

利益と純資産簿価の構成要素の情報価値

井 上 達 男

I. はじめに

本稿は、利益と純資産簿価の構成要素を考慮することによって、株式リターン説明力が飛躍的に増加することを、英米の文献に基づいて示すものである。まず、第Ⅱ節で、これまでの情報アプローチに基づく証券市場研究で用いられてきたリターン利益モデルにおける利益構成要素の情報価値に関する研究についての実証研究結果を紹介し、その結果について検討する。そこでは、「利益の持続性」といった新しい概念についても説明する。さらに、第Ⅲ節では、視点を広げて、最近注目されているファンダメンタルズ・アプローチの立場から、利益構成要素とともに純資産簿価の構成要素が株式リターンとどのような関係にあるかについて検討する。実証研究結果を紹介するとともに、情報アプローチからファンダメンタルズ・アプローチへの転換についても言及する。

II. 情報アプローチにおける利益構成要素の検討

証券市場研究では、利益の公表によって株価の変更が観察されることは、その利益情報が有用であるという証拠を提供していると考え¹⁾、利益公表周辺での株価の変化（株式リターン）と企業の持分の変化（利益）に相互関係があると考えている。また、株価が利益公表前の利益予測を反映しているなら、報告

1) R. J. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers" *Journal of Accounting Research* 6, Autumn 1968, p. 161.

利益そのものよりも期待外利益（新しい情報）と株価の変化（株式リターン）の方がより密接に関係していると考えられる。米国におけるこのような研究の成果について、桜井勝久教授は、「期待外の会計利益は、その符号ならびに相対的大きさとともに、残差リターンの符号および大きさと密接な関連性を有するから、現行の発生主義会計は、株価に反映されるような実体面での企業事象を、その利益測定の中でうまく把握することができている」²⁾と総括されている。ところで、利益情報の有用性は、株式リターン（株価の変化）と利益の間の相互関係を評価することによって推測されるので、利益の株式リターンに対する説明力（すなわち、株式リターンを利益と回帰分析したときの R^2 ）が株式投資者に対する情報貢献度の測定値であると考えられている。Lev (1989)³⁾ は、1970年代、1980年代に米国で行われた会計利益の情報内容に関する証券市場研究について詳細に検討した結果、会計利益による株式リターンの説明力 (R^2) が約6%と極端に低いことから、このような研究アプローチの有効性に疑問を呈した。この批判にこたえて、1980年代後半から説明力を高めるために分析モデルにさまざまな工夫が行われるとともに、利益の構成要素の情報価値も検証されるようになった。すなわち、損益計算書に掲載されているそれぞれの損益項目は株価や将来利益予測に対する影響が異なっていると考える方が自然であり、経常利益の次年度利益への影響（利益予測力）は、特別損益や異常損益などよりも強いと考えられる。これは、認識測定の違い、通常の営業活動との関連の程度、将来における発生の可能性などによって、それぞれの利益構成要素の利益予測能力は異なっているし、市場における企業価値は将来利益の予測に基づいているので、同じ利益総額であっても、その利益の構成要素いかんによっては株価への影響が異なると考えるのである。

以下、本節では、米国および英国におけるリターン利益モデルにおける利益構成要素の情報価値に関する実証研究の成果を紹介し、検討する。

2) 桜井勝久著『会計利益情報の有用性』（千倉書房、1991年）166頁。

3) B. Lev, "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 27 (Supplement), 1989, pp. 156-158.

1. Lipe (1986) による利益構成要素の情報内容

利益の構成要素がその総計である当期利益とは異なった情報内容を持っていることを示した初期の実証研究に Lipe (1986)⁴⁾ がある。そこで、検証された仮説は、売上総利益、販管費、減価償却費、支払利息、法人税、その他の損益といった、一般に公表されている利益の6つの構成要素が、当期利益に対して異なった情報を持っているかであった。用いられたモデルは、次式に示すように、Kormendi and Lipe⁵⁾ に基づいて計算した各利益構成要素の期待外変化に対する株式リターンの反応の大きさ (a_{ji}) を測定し、別の式で計算された当期利益 (利益構成要素の統合された数値) の株式リターンの反応の大きさ (a_{EPS}) と比較するというものである。

$$\text{異常リターン}_{it} = b_i \frac{1}{rp_{it}} + \sum_{j=1}^6 a_{ji} \frac{uc_{jit}}{rp_{it}} + \nu_{it}$$

ここで、 rp_{it} = i 企業の t 期期首の実質株価 (消費者物価で調整した株価)

uc_{jit} = i 企業の t 期の構成要素 j の期待外変化

ν_{it} = i 企業の t 期における異常リターンの説明できない部分

この式で計算される6つの a 係数は、他の5つの利益構成要素の期待外変化を所与とした場合に、特定の利益構成要素の期待外変化1ドルに対して生じる株式リターン反応のドル額の推定値である。ここで期待外変化は、各利益構成要素の1次自己回帰モデルによって算出される攪乱項であり、当期利益のうちで前年度の利益構成要素によって説明されない部分である⁶⁾。調査の結果、 a_{ji}

4) R. Lipe, "The Information Contained in the Components of Earnings," *Journal of Accounting Research* 24 (Supplement), 1986, pp. 37-64.

5) R. Kormendi and R. Lipe, "Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns," *Journal of Business* 60 (3), July 1987, pp. 323-345.

6) この式で用いられている構成要素の期待外変化は、Kormendi and Lipe (1987) に基づいて、次の構成要素の時系列特性の1次自己回帰モデルからの期待外変化 (uc_{jit}) として導きだされる。

$$dc_{jit} = \sum_{k=1}^6 z_{jki} dc_{ki,t-1} + uc_{jit}$$

ここで、 dc_{jit} = i 企業の t 期の構成要素 j の価値変動

j=1 売上総利益、j=2 販管費、j=3 減価償却費、
j=4 支払利息、j=5 法人税、j=6 その他の損益

と a_{EPS} は全体の30~40%において有意水準10%で統計的に異なっており、利益の構成要素が株式市場に異なった種類の情報を提供している可能性が示された。すなわち、一株当たり利益は、会計情報の完全なる要約ではなく、ここで検討した6つの構成要素を当期利益へと統合することによって、いくらかの情報が失われていたことが示された。

2. Swaminathan and Weintrop (1991) による収益・費用の追加的説明力

Swaminathan and Weintrop (1991)⁷⁾ は、アナリストの予測情報を用いて、収益と費用の予測外の増減が、当期利益の予想外の増減に対して追加的な情報内容を持っているかを調査した。彼らの分析結果を要約すると、次のように示される。なお、カッコ内は t 値を表わす。

$$\text{株式リターン} = 0.2085 \text{利益予測誤差} + 0.0005 \quad R^2 = 0.0324$$

$$(10.555)^* \quad (0.793)$$

$$\text{株式リターン} = 0.2178 \text{収益予測誤差} - 0.2150 \text{費用予測誤差} + 0.0006 \quad R^2 = 0.0347$$

$$(10.903)^* \quad (-10.831)^* \quad (0.951)$$

$$\text{株式リターン} = 0.2150 \text{利益予測誤差} + 0.0027 \text{収益予測誤差} + 0.0006 \quad R^2 = 0.0347$$

$$(10.831)^* \quad (2.980)^* \quad (0.951)$$

この結果から、次のような結論が導かれている。

- ①期待外収益とリターンには、統計的に有意な正の関係がある。
- ②期待外費用とリターンには、統計的に有意な負の関係がある。
- ③収益と費用の両方を用いると、当期利益以上の情報内容がある。
- ④収益が当期利益に対して追加的な情報内容を持っている。

この研究によって、期待外に収益が増加すると株式リターンが増加し、期待

$dc_{k,i,t-1}$ = i 企業の $t-1$ 期の構成要素の価値変動(k)

z_{jki} = 1 期前のそれぞれの構成要素の価値(k)が当期の構成要素の価値(j)に及ぼす影響をとらえる時系列係数

7) S. Swaminathan and J. Weintrop, "The Information Content of Earnings, Revenues, and Expenses," *Journal of Accounting Research* 29 (2), Autumn 1991, pp. 418-427.

外に費用が増加すると株式リターンが減少するという直感的な関係が、実証研究によっても支持されたといえる。しかしながら、それぞれのモデルの説明力は約3%であり、収益と費用の期待外の増減を考慮することによる説明力の増加もわずかであった。

3. Strong and Walker (1993) による利益構成要素の検討

利益の構成要素を考慮することによって株式リターンの説明力が大幅に改善されることを示したのは、Strong and Walker (1993)⁸⁾ であった。彼らは、英国企業を用い、英国の会計基準に基づいて当期利益を次の3つに分割した場合の説明力の増加を測定した。

E 1 = 例外損益控除前の利益。

E 2 = 例外損益 (exceptional items) : 通常の営業活動から生じたものであるが、金額または発生率が例外的なため、別表示を義務づけられた損益。

E 3 = 異常損益 (extraordinary items) : 通常の営業活動以外の事象または取引から生じる損益、および定期的または頻繁に生じないが、金額が重要である損益。

また、この研究では、モデルの説明力を高めるため、次式に示すように、Easton and Harris (1991)⁹⁾ によって提唱された利益水準と利益変動の両方を用いるリターン利益モデルを採用している。

$$\text{株式リターン} = a_t + \sum_{j=1}^J (b_{ij} + b_{tj}) \cdot \frac{E_{it}^j - E_{it-1}^j}{V_{it-1}} + \sum_{j=1}^J (c_i^j + c_t^j) \cdot \frac{E_{it}^j}{V_{it-1}} + u_{it}$$

ここで、 a_t = 定数項

E_{it}^j = i 企業の t 期の j 番目の利益構成要素

b_{ij} と b_{tj} = E_{it}^j の変動による反応係数

c_i^j と c_t^j = E_{it}^j の水準による反応係数

8) N. Strong and M. Walker, "The Explanatory Power of Earnings for Stock Returns," *The Accounting Review* 68 (2), April 1993, pp. 385-399.

9) P. Easton and T. Harris, "Earnings as an Explanatory Variable for Returns," *Journal of Accounting Research* 29, Spring 1991, pp. 19-36.

V_{it-1} = t 期の期首時点での持分市場価値

u_{it} = 誤差項

分析の結果、このモデルによる株式リターン説明力は54.54%であった。これまで用いられてきた当期利益の変動だけを説明変数としたモデルの説明力が6.59%であることから、Easton and Harris モデルと利益構成要素の情報を用いることによって、株式リターン説明力が飛躍的に増加することがわかった。また、Easton and Harris モデルを用いず、利益構成要素の水準だけを用いたモデルでも41.34%の説明力を示しており、利益構成要素を考慮することによって説明力が大きく増加することが示された。

4. Sloan (1996) による発生項目とキャッシュ・フローの相違

Sloan (1996)¹⁰⁾ は、利益を発生項目とキャッシュ・フロー項目に分割した場合の情報価値の増加を検討している。彼はまず、当期利益¹¹⁾に含まれる発生項目¹²⁾とキャッシュ・フロー¹³⁾の相対的な大きさが異なると、将来利益への影響が異なることを示した。これは、当期利益における発生項目とキャッシュ・フロー項目の将来利益を評価する能力が違っているという共通の認識を確認したものである。最近の研究では、当期利益（または利益構成要素）が次年度の利益に影響を及ぼす程度を「利益の持続性 (persistence)」と呼んでおり、次年度に及ぼす影響が大きいほどその項目の利益持続性が高いと考える。すなわち、

10) R. G. Sloan, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" *The Accounting Review* 71 (3), July 1996, pp. 289-315.

11) ここで、利益とは、継続活動からの利益である。

12) 発生項目は、貸借対照表と損益計算書の情報を用いて次のように計算される。

$$\text{発生項目} = (\Delta CA - \Delta \text{Cash}) - (\Delta CL - \Delta \text{STD} - \Delta \text{TP}) - \text{Dep}$$

ΔCA = 流動資産の増減

ΔCash = 現金・現金等価物の増減

ΔCL = 流動負債の増減

ΔSTD = 流動負債に含まれる債務の増減

ΔTP = 未払税金の増減

Dep = 減価償却費および償却費

13) キャッシュ・フロー項目は、利益と発生項目の差額として計算される。

この実証研究の結果からは、当期利益における発生項目が大きくなると利益の持続性が減少し、キャッシュ・フロー項目が大きくなると利益の持続性が増加することが示された。

次に、このような当期利益に含まれる発生項目とキャッシュ・フロー項目の情報内容の違いが、株価に反映されているか否かについて検証を行った。しかしながら、分析の結果、株価は、あたかも投資家が利益にのみ注目しており、当期利益における発生項目とキャッシュ・フローの情報が十分に反映されないかのように行動することがわかった。すなわち、利益における発生項目とキャッシュ・フロー項目という違った性質を十分に区別することが出来ておらず、結局、将来において実際に利益が公表された時点で、相対的に高い（低い）比率の発生項目を持っていた企業は負の（正の）将来異常株式リターンを経験することが示された。

5. 実証結果についての検討

上記の実証研究はいずれも、利益の構成要素を考慮することによって株式リターンの説明力や利益予測力が向上することを示している。現在の米国や英国において損益計算書に開示されている利益構成要素を考慮することによって、当期利益に対する追加的な説明力が飛躍的に改善される可能性が示された。これは、現在の損益計算書における取引形態や発生頻度の相違による利益構成要素の分類が、各損益計算書項目の情報価値の相違をうまく反映していることの現れであるように思われる。しかしながら、Sloan (1996) の研究からは、利益における発生項目とキャッシュ・フロー項目の情報価値が違っているにも関わらず、株式市場は、このような違いを織り込まず、利益金額そのものに注目しているかのように反応する可能性があることもわかった。この結果をどのように理解すべきであろうか。一つの考え方としては、キャッシュ・フローの将来予測における情報価値は否定できないが、実際の証券市場は企業価値を考える際に会計によって計算された公表情報に重きを置いていると理解することができる。この考え方は、会計数値に基づく企業価値評価を提唱するファンダメ

ントルズ・アプローチに通じるものである。これまでの情報アプローチでは、利益は将来キャッシュ・フローの予測のために必要な第二次的な情報であると考えられてきたが、本節の実証結果が示しているように、会計に基づいて計算された利益情報が企業価値評価においても第一義的な情報であると考えの方が証券市場の現実をよりよく反映しているのではなかろうか。確かに、本節で示した実証結果ではモデルを工夫することによって、以前よりも高い説明力を出すことはできたが、これらの結果の全体を総括的にうまく説明できるような理論は示されていない。利益とキャッシュ・フローのいずれがより有用な情報であるかは、現在も、明確な結論が示されていない難しい問題であるが、本節で示した Sloan (1996) の実証結果はこの議論に一石を投じるものであると思われる。

次節では、さらに、ファンダメンタルズ・アプローチの立場から、利益のみに限らず、純資産簿価の構成要素についてもその株式リターン説明力を検討する。

Ⅲ. ファンダメンタルズ・アプローチからの分析

ファンダメンタルズ・アプローチの立場からは、会計利益とともに純資産簿価も企業価値評価における重要な変数であると考えている¹⁴⁾。本節で紹介する Ohlson and Penman (1992)¹⁵⁾ は、これまでの情報アプローチよりもさらにその対象を拡張し、利益の構成要素とともに純資産簿価の構成要素についても株式リターン説明力を検証している。

1. 情報アプローチからファンダメンタルズ・アプローチへ

14) ファンダメンタルズ・アプローチにおける会計数値に基づく企業価値評価については、井上達男稿「会計数値に基づく企業価値の国際比較」『商学論究』第45巻第4号(関西学院大学商学研究会、1997年1月)を参照されたい。

15) J. Ohlson and S. Penman, "Disaggregated Accounting Data as Explanatory Variables for Returns," *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 7, Fall 1992, pp. 553-573.

これまでの情報アプローチを中心とした証券市場研究では、利益の有用性に重点が置かれ、財務諸表の作成に関する具体的な概念についての研究がまったく存在していなかった。前節で示したように、企業価値評価にあたって利益以外の会計データが目的適合性を持っているという理由も説明されずに、会計データは投資家が企業の将来キャッシュ・フローを予測し易くするという漠然とした説明だけで済まされてきた。また、会計研究者が一般的に行ってきた「期待外利益がリターンを説明する」という概念は、実際に実務を行っている実務家の役に立たないものであった。これに対して、会計の伝統的な考え方では、会計は測定過程であり、取引は分析された後、財務諸表の各項目となり、最終的に当期利益と純資産簿価という二つの要約数値へと統合される。この二つの要約数値は、それ自身が、企業価値の第一義的な指標として有用なものである。しかしながら、実際に企業が開示している財務諸表には、当期利益と純資産簿価の各構成要素が開示されており、当期利益と純資産簿価だけでは企業価値決定の情報として不十分であると考えられていることの明確な証拠であろう。

このような考えから、Ohlson and Penman (1992) は、利益を含めたすべての会計データが株式リターンとどのように関係しているのかを理解しようとしている。当期利益と純資産簿価のもとになっている財務諸表の各構成要素は、異なった情報価値を持っており、投資家は異なった反応を示すと考えられる。これらの数値を当期利益や純資産簿価に統合することによって情報価値が失われることになるであろう。もっとも、生涯利益というような長期間にわたって考えたなら、各構成要素はそれほど意味を持たなくなるかもしれない。ところで、前節で示したように、会計においては、利益の構成要素とリターンの間に明確な仮定があると思われる。たとえば、収益は「善」であり、費用は「悪」であり、リターンはそれを反映するように反応するというものである。また、特定の収益と費用が同質である場合には、その収益と費用を相殺しても、情報価値は減らないと考えられる。Ohlson and Penman は、このような仮説を検証するべく、貸借対照表と損益計算書の構成要素とリターンとの関係を、株式リターンの説明力の改善という観点から検討している。彼らの研究結果を要約

すると、次のように示される。

2. 利益の構成要素についての実証結果

利益の構成要素として、①売上総利益、②営業費用、③償却費、④法人税、⑤その他の損益、⑥異常損益、⑦配当の7つを考慮している。次式のような回帰分析を行い、その結果を比較している。

$$\text{株式リターン} = \alpha + \beta \text{ 当期利益}$$

$$\text{株式リターン} = \alpha + \sum_{i=1}^7 \beta_i \text{ 利益構成要素}_i$$

図表1は、当期利益だけを説明変数として回帰分析を行った結果であり、図表2は、7つの利益構成要素を説明変数として回帰分析を行った結果である。両者の比較から、次のような結論が示されている。

①利益構成要素の係数の符号は、利益と収益項目はプラス、費用項目はマイナスであり、仮定通りの結果となっている。

②株式リターンの期間が長くなるにつれて、各構成要素を利益数値へと統合することの弊害が少なくなる。すなわち、長期になるほど、利益構成要素の係数が次第に似通った数値になっていく。この点について、Ohlson and Penmanは、この実証結果が、Paton (1963)¹⁶⁾ が示した「キャッシュ・フローの幻想」の概念を例示する結果になったと考えている。この概念は、減価償却費の方が短期的な測定が難しいことを除いて、減価償却費の1ドルも、賃金の1ドルも基本的には違いがないというものである。実証結果は、各項目の長期的な経済的同質性という考えと一致する結果になったと述べられている。

③短期的には、伝統的に測定が難しいと考えられてきた減価償却費と法人税のような項目の測定係数は、比較的問題の少ない他の項目の測定係数よりも相対的に低い。しかしながら、期間が長くなるほど、この両者の測定係数の差は縮まる傾向にある。

16) W. Paton, "The 'Cash-flow' Illusion," *The Accounting Review* 38, April 1963, pp. 243-251.

図表 1 当期利益に関する回帰分析結果

期 間	定数項	利 益	平均 R ²
1	0.050	0.869	0.11
2	0.089	1.714	0.21
5	0.373	3.010	0.29
10	1.292	5.030	0.36

図表 2 利益構成要素に関する回帰分析結果

期 間	定数項	売上総利益	営業費用	減価償却費	法人税	その他損益	異常損益	配 当	平均 R ²
1	-0.030	0.742	-0.721	-0.349	0.265	0.715	0.367	-0.771	0.19
2	-0.066	0.694	-0.682	-0.392	0.487	0.666	0.342	-0.632	0.27
5	-0.145	0.743	-0.736	-0.580	0.284	0.700	0.456	-0.561	0.41
10	-0.329	1.382	-1.367	-1.443	0.784	1.377	0.790	-1.101	0.48

3. 純資産簿価の構成要素についての結果

ここでは、純資産簿価を、①運転資本、②固定資産、③その他の資産の3つの資産と、④繰延税金、⑤長期債務（優先株式を含む）の2つの負債の5つの構成要素に分類している。利益の場合と同様に、次式のような回帰分析を行い、両者を比較している。

$$\text{株式リターン} = \alpha + \beta \text{ 純資産簿価}$$

$$\text{株式リターン} = \alpha + \sum_{i=1}^5 \beta_i \text{ 純資産簿価の構成要素}_i$$

図表 3 は、純資産簿価だけを説明変数として株式リターンに対して回帰分析した結果であり、図表 4 は、純資産簿価の5つの構成要素を説明変数として回帰分析した結果を示している。

図表 3 純資産簿価に関する回帰分析結果

期 間	定数項	純資産簿価	平均 R ²
1	-0.023	0.138	0.05
2	-0.095	0.314	0.12
5	-0.494	0.920	0.33
10	-0.926	1.535	0.47

図表4 純資産簿価の構成要素に関する回帰分析結果

期間	定数項	運転資本	固定資産	その他の資産	繰延税金	その他の負債	平均R ²
1	-0.021	0.155	0.115	0.139	-0.068	-0.127	0.07
2	-0.097	0.349	0.275	0.337	-0.196	-0.296	0.14
5	-0.476	0.929	0.854	1.080	-0.536	-0.947	0.34
10	-0.947	1.513	1.399	1.907	-1.036	-1.512	0.49

これらの分析結果から、次のような結論が示されている。

①短期において、純資産簿価だけでは、当期利益ほどの株価説明力を持っていない。しかしながら、これは、期間が長くなるにつれて、解消される。

②予想に反して、純資産簿価情報をその構成要素へと細分化することによって、株式リターンの説明力はそれほど改善されなかった。純資産簿価の構成要素は、利益の構成要素ほど重要な情報内容を持っていないように思われる。

4. Ohlson and Penman (1992) についての検討

以上の結果を総括すると、短期的には、利益の構成項目が大きな情報内容を持っており、純資産簿価の構成要素情報の情報価値は利益の構成要素情報よりも小さいことが示された。この結果は、利益の構成要素を考慮するとモデルの説明力が大きく増加するという点で、第Ⅱ節の実証結果と一致している。しかしながら、Frankel and Lee (1996)¹⁷⁾ が示したように、英国や米国では、企業価値評価における利益の相対的重要性が高く、純資産簿価の相対的重要性が低く、英米以外の日本やカナダなどの国においては、企業価値評価における純資産簿価の相対的重要性が高く、当期利益の相対的重要性が低いことがわかっている。すなわち、英米においては当期利益の構成要素が多く、情報価値を持っていることから、利益の構成要素を考慮するリターン利益モデルにおいても大幅な情報価値の増加が示された可能性がある。これに対して、日本やカナダでは、利益の構成要素を考慮することによって説明力が増加するにしても、英米

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

ほどではないことも予想される。逆に、日本やカナダでは、純資産簿価の構成要素が重要な情報価値を持っている可能性も残されている。また、最近の別の実証研究¹⁸⁾によると、倒産の可能性が高い会社の企業価値評価にあたっては、利益情報はほとんど情報価値を持っていないという実証結果が明らかになりつつあるので、Ohlson and Penman の調査結果は、そのような企業には当てはまらないと考えられる。

IV. 結びに代えて

当初は、証券市場研究におけるリターン利益モデルに利益の構成要素を組み入れる形で始まった研究であったが、最近におけるファンダメンタルズ・アプローチの発展につれて、その対象は純資産簿価の構成要素にまで広がってきた。利益構成要素の情報価値の検証については、情報アプローチとファンダメンタルズ・アプローチは、モデルが似通ったものとなっており、いずれにおいても、利益構成要素を考慮することによって、株式リターンの説明力が向上するという同じ実証結果が示されている。しかしながら、その基本的な考え方には大きな違いがある。情報アプローチでは、利益の構成要素を用いることによって投資家が企業の将来キャッシュ・フローを予測し易くするという漠然とした説明がなされており、その理論はあくまでもキャッシュ・フローを通じた企業価値評価であった。ところが、第Ⅱ節で示した Sloan (1996) の実証結果では、キャッシュ・フローは将来利益予測には有用であるが、投資家はあたかも利益にのみ注目しているかのように行動しており、当期利益における発生項目とキャッシュ・フローの情報が株価に十分に反映されていない可能性が示された。もしこれが事実だとすると、会計数値だけに基づいた企業価値評価が現実に近いことになる。このファンダメンタルズ・アプローチの立場からは、利益

18) M. E. Barth and W. H. Beaver, "Valuation Characteristics of Equity Book Value and Net Income: Tests of the Abandonment Option Hypothesis," presentation at the annual meeting of AAA, 1997.

O. Schnusenberg and T. R. Skantz, "Market Value, Book Value and Earnings Levels," unpublished paper, 1997.

情報とともに純資産簿価情報が企業価値評価の重要な決定要因であると考えられ、純資産簿価の構成要素についてもその情報価値を検証する必要性が生じる。第Ⅲ節で示した Ohlson and Penman (1992) の調査結果では、米国においては、純資産簿価の株式リターン説明力は弱く、純資産簿価の構成要素の情報価値も利益の構成要素に較べると小さいことが示された。しかし、これは、米国における実証結果であり、純資産簿価の重要性が高い日本においても同じ結果が示されるかどうかについては今後検証する必要がある。また、これからの研究としては、さらに対象を広げて、財務諸表の本体以外の会計情報の情報価値についても検証を行うことも考えられる。時価情報や脚注情報などは、将来利益についての情報を含んでいる場合もあり、株式リターンに対して大きな説明力を有している可能性がある。さらに、日本においては、個別情報と連結情報のいずれの構成要素が株価に反映されているのかといった研究も興味深い。

(筆者は関西学院大学商学部教授)