

概念フレームワークの忘れもの:

変動する資本コストと会計情報

福井義高\*

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科准教授

150-8366 東京都渋谷区渋谷 4-4-25

03-3409-9702

fukui@gsim.aoyama.ac.jp

2007年5月23日

2007年6月29日改訂

\*本稿を謹んで故井上輝一氏の御霊前に捧げる。なお、本稿は Fukui (2006)を大幅に修正し加筆したものである。

*Would you like to be remembered as  
the accountant of the economics profession?  
I would not in the least mind. No, I would not.*

Sir John Hicks

## 1. 概念フレームワークと経済理論

現在、会計基準設定の揺るぎない指針たるべく、堅固な理論に支えられた概念フレームワーク構築を目指すFASBとIASBによる共同プロジェクトが進行中である。この過程で、FASBとIASBの研究スタッフであるハルゼー・ブレンとキンバリー・クルックにより、会計基準は収益・費用ではなく資産・負債アプローチに基づくべきであり、後者のアプローチは経済学、とくにジョン・ヒックスが『価値と資本』<sup>1</sup>第14章で展開した所得概念によって理論的に支えられているとする論文<sup>2</sup>が公表された。

会計基準設定に関して経済理論を参照することはもちろん望ましいことであるけれども、彼らの主張は、控えめにいって、あまり説得的ではない。こうした感想は筆者のような極東の暇人の思いつきにとどまらない。米国会計学会現会長で世界の会計研究をリードするシャム・サンダーらが、「この論文が構築しようとする体系全体が... 砂上の楼閣である」<sup>3</sup>とする厳しい批判を寄せているのである。

以下、第2節でブレンらの議論、それに対するサンダーらの批判を簡単に紹介しつつ、ヒックスのみならずアーヴィング・フィッシャーの所得概念に言及した後、第3節において、概念フレームワークに関する議論で必ずしも論点とはなっていない資本コスト変動の重要性について述べる。第4節は簡単な総括である。

## 2. 温故知新：ヒックスとフィッシャーの所得概念

資産・負債アプローチの優位性を主張するブレンらの議論は以下のように要約できる。利益（所得）は期中における企業の資本（資産－負債）増減の測定値であり、この利益の定義はヒックスの所得概念と整合的である<sup>4</sup>。ヒックスは「事後の所得」を主体<sup>5</sup>の消費に資本価値の増減を加えたものと定義し、事後の所得は「ひとつの優れた特性を持ち... 他の種類の所得とは異なり主観的なものではなく、ほとんど完全に客観的である」としている<sup>6</sup>。一方、収益・費用アプローチは資産・負債を参照することなく利益を直接定義することができない<sup>7</sup>。したがって、資産・負債アプローチの優位性は明白である、といものである。純利益ではなく包括利益をフロー情報の中心に置こうとする動きが、こうした発想から来ていることは見やすい道理である。

しかし、「所得 (income)」という概念は多義的であり、ヒックスも『価値と資本』のなかで、この概念をいくつかの意味で使っており、ブレンらの用いた所得概念はそのうちのひとつ、ヒックスが「所得 No. 1」と名づけたものである。サンダーらはこうしたブレンらの議論に対して、以下のような批判を加える。

まず、ブレンらによる『価値と資本』からの引用は文脈から切り離された恣意的なものである<sup>8</sup>。ブレンらは「所得No. 1」が客観的に確定できると主張する際、「財産からの所得にのみ我々の関心を限定し、人々の所得獲得能力の変化に伴う資本価値の増減を考慮しないとすると」<sup>9</sup>というヒックスが明示した決定的ともいえる条件に言及していない。ブレン

らの依拠する「所得No. 1」が客観的に確定できるのは、完備市場ですべての「財産」の取引市場が存在する場合だけである。つまり、企業の存在理由ともいえる「のれん」すなわち人的資本が存在しない場合にのみ客観的に定義できるに過ぎない。それに、そもそも事後にしか確定できない情報は、事前に判断せねばならない投資家にとって有用ではあり得ない<sup>10</sup>。

また、ヒックスは、ブレンらが理論的に納得できるものが存在しないとした収益・費用アプローチによる所得概念を「所得No. 2」として定義している。この場合、所得から資産・負債が導出されるのであって、逆ではない<sup>11</sup>。ヒックス自身、資産・負債アプローチの優位性を主張しているわけでは全くないのである。むしろ、資産・負債及び収益・費用アプローチはどちらかが優位であるというより、投資家個々を取り巻く環境や条件でそれぞれの有用性が異なる、いわば補完関係にあるといえる<sup>12</sup>。これは後ほど言及する、日本の概念フレームワーク<sup>13</sup>の立場でもある。

こうしたサンダーらの FASB・IASB の公式 (?) 論文への批判に筆者も全面的に賛成であるけれども、所得概念にいま少し拘ってみたい。

まず、ブレンらの理解の不十分さはいうまでもないものの、『価値と資本』第 14 章における議論は、実物資本の観点から見ると、必ずしも満足できるものではない<sup>14</sup>。「所得No. 2」を定義する際に<sup>15</sup>、ヒックスは、資本価格一定の下で、利子率（資本コスト）が上昇する状況を想定している。したがって、そこでは利子率の上昇に伴い、所得水準も上昇する。しかし、この利子率上昇と資本価格一定の仮定の組合せは、資本が短期金融投資のようなものでない限り成り立たない。たとえば、利子率が変動すれば、株価がそれにつれて変動することを否定する人はいないだろう。だからこそ、日本銀行の金融政策に注目が集まるわけである。株価が変動するという事は、その背後にある実物資本に対する市場による評価額が変動するという事である。つまり、一般に利子率が変動すれば、将来所得の現在価値である資本価値も変動する。

むしろ、ヒックス以上に、所得概念を明晰に展開しているのは、半ば忘れられた経済学者フィッシャーである。彼は 1929 年のウォール・ストリートでの株大暴落前、アメリカの株価は必ずしも高くないと説き、自らも財産の大半を失ったことで、間抜けな学者の代表例のように取り扱われることが多い。しかし、ポール・サミュエルソンも指摘するように<sup>16</sup>、『価値と資本』におけるヒックスの一般均衡アプローチは、フィッシャーの枠組<sup>17</sup>を発展させたものといえ、フィッシャーこそ、所得と資産、フローとストックの関係を考える際に、まず参照されるべき経済学者である。ただし、『価値と資本』において、ヒックスはフィッシャーの著作に言及していない。

所得概念をある程度突っ込んで考えるとすれば、フィッシャーの一連の著作は決して無視できないのみならず、むしろ必読文献であろう。実際、フィッシャーの重要性は一時代前 (?) の会計研究者には自明であり、所得概念に関する重要文献集であるリチャード・パーカーとジェフリー・ハーコートによる古典的アンソロジー<sup>18</sup>には、『価値と資本』の該当箇所とともに、フィッシャーの議論<sup>19</sup>もちゃんと収められている。

フィッシャーは、これ以上ないという率直な書き方で収益・費用アプローチに立つことを宣言している<sup>20</sup>。

資本価値という意味での資本概念は、将来所得を単純に割引いたものつまり資本化したものである。財産あるいは富に対する権利の価値とは、**所得の源泉**としての価値であって、期待所得を割引いて得られる... 財産に対する権利というものは全て、目的に対する手段に過ぎない。所得こそが経済学のアルファでありオメガである。

つまり、資本価値は所得の流列についての「値段」であって、資産保有とは目的である所得を得るための手段に過ぎないということである。昨今、不動産について「所有から使用へ」というスローガンを聞くことが多い。しかし、所有とは使用する権利であって、所有と使用はコインの表と裏であり、このスローガンが主張するところは、「所有するのではなく使用せよ」ということでなく、むしろ、「非効率な使用から効率的な使用へ」と解するべきであろう。

たしかに、ヒックスはフィッシャーほど収益・費用アプローチの立場を明確にはしていないけれども、基本的にその念頭にあったのは、経済学でいう恒常所得(permanent income)、持続可能な将来所得水準であった。『価値と資本』第14章で「行動の指針となるべき所得というものはウィンドフォールを除いて考えなければならない。もしウィンドフォールが生じたならば、それは将来期間にわたって所得を上昇させるものと考えらるべきであって、今期の所得にその効果を反映させるべきではない」と言及することを忘れてはいない<sup>21</sup>、第23章に付けられたノートでは、恒常所得としての所得概念を簡潔に説明している。さらに、晩年のインタビュー<sup>22</sup>では、「真の所得、したがって利益は、フリードマンの恒常所得のようなものだ」と、用語の上でも明解である。

さらに、ヒックスは『価値と資本』において、議論をいたずらに複雑にしないため、ほとんどの場合、利子率一定を仮定しており、その場合、ストック・ベースの「所得 No. 1」とフロー・ベースの「所得 No. 2」が一致することを指摘する一方、利子率が変化する場合、「所得 No. 2」の方が「所得 No. 1」に比べ「(所得の) 中心概念により近い」と述べている。

結局、期首と期末の資本価値の差を利益とする資産・負債アプローチの収益・費用アプローチに対する優位性を理論的に示すものとして、ブレンらが言及したヒックスの所得概念が、決してそうしたものでないことは、サンダーらの指摘を待つまでもなく、彼の『価値と資本』から都合のいい箇所を文脈から離して引用するのではなく、実際に読んでみればすぐにわかる。

しかも、現実には、ヒックスがフロー・ベースの「所得 No. 2」がより適切な概念になるとした状況にある。すなわち、資本コストは一定ではない。それは個別資本(企業)によって横断的に異なるということだけではなく、時系列で資本コストが変動するのである。なお、注意が必要なのは、資本コストが変動するとは、実現したリターンが每期変動するというのではなく、**期待資本コスト**が変動するということである。

### 3. 企業価値推計のワイルドカード：変動する資本コスト

資産・負債アプローチを経済学の知見で基礎付けようという研究スタッフの意気込みは多とすべきであるものの、その内容がお粗末であったことへの批判が強かったためか、昨年発表されたFASB・IASBの概念フレームワークに関する見解<sup>23</sup>では、資産・負債アプローチの収益・費用アプローチへの優位性に対する言及はない。むしろ、冒頭でこう述べら

れている<sup>24</sup>。

その目的を達するため、財務報告は、現在と将来の株主、債権者さらにその他の者が当該報告主体の将来キャッシュ・インフロー及びアウトフロー（将来キャッシュ・フロー）の金額、タイミング及び不確実性を評価するのに役立つ情報を提供すべきである。この情報は、報告主体がネット・キャッシュ・インフローを生むすなわち株主と債権者へのリターンを提供する能力を評価するために必須である。

この言明は、キャッシュ・フローを如何に測定するかに応じて、資産・負債あるいは収益・費用アプローチのいずれとも整合的に解釈できる。一方、日本の企業会計基準委員会が公表した概念フレームワーク<sup>25</sup>は、資産・負債アプローチに基づく純資産（資本）概念と収益・費用アプローチに基づく純利益概念の両者を有用な情報たらしとする意図を持って構築されている。日本の概念フレームワークが収益・費用アプローチの利点をはっきり認め、有用な情報を投資家に提供するという観点から、フロー情報に関して、包括利益ではなく、収益・費用アプローチの中心概念である純利益の重要性を指摘していることは、経済理論に対する理解、実証結果への目配りといった点から、日本の会計人が世界に対して誇るべき到達点である。「欧米グローバル・スタンダードに追いつけない、あるいは追いつかねばならない日本の遅れたローカル・スタンダード」というよくある見方の、少なくとも会計分野における皮相さを、概念フレームワーク・プロジェクトの日米欧比較が示しているといっている。

しかし、日米欧いずれの概念フレームワークをめぐる議論においても、企業価値評価のもうひとつの要素が忘れられているように見受けられる。将来キャッシュ・フローの現在価値としての企業価値というのは、図式化すれば

$$\text{企業価値} = \frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{資本コスト}}$$

と表現できる。もちろん毎期のキャッシュ・フローが同じでなければ、この式は厳密には成り立たない。しかし、キャッシュ・フローが増えれば、企業価値は大きくなるし、同じキャッシュ・フローでもリスクが低ければ、それを反映して資本コストが小さくなるので、やはり企業価値は大きくなるという、企業価値評価のエッセンスを表すものとしては十分であろう。しかも、純利益概念は、発生主義会計に基づき、一種の恒常所得（利益）を測定することを目指している。したがって、資産・負債アプローチは左辺である企業価値の直接測定を、収益・費用アプローチは右辺の分子を測定することで、間接的に左辺である企業価値の測定を図っていると考えてもいい。

しかし、この図式のもうひとつの要素、右辺の分母である資本コストはどうやって推計するのであろうか。概念フレームワークひいてはその背後にある会計情報の投資判断有用性をめぐって、資本コストは会計の所管外（？）なのか、所与のものとして議論されることが通例となっているけれども、「資本コストが与えられたとして」という議論は、大学の授業ならばいざ知らず、会計情報の投資判断有用性を考える上では、いかにも不十分である。そもそも、投資評価の基準は、リターンの絶対水準ではなく、期待リターン（資本コスト）からの乖離である超過リターンである（べき）ことを考えると、資本コストを推計

することが企業価値評価の全てとすらいえる。

実は、資本コストを推計するといった観点からも会計情報が有用であることが、実務家あるいは研究者を問わず、ファイナンスの世界でコンセンサスとなりつつある。そもそも、株式投資にはリスクがあるけれども、それに対する「報酬」として、無リスク利子率（通常、国債利回り）を上回るリターンが期待できるゆえ、投資家は株式を買うわけである。MBA ファイナンスの定番である CAPM によれば、それぞれの株式のリスクは市場ポートフォリオ（例えば TOPIX）との相関だけで決まる。いわゆる市場ベータとはこの係数のことであり、株式のベータが 1 ならば市場ポートフォリオとリスクが同じなので期待リターンも同じ、1 より大きければ（小さければ）、市場ポートフォリオより期待リターンは大きく（小さく）なる。

ところが、簿価に比べて株価（時価総額）の高い高PBR株は、簿価に比べて株価の安い低PBR株より、市場ベータを考慮しても、リターンが低いという事実がある<sup>26</sup>。つまり同じ市場ベータを持つ高PBR株と低PBR株を比較すると、前者は後者よりリターンが低くなる。この現象はアメリカのみならず日本でも見られ、多くの投資信託で喧伝されるバリュー戦略とは、高リターンが期待できる「割安」な低PBR株を買うということである。

そこで、ユージン・ファーマとケネス・フレンチはこの現象を合理的に説明するために、株価簿価比率（price to book ratio）すなわちPBRを取り込んだ資産評価モデル（ファーマ・フレンチ・モデル）を提唱し<sup>27</sup>、実務にも大きな影響を及ぼしている。ただし、このモデルでは、個別企業のPBRがそのまま当該株価に反映される<sup>28</sup>のではなく、市場ポートフォリオ（CAPMでは資本コストを決める唯一のリスク・ファクター）が捉えきれていない市場全体のリスクを表すポートフォリオがPBRに基づいて構成され、それとの相関が市場ベータとは別のベータとして、評価式に組み込まれる<sup>29</sup>。

高 PBR 株のリターンが低く、低 PBR 株のリターンが高いということは、簿価に対して「高すぎる」株も「低すぎる」株も固有の PBR に平均回帰するということである。資本簿価が株価に追随して動く（べきな）のではなく、長期的には株価が簿価に追随するといってもいい。いずれにせよ、簿価と株価の乖離の程度が投資判断に重要な情報となる。

さて、市場全体でみると、キャッシュ・フローや純利益に比べ、時価総額（TOPIX などの株価指数でも同じ）の方が大きく変動する。つまり、株価収益率（price to earnings ratio）すなわち PER 水準は大きく変動するのである。PER が資本コストの逆数の代理変数だとすると、資本コストは大きく変動するといってもいい。もう一度さきほどの図式

$$\text{企業価値} = \frac{\text{キャッシュフロー}}{\text{資本コスト}}$$

に戻って考えると、企業価値に対する市場の評価である株価は、比較的安定している分子のキャッシュ・フローではなく、大きく変動する分母の資本コストに左右されるのである。

会計指標との関係を整理してみると、

$$\text{PER} = \frac{\text{資本時価}}{\text{純利益}} \qquad \text{PBR} = \frac{\text{資本時価}}{\text{資本簿価}} \qquad \text{ROE} = \frac{\text{純利益}}{\text{資本簿価}}$$

なので、

$$\text{PBR} = \text{PER} \times \text{ROE}$$

という関係が常に成り立つ。純利益が比較的安定しているというのは、時系列で見れば、

絶対額というより ROE が安定しているということなので、その場合、この関係式を使うと、PBR が平均回帰すれば PER も平均回帰することが容易にわかる。PER が平均回帰するという側面から見ると、純利益が恒常所得の代理変数たるべく測定されていれば、

$$\text{資本時価} = \text{純利益} \times \text{PER}$$

なので、純利益は、企業の「ファンダメンタル・バリュー」を反映している（はずの）資本時価すなわちストックの（PERでスケール調整された）代理変数となる。純利益はフローではなくストック変数という発想は、オプション・プライシングで著名なフィッシャー・ブラックの主張でもある<sup>30</sup>。

安定した純利益・ROEと大きく変動するPBR・PERという事実を前にして、ふた通りの解釈があり得る。まず、ロバート・シラーらに代表される行動ファイナンス派<sup>31</sup>は、明示的か否かにかかわらず資本コストは安定しているという仮定の下、大きく変動しかつ長期的には平均的水準に回帰するPERは、投資家の非合理性を表しており、高すぎるPBRすなわちバブル現象もこの一環であるとする。株価はファンダメンタルズと関係なく、プカプカ浮かんでブクブク沈むので、PBRやPERもそれにつれて乱高下するわけである。

一方、ジョン・コ克蘭に代表される「投資家は合理的であり、市場は均衡状態にある」と仮定する（信じる）正統的新古典派<sup>32</sup>は、行動ファイナンス論者による均衡資産評価モデルへの死刑宣告は時期尚早であり、資本コストが変動することを取り込んで、新たな均衡モデルを構築しようとしている。例えば、上述のファーマ・フレンチ・モデルはそのひとつの試みである。こちらの立場では、「割引率一定の仮定は明らかに非現実的である」し、「こんな仮定に基づいて株価モデルに関する論文を書いたら笑いのもの」<sup>33</sup>ということになる。

一部で根強い批判があるように、ファーマ・フレンチ・モデルが理論的根拠を欠いた占星術的データ・マイニングかどうかはともかく、どちらの解釈に立つにせよ、会計情報が資本コスト（期待リターン）推計のための重要な情報を提供していることは間違いない。投資判断に有用な情報を提供することが会計の目的（のひとつ）であるならば、資本コスト一定を仮定した上で、（キャッシュ）フローあるいはストックのどちらを重視するかといった議論を延々と続けることに如何なる意義があるのか疑問である。

少なくとも従来の会計制度の下では、例外はあっても、ストックを再評価することなく、歴史的原価に基づいて計算された純利益がクリーン・サープラスに基づき資本簿価に每期加えられるゆえ、簿価と株価が乖離するわけである。しかも、昨今の実証結果によれば、この乖離は簿価の調整でその差を埋めるべきものと捉えるのではなく、逆に「間違った」株価が歴史的な原価とクリーン・サープラスで測定された「ファンダメンタル・バリュー」たる簿価に長期的には戻ってくることを示すに過ぎないと主張することさえ可能である<sup>34</sup>。景気下降局面では評価損で巨額の損失を計上したかと思えば、景気が回復した途端、膨大な戻り益が出た昨今の銀行決算を見ると、こうした主張は意外に真実を衝いているかもしれない。貸借対照表は公正価値を反映していなければならないという発想で債権を再評価することは、投資判断に有用たらんという意に反して、利益や資本簿価と景気との連動を不必要に大きくし、投資家を混乱させ、企業経営に取り返しのつかない損害を与えるだけかもしれないのである。

#### 4. 概念フレームワークの忘れもの

ストックとフローの対決(?)を軸に議論されてきた概念フレームワークにとって悪いニュース：資本コストが変動すること。一方で、会計人にとって良いニュース：この変動する資本コスト推計に歴史的原価ベースの資本簿価情報が役立つこと。

どのようなメカニズムでそうなのかはともかく、企業価値推計に当たって、分子(キャッシュ・フロー)のみならず、分母(資本コスト)の時系列変動を予測するには、純利益、資本簿価およびその他の会計情報は欠かせない。従来、会計情報の投資判断有用性をめぐる議論は、分子にエネルギーを集中し過ぎていた嫌いがあるけれども、もっと分母にも目を向ける時機が来たように思える。行動ファイナンス派も新古典派も、少なくとも市場全体の株価の動きを知るためには、キャッシュ・フローではなく資本コストの変動の方がはるかに重要であることを認めているのだ。

もし、分子と分母両方の推計にとって会計情報がなくてはならないものであるならば、資産・負債あるいは収益・費用アプローチのどちらがあるべき測定方法かというような議論はあまり生産的とはいえない。我々会計人は、実務上でもまた理論上でも、お隣さんであるファイナンスの華々しい活躍を横目で見ながら、長年、忸怩たる日々を送ってきた。やっとな我々の時代が来たのではなかろうか。

MBAレベルのファイナンス教科書が、資本コスト一定という非現実的仮定の下に議論を進めるのは、力学の教科書が摩擦なしの仮定の下に物体の運動を説明することから始めるのと同様、最初はいたずらに議論を錯綜させることなく基本を教えるという、望ましい教育の在り方であろう。しかし、現実の会計システムを考える際に、資本コスト一定の仮定に依拠した議論を行っているのは、摩擦がないことを前提に飛行機を設計するようなものである。会計人がファイナンス理論の先端研究者の笑い者になるだけなら別に構わない。しかし、こうした「善意」に基づく社会改造の企ては、経済全体に大きな被害をもたらしかねないのである<sup>35</sup>。

「経済学界のミスター会計」(the accountant of the economics profession)を自認するヒックスは、行き過ぎた設計主義に陥りがちな基準設定に警告するかのよう、こう述べている<sup>36</sup>。

個人所得の適切な概念は、自らを従前に比べて貧しくすることなしに消費可能と彼個人が**考えている**額以外の何ものでもない。これはまさに主観的なものであり、客観的測定は不可能である。こうした類の所得の統計的推計値を得るためには、個々人が自らの所得と**考えるべき額**に関して何らかの慣習的ルールを利用して進めるしか我々には手立てはない。おそらくこうした方法は試みるに値するものであろう。しかし、我々は自らが行っていることの性質を十分理解している必要がある。

最後に、ここまで投資判断有用性という概念を自明のものとして扱ってきたけれども、株価との相関の高さと同一視するのではない限り、投資判断に有用とは一体何を意味するのか納得できる答えを見つけることは、少なくとも筆者にとって、それほど簡単なことではない。もし、機会があれば、卑見を述べてみたい。



- 
- <sup>1</sup> Hicks (1946)。以下、英語文献の引用については、邦訳のあるものも含めすべて拙訳を用いた。
- <sup>2</sup> Bullen and Crook (2005)。
- <sup>3</sup> Bromwich et. (2005, p. 3)。
- <sup>4</sup> Bullen and Crook (2005, p. 7)。
- <sup>5</sup> サンダーらも指摘するように (Bromwich et. 2005, p. 3, n. 7)、ヒックスは企業ではなく個人を前提に議論している。ここでは、いわゆる代表的個人 (representative agent) モデル的発想で、個人から企業への集計問題を捨象していると理解しておく。
- <sup>6</sup> Bullen and Crook (2005, p. 18)。引用は Hicks (1946, pp. 178-179)。
- <sup>7</sup> Bullen and Crook (2005, p. 7)。
- <sup>8</sup> Bromwich et. (2005, p. 2)。
- <sup>9</sup> Hicks (1946, p. 178)。
- <sup>10</sup> Bromwich et. (2005, p. 3)。
- <sup>11</sup> Bromwich et. (2005, p. 4)。
- <sup>12</sup> Bromwich et. (2005, p. 4)。
- <sup>13</sup> 企業会計基準委員会 (2006)。
- <sup>14</sup> ただし、これはヒックスの所得概念自体ではなく、それを企業利益に類推適用することの難点である。
- <sup>15</sup> Hicks (1946, p. 174)。
- <sup>16</sup> Samuelson (1967, p. 30)。
- <sup>17</sup> Fisher (1997a, 1997b)。
- <sup>18</sup> Parker and Harcourt (1986)。
- <sup>19</sup> Fisher (1997b)。
- <sup>20</sup> Fisher (1997b, pp. 50-51)。原文イタリックを**太字**とした。
- <sup>21</sup> Hicks (1946, p. 179)。
- <sup>22</sup> Klamer (1989, p. 173)。
- <sup>23</sup> FASB-IASB (2006)。
- <sup>24</sup> FASB-IASB (2006, p. 1)。
- <sup>25</sup> 企業会計基準委員会 (2006)。
- <sup>26</sup> Fama and French (1992)。
- <sup>27</sup> Fama and French (1993)。日本を含めた国際比較は Fama and French (1998)。
- <sup>28</sup> ただし、そうした主張もある。例えば、Daniel and Titman (1997)。
- <sup>29</sup> 実際には、もうひとつのファクターである企業規模を入れた3ファクター・モデルである。
- <sup>30</sup> Black (1993)。
- <sup>31</sup> 例えば、Campbell and Shiller (2001)。
- <sup>32</sup> 例えば、Cochrane (2006)。
- <sup>33</sup> Cochrane (2006, p. 65)。
- <sup>34</sup> 戦後半世紀のアメリカのデータに基づく資本コストと実物投資リターンに関する Fama and French (1999)の実証結果によれば、戦後の物価上昇を考慮すると、「のれん」の期待値がゼロである可能性は否定できない。もしそうだとすると、物価水準が一定であるならば、実現主義を貫徹し歴史的原価を使うことの妥当性はさらに高まる。
- <sup>35</sup> サンダー (2007、116頁)。
- <sup>36</sup> Hicks (1940, p. 123)。原文イタリックを**太字**とした。

## 参考文献

- 企業会計基準委員会 (2006) 『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。  
シヤム・サンダー (2007) 「想像の中の会計という世界」『企業会計』59 巻 5 号 113-119 頁。
- Black, F. 1993. Choosing Accounting Rules. *Accounting Horizons* 7 (4): 1-17.
- Bromwich, M., R. Macve and S. Sunder. 2005. FASB/IASB *Revisiting the Concepts: A Comment on Hicks and the Concept of 'Income' in the Conceptual Framework*. Working Paper, Yale School of Management.
- Bullen, H. G., and K. Crook. 2005. *Revisiting the Concept: A New Conceptual Framework Project*. Financial Accounting Standards Board.
- Campbell, J. Y., and R. J. Shiller. 2005. Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook: An Update. In R. H. Thaler (ed.), *Advances in Behavioral Finance*, vol. 2. Princeton, U.S.A.: Princeton University Press.
- Cochrane, J.H. 2006. Financial Markets and the Real Economy. Working Paper (12/19/2006 Version), Graduate School of Business, University of Chicago.
- Daniel, K., and S. Titman. 1997. Evidence on the Characteristics of Cross Sectional Variation in Stock Returns. *Journal of Finance* 52 (1): 1-33.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* 47 (2): 427-465.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1993. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics* 33 (1): 3-56.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance* 53 (6): 1975-1999.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1999. The Corporate Cost of Capital and the Return on Corporate Investment. *Journal of Finance* 54 (6): 1939-1967.
- Financial Accounting Standards Board and International Accounting Standards Board. 2006. *Preliminary Views – Conceptual Framework for Financial Reporting: Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*. Financial Accounting Standards Board.
- Fisher, I. 1997a (1907). *The Rate of Interest*. London, U.K.: Pickering & Chatto.
- Fisher, I. 1997b (1930). *The Theory of Interest*. London, U.K.: Pickering & Chatto.
- Fukui, Y. 2006. A Missing Piece in the FASB/IASB Conceptual Framework: Expected Cost of Capital Is Not Stable. Working Paper, GSIM, Aoyama Gakuin University.
- Hicks, J. R. 1940. The Valuation of the Social Income. *Economica* 7 (May): 105-124.
- Hicks, J. R. 1946 (1939). *Value and Capital*, Second Edition. Oxford, U.K.: Oxford University Press.
- Klamer, A. 1989. An Accountant among Economists: Conversations with Sir John R. Hicks. *Journal of Economic Perspectives* 3 (4): 167-180.
- Parker, R. H., and G. C. Harcourt. 1986 (1969). *Readings in the Concepts and Measurement of Income*, Second Edition. Oxford, U.K.: Philip Allan.
- Samuelson, P. A. 1967. Irving Fisher and the Theory of Capital. In W. Fellner (ed.), *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*. New York, U.S.A.: John Wiley.