI_1 - b_1}{1+r_1} + \frac{(1+r_2)b_1 + RI_2 - b_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \dots \\
&= b_0 + \frac{RI_1}{1+r_1} + \frac{RI_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \dots \\
&= b_0 + \sum_{i=1}^n \frac{RI_i}{\prod_{k=1}^i (1+r_k)} - \frac{b_n}{\prod_{k=1}^n (1+r_k)}
\end{aligned}$$

上式で $n \rightarrow \infty$ とすれば、次の式が成立する。

$$V = b_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{\prod_{k=1}^i (1+r_k)} \dots\dots\dots (2.4)$$

ここで、 $r_i = r$  (一定) と仮定すれば次の式が成立する。

$$V = b_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{(1+r)^i} \dots\dots\dots (2.5)$$

一方、当期利益 $X_i$ は次のとおり分解される。なお、税金の実効税率を $t$ とする。

$$X_i = (\text{経常利益} + \text{特別利益} - \text{特別損失}) (1-t)$$

ここで、右辺に関してその内容を区分して次のように定義する。

$$MI_i = \text{第}i\text{期の経常利益} \cdot (1-t)$$

$$SI_i = \text{第}i\text{期の特別利益} \cdot (1-t)$$

$$SL_i = \text{第}i\text{期の特別損失} \cdot (1-t)$$

この結果、当期利益 $X_i$ は次のように表現できる。

$$X_i = MI_i + SI_i - SL_i \dots\dots\dots (2.6)$$

ここで、金融資産の時価は次の「1-2 金融資産」に述べるとおり評価されるのでこれをFIAとし、その簿価をFIBとする。また、金融負債の時価は、I章「1-2-1 債権者からみた負債の時価」のとおり評価されるのでこれをFDAとし、

その簿価をFDBとする。

ここで、

$$\Delta A = FIA - FIB$$

$$\Delta D = FDA - FDB$$

とする。

一般に、(2.1) 式、(2.2) 式より (2.5) 式は次のように示すこともできる。但し、 $r_i = r$  (一定) と仮定する。

$$\begin{aligned} d_i &= b_{i-1} + X_i - b_i \\ &= (b_{i-1} + \Delta A - \Delta D) + X_i - (b_i + \Delta A - \Delta D) \\ &= B_{i-1} + X_i - B_i \\ &= (1+r) B_{i-1} + (X_i - r \cdot B_{i-1}) - B_i \\ &= (1+r) B_{i-1} + (MI_i + SI_i - SL_i - r \cdot B_{i-1}) - B_i \\ &= (1+r) B_{i-1} + RF'_i + SI_i - SL_i - B_i \end{aligned}$$

但し、上式では

$$RF'_i = MI_i - r \cdot B_{i-1}$$

$$B_i = b_i + \Delta A - \Delta D$$

としている。

このとき、(2.5) 式の残余利益モデルは次のとおりとなる。

$$\begin{aligned} V &= \frac{d_1}{(1+r)} + \frac{d_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{d_n}{(1+r)^n} \\ &= \frac{(1+r)B_0 + RF'_1 + SI_1 - SL_1 - B_1}{1+r} + \frac{(1+r)B_1 + RF'_2 + SI_2 - SL_2 - B_2}{(1+r)^2} \\ &\quad + \dots + \frac{(1+r)B_{n-1} + RF'_n + SI_n - SL_n - B_n}{(1+r)^n} \\ &= B_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RF'_i + SI_i - SL_i}{(1+r)^i} \dots \dots \dots (2.7) \end{aligned}$$

但し、

$$B_0 = b_0 + \Delta A - \Delta D$$

$$B_i = B_{i-1} + MI_i + SI_i - SL_i - d_i$$

$$RI'_i = MI_i - r \cdot B_{i-1}$$

とする。

なお、I章「1-2-2 投資家（株主）からみた負債の時価」で評価される負債をFDEとする。

ここで、

$$\Delta A = FIA - FIB$$

$$\Delta D = FDA - FDB$$

$$\Delta D' = FDE - FDA$$

とする。

また、

$$B_0 = b_0 + \Delta A - \Delta D - \Delta D'$$

$$B_i = b_i + \Delta A - \Delta D - \Delta D'$$

としても、株主資本の時価は上記のVと同額であることは、上記の一連の算式から証明される。

## 1-2 金融資産

金融収益は貸付金に係わる受取利息と有価証券（株式）に係わる受取配当金からなるとする。貸付金に係わる受取利息は次のように計算することによって貸付金時価を評価する。

$$\begin{aligned} ARA &= \frac{c \cdot ARB}{(1+r_D)} + \frac{c \cdot ARB}{(1+r_D)^2} + \dots + \frac{c \cdot ARB}{(1+r_D)^n} + \frac{ARB}{(1+r_D)^n} \\ &= \frac{c \cdot ARB (1 - 1 \div (1+r_D)^n)}{r_D} + \frac{ARB}{(1+r_D)^n} \end{aligned}$$

ここで、 $n = \infty$ とすると次の式が成立する。

$$ARA = \frac{c \cdot ARB}{r_D} \dots\dots\dots (2.8)$$

但し、変数を次のように定義する。

ARA：貸付金の時価

ARB：貸付金の簿価

$r_D$ ：貸付金の資本コスト

c：契約利率

n：貸付金の返済期

次に、受取配当金に係わる有価証券（株式）については、本論文で説明する株主資本価値の評価と同様の方法（(2.7) 式を参照）により算定することができる。また各種金融資産については、ここでは簡略化のため市場時価により評価するものとする。

## 2. 経営者資本価値

株主資本価値の評価にあたり残余利益モデルを利用したが、この場合次のようにクリーン・サープラス関係が成立するものとした。

$$b_i = b_{i-1} + X_i - d_i \dots\dots\dots (2.1)$$

しかし、企業では経営者が経営をすすめる、この結果十分な利益が稼得されれば役員賞与が利益処分により支払われる。

この結果、クリーン・サープラス関係は次のように示すのが正確である。

$$b_i = b_{i-1} + X_i - d_i - a_i \dots\dots\dots (2.9)$$

但し、 $a_i$ は第*i*期の役員賞与とする。

その他の変数は「1-1 残余利益モデル」の頁を参照。

また、役員賞与 $a_i$ は前期の残余利益の一定割合 $\delta_i$  ( $0 < \delta_i < 1$ ) に等しいと仮定すると $a_i = \delta_i \cdot RI_{i-1}$ となる。さらに $\delta_i$ が一定割合 $\delta$ とすると、

$$a_i = \delta \cdot RI_{i-1} \dots\dots\dots (2.10)$$

となる。

そうすると、株主資本価値Vは次のように展開される。

$$\begin{aligned}
 V &= b_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i - a_i}{(1+r)^i} = b_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i - \delta \cdot RI_{i-1}}{(1+r)^i} \\
 &= b_0 + \frac{RI_1 - \delta \cdot RI_0}{1+r} + \frac{RI_2 - \delta \cdot RI_1}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= b_0 + \frac{RI_1 - \frac{\delta \cdot RI_1}{1+r} + \frac{\delta \cdot RI_1}{1+r} - \delta \cdot RI_0}{1+r} \\
 &\quad + \frac{RI_2 - \frac{\delta \cdot RI_2}{(1+r)} + \frac{\delta \cdot RI_2}{(1+r)} - \delta \cdot RI_1}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= b_0 - \frac{\delta \cdot RI_0}{1+r} + \frac{RI_1 - \frac{\delta \cdot RI_1}{1+r}}{1+r} + \frac{RI_2 - \frac{\delta \cdot RI_2}{1+r}}{(1+r)^2} + \dots \\
 &= b_0 - \frac{\delta}{1+r} \cdot RI_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i - \frac{\delta}{1+r} \cdot RI_i}{(1+r)^i} \\
 &= b_0 - \frac{\delta}{1+r} \cdot RI_0 + \left(1 - \frac{\delta}{1+r}\right) \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{(1+r)^i}
 \end{aligned}$$

故に

$$V = b_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{(1+r)^i} - \frac{\delta}{1+r} \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_{i-1}}{(1+r)^{i-1}} \dots\dots\dots (2.11)$$

となる。

右辺第2項までが、「1-1 残余利益モデル」で説明してきた株主資本価値であり、右辺全体で本来あるべき株主資本価値である。前者を株主資本価値VBとし、後者をVAとする。

ここで右辺第3項を経営者資本価値MEと考えれば、次の式が成立する。



$$VA = VB - ME \dots\dots\dots (2.12)$$

すなわち、本来あるべき株主資本価値VAは、「1 - 1 残余利益モデル」で説明してきた株主資本価値VBより経営者資本価値MEだけ少なくなるということがいえる。

### Ⅲ章 潜在財務諸表の種類

#### 1 財務諸表

##### 1-1 会計基準に基づく財務諸表

会計基準による財務諸表は、実現と配分概念に基づいて作成される。この場合、貸借対照表や損益計算書は、原則として簿価で計上された資産・負債・資本および収益・費用を用いて作成される。もちろん、時価会計や減損会計は、より財務諸表を正しく表すものとして導入されつつあるが、それはあくまで部分的な会計であると理解しても会計基準全体の正しい認識を害するものではない。

会計基準に基づく財務諸表は、投資家（株主）、金融に関わる債権者（以下、債権者という）および経営者によって利用される以外に事業取引に関わる債権者（以下、一般債権者という）、国・地方自治体、従業員、地域住民などによって広く利用されるものである。

しかし、例えば投資家（株主）の場合はこの財務諸表を利用する主目的は配当可能額の算定や実現と配分を根拠にする収益性の把握である。投資家（株主）にとってはさらに株主資本価値がいくらであり、その結果自分が保有する株式の価値がいくらであるか、また、負債は株主持分に優先して弁済される持分であるから、負債はどの程度安全性に影響を与えているかということが配当の問題や利益の程度と同等またはそれ以上に重要な関心事である。この場合、会計基準による財務諸表ではその目的を達することが出来ない。少なくとも種々の財務分析が必要である。

次に債権者にとっては企業がある時点においてこの財務諸表より、債権の回収が可能であるか否か、ということ判断するのであるが、一方ではゴーイングコンサーン前提とする企業では債権回収可能性に加えて、株主資本価値がどの程度であり、またそれらがどの程度増加または減少しているかということに関心がある。債権者

は債権をそのまま維持するか、あるいは取立てて関係を絶つべきか、場合によっては追加融資をするか、また、利子率をどの程度にすべきかということがさらに重要であるからである。そのためには会計基準による財務諸表ではなく次の項以降で述べる潜在財務諸表がおおいに参考になると考えられる。

また、経営者にとっては、企業の利害関係者に企業の財政状態および経営成績を開示する義務があり、そのツールとして会計基準による財務諸表が必要になり、また役員賞与の支給が許されるか否かについてその財務諸表が不可欠である。一方、経営者はその経営能力、すなわち企業の業務分野の確定とさらなる発展、資産の効率的構成のあり方、従業員に対する有効な指示・指導、取引先との良好な関係の確立、資金に関する配慮等々について、どの程度経営者は利害関係者から評価されているか、そしてそれらを考慮すると、株主資本価値の一部を経営能力という無形資産に相当する価値、例えば、経営者資本価値として認識すべきであると考えても経営者の立場からはそれは許されるべきものである。

そして、後述するとおり、経営者資本を含む潜在財務諸表によってこれらが明らかになる。

このように考えると、会計基準による財務諸表は、一般債権者の債権回収可能性の判断、国・地方自治体が課する税金の算定、従業員による昇給または賞与の支給額の判断あるいは企業に所属することの妥当性の検証、その他地域住民等の企業行動に対する価値評価等のために利用される。

なお、会計基準による財務諸表は、投資家（株主）、債権者および経営者にとって、既述のとおり、一部の目的の達成のために必要であるものの、主たる目的を達成させるためには、後述の潜在財務諸表が有用であると思料する。

## 1-2 会計基準に基づく財務諸表のイメージ

会計基準に基づく財務諸表は、一般に知られているように、次のようなイメージである。ここに、事業資産とは、流動資産、固定資産および投資等より現金および換金性の高い資産（金融資産）を除いたものであり、主に事業の用に供される資産である。同様に事業負債とは、負債より契約により借入れしている負債、すなわち金融負債を除いたものである。

なお、金額は後述する潜在財務諸表のイメージを高めるためのもので、任意の数字としている。

図 3

貸借対照表		損益計算書	
金融資産 600	金融負債 400	売上原価 600	売上高 900
	事業負債 1,000	販売費・一般管理費 100	
事業資産 1,400		金融費用 20	
		その他の営業外費用 50	
	資本 600	特別損失 30	金融収益 30
	(うち当期利益) (120)	法人税等 80	その他の営業外収益 20
		当期利益 120	特別利益 50
合計 (2,000)	合計 (2,000)	合計 (1,000)	合計 (1,000)

負債簿価 (1,400)

株主資本簿価 (600)

## 2. 債権者のための潜在財務諸表

### 2-1 負債（金融負債）の時価

I章「1-2 負債の時価」で述べたとおり、負債（金融負債）の時価は次のと

おり計算される。

$$DA = \frac{c \cdot DB}{i_D} \dots\dots\dots (1.4)$$

但し、DA：金融負債の時価

DB：金融負債の簿価

$i_D$ ：金融負債の資本コスト

c：契約利率

この結果、金融負債の時価DAと簿価DBの差額 $\Delta D$ は(1.4)式より次のように計算される。

$$\Delta D = DA - DB$$

$$= \frac{c \cdot DB}{i_D} - DB$$

$$= \frac{c - i_D}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.1)$$

なお、税金を考慮した場合は、(1.4)式と(1.16)式より次のように計算される。

$$\Delta D = (1 + t) DA - DB$$

$$= (1 + t) \frac{c}{i_D} \cdot DB - DB$$

$$= \frac{(1 + t)c - i_D}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.2)$$

以降、この $\Delta D$ を用いる。

この差額 $\Delta D$ （正の場合）を、費用の面から金融負債に関わる潜在費用と呼び、負債の面から潜在負債と呼ぶと仕訳は次のようになる。

（借方）潜在費用（金融負債の） $\Delta D$       （貸方）潜在負債（金融負債の） $\Delta D$

なお、 $(1 + t)c < i_D$ の場合は、差額 $\Delta D$ は負となるので潜在費用のかわりに潜在収益と呼び、仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在負債 (金融負債の)  $\Delta D$       (貸方) 潜在収益 (金融負債の)  $\Delta D$

## 2-2 金融資産の時価

金融収益は貸付金に係わる受取利息からのみなりたっているとする。そうすると、II章「1-2 金融資産」で述べたとおり次の式が成立する。

$$ARA = \frac{c \cdot ARB}{r_D} \dots\dots\dots (2.8)$$

但し、変数は次のように定義される。

ARA：貸付金の時価

ARB：貸付金の簿価

$r_D$ ：貸付金の資本コスト

c：契約利率

この結果、金融資産の時価ARAと簿価ARBの差額 $\Delta A$ は次のように計算される。

$$\begin{aligned} \Delta A &= ARA - ARB \\ &= \frac{c \cdot ARB}{r_D} - ARB \\ &= \frac{c - r_D}{r_D} \cdot ARB \dots\dots\dots (3.3) \end{aligned}$$

この場合、 $\Delta A$ が正であれば、収益の面から金融資産に関わる潜在収益と呼び、資産の面から潜在資産と呼ぶと、仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在収益 (金融資産の)  $\Delta A$

なお、 $c < r_D$ の場合は、差額 $\Delta A$ は負となるので潜在収益のかわりに潜在費用と呼び、仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在費用 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$

### 2-3 株主資本の時価

Ⅱ章「1-1 残余利益モデル」で述べたとおり、株主資本の時価は次のとおり計算される。

$$V = B_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RF_i + SI_i - SL_i}{(1+r)^i} \dots\dots\dots (2.7)$$

但し、

$$B_0 = b_0 + \Delta A - \Delta D$$

$$B_i = B_{i-1} + MI_i + SI_i - SL_i - d_i$$

$$RF_i = MI_i - r \cdot B_{i-1}$$

$$\Delta A = FIA - FIB$$

$$\Delta D = FDA - FDB$$

とする。

変数は次のように定義する。

V：株主資本の時価（株主資本価値）

b<sub>0</sub>：期首の株主資本簿価

FIA：金融資産の時価

FIB：金融資産の簿価

FDA：金融負債の時価

FDB：金融負債の簿価

r：要求収益率（株主資本コスト）

MI<sub>i</sub>：第i期の経常利益・（1-t）

SI<sub>i</sub>：第i期の特別利益・（1-t）

SL<sub>i</sub>：第i期の特別損失・（1-t）

d<sub>i</sub>：第i期の配当

t：税金の実効税率

なお、期首の株主資本簿価はb<sub>0</sub>であるので、(2.1)式より期末の株主資本簿価b<sub>1</sub>は次のとおりとなる。

$$b_1 = b_0 + X_1 - d_1 \dots\dots\dots (2.1')$$

ここで、 $X_1$ は当期利益であり、 $d_1$ は当期の配当である。

また、当期末の株主資本価値は $V$ であるので、 $V$ より $b_1$ を差し引いた額 $\Delta V (=V - b_1)$ は、株主資本の時価と簿価の差額である。

この差額には、金融資産の時価と簿価の差額 $\Delta A$ や金融負債の時価と簿価の差額 $\Delta D$ が含まれているので、これらを除くと次の式が成立する。

$$\Delta V' = \Delta V - \Delta A + \Delta D \dots\dots\dots (3.4)$$

ここで、 $\Delta V'$ が正であれば、これは収益の面から株主資本に係わる潜在収益を意味し、資産の面から潜在資産を意味する。

この結果、仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在資産 (株主資本の)  $\Delta V'$  (貸方) 潜在収益 (株主資本の)  $\Delta V'$

なお、 $\Delta V'$ が負の場合は、潜在収益のかわりに潜在費用と呼び、仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在費用 (株主資本の)  $\Delta V'$  (貸方) 潜在資産 (株主資本の)  $\Delta V'$

#### 2-4 潜在財務諸表のイメージ

上記「2-1 負債 (金融負債) の時価」, 「2-2 金融資産の時価」および「2-3 株主資本の時価」により債権者のための潜在財務諸表のイメージは次のとおりである。

なお、追加すべき潜在資産等の数値は、

金融負債の潜在費用・潜在負債 ( $\Delta D$ ) : 50

金融資産の潜在収益・潜在資産 ( $\Delta A$ ) : 150

株主資本の潜在収益・潜在資産 ( $\Delta V'$ ) : 800

潜在資本・潜在利益 ( $\Delta V$ ) : 900

とする。また、ここで示す潜在財務諸表は、作成第一期のそれであり、以下同様

とする。

図 4

潜在貸借対照表		潜在損益計算書	
金融資産 600	金融負債 400	売上原価 600	売上高 900
	潜在負債 $\Delta D=50$	販売費・一般管理費 100	
潜在資産 $\Delta A=150$	事業負債 1,000	金融費用 20	
事業資産 1,400		潜在費用 $\Delta D=50$	
		その他の営業外費用 50	
	資本 600 (うち当期利益) (120)	特別損失 30	金融収益 30
		法人税等 80	潜在収益 $\Delta A=150$
		当期利益 120	その他の営業外収益 20
	潜在資本 $\Delta V=900$	潜在利益 $\Delta V=900$	特別利益 50
潜在資産 $\Delta V'=800$			潜在収益 $\Delta V'=800$
合計 (2,950)	(2,950)	合計 (1,950)	(1,950)

ここで、潜在資産・潜在負債および潜在資本を含む貸借対照表を潜在貸借対照表と呼び、潜在収益・潜在費用および潜在利益を含む損益計算書を潜在損益計算書と呼ぶことにする。

また、潜在資産より潜在負債を差し引いたものを、潜在資本と呼び、潜在収益より潜在費用を差し引いたものを潜在利益と呼ぶことにする。



### 3. 投資家（株主）のための潜在財務諸表

#### 3-1 負債の時価

まず、最初に負債の時価に関し、「2-1 負債（金融負債）の時価」で述べた $\Delta D$ が正の場合は次の仕訳を行う。

（借方）潜在費用（金融負債の） $\Delta D$       （貸方）潜在負債（金融負債の） $\Delta D$

$\Delta D$ が負の場合は次の仕訳を行う。

（借方）潜在負債（金融負債の） $\Delta D$       （貸方）潜在収益（金融負債の） $\Delta D$

次にI章「1-3 企業価値と負債の時価」で述べたとおり、投資家（株主）からみた負債（金融負債）の時価は次のとおり計算される。

$$DE = \frac{i_D}{i_f} \cdot DA \dots\dots\dots (1.6)$$

但し、DE：投資家（株主）の立場からみた金融負債の時価

DA：債権者の立場からみた金融負債の時価

DB：金融負債の簿価

$i_D$ ：金融負債の資本コスト

$i_f$ ：リスク・フリー・レート

この結果、金融負債の時価DEと「2-1 負債（金融負債）の時価」で述べた時価DAの差額 $\Delta D'$ は次のように計算される。

$$\Delta D' = DE - DA$$

$$\begin{aligned} &= \frac{i_D - i_f}{i_f} \cdot DA \\ &= \frac{i_D - i_f}{i_f} \cdot \frac{c}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.5) \end{aligned}$$

なお、税金を考慮した場合は、(1.4)式と(1.18)式より次のように計算される。

$$\begin{aligned}
\Delta D' &= \left( \frac{i_D}{i_f} + t \right) DA - DA \\
&= \left( \frac{i_D}{i_f} + t \right) \frac{c}{i_D} \cdot DB - \frac{c}{i_D} \cdot DB \\
&= \left( \frac{i_D - i_f}{i_f} + t \right) \frac{c}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.6)
\end{aligned}$$

以降, この $\Delta D'$ を用いる。

この差額 $\Delta D'$  ( $> 0$ ) を費用の面から金融負債に関わる潜在費用と呼び, 負債の面から潜在負債と各々呼ぶと, 仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在費用 (金融負債の)  $\Delta D'$       (貸方) 潜在負債 (金融負債の)  $\Delta D'$

いま, 株主が負債を評価しようとするとき, その価額は負債の時価DEとなる。このときの負債の利率はリスク・フリー・レートで考えている。

一方, 市場における (債権者からみた) 負債の時価はリスクに対応する利率による評価であり, この評価額をDAとすれば, 通常, 次の関係が成立する。

$$DE > DA$$

上記の両者の差額を $\Delta D'$  (正) とすると, 負債に関し株主は $\Delta D'$ 相当額だけ市場の評価より価値が高いと考えている。

ここで, 資産について価値が高いと評価する場合は, その増加した価値は評価益 (収益) となるが, 逆に負債の場合その差額 $\Delta D'$ は評価損 (費用) となる。

この $\Delta D'$ を潜在費用と呼び, それは利率の差によって生じた評価損ということが言える。

### 3-2 金融資産の時価

「2-2 金融資産の時価」で説明したとおり, 金融資産は貸付金のみであると仮定すると, 潜在資産 $\Delta A$ および潜在収益 $\Delta A$ は同様に (3.3) 式で表わされる。

$$\Delta A = \frac{c - r_D}{r_D} \cdot ARB \dots\dots\dots (3.3)$$

但し, ARB: 貸付金の簿価

$r_D$ : 貸付金の資本コスト

$c$ : 契約利率

このときの仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在収益 (金融資産の)  $\Delta A$

なお,  $c < r_D$  の場合, 仕訳は次のようになる。

(借方) 潜在費用 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$

### 3-3 株主資本の時価

II章「1-1 残余利益モデル」および「2-3 株主資本の時価」で説明したことと同様に考えると, 潜在資産 $\Delta V$ および潜在収益 $\Delta V'$ は次のように表わされる。

$$\Delta V' = \Delta V - \Delta A + \Delta D + \Delta D' \dots\dots\dots (3.7)$$

なお,

$$\Delta V = V - b_1$$

であり

$$b_1 = b_0 + X_1 - d_1$$

である。

また,

$$V = B_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i + SI_i - SL_i}{(1+r)^i} \dots\dots\dots (2.7)$$

但し,

$$B_0 = b_0 + \Delta A - \Delta D - \Delta D'$$

$$\Delta D' = FDE - FDA$$

であり、変数の定義は下記を除き、「2 - 3 株主資本の時価」を参照されたい。

FDE：金融負債の時価（株主からみたとき）

ここで、 $\Delta V$ が正であれば、これは収益の面から株主資本に関わる潜在収益と呼び、資産の面から潜在資産と呼ぶと仕訳は次のようになる。

（借方）潜在資産（株主資本の） $\Delta V$       （貸方）潜在収益（株主資本の） $\Delta V$

なお、差額 $\Delta V$ が負の場合は、潜在収益のかわりに潜在費用と呼び、仕訳は次のようになる。

（借方）潜在費用（株主資本の） $\Delta V$       （貸方）潜在資産（株主資本の） $\Delta V$

ここで潜在資産とは原則として株主資本の時価と簿価の差額であるが、これは、経営者の卓越した経営能力、従業員のすぐれた業務遂行能力、企業の持つノウハウや技術およびブランドなどのいわゆる「超過収益力」または「のれん」を意味する。

### 3 - 4 潜在財務諸表のイメージ

概ね、「2 - 4 潜在財務諸表のイメージ」で図示したものに類似しているが、ここでは金融負債から生ずる潜在費用および潜在負債は次のとおり異なる。

「2 - 1 負債（金融負債）の時価」で述べた潜在費用 $\Delta D$ および潜在負債 $\Delta D$ は次の算式により計算される。

$$\Delta D = \frac{(1+t)c - i_D}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.2)$$

但し、DB：金融負債の簿価

$i_D$ ：金融負債の資本コスト

c：契約利率

さらに、本項でいう潜在費用 $\Delta D'$ および潜在負債 $\Delta D'$ はI章「1 - 2 - 2 投資家（株主）からみた負債の時価」で述べたとおり次の算式により計算される。

$$\Delta D' = \left( \frac{i_D - i_f}{i_f} + t \right) \frac{c}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.6)$$

以上より投資家（株主）のための潜在財務諸表のイメージは次のとおりである。

なお、追加すべき潜在資産等の数値は、

金融負債の潜在費用・潜在負債（ $\Delta D$ ）：50

金融負債の潜在費用・潜在負債（ $\Delta D'$ ）：200

金融資産の潜在収益・潜在資産（ $\Delta A$ ）：150

株主資本の潜在収益・潜在資産（ $\Delta V'$ ）：1,000

潜在資本・潜在利益（ $\Delta V$ ）：900

とする。

図 5

潜在貸借対照表		潜在損益計算書	
金融資産 600	金融負債 400	売上原価 600	売上高 900
	潜在負債 $\Delta D = 50$	販売費・一般管理費 100	
	潜在負債 $\Delta D' = 200$	金融費用 20	
潜在資産 $\Delta A = 150$	事業負債 1,000	潜在費用 $\Delta D = 50$	
事業資産 1,400		潜在費用 $\Delta D' = 200$	金融収益 30
	資本 600 (うち当期利益) (120)	その他の営業外費用 50	潜在収益 $\Delta A = 150$
		特別損失 30	その他の営業外収益 20
		法人税等 80	特別利益 50
		当期利益 120	
潜在資産 $\Delta V' = 1,000$	潜在資本 $\Delta V = 900$	潜在利益 $\Delta V = 900$	潜在収益 $\Delta V' = 1000$
合計 (3,150)	合計 (3,150)	合計 (2,150)	合計 (2,150)

#### 4. 経営者のための潜在財務諸表

##### 4-1 負債の時価

上記により、 $\Delta D$ および $\Delta D'$ は次のとおり表わされる。

$$\Delta D = \frac{(1+t)c - i_D}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.2)$$

$$\Delta D' = \left( \frac{i_D - i_f}{i_f} + t \right) \frac{c}{i_D} \cdot DB \dots\dots\dots (3.6)$$

$\Delta D$ が正の場合は次の仕訳を行う。

(借方) 潜在費用 (金融負債の)  $\Delta D$       (貸方) 潜在負債 (金融負債の)  $\Delta D$

$\Delta D$ が負の場合は次の仕訳を行う。

(借方) 潜在負債 (金融負債の)  $\Delta D$       (貸方) 潜在収益 (金融負債の)  $\Delta D$

$\Delta D'$ はI章「1-3-2」で述べたとおり、潜在費用 $\Delta D'$ および潜在負債 $\Delta D'$ に関する仕訳は「3-1 負債の時価」と同様次のとおりである。

(借方) 潜在費用 (金融負債の)  $\Delta D'$       (貸方) 潜在負債 (金融負債の)  $\Delta D'$

##### 4-2 金融資産の時価

「3-2 金融資産の時価」で述べたとおり、潜在資産 $\Delta A$ および潜在収益 $\Delta A$ に関する仕訳は次のとおりとなる。

(借方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在収益 (金融資産の)  $\Delta A$

なお、 $\Delta A$ が負の場合の仕訳は次のとおりである。

(借方) 潜在費用 (金融資産の)  $\Delta A$       (貸方) 潜在資産 (金融資産の)  $\Delta A$

### 4-3 株主資本の時価

株主資本の時価は「3-3 株主資本の時価」で述べたとおり次のように示された。

$$V = B_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI'_i + SI_i - SL_i}{(1+r)^i} \dots\dots\dots (3.8)$$

ここで、 $\Delta V'$ は次のように示された。

$$\Delta V' = \Delta V - \Delta A + \Delta D + \Delta D' \dots\dots\dots (3.7)$$

変数の定義は「3-3 株主資本の時価」を参照されたい。

ここで $\Delta V'$ が正であれば、これは資産および収益の面から株主資本に関わる潜在資産および潜在収益を示し、これらの仕訳は次のとおりであった。

(借方) 潜在資産 (株主資本の)  $\Delta V'$       (貸方) 潜在収益 (株主資本の)  $\Delta V'$

なお、差額 $\Delta V'$ が負の場合、上記の仕訳は次のとおりとなる。

(借方) 潜在費用 (株主資本の)  $\Delta V'$       (貸方) 潜在資産 (株主資本の)  $\Delta V'$

但し、Ⅱ章「2. 経営者資本価値」で述べたように、経営者は十分な利益獲得に貢献した場合は、投資家(株主)の判断により、利益処分で役員賞与が支払われることがある。投資家(株主)からみた場合、この役員賞与は投資家(株主)に帰属する利益もしくはその累積から支払われるものであり、また、投資家(株主)の判断で支払の可否が決定されるものであるため、株主からみた株主資本価値は既述の(2.5)の式により計算されても別段評価にあたって重要な問題を生ずることもない。しかし経営者にとって、役員賞与は、ある意味十分な利益を獲得したことによる当然の見返りであると判断するとすれば、上記の仕訳は次項で述べるとおり修正されなければならない。

### 4-4 経営者資本の時価

Ⅱ章「2. 経営者資本価値」で述べたとおり、株主資本価値は次の式によって示

される。

$$V = B_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_i}{(1+r)^i} - \frac{\delta}{1+r} \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RI_{i-1}}{(1+r)^{i-1}} \dots\dots\dots (2.11)$$

但し、役員賞与 $a_i$ は前期の残余利益 $RI_{i-1}$ の一定割合 $\delta_i$  ( $0 \leq \delta_i < 1$ ) に等しいと仮定しているのので、次の式が成立している。

$$a_i = \delta_i \cdot RI_{i-1}$$

さらに、 $\delta_i$ が一定であるとする $\delta_i = \delta$ なので次の式が成立する。

$$a_i = \delta \cdot RI_{i-1} \dots\dots\dots (2.10)$$

なお、これらの変数の定義は「Ⅱ章 1-1 残余利益モデル」を参照されたい。

ここで、(2.11) 式の右辺第2項までが、Ⅱ章「1-1 残余利益モデル」で述べた株主資本の時価であるため、この値から第3項の経営者資本の時価を差し引いたものが経営者の立場からみた株主資本の時価であるということがいえる。

いま、第3項の経営者資本の時価をMEとすれば、「4-3 株主資本の時価」で述べた仕訳に、次の仕訳を追加して経営者資本を明らかにする必要がある。

(借方) 潜在費用 (経営者資本の) ME      (貸方) 経営者資本 ME

#### 4-5 潜在財務諸表のイメージ

上記「4-1 負債の時価」、「4-2 金融資産の時価」、「4-3 株主資本の時価」および「4-4 経営者資本の時価」により、経営者のための潜在財務諸表のイメージは次のとおりである。

なお、追加すべき潜在資産等の数値は、

金融負債の潜在費用・潜在負債 ( $\Delta D$ ) : 50

金融負債の潜在費用・潜在負債 ( $\Delta D'$ ) : 200

金融資産の潜在収益・潜在資産 ( $\Delta A$ ) : 150

株主資本の潜在収益・潜在資産 ( $\Delta V'$ ) : 1,000

潜在資本・潜在利益 ( $\Delta V$ ) : 800



経営者資本 (ME) ・潜在費用：100

とする。

図 6

潜在貸借対照表		潜在損益計算書	
金融資産 600	金融負債 400	売上原価 600	売上高 900
	潜在負債 $\Delta D = 50$	販売費・一般管理費 100	
	潜在負債 $\Delta D' = 200$	金融費用 20	
潜在資産 $\Delta A = 150$	事業負債 1,000	潜在費用 $\Delta D = 50$	
事業資産 1,400	資本 600 (うち当期利益) (120)	潜在費用 $\Delta D' = 200$	金融収益 30
	潜在資本 $\Delta V = 800$	その他の営業外費用 50	潜在収益 $\Delta A = 150$
潜在資産 $\Delta V' = 1,000$	経営者資本 ME = 100	特別損失 30	その他の営業外収益 20
		法人税等 80	特別利益 50
		当期利益 120	潜在収益 $\Delta V' = 1,000$
		潜在利益 $\Delta V = 800$	
		潜在費用 ME = 100	
合計 (3,150)	合計 (3,150)	合計 (2,150)	合計 (2,150)

負債価値 (1,650)

株主資本価値 (1,400)

経営者資本価値 (100)

## IV章 潜在財務諸表に基づく意志決定

### 1. 債権者のための潜在財務諸表

#### 1-1 負債に関する債権者のリスク

資産を $A_1$ 、負債を $D_1$ そして株主資本を $V_1$ とする。

(1) 株式 $V_1$ が負債 $D_1$ に等しいとき、企業の経営者が株主に市場における次の行動を依頼し、また、株主はその依頼を引き受けるものと仮定する。

(イ) 株主が、負債 $D_1$ の額に相当する株式 $V_1$ を市場で売却する。

(ロ) 上記(イ)による対価で、負債 $D_1$ を購入する。

(ハ) 購入した負債 $D_1$ を他の投資家に売却する。

(ニ) 上記(ハ)による対価で、上記(イ)の株主が株式 $V_1$ を買戻す。

このことは、負債 $D_1$ の債権者は新しい債権者になることになるが、言い換えれば、元の債権者は上記の一連の行動により負債 $D_1$ の回収が常に可能であることを意味する。

現実には上記の一連の行動は考えられないが、債権者としては、このような仮定が成り立ちうるということを前提に、負債の回収はほぼ可能であると考えても大きな矛盾はないと想定される。

(2) 株式 $V_1$ が負債 $D_1$ より大きいとき、債権者は追加的に貸付けを行い、負債 $D_1$ を $\Delta D$ だけ増加して株式 $V_1$ に相当する額の負債 $D$ としても、上記(1)より回収可能性には問題がないと判断できる。すなわち、企業が必要と認める場合、債権者は $\Delta D$ の追加貸付を行うことができる。

(3) 株式 $V_1$ がゼロのとき、 $A_1 = D_1$ であるから、企業が清算するとき、資産 $A_1$ の換金価値 $A'_1$ が $A_1$ に等しいときのみ、負債 $D_1$ の回収は100%可能である。

但し、通常、 $A'_1 < A_1$ と予想されるので、その差額に相当する金額を回収することはできない。

また、営業を継続しているときは、一定期間で収益に対応するキャッシュ・イン・フローと余資の合計金額が費用等のキャッシュ・アウト・フローに約定による負債元本の返済額を加えた額と等しいか大きいとき、当該期間では負債

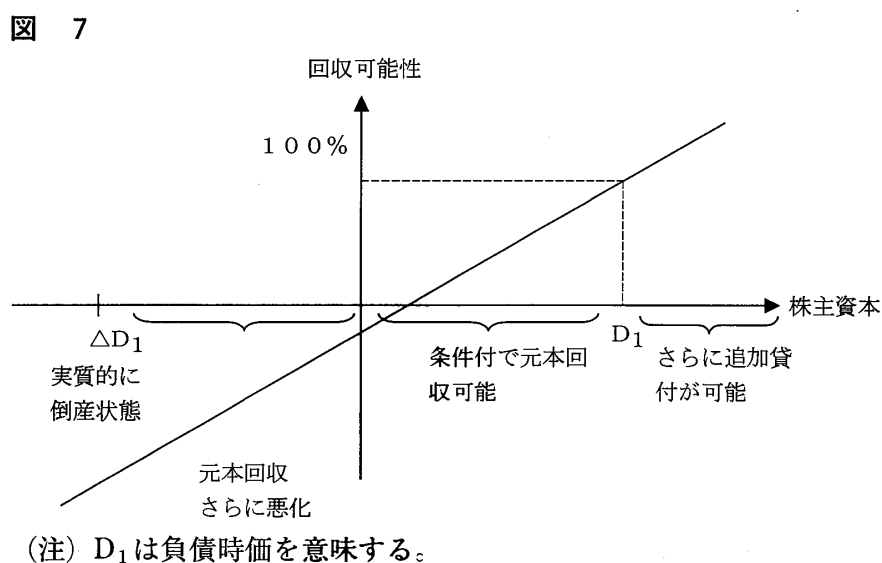
元本の回収が可能である。これに対し、小さいとき、一部回収できないか、回収の遅延が想定される。実務的には、日次資金繰表（期間3ヶ月程度）や月次資金繰表（期間6ヶ月、1年、3年程度）およびそれらの前提条件を精査することにより、負債元本の回収可能性を判断する。

- (4) 株式 $V_1$ は正であるが負債 $D_1$ より小さいとき、上記(3)よりさらに回収可能性が高まる。すなわち、株式 $V_1$ が負債 $D_1$ に近いほど、約定どおりの回収可能性が高まり、株式 $V_1$ がゼロに近づくほど貸倒れのリスクは高まるが、上記(3)の状態よりは、回収可能性は高い。
- (5) 株式 $V_1$ が負のとき、 $A_1 < D_1$ であるから、資産 $A_1$ とその換金価値 $A'_1$ が等しい場合でも、またさらに、 $A'_1 < A_1$ の場合はさらに、負債元本 $D_1$ の回収可能性は困難と判断できる。

どの程度回収ができるのかは、年次資金繰表（期間5年程度）とその前提条件を精査することにより、判断することになる。

- (6) 株式 $V_1$ が負債 $D_1$ に相当する金額だけマイナスとなったとき、 $A = 0$ であり、返済の原資となる資産は計算上存在しない。正確には、資産の換金価値が正のとき、その範囲で返済は可能であるが、実質的にこのときの企業は休眠もしくは倒産の状態であると考える。

以上、(1)~(6)を図示すると次のようになる。



## 1-2 株主資本の時価の増減による回収可能性の評価

潜在損益計算書に図示される当期利益と潜在利益の合計が正ならば、株主資本の時価が増加することを意味し、期首より期末時点において図7における回収可能性の改善がみられる。逆に、当期利益と潜在利益の合計が負ならば期首より期末時点において図7における回収可能性の悪化を意味する。

## 1-3 債権者の意志決定（とるべき行動）

- (1) 株主資本の時価がゼロであれば、元本が一部回収できない恐れがあり、また当該時価が負となる場合は、元本の回収はますます困難になる。

債権者のうち銀行などは、不良債権との判断に傾き、あるいは再建計画が妥当であると判断される場合は、必要に応じて債務免除を行うことが考えられる。

- (2) 株主資本の時価が負債に相当する金額だけマイナスとなったとき、実質的に休眠または倒産の状態である。この場合は、債務免除も行われず、倒産もやむを得ないとされる。
- (3) 株主資本の時価は正であるが、負債の額より小さい場合は、資金繰表などの精査により元本返済が可能であることも考えられる。約定どおり返済できないときは、債権者のうち銀行などは元本の返済を迫り、あるいは利息の値上げを要求する。約定どおり返済が行われている限り、様子見の状態である。
- (4) 株主資本の時価が負債の額より大きい場合は、債権者はさらに追加貸付を行うことができる。

## 2 投資家（株主）のための潜在財務諸表

### 2-1 株主資本の時価の把握

- (1) 潜在貸借対照表より、株主資本の時価を発行済株式数で除することにより、1株あたり理論株価を把握できる。

上場企業においては、この理論株価と実際の株価について比較検討することができる。

- (2) 潜在損益計算書における当期利益と潜在利益の合計が正であれば、株主資本の時価が増加し、負であれば株主資本の時価が減少する。

これらの増減により、その期における当該企業の業績が把握できる。

## 2-2 財務リスク

資産を $A_2$ 、負債を $D_2$ 、株主資本を $V_1$ とする。

- (1) 負債 $D_2$ が株式 $V_1$ に等しいとき、株主は株式 $V_1$ を売却し、その対価で負債 $D_2$ を購入しても、株主からみて $V_1 = D_2$ であるので損得はないとの判断を仮定する。すなわち、財務リスクがない状態を意味する。

但し、市場での負債時価は $D_1$ であり、通常 $D_2$ より小さいので、次の一連の行動を仮定すると、債権者への返済が可能となる。

(イ) 株主が、負債 $D_2$ の額に相当する株式 $V_1$ を市場で売却する。

(ロ) 上記(イ)による対価の一部で、負債 $D_1$ を購入する。

(ハ) 購入した負債 $D_1$ を他の投資家に売却する。

(ニ) 上記(ハ)による対価と上記(ロ)における対価の残額との合計額で、上記(イ)の株主が株式 $V_1$ を買い戻す。

- (2) 負債 $D_2$ が株式 $V_1$ より大きくなったとき、株主は株式 $V_1$ を売却しても、その対価でもってしては、負債 $D_2 (> V_1)$ は購入できないと判断すれば100%の負債元本の返済は困難であるとの考えに転ずると想定される。すなわち、負債 $D_2$ が株式 $V_1$ を越える場合に、株主はその越える部分につき財務リスクが生じていると考え、その越える部分が増加するにつれて財務リスクは高まると考える。

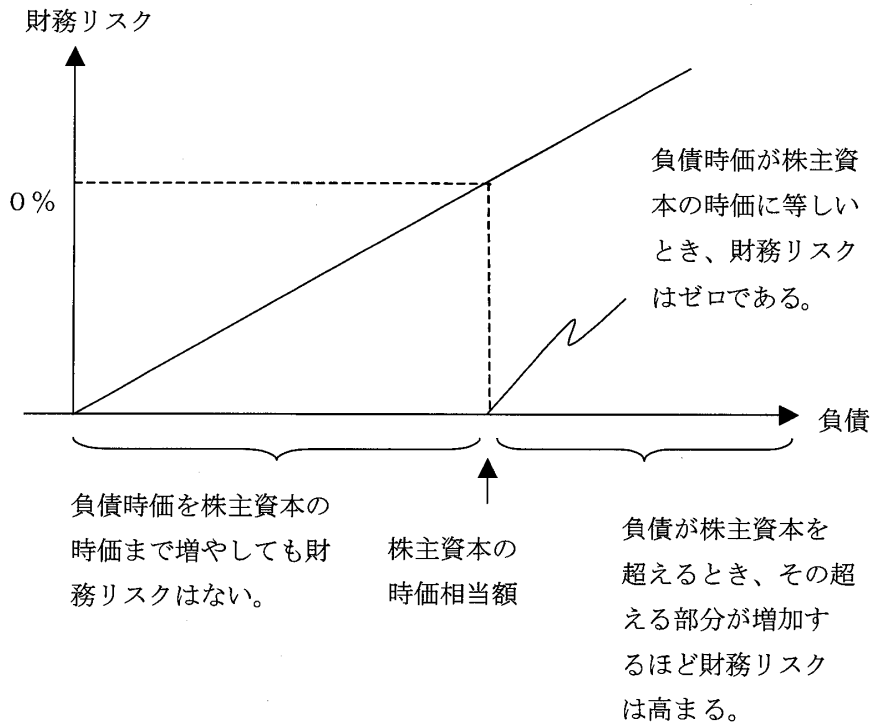
実務では、資金繰表やその前提条件などを精査することによって財務リスクの程度を判断することになる。

- (3) 負債 $D_2$ が株式 $V_1$ より小さいとき、負債 $D_2$ を株式 $V_1$ まで増加しても、両者が等しくなるまで財務リスクは無いと想定される。(上記(1)参照)。

新規借入について検討できる状態である。

上記(1)~(3)を図示すると次のようになる。

図 8



### 2-3 投資家（株主）の意志決定（とるべき行動）

- (1) 1株あたり理論株価が実際の株価より高いとき、実際の株価の上昇が期待できるため、株主は従来どおり株式を保有し、あるいは新たな投資家が株式を購入して株主となる。逆に、1株あたり理論株価が実際の株価より低いとき、実際の株価の下落が予想されるため、株主は株式を売却することが想定される。
- (2) 財務リスクがないと想定されるとき、そのリスクの観点からのみ判断するとすれば株主は従来どおり株式を保有する。この場合は、企業の新規借入を容認し、逆に、財務リスクが大きいとき、株主は株式を売却して撤退することが想定される。

## 3 経営者のための潜在財務諸表

### 3-1 株主資本の時価の把握

- (1) 潜在貸借対照表より、株主資本の時価を発行済株式数で除することにより、1株あたり理論株価を把握できる。上場企業においては、この理論株価と実際の株価について比較検討することができる。

- (2) 潜在損益計算書における当期利益と潜在利益の合計が正であれば、株主資本の時価が増加し、負であれば、株主資本の時価が減少する。

これらの増減により、経営者の経営能力や管理能力を確認できる。

### 3-2 財務リスク

資産を $A_2$ 、負債を $D_2$ 、株主資本を $V_2$ とする。

上記「2-2 財務リスク」と同様に、負債 $D_2$ が株式 $V_2$ に等しいかまたは小さいとき、財務リスクはないと考え、特に $D_2 < V_2$ のとき、負債 $D_2$ を株式 $V_2$ に相当する額まで増加しても、両者が等しくなるまで財務リスクは無いと考える。

負債 $D_2$ が株式 $V_2$ より大きいとき、その超える部分につき財務リスクが生じると考え、その越える部分が増加するにつれて財務リスクは高まると考える。

実務では、資金繰表やその前提条件などを精査することによって、財務リスクの程度を判断することになる。

### 3-3 経営者資本価値

経営者は、彼（または彼女）らの経営能力や管理能力が経営者資本価値と言う形で数値化されるので、株主資本の時価との関係において、経営能力等がどの程度の価値であるかを判断できる。

### 3-4 経営者の意志決定（とるべき行動）

- (1) 経営者は1株あたり理論株価が高くなれば、従来どおりの方針で経営を行い、逆に低くなると方針の転換や、より有用な新プロジェクトおよびM & Aの模索を行うことが想定される。
- (2) 財務リスクがない場合、必要に応じて負債を増加させることを検討し、逆に財務リスクがある場合、資金繰表やその前提条件を精査することにより、必要に応じて負債の返済や増資などを検討し実行する。
- (3) 経営者資本価値が経営者の想定する額より大きいときは、従来どおりの方針で経営を行ない、逆に小さいとき、方針の転換や新プロジェクトやM & Aの実施により、当該価値の増加を図ることが考えられる。

#### 4 利害関係者のみる株主資本時価・負債時価の相違

利害関係者のみる株主資本の時価と負債の時価は次のように異なる。

表 8

	株主資本の時価	負債の時価
債権者のための潜在財務諸表	$V_1$	$D_1$
投資家（株主）のための潜在財務諸表	$V_1$	$D_2$
経営者のための潜在財務諸表	$V_2$	$D_2$

この結果、利害関係者の各々の立場で株主資本の時価や財務リスクなどが異なることに留意しなければならない。

#### おわりに

本ノートでは、債権者、株主および経営者からみた潜在財務諸表の考え方、作り方そしてこれらに基づいた意志決定が各々異なることを示した。

筆者は潜在財務諸表も一種の財務諸表と考えているものの、利害関係者の立場によってその数字が異なるため財務諸表は、唯一のものでなく、立場によって変化するもの、いわば相対的なものであるとの仮定を行ったものである。

株主資本価値は計算にあたり、残余利益モデルを使用しているが、ファイナンス理論からは残余利益モデルに線形情報ダイナミクスの仮定を導入したOhlsonモデルなど、より発展している理論もある。この点については、今後の研究に基づいて、より有効な理論を参考にし、さらに精緻なものにする必要があるが、現時点では潜在財務諸表の相対性についての展開を重視したため、より簡略でかつ一般に認められた残余利益モデルにとどめている。

金融資産については、ごく一部の例を掲げて説明を終えているが、金融商品などの個々についても検討を要する。

経営者資本についても、役員賞与のみを対象にしているが、役員に対するストック・オプションや役員退職慰労金についても今後の検討課題である。

資本コストについては、当然の前提として説明を省略しているが、理論的側面か



ら今後さらなる研究が必要だと考えている。

会計基準の観点からは、時価会計や減損会計について、これらは従来の財務諸表の対象であるか、あるいは潜在財務諸表との関係において考えるべきかということは今後の課題である。

また、包括利益（財務会計基準書 第130号）に関連して、その他の包括利益は、従来の財務諸表に反映させるべきかどうか、あるいは潜在財務諸表に含めるべき概念であるかについての検討が必要であるが、いずれにしても本ノートでは言及していない。

また、財務諸表の職能として、利害調整職能と情報提供職能があると知られているが、潜在財務諸表の存在により、これらがどのように変化するのか、今後、検討しなければならない。

さらに、会計の分野では、貸借対照表を重視する立場、損益計算書を重視する立場、両者を重視する立場があるが、これらもまた、潜在財務諸表の存在によりどのように変化するか、今後の検討課題である。

また、潜在財務諸表を利用した各種指標の検討、あるいは新しい指標の発見なども必要になると思われる。

このように、今後に残された課題も多いが、逆に、従来、企業をとりまくすべての利害関係者は、会計基準に基づく財務諸表により、会計数値に関わる情報を得て、その立場、立場で情報を加工して利用していたのであるが、潜在財務諸表の存在により、利害関係者個々の立場から、より有効な情報が得られるということは、彼（彼女）らにとって大きなメリットではないだろうか。

本ノートは、筆者にとっては潜在財務諸表という新しい見方を述べたものであり、読者の批判やアドバイスをできるだけ多く頂けるよう心よりお願いするものである。

#### 参 考 文 献

- ツヴィ・ボデイ、ロバート・C・マートン著（1999）大前恵一郎 訳“現代ファイナンス論”，株式会社ピアソン・エデュケーション  
高森寛 著（2002）“現代ファイナンスの基礎理論”，東洋経済新報社  
マイケル・エアハルト 著 真壁昭夫／鈴木毅彦 訳（2001）“資本コストの理論と実務”，東洋経済新報社

- Aダモダラン 著 三浦良造 他訳 (2001) “コーポレート ファイナンス 戦略と応用”, 東洋経済新報社
- バレーク・レブ著 広瀬義州, 桜井久勝 訳 (2002) “ブランドの経営と会計インタングブルズ”, 東洋経済新報社
- 斎藤静樹 (編著) (2002) “会計基準の基礎概念”, 中央経済社
- 小椋康宏 “企業価値評価に関する財務論的接近”, 経営研究所論集 第24号 (2001年 2月), pp167~pp178
- 薄井彰 (2003) “保守的な会計測定の経済的機能について”, 日本銀行金融研究所
- リチャード・ブリーリー, スチュワート・マイヤーズ著 (2003) 藤井眞理子, 国枝繁樹 監訳 “コーポレート・ファイナンス” 第6版 (上), 日経BPセンター
- 井上達男 “Edwards & BellモデルとOhlsonモデルの比較研究” 「商学論究」, 第46巻 第2号, 関西学院大学商学研究会 (1998.12), pp131~pp144
- 総務省 郵政研究所編著 (2002) “企業の経営指標に関する調査研究報告書”
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1958) “The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment”, *American Economic Review*, 48(3), pp.261 – 297
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1963) “Corporate Income Taxes and The Cost of capital: A Correction”, *American Economic Review*, 53(3), pp.433 – 443
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1965) “The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment: Reply”, *American Economic Review*, 55 (3), pp.524 – 527
- Modigliani, F. and Miller, M. H. (1966) “Some Estimates of the cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954 – 1957”, *American Economic Review*, 56, pp.333 – 391
- Ruben D. Cohen, (2001) “An Implication of the Modigliani-Miller Capital Structuring Theorems on the Relation between Equity and Debt”
- James A. Ohlson, (1995) “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, pp.689 – 731
- Gerald A. Feltham, and James A. Ohlson (1995) “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11 No.2, pp.689 – 731
- Ichiro Mukai, Richard Pon Arul and Samir Nissan (2002) “Accounting methods and the valuation models that use accounting information”, For presentation at the 3rd Asian Accounting Association Conference.
- S. P. Kothari, (2001) “Capital Markets Research in Accounting”, Forthcoming in the *Journal of Accounting & Economics*.