

論 文

一般意味論からみる純利益と実現利益 —市場の効率性と実現利益の変遷—

孔 炳 龍

序

われわれは、会話の中で異なるものをあたかも同じもののように語っていることがある。

しかし、厳密に捉えるならば、すなわち、一般意味論を意識して、地図が現地でないことを前提に話をするならば、会話の中で同じものとされていた A_1 、 A_2 、 A_3 が、実は異なっているということはよくあることである。

本稿は、日本で、実現利益として説明される純利益が実は、会計基準の変化によってその意味する内容が変わってきていることを明らかにし、会計学者や会計関係者は、実現利益としての純利益を語る時、どの時点の実現利益としての純利益であるのかを明らかにしなければならないことを指摘する¹。

しかしながら、かように日本の会計基準が変化してきたのはなぜであろうか。本稿は、日本における会計基準の変化に証券市場と不動産市場における効率的市場仮説の実証研究と、インターネットなどによる利用可能情報の充実化が少なからず影響していると考ええる。

とりわけ、日本の会計基準は、国際的な会計基準との調和化やコンバージェンスの中で、日本の証券市場や不動産市場では、なお、早の場合であったかも知れないとしても、会計基準を変更してきたと思われるのである。

1 一般意味論でより厳密に述べるならば、同じ純利益はどこにも存在しないのである。ここでは同じ基準の枠組みの中の純利益は同じとすることにする。

I. 売買目的有価証券の評価の変遷

①「金融商品に係る会計基準」設定前の売買目的有価証券の評価

1999(平成11)年に、日本において、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」、「金融商品に係る会計基準」、そして「金融商品に係る会計基準注解」が、当時の大蔵省企業会計審議会によって設定され、売買目的有価証券に時価基準が採られるようになった。

この会計基準が設定される前の売買目的有価証券は、「一時所有の有価証券」と呼ばれていた。

飯野教授は、次のように述べている。「当座資産として有価証券、すなわち、一時所有の取引所の相場のある有価証券は、一時的に余裕の生じた資金を有利に運用するためのものであるから、資金が必要な場合に、直ちに現金化される性質のものである。したがって、その評価は、理論的には、原価ではなくて、売却時価によることが妥当であると考えられる。しかし、そのように評価することは、時価が原価よりも高いときには『収益は販売されるまでは計上せず、販売された時にはじめて計上すべし』という収益の計上についての一般的な原則である実現主義 (realization principle) に反することになるので、企業会計原則では、原則として、原価によって評価することになっている。ただし、時価が著しく下落したときは、回復可能の見込みがある場合を除いて、時価で評価しなければならない。また低価基準を適用することも認められる²⁾。

この「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」「金融商品に係る会計基準」「金融商品に係る会計基準注解」が設定される以前は、一時所有の有価証券、すなわち売買目的有価証券は、原価で評価され、時価が著しく下落したときの回復可能の見込みがある場合を除いて、そして、低価基準によって、時価が原価を下回った場合には、有価証券評価損が純利益に含まれていたことになる。

②「金融商品に係る会計基準」設定以後の売買目的有価証券の評価

「金融商品に係る会計基準」四の二の(1)には、次のように記されている。

2 飯野 (1993, 4-20-4-21)。

「時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券（以下、「売買目的有価証券」という。）については、投資者にとっての有用な情報及び企業にとっての財務活動の成果は有価証券の期末時点での時価に求められると考えられる。したがって、時価をもって貸借対照表価額とすることとした。また、売買目的有価証券は、売却することについて事業遂行上等の制約がないものと認められることから、その評価差額は当期の損益として処理することとした³」としている。

現在の企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」においても、売買目的有価証券の評価に関しては変わらずに、その第15項で次のように記されている。「時価の変動により利益を得ることを目的として保有する有価証券（以下「売買目的有価証券」という。）は、時価をもって貸借対照表価額とし、評価差額は当期の損益として処理する⁴」。

ここで注目すべき点としては、売買目的有価証券の評価に時価基準が適用されたことによって、有価証券の評価益が、純利益に含まれるようになったということである。

これは、飯野教授が述べている「収益は販売されるまでは計上せず、販売された時にはじめて計上すべし」という収益の計上についての一般的な原則である実現主義に変化が生じた大きな転換期であると筆者は考えている。

II. 固定資産の評価の変遷

純利益の内容の変遷を考えた場合、細かい変化はより多く想定できるものの⁵、売買目的有価証券の時価基準による評価益の計上と同様に大きな変化として考えられるのが、固定資産の含み損（減損損失）の計上であろう。

固定資産の含み損については、会計基準が明確に示されたのは、2002（平成14）年の「固定資産の減損に係る会計基準」、2003（平成15）年の企業会計基準適用指針第6号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」そして、2004

3 「金融商品に係る会計基準」四の二の（1）。

4 企業会計基準第10号「金融商品に関する会計基準」第15項。

5 例えば、リース取引の借り手側の所有権移転外ファイナンス・リースの減価償却費や工事契約の工事進行基準なども考えられる。

(平成16)年の実務対応報告第14号「固定資産の減損に係る会計基準の早期適用に関する実務上の取扱い」であるが、有形固定資産の含み損の計上は、それ以前においても、認められていた。

飯野教授は、1993(平成5)年の著書の中で、有形固定資産の評価替について次のように述べている。「固定資産は取得原価を基準にして評価して、評価替をしないのが原則である。しかし、……(中略)……また、市場が著しく下落して帳簿価額があまりに高すぎる時には、これを修正しなければ、適正な損益計算と財政状態の表示をゆがめてしまうおそれがある。そこで、このような場合には、固定資産を適正な方法で評価して、帳簿価額を切り下げなければならない。評価切下げによって生じた評価損は特別損失とされ、積立金を取崩してその損失を填補することもある⁶⁾。しかしながら、無形固定資産の含み損については、言及はなされていなかった。

企業会計審議会によって設定された「固定資産の減損に係る会計基準」であるが、その対象資産について、次のように述べられている。「本基準は、固定資産に分類される資産を対象資産とするが、そのうち、他の基準に減損処理に関する定めがある資産、例えば『金融商品に係る会計基準』における金融資産や『税効果会計に係る会計基準』における繰延税金資産については、対象資産から除くことにした。また、前払年金費用についても、『退職給付に係る会計基準』において評価に関する定めがあるため、対象資産から除くこととする⁷⁾。したがって、「固定資産の減損に係る会計基準」では、のれんをはじめとする無形固定資産も対象に含まれているのである。

また、「固定資産の減損に係る会計基準」には、次のように述べられている。「事業用の固定資産は取得原価から減価償却費等を控除した金額で評価され、損益計算においては、そのような資産評価に基づく実現利益が計上されている……(中略)……しかし、事業用固定資産であっても、その収益性が当初の予想よりも低下し、資産の回収可能性を帳簿価額に反映させなければならない場合がある。このような場合における固定資産の減損処理は、棚卸資産の評価減、固定資産の物理的滅失による臨時損失や耐用年数の短縮に伴う臨時償却などと

6 飯野(1993, 6-9-6-10)。

7 「固定資産の減損に係る会計基準」四1。

同様に、事業用資産の過大な帳簿価額を減額し、将来に損失を繰り延べないために行われる会計処理と考えることが適当である。これは、金融商品に適用されている時価評価とは異なり、資産価値の変動によって利益を測定することや、決算日における資産価値を貸借対照表に表示することを目的とするものではなく、取得原価基準の下で行われる帳簿価額の臨時的な減額である⁸⁾。

このことから、わかるように、取得原価基準と表裏の関係にあるのが実現主義であるならば、「固定資産の減損に係る会計基準」においては、減損損失は、実現利益としての純利益の構成要素であることは明確である。

Ⅲ. 一般意味論と内在的世界

Korzybski教授は、一般意味論を次のように定義する。

「一般意味論は、普通の意味での『哲学』や『心理学』や『論理学』ではない。一般意味論は新しい『外在的な』学問であり、われわれの神経系を最も有効に使うにはどうすればよいかを説明し訓練するものである」⁹⁾。

この一般意味論は次の3つを前提としている。

- (a) 地図は現地ではない（非同一の原理）。
- (b) 地図は現地のすべてではない（非総称の原理）。
- (c) 地図は自己反射的である（自己反射の原理）。

まず、第一に、(a)「地図は現地ではない」という「非同一の原理」であるが、井上尚美教授他は、次のように述べている「『光』と呼ばれるものを見る時、何が起こるか考えてみよう。まず、そこにはエネルギー (A) がある。それがわれわれの神経系に反応 (B) をひき起こす。この反応について、われわれはある感じ、象、評価といったもの (C) をもつ。この感じ (C) は反応 (B) についてのもので、ここまでは非言語的、暗黙的なものである。このあとわれわれは定式化 (D) を始める¹⁰⁾」。

ここで同一化の態度をとるならば、(D) は (A) に等しいと考える。しかしながら、非同一の原理では、(D) は (A) ではない。つまり、「話す内容」は

8 「固定資産の減損に係る会計基準」三1。

9 Korzybski (1933, p. xi)。

10 井上尚美他 (1974, p.25)。

「話しているそのもの」ではないということになる¹¹。

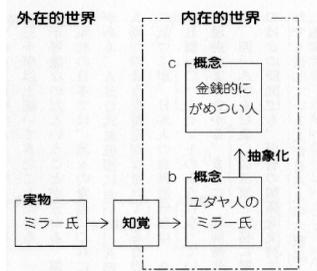
第二に、「地図は現地のすべてではない」という「非総称の原理」であるが、それについて井上尚美教授は、「さらにわれわれが言語で言うことは、どんなに詳細に語っても、語ろうとする現地についてすべてを語りはしない。どんなに詳細に (D) を組み立てても常に (A) の要素が残る¹²」と述べている。

最後の、「地図は自己反射的である」という「自己反射の原理」であるが、それについて井上尚美教授は「第三の前提は、言語でもって言語について語るができるということ、記号の用い方は自己反射的だということである」と述べている¹³。

われわれは、しばしば、固定観念で対象を規定してしまう。たとえば、ユダヤ人に対する差別などはその代表的なものである。人々に数々の偏見を持たれている一つの例を採ろう。『ミラー氏はユダヤ人だ』これを聞くと、一部の『クリスチャン』はたちまち敵対的の反応を示す。たとえば、ミラー氏が金銭にがめついただろうと警戒心を起す。すなわち、この種の『クリスチャン』はかれの高いレベルの抽象『ユダヤ人』と外在的ミラー氏とを混同し、ミラー氏に対し、あたかも氏がその抽象と同一のものであるかの如くふるまう¹⁴。

図表1は、抽象レベルの混同として、このユダヤ人のミラー氏について外在的世界と内在的世界を表わしたものである。

図表1 抽象レベルの混同 (ユダヤ人)



出所：藤澤 (2011, p.137)

11 井上尚美他 (1974, p.25)。

12 井上尚美他 (1974, p.26)。

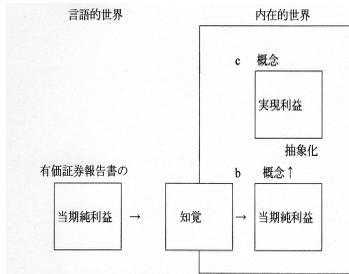
13 井上尚美他 (1974, p.26)。

14 藤澤 (2011, p.136)。

藤澤教授によると「概念はものを考える時の単位なので、考える時にはa（実在のミラー氏）の代わりにb（ミラー氏の概念）を使って考えるが、その概念にはコトバ（記号『ユダヤ人』）がついているので、記号を操作するうちに記号と指示対象の混同……（中略）……が起り、さらに抽象のレベルの混同によってbとcが入れ替わるので、結果的にaとcが混同される。これが、外在的ミラー氏の代わりに心の中に勝手に作り上げた『金銭的ながめついユダヤ人』だけを見てしまう過程なのである¹⁵⁾。

この抽象レベルの混同を、純利益についてあてはめてみると、次の図表2のような内在世界を表わすことができる。

図表2 抽象レベルの混同（当期純利益）



出所：藤澤教授の抽象レベルの混同（ユダヤ人）をもとに筆者が作成

純利益は、企業の財務諸表に記載されている利益数字である。その点で、純粹に外在的世界とはいえない。そこでここでは、言語的世界としておく。この言語的世界の純利益aの代わりにb（純利益の概念）を使って考えるが、その概念にはコトバ（記号『純利益』）がついているので、記号を操作するうちに記号と指示対象の混同が起り、さらに抽象のレベルの混同によってbとcが入れ替わるので、結果的に、aとcが混同される。これが、言語的世界の純利益の代わりに心の中に勝手に作り上げた「純利益は実現利益である」という過程なのである。

ここで注意すべき点がある。Hayakawa教授や藤澤教授が例としてあげてい

15 藤澤（2011, p.137）。

る、ユダヤ人の場合には、偏見の仕組みを説明しているのであるが、ここでの純利益に対する実現利益という場合は決して偏見ではないのである。ただ、この実現利益というのは、多様性があり、意味内容が1つではない点に注意しなくてはならない。

Hayakawa教授は、次のように述べている。「こうした指令がわれわれの用語に、次のように『見出し番号』をつけるということである、すなわち、英国人₁・英国人₂・英国人₃………牝牛₁・牝牛₂・牝牛₃………、フランス人₁・フランス人₂・フランス人₃………共産主義者₁・共産主義者₂・共産主義者₃………分類の用語は、その類の各個が共通に持つものを示し、見出し番号は落とされた各個の特性をわれわれに思い出させる。かくて、われわれの思考や読書の一般的指導方針として、次のように法則が定式化される。すなわち、牝牛₁は牝牛₂ではない。ユダヤ人₁はユダヤ人₂ではない。政治家₁は政治家₂ではない。等々。この法則は、もし記憶していれば、抽象のレベルを混同することを防ぎ、もしこうした法則への考慮がなければ一躍結論に飛んで、あとで悔いるような場合にも、よく事実について考えさせてくれる¹⁶」。

このことを、実現利益としての純利益に当てはめるならば、売買目的有価証券に時価基準が適用される前の実現利益としての純利益を純利益₁とし、売買目的有価証券に時価基準を適用し評価益を実現利益に含むようになった実現利益としての純利益を純利益₂とし、固定資産の含み損としての減損損失を実現利益に含むようになった実現利益としての純利益を純利益₃とするならば、「実現利益としての純利益」という概念が、会計基準の変化と共にその内容が変遷していることが明らかになる。

したがって、純利益は実現利益であると考えられる場合、純利益₁なのか、純利益₂なのか、それとも純利益₃なのか、明らかにしなければならない。

次の章では、なぜ、かような実現利益としての純利益が変遷してきたのかを、投資のリスクからの解放と市場の効率性から事実解明を試みることにしたい。

16 Hayakawa (1978, p.205)。

IV. 投資のリスクからの解放と市場の効率性

①投資のリスクからの解放

討議資料『財務会計の概念フレームワーク』では、実現主義とは別に、「投資のリスクからの解放」という概念を提示している。討議資料『財務会計の概念フレームワーク』は、純利益について次のように述べている。「純利益とは、特定期間の期末までに生じた純資産の変動額（報告主体の所有者である株主、子会社の少数株主、及び前項¹⁷というオプションの所有者との直接的な取引による部分を除く。）のうち、その期間中にリスクから解放された投資の成果であって、報告主体の所有者に帰属する部分をいう。純利益は、純資産のうちもっぱら株主資本だけを増減させる¹⁸」。

この「投資のリスクからの解放」であるが、これは、討議資料『財務会計の概念フレームワーク』第3章第23項で、次のように述べられている。「この概念フレームワークでは、純利益を定義する上で、『投資のリスクから解放された』という表現を用いている。投資のリスクとは、投資の成果の不確実性であるから、成果が事実となれば、それはリスクから解放されることになる。投資家が求めているのは、投資にあたって期待された成果に対して、どれだけ実際の成果が得られたのかについての情報である」。

1999（平成11）年に、日本において、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」、「金融商品に係る会計基準」、そして「金融商品に係る会計基準注解」が、当時の大蔵省企業会計審議会によって設定される以前に、時価基準が採用されなかった背景として、売買目的有価証券の評価益について、その価格形成について「事実」として認識し、リスクから解放されるには表現の忠実性が足りなかったことが推定できる。

一方、「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」、「金融商品に係る会計基準」、そして「金融商品に係る会計基準注解」が設定されて、時価基準

17 前項とは、討議資料『財務会計の概念フレームワーク』第3章第8項で、次のように述べられている。「包括利益とは、特定期間における純資産の変動額のうち、報告主体の所有者である株主、子会社の少数株主、及び将来それらになり得るオプションの所有者との直接的な取引によらない部分をいう」。

18 討議資料『財務会計の概念フレームワーク』第3章第9項。

が採用された経緯としては、売買目的有価証券の価格形成に合理性を見出し、それを「事実」として認識するに足りると見解が変化したからと思われるのである。

また、固定資産の含み損についても、2002（平成14）年の「固定資産の減損に係る会計基準」、2003（平成15）年の企業会計基準適用指針第6号「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」そして、2004（平成16）年の実務対応報告第14号「固定資産の減損に係る会計基準の早期適用に関する実務上の取扱い」が設定されてきた背景にも不動産に関する価格形成の合理性を見出し、それを「事実」として認識するに足りるといふ見解が変化してきたと筆者は考えるのである。

かように変化してきた背景には、筆者は、米国を中心としておこなわれてきた証券市場の効率性や不動産市場の効率性の存否についての多くの実証研究の成果が少なからず関わってきたと考えるのである。

②証券市場の効率性

(a) 合理的期待形成

証券市場における売買目的の株式や社債の価格形成について、現代経済学には大きくは2つの見解を有している。1つは、時価会計が想定しているように証券価格の中に情報が合理的に織り込まれているという考えであり、他の一つは、実際の価格メカニズムは、Keynesの「流動性の畏」のように、非合理的であり、行動経済学のように人間の心理的要因によって影響されるものとする思考である¹⁹。

Fama教授によれば、効率的市場仮説とは、その情報内容によって次のように三つのフォームに類別することができる²⁰。

- ①ウィークフォームの効率的市場仮説：これは過去の証券価格の情報内容が証券価格に迅速にかつ適正に織り込まれていることを意味する。
- ②セミストロングフォームの効率的市場仮説：過去の証券価格を含め、一般に入手できる情報内容が証券価格に迅速にかつ適正に織り込まれているこ

19 Keynes (1936)。

20 Fama (1965)。

とを意味する。

- ③ストロングフォームの効率的市場仮説：内部情報など一般には入手できない情報内容までもが、証券価格に迅速にかつ適正に織り込まれていることを意味する。

これら三つのフォームのうち、価格メカニズムが合理的と判断する思考は、セミストロングフォームの効率的市場仮説かまたはストロング・フォームの効率的市場仮説を支持していると考えられることができる。

これまでおこなわれてきた効率的市場仮説の各フォームの検証であるが、ウィークフォームの効率的市場仮説については、肯定的な実証結果が検証されてきている²¹。また、セミストロングフォームの効率的市場仮説についてであるが、これも多くの証券市場を通しておこなわれた実証研究で支持されている²²。

一方、ストロングフォームの効率的市場仮説の検定についてであるが、否定的な実証研究が数多くでている²³。

(b) 期待形成の非合理性

効率的市場仮説に対してアノマリーと呼ばれる証拠が少なからずでてきている。かようなアノマリーとして、規模効果、1月効果、株価収益率効果（以下PER効果とする）、そして会計発生高などがあげられる。

先ず、規模効果であるが、これは、小さな規模の企業の株式の方が、大規模

21 一つめの手法では、証券価格の時系列データは短期的にはわずかな系列相関を示すものの、実質的には時間的に独立していることが実証されている。また、フィルター・ルールによる投資は、買持ち型戦略の投資より大きな異常収益を獲得できないことが実証された。このような実証研究として、Moore (1964), Granger and Morgenstern (1963) そしてFama (1965) を参照せよ。

22 Ball and Brown (1968) の実証研究のように、会計情報（とりわけ利益情報）の有用性の存否を検証する際に、同時検定している。セミストロングフォームの効率的市場仮説では、会計利益情報の公表時点と共に株価にその情報が瞬時に適正に織り込まれるので、平均異常収益率は平行線となり、全くトレンドを有さないことになる。Ball and Brown (1968) の実証研究ではそのことが実証されており、このようなセミストロングフォームの効率的市場仮説を支持する実証研究として、この他にFama et al. (1969) やScholes (1972) があげられる。Fama et al. (1969) は、株式分割情報の株価への影響と効率的市場仮説との同時検定を行っている。またScholes (1972) は、株式の公開買付情報について効率的市場仮説との同時検定をおこなっている。また、日本でも桜井教授によって多くの実証研究結果がでており、Ball and Brown (1968) の実証研究と同様の結果を得ている。桜井 (1991)。

23 Mandelker (1974) とJaffe (1974) は、インサイダー情報のような独占の情報によって、その利用者が平均して異常収益を獲得できることを実証している。

の企業の株式に比較して、リスクを調整した後に高い収益率をあげることを意味する。

これは、Banz教授によって提唱されたものであり²⁴、CAPMのモデルの説明力に対して疑義を有するものである²⁵。彼はCAPMでは、収益率と企業の規模との間の逆相関関係を説明できないことを指摘している²⁶。

次に、1月効果であるが、これは、1月の株式収益率が平均すると他の月の収益率と比較して高いことを示唆する。これは、Wachtel教授によってはじめて実証され、Glutekin 教授他による実証研究によって追認されている²⁷。

次に、PER効果であるが、これは、PERが低い企業の場合に、その株を投資者が購入し、しばらくして株価が上昇してからその株を売却することによってキャピタルゲインを平均して獲得できることを意味する。これは、Nicholson 教授、Basu教授そして、Lakonishok 教授他が検証している²⁸。

他方、会計発生高を利用した投資戦略によるアノマリーのように、CAPMの

24 Banz(1981)。

25 CAPMとは、多くの株式からなるマーケットをベンチマークとして、個別株式のリスク・リターン関係を表す。マーケット全体のリスクに対するプレミアムをマーケット・リスクプレミアム（エクイティ・リスクプレミアム）という。 R_E を株式の資本コスト（株式の期待収益率）、 R_F をリスクフリー・レート、 $(R_E - R_F)$ を株式のリスクプレミアム、 $(R_M - R_F)$ をマーケット・リスクプレミアムとする。

次の関係式が CAPM である。

$$R_E = R_F + \beta(R_M - R_F)$$

右辺第二項の β （ベータ）は、個別株式のリスク尺度である。ベータが高い株式ほど、ハイリスク・ハイリターンとなる。一般的に、消費財メーカーなど景気の変動を受けにくい企業の株式ベータは低い傾向にある。金融業やハイテク企業など景気変動の影響を受けやすい企業のベータは高くなる。コーポレートファイナンス辞書 <http://www.sigmadatabase.co.jp/useful/corp_finance/capm.html>2017. 6. 19参照

26 しかしながら、このように規模効果によって否定されたCAPMであるが、そのモデルの説明力を改善することによって（例えば、先述のAPTのように）、規模効果を解消することができると思われる。

27 この1月効果は、上述の規模効果と高い相関がある。つまり小規模の企業の株式の1月の収益率が高いのである。このことから、規模効果におけるCAPMの説明力を改善することによって、この1月効果も解消できると考えられる。Wachtel(1942) , Glutekin and Glutekin(1983)。

28 しかしながら、このPER効果もCAPMの説明力を改善することによって解消できると考えられる。すなわち、隠れたリスク・ファクターを見つけることによって、そのアノマリーを解消することができると思われる。Nicholson(1960), Basu (1977) そして、Lakonishok et al.(1994)。

説明力と関係しない実証研究もある。この会計発生高を利用した投資戦略とは、当期の会計利益とキャッシュ・フローの差額である会計発生高にもとづき十分位数ポートフォリオを作成し、第1十分位数ポートフォリオを購入して、第10十分位数ポートフォリオを空売りする戦略である。

Sloan教授の実証研究では、この戦略で1年後に10.4%の異常投資収益を獲得できることが実証されている²⁹。

このように、アノマリーとよばれる変則的証拠が少なからず見られる。そして、このアノマリーを行動経済学から説明する試みをする研究者もいる。

行動経済学とは経済学に心理学を取り入れた試みである。行動経済学の中で代表的な理論は、プロスペクト理論である³⁰。これは、行動経済学では中核をなす理論であり、現代経済学で前提とされている合理的期待仮説のアンチテーゼとして登場してきている。

証券市場が合理的か否かといえば、明確な答えは出せないであろう。2008年の世界同時多発不況を経験しているわれわれには、証券価格の非合理性は時に現実として受取らざるを得ない。しかしながら、売買目的有価証券を時価基準で評価するようになった経緯は、少なからずも証券市場が従来に比較してより効率的になってきているという認識を前提にしていると考えられるのである。

③不動産市場の効率性

「固定資産の減損に係る会計基準」が設定された背景として、売買目的有価証券の時価基準と同様に、国際的な会計基準とのコンバージェンス（当時は調和化）による点が大きいだろう。そして、国際的な会計基準が減損会計基準を導入してきた経緯として、そこに不動産市場の効率性についての認識の変化が考えられる。

「固定資産の減損に係る会計基準」では、回収可能価額として、正味売却価

29 Sloan(1996)同様の手法によってRichardson et al. (2001) とChan et al.(2001)も、会計発生高の総額に基づいたヘッジ・ポートフォリオの構築によって大きなリターンが獲得できることを実証している。しかしながら、このような投資戦略には情報収集コストと取引コストが必要なことに気づかされる。これらのコストを考えると、投資者が異常収益を平均して獲得できない可能性は十分考えられる。

30 Kahneman教授他によってプロスペクト理論は提唱された。Kahneman and Tversky(1979)

額と使用価値を想定し、そのうち高い方の金額まで固定資産の帳簿価額の評価を下げ、減損損失を認識する。この場合、使用価値はともかく、正味売却価額は重要性のある事業用不動産の場合、不動産鑑定評価によっており、それは固定資産の正常価格として位置づけられている。

それでは正味売却価額は、不動産の情報を迅速にかつ適正に織り込んでいるのであろうか。すなわち不動産市場は効率的なのであろうか。不動産市場が効率的であるならば、①原価方式（＝原価法）②比較方式（＝取引事例比較法）そして③収益方式（＝収益還元法）の3つの方法は、いずれを採用しても同じ価格となる。ゆえに、いずれの方法で算定された正味売却価額であっても、使用価値と比較がなされるのに問題がない³¹。

西村教授は、日本全国の住宅地、商業地、工業地の各用途および農地からの転用価格について、不動産の収益率に対する系列相関によるウィーク・フォームの市場効率性の検定をおこなっている。西村教授の調査対象期間は1955年から1989年までであり、(財)日本不動産研究所の市街地価格指数と全国農業会議所が公表している田畑売買価格を利用して分析している³²。図表3は、土地市場が効率的かどうかを表わしている。

31 西村教授によると、将来の純収益に不確実性がない場合、（このほかいわゆる合理的バブルが発生しないならば）もし資産価格がその資産からの将来収益の割引現在価値よりも高ければ、今すぐその資産を販売して、それを金融資産で運用する方が、その資産を持ち続けるよりも有利である。反対に、資産価格がその資産の将来収益の割引現在価値よりも低ければ、その資産を購入すれば、有利になる。このような行動は裁定取引といわれ、市場の均衡では、資産の価格とその資産から得られる将来の純収益の割引現在価値は等しくなる。西村教授は、不動産取引の無視できない様々な取引費用と将来収益に大きな不確実性があることを指摘している。西村(2002)。

32 西村(1991)。

図表 3 土地市場の効率性

	a (t 値)	b (t 値)	R ²
全国			
住宅地	0.008 (0.266)	0.770 (9.780)	0.59170
商業地	0.005 (0.183)	0.844 (12.81)	0.71347
工業地	0.005 (0.166)	0.824 (11.83)	0.67957
六大都市			
住宅地	0.014 (0.323)	0.731 (8.634)	0.53043
商業地	0.011 (0.236)	0.772 (9.837)	0.59454
工業地	0.009 (0.191)	0.820 (11.54)	0.66892
六大都市を除く			
住宅地	0.008 (0.255)	0.779 (10.06)	0.60530
商業地	0.004 (0.179)	0.843 (12.77)	0.71201
工業地	0.005 (0.167)	0.813 (11.34)	0.66116

出所：西村（1991，p.6）表 2

$$R_t = a + b R_{t-1} + u_t \quad (1)$$

図表 3 からわかるように、回帰式（1）を用いた実証研究の結果から西村教授は、市街地価格指数のすべてにわたっての系列相関を示す係数 b が、有意でその値が大きいことを指摘している。これは、西村（1991）が指摘しているように、今期実質地価が上昇すると来期も実質地価が上昇する可能性が高いことを意味しており、かなり系列が相関していることを示唆している。かように見えてくると、西村教授の実証研究から、日本の土地市場は明らかに効率性が満たされていないことになる³³。

しかしながら、ここで使用されているデータが厳密には市場の取引価格にもとづいた指数でなく不動産鑑定士による評価価格にもとづいている点に気をつけねばならない。西村教授の実証研究ではこの点について、不動産鑑定士によ

33 西村（1991）。

る鑑定評価について問題を提起している。というのは、前述の3つの方法（①原価法②取引事例比較法そして③収益還元法の中でもとりわけ②取引事例比較法が日本では頻繁に使用されている。）で算出される鑑定評価額の性質から、西村教授によると、「土地市場が比較的安定している場合には、鑑定評価価格はかなり正確に市場取引価格を反映していると考えられる³⁴。」ものの、「土地市場では価格が大きく変動しているような不確実性が高いときには一般に取引が細ることが知られている³⁵。」からである。かような場合、西村教授が指摘しているように、「土地市場のようにもともと取引が薄い市場で、実際の取引事例のうち正常と思われる取引事例を用いて比準価格を推計し鑑定の基準にしている現在の制度では、取引が細ると鑑定評価に必要な取引事例が少なくなり、鑑定評価の信頼性が低下する³⁶。」と考えられる。

それでは東京圏の住宅地と全国の多くの都市における工業地への転用価格についてはどうであろうか。図表4は、全国農業会議所田畑転用価格：住宅地が効率的かどうかを表わしている。

34 西村 (1991, p.6)。

35 西村 (1991, p.6)。

36 西村 (1991, p.6)。

図表 4 田畑転用価格（住宅地）の効率性

	a (t 値)	b (t 値)	R ²
東京圏			
埼玉	0.0914 (0.5469)	0.1916 (0.9015)	0.037
千葉	0.0561 (0.4860)	0.3112 (1.5514)	0.102
東京	0.1290 (0.3895)	-0.078 (-0.358)	0.006
神奈川	0.0895 (0.6383)	0.0783 (0.3725)	0.006
名古屋圏			
愛知	0.0560 (0.6322)	0.3003 (1.4665)	0.092
京阪神圏			
滋賀	0.0387 (0.3687)	0.5074 (2.7165)	0.260
京都	0.0628 (0.4800)	0.4135 (1.9551)	0.153
大坂	0.0686 (0.4881)	0.3918 (1.8844)	0.144
兵庫	0.0335 (0.4393)	0.5285 (2.8897)	0.284
奈良	0.0496 (0.4513)	0.4993 (2.8419)	0.277
北九州圏			
福岡	0.0274 (0.3463)	0.4855 (3.0176)	0.302

出所：西村（1991，p.8）表 3

図表 4 も回帰式（1）を用いた系列相関の実証研究の結果である。この図表から明らかなように、西村教授によると、地域によってその効率性が異なる。すなわち、東京都区部と横浜市を含む首都圏の場合、千葉県は別としても、効率的であることが示唆される一方、青森、岩手、山形、富山、福井、佐賀、大分などの地方などでは非効率的であり、京都市、大阪市、神戸市を中心とする大都市圏近郊でも実質地価の上昇率が高い系列相関を示している。

図表 5 は、全国農業会議所田畑転用価格：工業地が効率的であるかどうかを表わしている。

図表5 田畑転用価格（工業地）の効率性

	a (t 値)	b (t 値)	R ²
東京圏			
埼玉	0.0840 (0.4884)	0.2898 (1.4090)	0.086
千葉	0.0819 (0.3434)	-0.340 (-1.232)	0.067
東京	0.1372 (0.3525)	-0.154 (-0.715)	0.023
神奈川	0.1804 (0.4694)	-0.228 (-1.099)	0.054
名古屋圏			
愛知	0.1106 (0.7116)	-0.053 (-0.233)	0.002
京阪神圏			
滋賀	0.0410 (0.3079)	0.3260 (1.5824)	0.106
京都	0.0855 (0.4926)	0.1664 (0.7544)	0.026
大坂	0.0862 (0.4952)	0.2402 (1.1304)	0.057
兵庫	0.0246 (0.2774)	0.4858 (2.5568)	0.237
奈良	0.0903 (0.5166)	0.1125 (0.5306)	0.013
北九州圏			
福岡	0.0605 (0.4845)	0.1823 (0.7991)	0.029

出所：西村（1991，p.9）表4

図表5から明らかなように、西村教授は、兵庫を除くすべての都道府県で系列相関が見られないことを指摘している。以上のことから、西村教授の実証研究から、東京圏の住宅地と全国の多くの都市における工業地への転用価格について土地市場は効率的である一方、市街地価格指数を採用した分析では、住宅地、商業地、工業地の各用途で土地市場は効率的でないということが明らかになっている³⁷。

このほかにも、不動産市場の効率性について多くの実証研究が日本でおこな

37 市街地価格指数が鑑定価格をベースとしていることから、西村教授は、鑑定価格を用いての効率性の検証に限界があることを指摘している。西村（1991）。

われてきている。中村教授は、週刊「住宅情報」の同一物件で同時にその価格と賃料がわかる資産運用物件を使用して超過収益率による効率性の検定を行っている。対象とする期間は、1986年から2001年までで、価格と賃料に対して同じ定式化でヘドニック手法を適用し、各指数を作成し分析している。その結果、短期的に不動産（資産運用物件）市場の効率性は否定されている³⁸。

中神教授は、1983年から1993年の日本全国の住宅地について、地価公示データによる土地価格と作成した帰属地代データにより超過収益率の系列相関による不動産の市場効率性の分析をおこなっている。住宅地は短期的に市場の効率性が棄却されている³⁹。また、中神教授は、1980年から1993年までの首都圏の商業地について地価公示データによる土地価格と代理変数による賃料データにより超過収益率による系列相関による分析をおこない、同じく短期的に市場の効率性が棄却されている⁴⁰。

西村教授によると、公示地価は特定地点の時間的な価格変化を観察することができない点に問題がある。かように判断すると、これらの実証研究はデータ自体に問題があるといえる⁴¹。

井上智夫教授は、日本の地価が「現在価値関係」で説明できるかどうかを実証している。その結果、どのようなデータを使用するかで若干結論が異なるが、住宅市場では、ごく限られた保有期間を除いて現在価値関係でうまく説明できない一方、商業地では株式市場と同様に短期的に現在価値関係で価格変動がうまく説明できる⁴²。しかし、長期的に見ると、現在価値関係と現実価格の動きは乖離している。

かように不動産市場は、その種類（住宅市場と商業地など）や、その期間が長期と短期で異なる結果になっている。この点は、日本におけるマンション市場の効率性の存否を実証している実証研究からも明らかである⁴³。

38 ヘドニック手法とは、資産の価格と特性に関する大量のデータから計量的手法を用いて特性ごとの金額換算値を求め、品質調整を行う手法である。中村他（2003）。

39 中神教授はこのほかに中央線の吉祥寺と三鷹を最寄駅とするマンションを対象として、「住宅情報」による広告データを利用して分析している。中神（1995）。

40 中神（1996）。

41 西村（2002）。

42 井上智夫他（2002）。

43 伊藤他（1992）、田辺（1994）そして春日（1996）。

不動産市場が効率的であるかどうかは、その不動産の取引情報（特に取引価格）がいかに関格に反映されているかによって、決定されるといえるであろう。それには、不動産の取引情報が速やかに大量に開示されることと、市場参加者がその価格を通じて多くの情報を入手することが必要であろう。その点、前述の実証研究でいえば、商業地ではその不動産についての情報が割合多く入手できるのに比べて、住宅市場では情報があまり買い手に入手できないことから情報の非対称性が大きく、比較的非効率的になると考えられる。

西村教授他は、不動産情報について、米国、英国、独国、仏国等の不動産金融市場が発達している主要先進国では、登録簿情報とのリンク等を通して、社会システムとして取引価格情報が整備されていることを指摘している。このことは、日本に比べて主要先進国では、不動産市場がより効率的である可能性が高いことを示唆している⁴⁴。

かように、日本の不動産市場が効率的であるか否かについて、明確な答えはだせないと思われるが、減損会計基準が国際的な会計基準とのコンバージェンスとして設定されてきた背景として、不動産市場の価格形成における効率性がより効率的になっているという認識を前提にしていると考えられる。

おわりに

本稿では、実現利益としての純利益が時の流れの中で、会計基準の変更によって内容を変化させてきたことを明らかにしてきた。多くの会計学者は、実現利益としての純利益を語っていても、売買目的有価証券の評価益を加味しているか否か、また、減損損失を考慮しているか否かで、内容は異なるのである。

本稿は、かような変化と相違点を一般意味論から明らかにしてきた。そして、かような変化の背後に、現実にそうであるかどうかとは別に、証券市場と不動産市場における市場の効率性がより効率的になったという事実認識が一般的になってきているということを示した。

しかしながら、かりに、市場の効率性と投資のリスクからの解放が連動する

44 西村他 (2002)、かような市場効率性を検証したものにLinneman (1986) やDraper and Findlay (1982) がある。

ならば、投資のリスクから解放された利益としては、一貫して、純利益は変わらないと考えることもできる。だが、それでも、純利益そのものが会計基準の変化と共に変化してきていることは誰も否定できない。まさに、地図は現地ではないのである。

(参考文献)

(日本文献)

- 飯野利夫『財務会計論 三訂版』同文館，1993年。
- 井上智夫・井出多加子・中神康博「日本の不動産価格：現在価値関係（PVR）で説明可能か」西村清彦編第3章『不動産市場の経済分析』日本経済新聞社，2002年。
- 井上尚美・福沢周亮・平栗隆之『一般意味論 言語と適応の理論』河野心理，1974年。
- 伊藤隆敏・廣野桂子「住宅市場の効率性：マイクロデータによる計測」『金融研究』第11巻第3号，1992年10月，pp.17-50。
- 春日義之「首都圏における住宅問題の考察—マイクロデータによる住宅市場の検証—」『調査』第211号，1996年4月，pp.1-48。
- 桜井久勝『会計利益情報の有用性』千倉書房，1991年。
- 田辺 亘「マンションのヘドニック価格と超過収益率」『住宅土地経済』第14号秋号，1994年，pp.32-40。
- 中神康博「不動産市場における現在価値モデルについて」『住宅土地経済』第16号春季号，1995年，pp. 20-27。
- 中村良平・竹下俊彦「資産運用物件における情報効率性と可変リスクプレミアムの検証」『日本不動産学会誌』第17巻第1号，2003年7月，pp. 54~64。
- 西村清彦「日本の土地市場は効率的か」『住宅土地経済』第2号秋季号，1991年，pp. 2-9。
- 西村清彦編『不動産市場の経済分析』日本経済新聞社，2002年。
- 西村清彦・清水千弘「地価情報の歪み：取引事例と鑑定価格の誤差」西村清彦編第2章『不動産市場の経済分析』日本経済新聞社，2002年。

(外国文献)

- Ball,R.J. and P.Brown,“An Emprical Evaluation of Accounting Income Numbers, ”*Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2(Autumn 1968), pp.159-178.
- Banz,R,“The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks, ”*Journal of Financial Economics*,Vol.9,No.1,1981,pp.3-18.
- Basu,S.,“Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price-Earnings Ratio:A Test of the Efficient Market Hypothesis,*Journal of Finance*,Vol.32,No.3,(June,1977)pp.663-682.
- Chan ,K.,L.K.C.Chan,N.Jegadeesh,and J.Lakonishok.,“Earnings Quality and Stock Return:The Evidence from Accruals, ”Working Paper,National Taiwan University and University of Illinois at Urbana-Champaign,2001.
- Draper,D,W.and Findlay,M.C,“Capital Asset Pricing and Real Estate Valuation” ,*Real Estate Economics*,Vol.10,1982,pp.152-183.
- Fama,E.F.,“The Behavior of Stock Market Prices, ”*Journal of Business*, Vol.38(January 1965),pp.34-105.
- Fama,E.F,L.Fisher,M.C.Jensen and R.Richard,“The Adjustment of Stock Prices to New Information, ”*International Economic Review*, Vol.10 (Feburary 1969) pp.1-21.
- Glutekin,M.N. and Glutekin,N.B,“Stock Market Seasonality: International Evidence, ”*Journal of Financial Economics*, Vol.12, 1983, pp.469-481.
- Granger,C.W. and O.Morgenstern,“Spectral Analysis of New York Stock Market Prices, ”*Kyklos*,1963.
- Hayakawa.S.L.,*Languge in Thought and Action*,Fourth Edition, Jovanovich,Inc,1978.
- Jaffe,J.F.,“Special Information and Insider Trading”*Journal of Business*, Vol.47(July 1974),pp.410-428.
- Kahneman,D.,and Tversky,A.,“Prospect Theory:An Analysis of Decision under Risk, ”*Econometrica*,Vol.47,No.2,(March1979),pp.263-291.
- Keynes John Maynard *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, The Royal Economic Society,1936(1973).塩野谷祐一訳『雇用・利子

および貨幣の一般理論』東洋経済新報社,1983.

Korzybski, Alfred. 1933, *Science and Sanity: An Introduction to Non-Aristotelian Systems and General Semantics*. Lancaster, Pa.: Science Press Printing Company.

Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny, "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, 1994, pp. 1541-1578.

Linneman, P., "An Empirical Test of the Efficiency of the Housing Market," *Journal of Urban Economics*, Vol. 20, 1986, pp. 140-154.

Mandelker, G., "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal Financial Economics*, (December 1974) pp. 303-335.

Moore, Arnold B., *Some Characteristics of Changes in Common Stock Prices*, in Paul H. Cootner, *The Random Character of Stock Market Prices*, The M.I.T. Press, 1964.

Nicholson, S. F., "Price-Earnings Ratios," *Financial Analysts Journal*, July/August, 1960, pp. 43-50.

Richardson, S. A., R. G. Sloan, M. Soliman, and A. I. Tuna, "Information in Accruals about the Quality of Earnings," Working Paper, University of Michigan, 2001.

Scholes, Myron S., "The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and Effects of Information on Share Prices," *Journal of Business*, Vol. 45, (April 1972), pp. 179-211.

Sloan, R. G., "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings," *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 3, (July 1996) pp. 289-315.

Wachtel, S. B. "Certain Observations on Seasonal Movement in Stock Prices," *Journal of Business*, Vol. 15, 1942, pp. 184-193.

<会計基準等>

企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」

企業会計審議会「金融商品に係る会計基準」

企業会計審議会「金融商品に係る会計基準注解」

企業会計審議会「固定資産の減損に係る会計基準」

企業会計基準委員会「討議資料『財務会計の概念フレームワーク』」

企業会計基準委員会「固定資産の減損に係る会計基準の適用指針」(企業会計基準適用指針第6号)

企業会計基準委員会「金融商品に関する会計基準」(企業会計基準第10号)

企業会計基準委員会「固定資産の減損に係る会計基準の早期適用に関する実務上の取扱い」(実務対応報告第14号)

<インターネット文献>

コーポレートファイナンス辞書

<http://www.sigmabase.co.jp/useful/corp_finance/capm.html>2017.6.19参照