

会計数値に基づく企業価値の国際比較

井 上 達 男

I はじめに

本稿は、企業評価における純資産簿価の重要性を指摘し、各国における純資産簿価のもつ相対的な重要性を比較した後に、企業価値の国際比較の可能性について紹介するものである。

会計学におけるこれまでの実証研究では、Ball and Brown (1968)¹⁾ に見られるように、利益とリターンとの関係に大きな焦点が当てられてきた。しかし、最近では、財務論においても、会計学においても、利益以外の情報の有用性にも焦点が当てられるようになってきた。その一つの試みとして、Ohlson (1990, 1991, 1995)²⁾ は、利益と純資産簿価に基づいた企業評価モデルを提案した。本稿の第Ⅱ節では、最近の財務論における実証結果を概観し、純資産簿価の重要性を指摘した後に、利益と純資産簿価に基づいた企業評価モデル（EBO モデル）の概要を紹介する。

-
- 1) R. J. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers," *Journal of Accounting Research*, 6, Autumn 1968, pp. 159–178.
 - 2) J. A. Ohlson, "Synthesis of Security Valuation Theory and the Role of Dividends, Cash Flows, and Earnings," *Contemporary Accounting Research*, 6(2), 1990, pp. 648–676.
J. A. Ohlson, "The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball-Brown Analysis," *Contemporary Accounting Research*, 7, Fall 1991, pp. 1–19.
J. A. Ohlson, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(2), Spring 1995, pp. 661–687.

また、最近の研究では、企業評価における利益と純資産簿価の相対的な重要性は、国によって異なることがわかつてきた。第Ⅲ節では、EBO モデルの考え方に基づいた純資産簿価の相対的重要性に関する二つの実証研究を紹介し、企業評価にあたっての日本とその他の国における会計利益と純資産簿価の相対的重要性を比較する。特に、企業評価の際に、日本ではアメリカ以上に純資産簿価が重要であることを指摘する。

さらに、第Ⅳ節では、EBO モデルを利用することによって、国際的な多様性に対処できる企業価値の国際比較アプローチが存在する可能性を示す。これまで、会計数値（例えば、株価収益率、株価純資産倍率、配当利回りなど）を用いて国際的な企業価値の比較を行うことは、各国の会計基準、税制、資金調達環境の違いから、困難であることが知られている。日本、ドイツ、フランス、デンマーク、フィンランドのような国の企業は、歴史的に、その資金調達を大きな金融機関（内部者）に頼っているといわれてきた。これらの国は、税制と密接に結びついた財務報告制度をもっており、企業の報告利益は、税金に対する配慮が行われていることが多い。アメリカ、イギリス、オーストラリア、シンガポール、香港のような国では、コモン・ローに基づいた法律制度をもっており、税制とは大きく異なった財務報告制度をもっている。これらの環境の相違は、各との会計数値の解釈を複雑にする。この会計基準の国際的な相違は、会計基準設定者や国際的な投資家に大きな問題を投げかけている。会計基準の国際的調和の努力は、称賛に値するが、それによって国際的な会計の多様性が完全に排除されないという指摘もある。第Ⅳ節では、EBO モデルが企業価値の国際比較に有用であるという新しい可能性を紹介している。

II 企業評価における純資産簿価の重要性

1. 資本資産評価モデルとその変則的証拠

Sharpe (1964)³⁾、Lintner (1964)⁴⁾、Black (1972)⁵⁾ の資本資産評価モデルは、長い間、学者や実務家にとって平均リターンやリスクを考える際に役立ってきた。このモデルの中心的な考えは、投資資産の市場ポートフォリオが効率的であるというもので、証券の期待リターンがその市場ベータの正の線形関数であり、次式で示されるベータ値が期待リターンを十分に表していることである。

$$E(r_i) = r_f + [E(r_m) - r_f] \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)} \quad (1)$$

ここで、 $E(r_i) = i$ 企業のキャッシュ・フローのリスクを勘案した期待投資リターン

r_f = 安全資産のリターン

r_i = i 資産のリターン

r_m = 市場ポートフォリオのリターン

$$\text{ベータ値}(\beta) = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

しかしながら、1980年代に入って、この Sharpe-Lintner-Black 資本資産評価モデル（以下、SLB モデル）では説明できないような、いくつもの重要な変則的証拠が示されるようになった。Fama and French (1992)⁶⁾ によると次のような変則的証拠が示されている。

-
- 3) W. F. Sharpe, "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, 19, 1964, pp. 425-442.
 - 4) J. Lintner, "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets," *Review of Economics and Statistics*, 47, 1965, pp. 13-37.
 - 5) F. Black, "Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing," *Journal of Business*, 45, 1972, pp. 444-455.
 - 6) E. F. Fama and K. R. French, "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47, 1992, pp. 427-465.

① SLB モデルに対する変則的証拠

第一のもっとも有名な変則的証拠は、Banz (1981)⁷⁾ が示した規模効果である。これは、株価に株式数をかけた時価総額 (ME) が、ベータ値によるクロスセッション平均リターンについて追加的な説明力を持っているというものである。すなわち、小さな時価総額 (ME) をもった株式の平均リターンは、そのベータ値による推定値よりも高いし、大きな時価総額 (ME) をもった株式の平均リターンは、そのベータ値による推定値よりも低いという証拠が示された。

第二の変則的証拠は、Bhandari (1988)⁸⁾ によって指摘されたレバレッジと平均リターンの正の関係である。ベータ値と規模 (ME) を含んだ実証テストにおいて、レバレッジが、クロスセッション平均株式リターンを説明するのに役立つことがわかったのである。このような実証的証拠の解釈としては、レバレッジがリスクや期待リターンと関係していると考えるのがもっともらしいが、SLB モデルでは、レバレッジによるリスクは市場ベータ値によって捉えられないと考えられていたのである。

第三に、Rosenberg, Reid and Lanstein (1985)⁹⁾ は、アメリカ株式の平均リターンが株式持分の純資産簿価／時価比率 (BE/ME) と正の関係にあることを発見した。特に、Chan, Hamao and Lakonishok (1991)¹⁰⁾ は、日本株式のクロスセッション平均リターンを説明する際にこの BE/ME が大きな役割を果たしていることを発見した。これは、SLB モデルでは説明できることである。

第四に、Basu (1983)¹¹⁾ は、ベータ値と規模を含めた実証テストにおいて、

- 7) R. W. Banz, "The Relationship Between Earnings and Market Value of Common Stocks," *Journal of Financial Economics*, 9, 1978, pp. 3–18.
- 8) L. C. Bhandari, "Debt/Equity Ratio and Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence," *Journal of Finance*, 43, 1988, pp. 507–528.
- 9) B. Rosenberg, K. Reid and R. Lanstein, "Persuasive Evidence of Market Inefficiency," *Journal of Portfolio Management*, 11, 1985, pp. 9–17.
- 10) L. K. Chan, Y. Hamao and J. Lakonishok, "Fundamentals and Stock Returns in Japan," *Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1739–1789.
- 11) S. Basu, "The Relationship Between Earnings Yields, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, pp. 129–156.

利益／株価比率（E/P）がアメリカ株式のクロスセッション平均リターンを説明するのに役立つことを発見した¹²⁾。

最後の変則的証拠として、ベータ値の説明力の低下がある。SLB モデルによると、平均リターンとベータ値との間には高い正の関係があるはずである。確かに、Black, Jensen and Scholes (1972)¹³⁾ と Fama and MacBeth (1973)¹⁴⁾ は、1969年以前について平均株式リターンとベータ値との間の正の関係があることを発見した。しかしながら、Reinganum (1981)¹⁵⁾ や Lakonishok and Shapiro (1986)¹⁶⁾ によると、もっと最近の1963年から1990年の期間では、ベータ値と平均リターンとの関係が非常に弱いことがわかった。

② Fama and French (1992) の実証結果

これらの変則的証拠は、結局、リターンを説明するベータの説明力が低下したことと、これに代わって、規模、レバレッジ、BE/ME、E/P といった変数がリターンをよりよく説明することを示している。これは、SLB モデルでは説明し難いことであった。これらの関係を確認するため、Fama and French (1992) は、NYSE、AMEX、NASDAQ 株式のクロスセクション平均リターンについてベータ値、規模、E/P、レバレッジ、BE/ME といったこれらの変数の説明力を再度検証した。Fama and French の結論は明快である。規模と BE/ME という二つの変数が、1963年～1990年のクロスセッション平均株式リターンをよりよく説明するというものであった。すなわち、株式リスクは、これま

-
- 12) Ball (1978) によると、E/P は、期待リターンに含まれる名前の付けられないすべての要因を表す変数であると説明されている。すなわち、リスクや期待リターン、他の名前の付けられていないリスクが高い株式は、その E/P が高くなる。
 - 13) F. Black, M. C. Jensen and M. Scholes, "The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests," in M. Jensen. ed.: *Studies in the Theory of Capital Markets* (Praeger, 1972).
 - 14) E. F. Fama and J. MacBeth, "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, 81, 1976, pp. 607–636.
 - 15) M. R. Reinganum, "A New Empirical Perspective on the CAPM," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16, 1981, pp. 439–462.
 - 16) J. Lakonishok and A. C. Shapiro, "Systematic Risk, Total Risk and Size as Determinants of Stock Market Returns," *Journal of Banking and Finance*, 10, 1986, pp. 115–132.

でベータ値として考えられていたような一義的なものではなく、多面的であることがわかった。リスクの一つの側面は規模によって表され、もう一つの側面は BE/ME によって表される。しかし、この規模と BE/ME がなぜリターンをよりよく説明するかについて、Fama and French は明確に説明していない。

さらに、Fama and French は、ベータと平均リターンの関係が、1940年～1990年の50年間でさえも弱いことを示している。結局、Fama and French の結果から、平均株式リターンがベータ値と正の関係にあるという SLB モデルのもっとも基礎的な予測さえ支持されないことがわかった。しかし、これとは対照的に、規模、レバレッジ、BE/ME とリターンとの一変量関係は強固であった。他の変数を組み込んで多変量で検証した場合でも、規模とリターンの負の関係は堅固であり、BE/ME と平均リターンの正の関係も強固であった。これまで、規模効果が注目されてきたが、BE/ME が平均リターンと一貫して強い関係をもっていることが再度確認されたのである。

2. 会計数値を用いた企業評価モデル

説明力を失った SLB モデルに代わって、最近注目されているモデルとして Edwards-Bell-Ohlson モデル（以下、EBO モデルと略す）¹⁷⁾ がある。この EBO モデルの特徴は、企業価値を純資産簿価と会計利益によって表現することである。このモデルは、次のような点で、会計におけるこれまでの証券市場モデルと異なっている。第一に、Beaver (1989)¹⁸⁾ に代表されるような、まず

17) このモデルは、Ohlson (1990, 1991) によって提唱されたものであるが、決して新しいものではなく、Edwards and Bell (1961) においてすでに認識されていたものである。そこで、Bernard (1994) は、この Ohlson モデルを Edwards-Bell-Ohlson モデルと呼んでいる。

E. Edwards and P. Bell, *The Theory and Measurement of Business Income* (Berkeley: The University of California Press, 1961).

V. L. Bernard, "Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Book-to-market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis," working paper, University of Michigan, January 1994.

18) W. H. Beaver, *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 2nd ed. (Prentice-Hall, Inc., 1989).

利益を将来キャッシュ・フローおよび配当へ変換し、その後にこれらのキャッシュ・フローを企業価値へと結びつけるという一般的な二段階評価を想定していない。第二に、EBO モデルは、クリーン・サープラス会計以外にはまったく前提を必要とせず、株価と利益の関係を前提としていない点である。1994年に Bernard¹⁹⁾ によってこのモデルの有用性が実証的に検証されて以来、次第に、このモデルを支持する実証結果が公表されるようになってきた。

この EBO モデルの概要と最近におけるその解釈を、Frankel and Lee (1996 a)²⁰⁾ に基づいて、簡単に整理すると次のように示される。

① EBO モデルの概要

EBO モデルでは、クリーン・サープラス会計を前提として、企業価値 (V_t) は、次に示すように、企業の純資産簿価に通常リターンを越える割引期待将来利益を加えたものであると考えられている。

$$\begin{aligned} V_t &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} (1+r_e)^{-i} E_t [NI_{t+i} - (r_e) B_{t+i-1}] \\ &= B_t + \sum_{i=1}^{\infty} (1+r_e)^{-i} E_t [(ROE_{t+i} - r_e) B_{t+i-1}] \end{aligned} \quad (2)$$

ここで、 B_t = t 時点での純資産簿価

NI_t = t 期の純利益

r_e = 株主資本コスト

ROE_t = t 期の自己資本利益率

E_t = t 時点での予測オペレータ

EBO モデルが機能するための唯一の前提条件は、クリーン・サープラス会計が保たれていることである。クリーン・サープラス会計とは、資本の期間から期間への変化が、予測利益 (NI_t) および株主資本の増加・減少の純額（配当の純額、すなわち DIV_t ）に等しくならなければならないということである。数式では、 $B_t = B_{t-1} + NI_t - DIV_t$ と示される。ここで DIV_t は、t 期に支払われた配当の純額（配当 + 減資 - 増資）であり、 NI_t は t 期の当期純利益である。すな

19) V. L. Bernard (1994), *op. cit.*

20) R. Frankel and C. M. C. Lee, "Accounting Valuation, Market Expectation, and the Book-to-Market Effect," unpublished paper, January 1996a.

わち、クリーン・サープラス会計は、貸借対照表と損益計算書が明確であること、すなわち損益計算書の最後の項目（当期純利益）が純資産簿価の変動（増資および減資を考慮したもの）に等しいことを要求するものである。

② EBO モデルの解釈

この EBO モデルの解釈は次の通りである。第一に、この式では、企業価値を、投資資本の測定値 (B_t) と将来の富創造活動合計の現在価値の測定値（無限総計）という 2 つの要素に分割している。もし企業が株主資本コストとまったく同じ率で利益を稼得したとすると、企業の富創造活動はゼロとなり、 $V_t = B_t$ となる。言い換えれば、富を作り出さない企業は、その投資資本の価値しか価値を持たないことになる。しかしながら、期待 ROE が資本コスト (r_e) よりも高い（低い）企業はその純資産簿価よりも大きな（小さな）企業価値を持つことになる。

第二に、もし市場がファンダメンタル価値を合理的に価格づけている（すなわち、 $P_t = V_t$ ）なら、このモデルは株価純資産倍率 (P/B) についての自然な解釈を提供することになる。すなわち、次式に示すように、両辺を簿価 (B_t) で割ることによって、企業の将来異常 ROE によって P/B を表すことが可能になる²¹⁾。

$$\frac{P_t}{B_t} \doteq \frac{V_t}{B_t} = 1 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROE_{t+i} - r_e)}{(1+r_e)^i} \times \frac{B_{t+i-1}}{B_t} \quad (3)$$

競争均衡において、企業の ROE はその株主資本コストに近づき ($ROE = r_e$)、株価純資産倍率 (P/B) は 1 に近づくことになる。また、将来、通常以上の ROE を稼得すると期待される企業は、高い株価純資産倍率 (P/B) で取り引きされるであろう。言い換えれば、この等式は、企業の期待将来収益力を企業の持分価値の推定値の中に適切に取り込んでいるといえるだろう。

第三に、このモデルは、保守主義や他の会計操作から生じるバイアスによって全く影響されない。これまで、会計数値に基づく企業評価モデルは経営

21) Frankel and Lee (1996a), *op. cit.*, p. 33. この式は、Bernard (1994) の式 7 と同じである。

者の利益操作に敏感に反応しすぎるのではないかという疑問が頻繁に示されてきた。しかしながら、保守主義や会計操作によって生じる現在のいかなる純資産簿価の減少も将来の ROE の増加によって完全に相殺され、総計である企業価値は影響されないと主張されるのである。例えば、複式簿記のメカニズムは、産業間で保守主義の程度が違っていても完全に機能する。もしある企業が保守的であれば、報告される資産よりも経済的に優れた資産をもっているので、その純資産簿価は経済的感覚からは「低すぎる」ことになるが、その資産が高い将来利益を生み出すので、将来の報告 ROE は「高すぎる」ことになる。クリーン・サープラス会計を所与にすると、これらの 2 つの効果は正確に相殺され、推定される企業価値は影響されることになる。あらゆる形の会計操作も単に報告利益の期間の間の移転にすぎなければ、この公式はそれらをすべて適切に修正しうる。したがって、将来 ROE が信頼性をもって予測できると仮定すれば、このモデルは、会計方針が産業間で多様であるという批判からも免れることができるのである²²⁾。

③ これまでの実証結果についての解釈

この EBO 評価公式は、SLB モデルに対する変則的証拠を理解するのにも役立つ。第一に、このモデルは、将来の利益業績が現在の純資産簿価／株価比率 (B/P) と密接に結びつくことを示している。これは、低い B/P 企業が高い将来 ROE をもっているという実証結果と一致している。ここで注意すべきことは、将来の利益業績と現在の純資産簿価／株価比率 (B/P) の間の逆比例関係は、市場効率性の証拠として解釈されるべきではないということである。これは、単に、市場が価格を決定する際に将来の収益力を考慮していることを示しているのであって、価格決定に当たって利用可能なすべての情報が完全に織り込まれていることを示しているのではない²³⁾。

22) ただし、この公式が会計の相違を完全に修正するのは、無限期間の予測の場合だけである。期間が有限の場合には、修正は概算値にすぎないことになる。

23) Frankel and Lee (1996a) は、市場が株価を設定する際に現在の情報をすべて織り込んでいるかどうかを直接的に検討するために将来利益についてのアナリストの予測を用いている。

第二に、このモデルは、会計に基づく企業価値の構成要素間の正確な関係を定めている。最近の文献は、キャッシュ・フロー利回り、利益利回り、配当利回りといった場当たり的な多くの変数がリターンを予測する能力を持っていることを示している。しかしながら、このEBOモデルによると、これらの場当たり的な変数は、企業価値 (V_t) のある側面を不完全ながら反映しているにすぎず、これらの変数に基づいた投資戦略が部分的にうまく機能するかもしれない可能性を示唆している。しかし、このモデルは、純資産簿価も会計利益も単独では、企業価値 (V_t) を十分には捉えることができないことを明確に示している。

最近になって、この会計利益と純資産簿価の相対的な重要性が国によって異なることが指摘されるようになった。そこで、次に、日本およびその他の国的企业評価における会計利益と純資産簿価の相対的な重要性に関する最近の研究についてみてみよう。

III 各国における会計利益と純資産簿価の相対的重要性

これまで、企業価値の広範な国際比較を行う際には、株価収益率 (P/E) に関する数値が用いられることが多かったように思われる。この国際比較を有用にするためには、会計測定値と企業価値測定値 (株価) の間に国際的に通用する基本的な結びつきが必要である。これに関連して、次の二つの問題が提起される。第一の問題は、これまで考えられきたような各国に共通する利益と株価の関係があるのかという問題である。もし各国に共通する同等の基礎的な結びつきが存在しないなら、このような国際比較を行う意味がなくなる。例えば、もある国において企業評価にあたって純資産簿価の相対的重要性が高いなら、利益と株価との関係にのみに基づいて企業価値を国際比較することは誤った結論をもたらす可能性がある。第二の問題は、各国における会計基準の相違をどのように調整するのかという問題である。

EBOモデルに基づく企業評価は、この二つの問題に対して次のように対処できる。第一の問題について、EBOモデルは、企業評価に会計利益とともに純

資産簿価を反映しているので、各国における相違を企業評価に反映しやすい。第二の問題に対しても、前節でみたように、EBO モデルに基づくと、利益の期間移転がある程度相殺されるので、会計基準の異なった企業価値の国際比較を容易にする可能性が秘められている。

本節では、まず第一の問題に焦点を当て、各国における会計数値と株価の関係をみることにする。以下、Hall, Hamao and Harris (1994)²⁴⁾ と Cheng and Hsu (1996)²⁵⁾ によって行われた実証研究を紹介しながら、日本とその他の国における会計利益と純資産簿価の相対的重要性をみていく。

1. Hall, Hamao and Harris (1994) の実証結果

Hall, Hamao and Harris (1994) は、EBO モデルの考え方に基づいて会計数値と株価の関係について、特に、株価純資産倍率 (P/B) と自己資本利益率 (ROE) の関係に焦点を当てて、日本とアメリカの比較を行っている。Hall, Hamao and Harris はほとんど会計上の相違を統制しなかったが²⁶⁾、日本における個別と連結の両者の相違は考慮している。

Hall, Hamao and Harris は、会計数値と株価の関連を検証するために、EBO モデルの考えに基づいて、日本とアメリカにおける株価評価において会計利益が用いられている相対的な程度を、株価純資産倍率 (P/B) と自己資本利益率 (ROE) の相関係数によって確かめようとした。すなわち、先の(3)式に基づくと、企業の株価を評価する際に利益が重いウェートをもっているなら、株価純資産倍率 (P/B) と自己資本利益率 (ROE) の間に強い関係があると期待できる。また、株価評価において純資産簿価を用いているウェートが高ければ、株

24) C. Hall, Y. Hamao and T. S. Harris, "A Comparison of Relations Between Security Market Prices, Returns and Accounting Measures in Japan and the United States," *Journal of International Financial Management and Accounting*, 5(1), 1994, pp. 47-73.

25) C. S. A. Cheng and K. H. Y. Hsu, "The Relative Value-Relevance of Accounting Earnings and Book Value in Four Countries—The U. S., The U. K., Canada and Japan," unpublished paper, July 1996.

26) Hall, Hamao and Harris (1994) は、国際的な相違を調整すると思われる減価償却の役割を考慮したモデルについても検討している。

価収益率（P/E）と自己資本利益率（ROE）との間に負の相関関係があると期待される。しかし、その他の情報が用いられているウェートが高いなら、会計数値はそれほど用いられておらず、これらの関係は弱くなるだろう。

表1 P/E、P/B、ROE の相関関係の日米比較

1. 日本（連結）における P/E、P/B、ROE の相関関係

年	リターン(%)	中央値			スペアマン相関係数			N
		P/E	P/B	ROE	P/E と ROE	P/B と ROE	リターンと ROE	
84	15.71	27.90	2.26	7.24	-0.21	0.15	0.07	364
85	16.73	28.69	2.47	7.97	-0.39	0.22	-0.02	364
86	30.18	44.17	3.18	6.48	-0.30	0.03	0.15	364
87	14.20	50.00	3.46	5.48	-0.00	0.04	0.13	364
88	28.78	55.30	4.31	6.95	-0.28	0.22	-0.04	364
89	14.96	52.45	4.34	7.66	-0.42	0.34	0.02	364
90	0.36	53.78	3.86	6.77	-0.52	0.19	0.00	364
91	-22.82	41.27	2.82	6.61	-0.41	0.24	0.29	364

2. アメリカにおける P/E、P/B、ROE の相関関係

年	リターン(%)	中央値			スペアマン相関係数			N
		P/E	P/B	ROE	P/E と ROE	P/B と ROE	リターンと ROE	
84	6.77	10.76	1.34	12.80	0.03	0.53	0.43	262
85	18.53	12.36	1.49	10.97	0.18	0.46	0.43	262
86	25.01	15.79	1.83	9.87	0.21	0.52	0.45	262
87	-1.78	13.30	1.61	11.86	0.05	0.59	0.33	262
88	7.59	11.52	1.60	14.35	-0.15	0.57	0.10	262
89	11.52	11.08	1.58	13.34	0.14	0.54	0.38	262
90	-2.05	12.73	1.46	11.31	0.21	0.53	0.44	262

調査の結果、表1に示されるように、アメリカではほとんどの年において、株価純資産倍率（P/B）²⁷⁾と自己資本利益率（ROE）の順位相関係数が50%以上であるのに対して、日本では、ほとんどが40%以下であった。このことから、一般的に、株価を評価する際に、日本の投資家はアメリカの投資家よりも利益にあまり関心を払っていないことがわかる。

27) 先の純資産簿価／時価比率（BE/ME）の逆数であることに注意する必要がある。

また、日本における株価収益率（P/E）と自己資本利益率（ROE）の順位相関係数は、一貫して負であり、比較的0に近いアメリカに比べてはるかに高いことがわかる。これは、日本において、利益よりも純資産簿価に相対的に多くの関心が集まっていることを示している。これに対して、アメリカでは、純資産簿価よりも利益の方がより重要であることを示しているように思われる。

このような結果から、Hall, Hamao and Harris は、日本の株価評価が会計利益にアメリカほどのウェートを置いていないなら、日本の会計利益をアメリカ基準に近づけようと努力することは、これまで考えられてきたほどの意味がない可能性があることを指摘している。すなわち、利益の金額をいくら調整しようが、利益数値にのみとらわれていては、国際的な企業評価を正しく行うことができないことを実証的に検証したのである。

それでは、次に、各国における利益と純資産簿価の相対的重要性がどの程度異なっているのかについてみてみよう。

2. Cheng and Hsu (1996) の実証結果

Cheng and Hsu (1996) は、EBO モデルの考え方に基づいて、アメリカ、イギリス、カナダ、日本について、企業評価における会計利益と純資産簿価の相対的重要性を比較調査している。Cheng and Hsu (1996) は、企業評価における会計利益と純資産簿価の相対的重要性をみるために、1983年から1991年について次のような回帰分析を行っている。

$$P_{it} = w^e_t E_{it} + w^h_t B_{it} + \mu^{eh}_{it} \quad (4)$$

ここで、 P_{it} =i 企業の t 時点の 1 株当たりの株価

E_{it} =i 企業の t 時点の 1 株当たり報告利益

B_{it} =i 企業の t 時点の 1 株当たり純資産簿価

w^e_t =利益評価係数 (EVC)

w^h_t =純資産簿価評価係数 (BVC)

μ^{eh}_{it} =誤差項

各評価係数の相対的な重要性をみるために、これらの変数は、平均0 分散1 と

表 2 Cheng and Hsu (1996) による回帰分析の結果

年	アメリカ(N=4187)			イギリス(N=5136)		
	調整済 R ²	利 益 評価係数	純資産簿価 評価係数	調整済 R ²	利 益 評価係数	純資産簿価 評価係数
全サンプル	0.61	0.52*	0.34*	0.38	0.56*	0.07*
83	0.50	0.47*	0.31*	0.23	0.57*	-0.11
84	0.66	0.64*	0.22*	0.31	0.84*	-0.36*
85	0.55	0.41*	0.41*	0.20	0.36*	0.12
86	0.60	0.44*	0.42*	0.34	0.73*	-0.18*
87	0.64	0.51*	0.34*	0.46	0.88*	-0.27*
88	0.67	0.68*	0.17*	0.56	0.74*	0.01
89	0.63	0.53*	0.35*	0.50	0.69*	0.03
90	0.70	0.62*	0.31*	0.53	0.45*	0.38*
91	0.62	0.53*	0.37*	0.57	0.53*	0.34*
平均値	0.62	0.54*	0.32*	0.41	0.64*	-0.00
t 値		17.36	11.71		10.93	-0.05
カナダ(N=2224)				日 本(N=3645)		
年	調整済 R ²	利 益 評価係数	純資産簿価 評価係数	調整済 R ²	利 益 評価係数	純資産簿価 評価係数
	0.57	0.24*	0.56*	0.61	0.25*	0.56*
全サンプル	0.57	0.24*	0.56*	0.61	0.25*	0.56*
83	0.44	0.34*	0.40*	0.53	0.14	0.61*
84	0.50	0.54*	0.24*	0.52	0.29*	0.47*
85	0.35	0.22	0.41*	0.41	0.00	0.64*
86	0.48	0.39*	0.34*	0.44	0.04	0.63*
87	0.62	0.30*	0.52*	0.64	0.31*	0.54*
88	0.64	0.27*	0.57*	0.82	0.41*	0.52*
89	0.70	0.10	0.76*	0.76	0.47*	0.43*
90	0.71	0.19*	0.72*	0.78	0.57*	0.34*
91	0.73	0.11*	0.80*	0.75	-0.32*	1.09*
平均値	0.57	0.27*	0.53*	0.63	0.21	0.59*
t 値		5.86	7.99		2.30	8.23

*は、1%水準で統計的に有意であることを示している。

なるように標準化されたものを用いている。各国について、各年度ごとに回帰分析した結果は表 2 の通りである。

結論から述べると、アメリカおよびイギリスでは、市場参加者にとって会計

利益がより重要であるのに対して、カナダや日本では、純資産簿価の方がより重要であるという極めて興味深い結果が明らかになった。この結果は、Hall, Hamao and Harris の先の実証結果とも一致している。この Cheng and Hsu の実証結果の詳細は、次のように要約されるだろう。

まず、アメリカについては、すべての期間にわたって利益評価係数 (EVC) と純資産簿価評価係数 (BVC) は統計的に有意であった。イギリスでは、利益は 9 年間すべて統計的に有意であったが、純資産簿価は 5 年間だけで統計的に有意であった。また、平均値分析の結果、イギリスの純資産簿価評価係数は統計的に有意ではなかった。この結果から、アメリカでは利益と純資産簿価の両方が企業価値に関連しているのに対して、イギリスでは相対的にいって利益の方が企業価値に関連していると考えられる。

これに対して、カナダと日本の純資産簿価評価係数はすべての期間にわたって統計的に有意であった。しかし、利益評価係数はそれほど安定していないことがわかった。カナダの利益評価係数は、9 年のうち 7 年間で有意であり、日本では 9 年のうち 6 年間で有意であった。また、平均値分析の結果は、日本の利益評価係数が統計的に有意でないことを示している。この結果から、カナダの利益評価係数と純資産簿価評価係数は、企業価値に関連しているが、日本は純資産簿価評価係数の方が企業価値に関連していると考えられる。日本では、企業価値を説明する際に、会計利益が純資産簿価に対してそれほど追加的説明力をもっていないと考えられる。また、興味深いことに、イギリスとカナダでは、この調査期間の間に、企業評価における純資産簿価の重要性が増加してきていたことがわかった。

次に、全期間をプールしたサンプルに対する回帰分析の結果から、アメリカでは、純資産簿価と利益の両者によって株価の 61% が説明されることがわかった。同様に、日本では 61%、イギリスでは 57%、カナダでは 38% が説明されることが示されている。このような相違をもたらす原因として、Cheng and Hsu は、①GAAP の相違、②経営者の利益平準化行動の相違、③会計制度と税制の関係の相違を挙げている。

以上の二つの実証結果によって、企業評価の際に、利益だけでなく、純資産簿価が重要な役割をもっていることが再確認され、国によって会計利益と純資産簿価の相対的重要性が違っていることがわかった。特に、日本においては、利益よりも純資産簿価の係数の方が高いことが明確に示された。ところで、これらの結果に基づいて国際的な企業評価を行うためには、国ごとの利益評価係数と純資産簿価評価係数を特定する必要があり、これには困難が伴うと思われる。この問題を解決するため、次節では、EBO モデルに基づいた、さらに進んだ企業価値の国際比較の試みについて見てみよう。

IV 会計数値に基づく企業価値の国際比較

1. 予測 ROE を用いた企業価値推定値とその適用条件

Frankel and Lee (1996b)²⁸⁾ の研究は、EBO モデルを国際的な状況において用いるための理論的な土台を提示するものである。Frankel and Lee (1996b) は、EBO モデルに基づき、現地の利益や純資産簿価を、国際的に比較可能な企業価値の推定値へと変換する評価技法を提案している。その国際的に比較可能な企業評価の推定値は、利用可能な 2 年間の予測 ROE を用いて、次のように定義される。

$$\hat{V}_t = B_t + \frac{(FROE_{t+1} - r_{it})}{1 + r_{it}} \times B_t + \frac{(FROE_{t+2} - r_{it})}{(1 + r_{it})r_{it}} \times B_{t+1} \quad (5)$$

ここで、 \hat{V}_t =企業価値の推定値

$$r_{it}=i \text{ 国の } t \text{ 年の株主資本コスト} = 0.0424 + GBY_{it}$$

$$GBY_{it}=i \text{ 国の } t \text{ 年の国債利回り}$$

$$B_t=t \text{ 時点での純資産簿価}$$

$$B_{t+1}=B_t+(1-k)FY1$$

$$k=\text{配当性向}; \quad FY1=1 \text{ 年後の予測利益}$$

$$FROE_{t+i}=t \text{ 時点の利用可能な情報に基づいた } t+i \text{ 期間の予測}$$

28) R. Frankel and C. M. C. Lee, "Accounting Diversity and International Valuation," unpublished paper, August 1996b.

$$\text{ROE}_t, \text{FROE}_{t+1} = \text{FY1} / \text{B}_t; \quad \text{FROE}_{t+2} = \text{FY2} / \text{B}_{t+1}$$

概念的に、この EBO モデルに基づいた企業価値の推定値は、特定の条件が満たされたすべての会計制度のもとで等しく機能すると考えられる。Frankel and Lee (1996b) は、この企業評価の推定値を国際比較に適用するにあたって考察すべき問題として次の 3 つをあげている。それは、各国の会計制度について、①前提となるクリーン・サープラス会計に対する制度的な違反の程度、②利益予測の信頼性と正確性の程度、③限られた期間内における価値把握の程度を見積ることである。これらの問題は、評価プロセスにノイズをもたらしうるし、そのノイズの程度は、国によって異なっていると考えられるからである。Frankel and Lee (1996b) のこれらの問題についての考察は、次のように要約される。

① クリーン・サープラス会計に対する違反の程度

第Ⅱ節で示したクリーン・サープラス会計は、過去において企業がクリーン・サープラス会計にしたがっていたかどうかを問うものではなく、将来において、企業がしたがうべきことを要求するものである。特定の会計基準が、クリーン・サープラス会計に違反して、損益計算書を通さずに、株主持分に直接付加することを許可する場合には、その項目は「ダーティ・サープラス調整勘定」と呼ばれる²⁹⁾。過去において発生したダーティ・サープラス調整勘定は、既に純資産簿価の中に計上されており、企業価値の推定値の中に取り込まれているので問題はない。ところが、将来において、予測できないダーティ・サープラス調整勘定が発生し、予測利益に計上されない場合には、その金額は EBO モデルによる企業価値の推定値から抜け落ちることになる。しかし、このダーティ・サープラス調整勘定の影響の現在価値が差し引きゼロになると予測される場合には、この違反は無視してもかまわないことになる。結局、各国の会計制度のもとでのダーティ・サープラス調整勘定の頻発の可能性について個別に分析し、その項目の現在価値がゼロになると期待できない場合には、現在の純

29) 例えば、アメリカの GAAP のもとでは、在外子会社の換算から生じる換算損益と長期の市場性ある有価証券から生じる未実現損益などがある。

資産簿価あるいは将来利益予測にこれらの項目を反映するように調整する必要がある。Frankel and Lee の実証研究では、ダーティ・サープラスの影響をゼロと仮定しており、調整を行わない単純なモデルを用いている。

② 利益予測の信頼性と正確性の程度

次に、専門的なアナリストが信頼できる利益予測を行うのに十分な情報を得なければならない。Frankel and Lee の企業評価の推定値では、予測 ROE を用いているので、その評価の中心となる専門的アナリストの予測に有用な情報が利用可能でなければならない。理論的には、アナリストが利益予測にあたって現地 GAAP を熟知している限り、評価のために会計的な調整を行う必要はない。この仮定を検証するため、Frankel and Lee は、各国のアナリストの予測誤差の正確さと分散を調査した。その結果、アナリストは、すべての国で過度に楽観的な傾向があったが、外国における利益予測は、正確性という観点で、アメリカと比較可能であると結論づけている。これを受け、Frankel and Lee は、各国の専門的アナリストが、将来生じるであろう会計上の利益相殺³⁰⁾について正確な予測を行うことが出来るだけの十分な情報をもっていると仮定している。

③ 限られた期間内における価値把握の程度

最後に、その国の会計制度が数年間の予測期間のうちに企業価値を把握できなければならない。先に述べたように、理論的には、クリーン・サープラス会計を満たすすべての会計制度は、無限の期間においては最終的に企業価値を把握するであろう。しかしながら、限られた期間内において企業価値を把握する際には、企業価値を把握するスピードが会計制度によって異なるのである。Frankel and Lee は、計算された企業価値の推定値が比較的短い予測期間で企業価値に収斂する場合、その会計制度は質が高いと考えている。例えば、Frankel and Lee によると、日本における親会社の個別会計制度は、連結会計制度よりも質の低い会計制度であると指摘している。個別会計制度のもとで

30) 例えば、企業の減価償却方針が明確に開示されていなければ、アナリストは信頼できる利益予測を行うことが出来ない。

は、子会社の損益は、配当が支払われた範囲でのみ親会社の利益に反映される。この子会社が作り出した価値は最終的に親会社の利益に組み込まれるので、クリーンサーフラスの関係に違反していない。しかしながら、この日本の個別会計制度では、子会社で作られた価値を適時に把握出来ないことが指摘される。Frankel and Lee は、この問題を検証するため、日本については、親会社の個別ベースと連結ベースの両方について調査を行っている。

2. Frankel and Lee (1996b) の実証結果

以上の考察を前提として、Frankel and Lee は、まず、20カ国の会計数値を用いて企業評価の推定値を推定する。そして、この企業価値の推定値が株価を説明する程度を、各国ごとに、利益や純資産簿価の説明力と比較している。この比較結果によって、企業価値の推定値が、利益や純資産簿価よりも優れているかどうか、また、国際的に使用可能であるかどうかを検証する。次に、各国の「会計制度の質」についても考察している。これは、各國における企業価値の推定値の説明力を比較することによって、各國の会計制度が企業価値をどれだけ迅速に反映するかを調べるものである。最後に、Frankel and Lee は、この企業価値の推定値が国際的な資本投資意思決定において有用であるかどうかについても検証している。

その結果、既に述べたような限界にもかかわらず、実証に用いられた企業価値の推定値は、各國の株価を非常にうまく説明できることがわかった。20カ国(6,000社)の8年間(1987年~1994年)にわたって、企業価値の推定値は、一貫して、利益や純資産簿価よりも株価の変動を説明するのに優れていることがわかった。ほとんどの国で、企業価値の推定値は、株価変動の70%以上を説明する。Frankel and Lee によると、会計制度が幾分偏っていると思われるドイツや日本では、この推定値の株価を説明する能力は若干低かったが、当期の株価との相関関係という点で、この推定値は純資産簿価や利益よりも優れていた。これらの実証結果をさらに詳細に述べると次の通りである。

① 主要7カ国における企業価値推定値の説明力

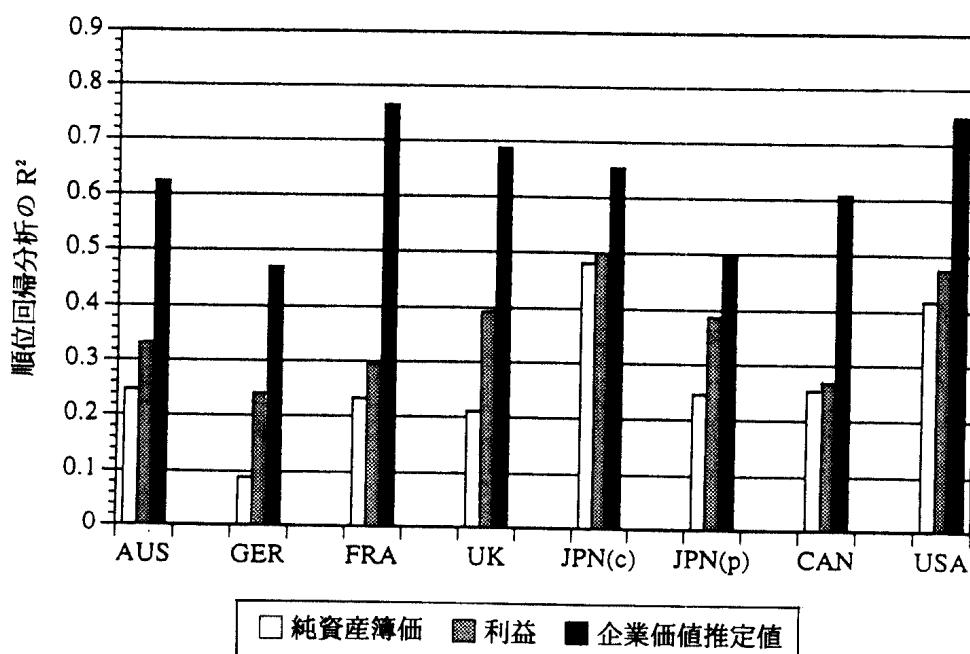
Frankel and Lee は、まず、主要 7 カ国の各国別に純資産簿価、会計利益、企業価値の推定値の説明力を比較している。表 3 は、各國ごとに、株価に対して、①一株当たり純資産簿価、②一株当たり利益、③一株あたり企業価値の推定値をそれぞれ切片 0 で一変量の順位回帰分析³¹⁾した結果得られた説明力 (R^2) を比較したものである。その結果、7 カ国すべてにおいて、企業価値の推定値は、利益や純資産簿価よりも各國の株価をよりよく説明することがわかった。企業価値の推定値の説明力がそれほど良くなかった 2 つの例は、ドイツの 48% と日本の個別ベースの 50% であったが、それでも利益や純資産簿価よりも高い説明力を持っていた。企業価値の推定値の説明力が良かった 3 つの例は、フランス、アメリカ、イギリスの約 70% であった。企業価値の推定値が短期間で株価に反映される会計制度がより高い質をもった会計制度であるという Frankel and Lee の主張に基づくと、フランス、アメリカ、イギリスの会計制度は、わずかではあるが他の国の会計制度よりも質が高いと考えられるかもしれない。また、日本の連結会計制度による企業価値測定値の説明力は約 65% であり、個別会計制度による説明力は約 50% であった。このことは、日本においても連結会計制度が重要であると共に、個別会計制度によってとらえられない情報が存在する可能性を示唆していると思われる。また、特に、フランス、ドイツ、オーストラリアといった国では、利益や純資産簿価による説明力は低いが、この企業価値の推定値を用いることによって飛躍的に説明力が増加していることも興味深い結果である。

次に、Frankel and Lee は、国別、年度別に同様の分析を行っている。その結果を示したものが表 4 である。表 4 から読みとれるように、年度別の順位回帰分析によても、この企業価値推定値の説明力がすべての国すべての年度において安定して高いことがわかった。異なる会計制度と経済状態をもった 7 カ国すべてにおいて、企業価値の推定値は、利益や純資産簿価よりも株価とはるかに高い相関関係を示している。このことは、Frankel and Lee が主張した

31) これは、各変数を、順位に変えてから回帰分析を行うものである。この研究では、各年の 9 月 30 日のデータに基づいて各変数を順位に変換している。

ように、利益や純資産簿価によるよりも、この推定値によって企業価値を国際比較した方がよりよい結果が得られる可能性を示唆しているように思われる³²⁾。

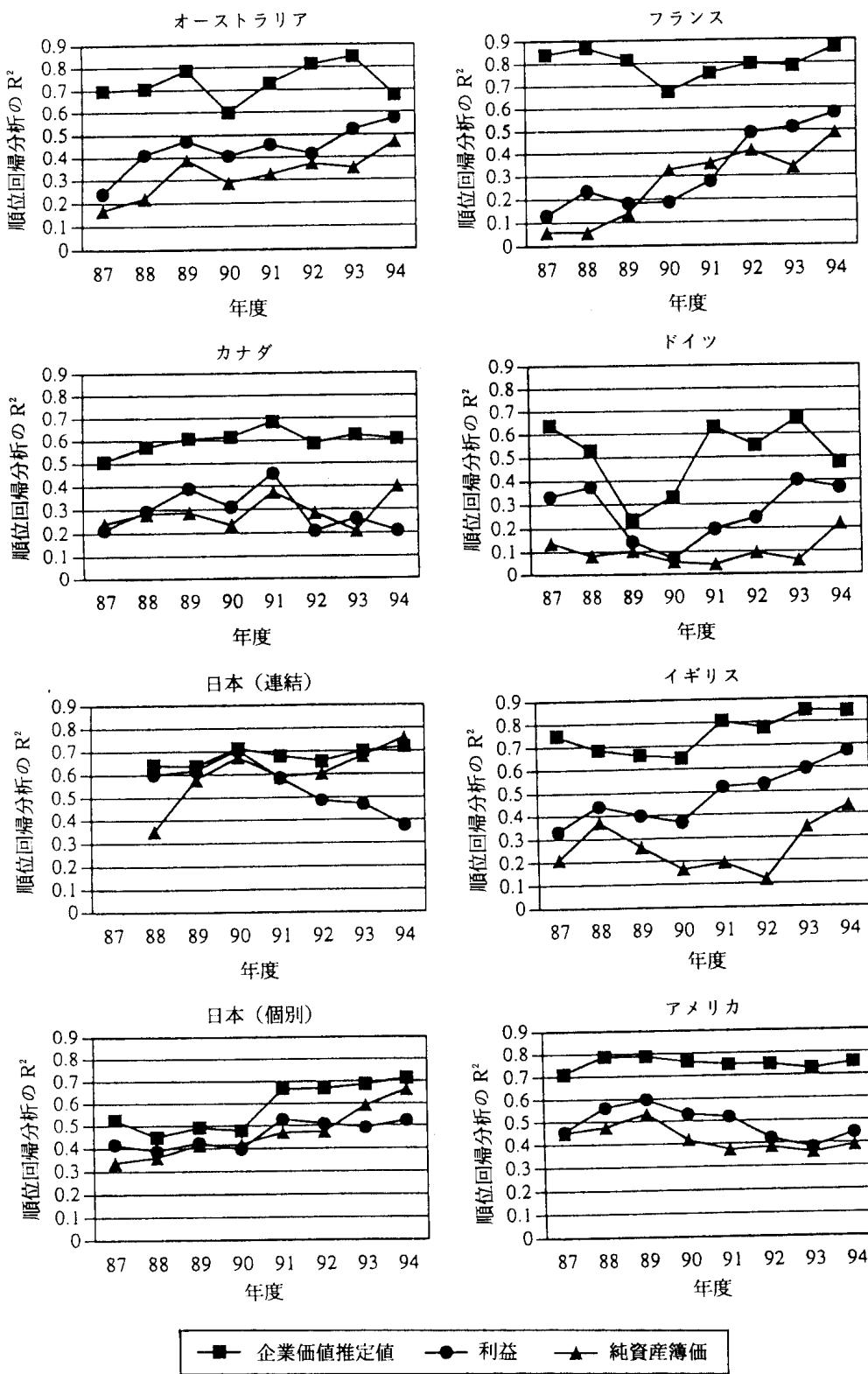
表3 主要7カ国における純資産簿価、利益、企業価値推定値の国別株価説明力



また、カナダ、フランス、日本といった国では、年度によって、利益よりも純資産簿価の説明力の方が高いことが示された。これは、92年以後の日本において特に顕著であり、単年度の利益よりも過去の蓄積が大きく株価に反映されていることを物語っているように思われる。この結果は、先の Cheng and Hsu (1996) の実証結果と一致しており、国によって、企業評価における純資産簿価の相対的な重要性が異なることを再確認したと言えるだろう。

32) オーストラリア、フランス、イギリスでは、利益の説明力が、最近になって増加してきていることも興味深い結果である。

表4 主要7カ国における純資産簿価、利益、企業価値推定値の国別・年度別株価説明力



② 企業価値推定値の追加的説明力

さらに、Frankel and Lee は、利益と純資産簿価を統制した場合の、企業価値推定値が株価を説明する追加的説明力についても調べている。表 5 は、株価に対して、①一株当たり純資産簿価、②一株当たり利益、③一株当たり企業価値推定値の 3 つの変数を多変量順位回帰分析を行ったものである。その結果、企業価値推定値の係数は、ノルウェーの 0.67 からイタリアの 2.56 まで比較的安定しており、国が違っても株価と企業価値の推定値の関係が一定であることがうかがえる。また、この回帰係数は、統計的にも極めて有意であった。それに較べて、純資産簿価と利益はあまり安定していない。利益の係数は常に負であり、純資産簿価の係数は 20カ国のうち 12カ国で統計的に有意でなかった。この結果は、企業価値の推定値が、利益や純資産簿価に含まれていない情報をもっていることを示しており、この推定値の追加的説明力を明確に示しているといえる。先の実証結果と同様に、ほとんどの国において、企業価値の推定値が、当期利益と純資産簿価を単純に組み合わせたものよりも、市場評価のプロセスを反映していることは明らかであると思われる。

③ 企業価値推定値とリターン

最後に、Frankel and Lee は、企業価値の推定値とリターンとの関係についても調べている。この調査は、企業価値の推定値に基づいて国際的な投資を行った場合の有用性を、利益や純資産簿価に関連する数値に基づいた国際投資と比較するものである。すなわち、これまでよく用いられてきた純資産簿価／株価比率に基づいた投資戦略（B/P 戦略）や利益／株価比率に基づく投資戦略（E/P 戦略）と比較して、企業価値推定値／株価比率に基づく投資戦略（V/P 戦略）が各国のリターンを予測する能力を検証している。

Frankel and Lee は、20カ国を対象に、V/P に基づいた 7 つの国際投資戦略を評価している。V/P 戦略 1 は、9月末を基準として、V/P が 1 位の国の株を買い、V/P が最下位の国の株を同額だけ売る。V/P 戦略 2 は、上位 2 カ国の株を買い、下位 2 カ国の株を売る。以下同様である。それぞれの戦略について、12ヶ月保持し、翌年の 9月末に清算した場合のリターンを計算し、比較してい

表 5 株価に対する会計変数の多変量回帰分析の結果

	国名	一株当たり純資産簿価	一株当たり利益	企業価値の推定値	R ²	F値	データ数
係数	アメリカ	0.07	-0.10	1.23	0.88	8073.9	12026
t 値		9.16	-2.05	156.8			
係数	全外国企業	0.11	-0.09	0.83	0.72	3015.7	11881
t 値		17.23	-13.3	132.1			
係数	オーストラリア	0.10	-0.02	1.63	0.94	804.2	613
t 値		1.58	-0.04	31.9			
係数	オーストリア	0.50	-0.51	1.55	0.93	137.9	99
t 値		3.59	-0.38	16.7			
係数	ベルギー	0.74	-1.87	1.31	0.82	49.0	114
t 値		4.94	-1.77	6.2			
係数	カナダ	0.13	-0.20	0.84	0.87	929.2	1526
t 値		7.53	-2.24	42.7			
係数	デンマーク	0.26	-1.62	1.53	0.94	166.5	109
t 値		3.50	-3.12	21.1			
係数	フィンランド	0.02	-0.61	1.32	0.96	174.1	71
t 値		1.03	-3.33	26.5			
係数	フランス	-0.08	-1.41	1.73	0.88	474.6	720
t 値		-1.24	-3.50	38.6			
係数	ドイツ	-0.02	-1.14	1.61	0.85	341.7	651
t 値		-0.37	-2.84	23.8			
係数	イタリア	0.03	-5.07	2.56	0.91	158.7	175
t 値		0.25	-6.54	29.2			
係数	日本(連結)	0.34	-6.91	2.33	0.92	623.7	585
t 値		5.35	-5.62	24.8			
係数	日本(個別)	0.68	-4.08	2.30	0.85	2072.1	3874
t 値		17.48	-7.95	47.5			
係数	オランダ	0.06	-1.21	1.18	0.92	413.5	369
t 値		1.40	-3.25	33.5			
係数	ノルウェー	0.08	0.65	0.67	0.89	53.0	69
t 値		1.19	2.62	5.21			
係数	南アフリカ	-0.01	4.94	1.33	0.91	138.5	151
t 値		-0.06	6.07	10.8			
係数	韓国	0.18	-1.74	1.83	0.98	217.2	33
t 値		1.38	-1.00	16.7			
係数	スペイン	0.21	-2.13	1.72	0.74	55.0	205
t 値		2.24	-2.75	13.4			
係数	スウェーデン	0.02	-0.50	1.32	0.87	55.8	90
t 値		0.46	-1.63	7.87			
係数	スイス	0.00	0.71	1.05	0.97	261.8	83
t 値		-0.05	1.22	27.9			
係数	タイ	0.46	-2.17	1.66	0.80	65.1	162
t 値		1.41	-1.37	13.7			
係数	イギリス	0.07	-0.40	1.77	0.91	3013.3	3184
t 値		4.59	-5.98	122.2			

る。その結果、いくつかの興味深い結果が示された。第一に、V/P 戦略は、8 年間（1987年～1994年）にわたって安定して正のリターンを生じた。この戦略は、国際的に市場が下向きの時（1987年、1989年、1991年）も、市場が上向きの時（1988年、1990年、1992年、1993年）と同じように成功した。第二に、この戦略は、その年によって投資すべき国が移っていくことを示したのである。例えば、スペインは、1987年から1989年までもっとも低い V/P 比率であったが、1990年には、もっとも高い V/P 比率の国の一になつた。同様に、ドイツは、最初の 2 年間買われたが、最後の 6 年間は売られる方のポートフォリオに移った。これとは対照的に、比較的安定した V/P 比率を示す国もあった。例えば、スイスは、安定して高い V/P 比率を保っていたのに対して、日本は、調査対象期間にわたって継続して低い V/P 比率が示された。

また、V/P 戦略の中でも特に戦略 1 は、8 年間すべての年において正のリターンが得られ、20.9% の平均年次リターンをもたらした (t 値 = 3.15)。また、7 つのすべての V/P 戦略は、ほとんどにおいて 8 年中 7 年以上で正のリターンを生じ、全体としても統計的に有意な正のリターンをもたらした。これに対して、E/P や B/P に基づく戦略も正のリターンをもたらしたが、V/P 戦略ほど安定したものではなかった。さらに、為替レートを考慮した場合も、V/P 戦略は、統計的に有意な正のリターンを示したが、B/P 戦略も E/P 戦略も統計的に有意なリターンをもたらさなかった。この実証結果は、EBO モデルに基づいた企業価値の推定値が国際投資意思決定に役立つ可能性を示唆している。

これらの実証結果を総合的に勘案して、Frankel and Lee (1996b) は、EBO モデルに基づく企業価値の推定値が、国際的な会計の多様性という問題に対する広範な解決策の不可欠な一部であると結論づけている。

V 結 び

本稿では、EBO モデルの有用性を指摘するとともに、企業価値の国際比較の可能性について紹介した。EBO モデルに基づいた最近の実証結果は、次のように要約されるだろう。

第一に、これまでにも指摘されてきたように、企業評価やリターン予測を、利益だけで行うことには限界がある。その意味で、利益とともに純資産簿価をモデルに取り入れていることによって、利益や帳簿価値のいずれか一方に基づくものよりも優れた実証結果が得られることがわかった。また、このモデルの良いところは、これまで場当たり的に行われてきた実証結果に理論的な説明を提供できることである。

第二に、国によって、企業評価における会計利益と純資産価値の相対的重要性が異なっている。本稿で紹介した3つのすべての実証結果によって、日本では企業評価にあたって利益よりも純資産簿価が重要であり、アメリカでは純資産簿価よりも利益が重要な役割を行っていることが明確に示された。

第三に、EBO モデルに基づいた企業価値推定値を用いることによって、企業価値を国際的に比較できる可能性がある。これまで、企業価値を国際比較する際には、利益か純資産簿価のいずれかに重点をおく必要があった。しかし、純資産簿価と予測利益を EBO モデルに基づいて一つの企業価値推定値へと変換することによって、より実態を反映した国際比較が可能になることが示された。

また、これまでには、利益とリターンの関係を想定することによって、「会計利益の質」や「利益の有用性」を測定するような研究が多くあったが、この EBO モデルを利用することによって、「会計制度の質」といったものを測定できる可能性が指摘された。EBO モデルは、長期的（無限期間）には保守主義や会計操作の影響を受けないが、短期的には会計手続きの影響を受ける。したがって、会計情報の利用者が予測可能な限られた期間内において、会計数値に基づく企業価値がどの程度株価に反映されるかを見ることによって、「会計制度の質」を測ることができると考えられるのである。Frankel and Lee は、この方法を用いて、日本における親会社の個別会計制度よりも連結会計制度の方が質が高いと指摘している。

最後に、EBO モデルに基づく企業価値の推定値が国際的な会計の多様性という問題に対する広範な解決策の不可欠な一部であるという Frankel and Lee

(1996b) の主張は、会計基準の国際的調和に対する代替的で補完的なアプローチの存在を示唆している。各国の会計基準や利益数値を形式的に統一することによるのではなく、各国の会計制度の質やアナリストの利益予測の正確性などの特性を考慮した企業価値の国際比較という、一步進んだ国際比較の可能性を指摘したことは注目に値すると思われる。

(筆者は関西学院大学商学部助教授)