

Edwards & Bell モデルと Ohlson モデルの比較検討

井 上 達 男

I はじめに

本稿は、現在、世界的に注目されている Ohlson モデルについて、その原型であるといわれている Edwards and Bell モデルと比較検討するものである。Edwards and Bell モデルについては日本においても多くの詳細な研究¹⁾が行われているが、これまで、米国においても、日本においても、両モデルを比較した研究はなく、両者の比較検討は非常に興味深いものであるといえよう。

Bernard (1994) は、Ohlson モデルを Edwards and Bell モデルの再発見である位置づけ、Edwards-Bell-Ohlson モデルと名付けた²⁾。このことからわかるように、両者の基本的な構造は非常に似通っている。特に、両者は、経済的利潤を否定し、会計数値による企業価値評価を志向している点や、その計算構造については多くの共通点がある。しかしながら、当然の事ながら、両者はまったく同じものではなく、大きな違いも存在している。もちろん、両者において、用いられている概念や用語にも大きな違いはあるが、最も大きな相違は、会計人にとって最も重要な会計評価（測定）にある。本稿では、両者の概要を簡単に説明するとともに、比較検討を通じて、その共通点と相違点を明らかにしたい。

1) 深津比佐夫著『近代財務会計論』税務経理協会、1972年。

2) V. L. Bernard, "Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statements Analysis," Working paper, January 1994, p. 3.

II Edwards and Bell の『意思決定と利潤計算』

Edwards and Bell『意思決定と利潤計算』³⁾の第2章「理論の核心」は、①安定した物価水準を仮定しており、理論の単純化のため、②生産された財はすべて販売され、③資産の市場価値（販売価値）はその現在原価に等しいものと仮定したうえで、Edwards and Bell モデルの中心となる理論を説明している。本節では、Ohlson モデルと比較される Edwards and Bell の主張について概観する。

1. 「主観利潤」（経済的利潤）

Edwards and Bell (1961) は、利潤を「平均以上の意思決定の能力に対する報酬」と考えている⁴⁾。ここでの意思決定は、未来の行動に関するものであり、特に、利潤に関する意思決定は、その企業が最大の利潤（あるいは、少なくとも相当額の利潤）を生むような行動コースを選択することに向けられる。したがって、企業目的としての利潤（経済的利潤）は、未来のものであるとともに、期待値としてあるものである。この企業の期待値について、Edwards and Bell は、「主観価値」と「主観のれん」という概念を用いて説明している。

「主観価値」とは、各資産配列ないし各操業計画に対する一連の期待配当額に対する、企業経営者の評価である。すなわち、ある特定の資産群が利潤を生み出す用具として、その企業にとってどれだけの価値があるかを示すものである。ある時点において、企業が一つの資産配列を優先して選択するのは、この主観価値が等しくないからであり、企業が利潤最大化を考えるなら、経営者から見て最大の主観価値を持つような資産構成を選ぶはずである⁵⁾。ある時点で

3) E. O. Edwards and P. W. Bell, *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, 1961. 中村寅雄監修 伏見多美雄・藤森三男訳編『意思決定と利潤計算』日本生産性本部、1964年。

4) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, p. 31. 中村寅雄監修『前掲書』25頁。

5) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, pp. 34-35. 中村寅雄監修『前掲書』27-28頁。

の主観価値 V_0 は、期待配当額 D_j ($j=1, 2, 3, \dots, n$)、資産の最終時の市場価値 M_n と標的利子率 i によって、次式のように表される。

$$V_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{M_n}{(1+i)^n} \quad (1)$$

継続企業に関して、この選択される資産構成の主観価値は、少なくとも個々の資産の市場価値を合計したものに等しいか、あるいはこれを超過していることが多い。一般に、企業を全体としてみた場合の市場価値が、個々の資産の市場価値の合計を超える額は、のれんの市場価値と呼ばれるが、Edwards and Bell は、主観価値が個々の資産の市場価値を超える額を「主観のれん」と呼んでいる⁶⁾。ここで、企業資産の市場価値が、現在 M_0 であるとすれば、主観のれんは次のように示される。

$$\text{主観のれん} = \text{主観価値} - \text{総市場価値} = V_0 - M_0 \quad (2)$$

これは、企業の期待値と市場価値が相違することから生じるものである。すなわち、企業経営者の意思決定のよりどころは、この主観のれんの最大化であると言えるだろう。

次に、Edwards and Bell は、企業利益の期待値として、「主観利潤」と呼ばれる概念をも導入している。すなわち、ある期において、期待される利潤は、主観価値を減ずることなしに配当として支払うことが出来る額である。この額は、主観価値および標的利子率を知ることによって計算されることから、Edwards and Bell は、この期待利潤を「主観利潤」と呼んでいる⁷⁾。この主観利潤は、また、その期の初めの主観価値に対する利子として計算することもできる。この定義によると、ある特定期間内に企業に生ずるものと期待される主観利潤は、もし配当を支払わなかったならば生ずるものと期待される主観価値の増加分である⁸⁾。すなわち、ある操業計画の第1期末の配当支払前に到達するものと期待される主観価値を V_1 とすると、予定される主観利潤 S^a は、次のよ

6) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, p. 37. 中村寅雄監修『前掲書』30頁。

7) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, p. 38. 中村寅雄監修『前掲書』31頁。

8) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, p. 40. 中村寅雄監修『前掲書』32頁。

うに表される。

$$S^a = iV_0 = V_1 - V_0 \quad (3)$$

また、もしも企業がその主観利潤よりも大きい配当額を支払ったならば、企業は未来におけるより低い主観利潤（すなわち、新しい低い主観価値を基礎にして計算される利潤）に甘んじることによって、その主観価値を減らしていくことになる⁹⁾。

2. 「実現可能利潤」(会計的利潤)

しかしながら、この主観利潤は、1) それを客観的に測定することが出来ない、2) その主観的測定すらも、通常は、企業の操業計画が既に改訂されてしまった後になるまで行うことが出来ない¹⁰⁾という理由で、理想的な会計測定概念を放棄せねばならない¹¹⁾。そこで、企業の期待という主観的なものを、企業価値の市場価値というより客観的なもので表す必要が生じる。

企業の主観価値は、企業の主観的な諸事象の総体であったが、客観的な諸事象を表すものとして、「企業資産の市場価値」とその変化がある。市場価値の変化の測定値は、少なくとも理論的には、客観的な基礎に立つて行うことが可能である。もしも、期待される市場価値の変化を基礎にする利潤の概念が、利潤最大化仮定を合理的にするのに適していること、および、事後におけるそれが期待値の誤りを明らかならしめることが、示されうるならば、未来の利潤と過去の利潤とを、同じ次元で定義することができるし、会計人の客観性に対する厳しい要求をも満たすことが出来る。このような立場から、導入された利潤概念が「実現可能利潤」である。期待実現可能利潤は、主観利潤の場合の主観価

9) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, p. 43. 中村寅雄監修『前掲書』34頁。

10) 期末に判明するその期の主観利潤（事後の主観利潤）は、その期について当初予定された主観利潤と比べて c だけ相違すると仮定すると、次のように表される。

$$S^p = S^a + c = (V_1 + c) - V_0$$

期末の企業資産に付着させられる主観利潤は、利子率とか、資産の用途とか、価格と原価の関係といったものについては新たな期待に基づくものである。つまり、当初の操業計画は既に改訂されているのである。

11) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, pp. 42-43. 中村寅雄監修『前掲書』34-35頁。

値を市場価値に変えたものであり、ある企業がその資産の市場価値を減じることなしにある期の終わりに支払うことを計画しうる配当の大きさであると定義される。第 t 期における実現可能利潤 B_t は、次のように定義される。

$$B_t = (M_t + D_t) - M_{t-1} \quad (4)$$

3. 実現可能利潤と主観利潤との関係

実現可能利潤と主観利潤との関係は、「のれんを市場価値に転換する期待」ということで説明される。実現可能利潤と主観利潤との関係は、次のような等式で表すことが出来る。

$$\text{実現可能利潤} = \text{主観利潤} + \text{主観のれんの減少分} \quad (5)$$

主観のれんは、企業の期待と市場の期待とが相違することによって生ずるが、企業の主観的な期待値が正確なものであるならば、こののれんは、その計画が終わるまでの間に市場価値に転換するであろう。主観的な期待値は、市場の期待値と一致することにより、その正しかったことを認められる。そこで、Edwards and Bell は、超過実現可能利潤の概念を導入することによって、超過実現可能利益の流列の現在価値が主観のれんに等しくなることを示したのである。

超過実現可能利潤は、ある資産を企業の内部に固定しておくことにより、その資産を現金に換えて標的利子率で投資すれば得られるはずの利子を、コスト（犠牲）として、実現可能利潤の概念に取り入れたものである。実現可能利潤から、この犠牲分を控除すると、あとには「正常以上のもの」、つまり「超過実現可能利益」が残される。この超過実現可能利潤 E_t は、次式に示すように、(4)式に示された実現可能利潤から、市場価値に対する利子を差し引くことによって得られる。

$$E_t = (M_t + D_t) - (1+i)M_{t-1} \quad (6)$$

この超過実現可能利潤の期待値の流列は、次式で示されるような現在価値 (G_0) を持つことになる。

$$G_0 = \frac{(M_1 + D_1) - (1+i)M_0}{1+i} + \frac{(M_2 + D_2) - (1+i)M_1}{(1+i)^2} + \dots + \frac{M_n - (1+i)M_{n-1}}{(1+i)^n} \quad (7)$$

これを整理し、(1)式を利用すると、次のようになる。

$$G_0 = V_0 - M_0 + \frac{M_1}{1+i} - \frac{M_1}{1+i} + \frac{M_2}{(1+i)^2} - \frac{M_2}{(1+i)^2} + \frac{M_3}{(1+i)^3} - \dots - \frac{M_{n-1}}{(1+i)^{n-1}} \quad (8)$$

(8)式の左辺の初めの2項を除いて、後はすべて相殺される。したがって、超過実現可能利潤の期待値の流列の現在価値 (G_0) は、(2)式で示した主観のれんと等しい。市場価値の期待値はすべてこの式から消えてしまうので、市場価値の期待値のパターンがどのようなものであろうと、期待配当および最終市場価値が変わらない限り、主観のれんは同じになる。

III Ohlson モデルの位置づけと概要

次に、Ohlson モデルの位置づけとその概要について述べる。Ohlson モデルも、Edwards and Bell モデルと同様に、経済的利潤に対する問題点を克服することを目的に提唱されたものである。本節では、割引キャッシュ・フローアプローチとの関係における Ohlson モデルの位置づけと Ohlson モデルの主張について概観する。

1. DCF アプローチから Edwards-Bell-Ohlson モデルへ

Copeland, Koller, and Murrin (1990) は、会計アプローチ¹²⁾と割引キャッシュ・フローアプローチ (DCF 法) という2つの競合する企業評価アプローチについて述べ、DCF 法の優位を主張している¹³⁾。一般的に、DCF 法の提唱者

12) 彼らのいう会計アプローチは、会計数値にさまざまな乗数を適用することによって企業評価を行うものである。

13) T. Copeland, T. Koller, and J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley and Sons, 1990. 伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社、1993年、64-83頁。

は、会計数値ではキャッシュ・インフローの時期やそれを生じるのに必要な投資を反映できないし、企業価値に影響を及ぼさないような会計方法の違いが会計数値に反映されたり、会計数値が操作される可能性があることを主たる理由として、会計数値に基づく企業評価には問題があると考えている。このような考え方の基礎にあるのは、企業価値が将来キャッシュ・フローの割引期待値に等しく、現在や将来の会計数値をキャッシュ・フローに変換することなしに、企業価値を導き出すことは出来ないというものである。しかしながら、Bernard (1994) は、投資業界においては、企業価値が現在および予測の会計数値によって直接的に定義されうることは良く知られていることであり、DCF法の下での前提にクリーン・サープラス会計を加えるだけで、キャッシュ・フローに変換することなしに、会計数値から直接的に企業評価を行うことが出来ると主張した¹⁴⁾。

Bernard によると、この新しい会計アプローチは、Ohlson (1995)¹⁵⁾ や Feltham and Ohlson (1995)¹⁶⁾ などによって提唱されたものであり、基本的には、前節で示した Edwards and Bell (1961)¹⁷⁾ の超過実現可能利潤による主観のれん評価と同じ考え方を再発見したものであると指摘している。したがって、Bernard は、この新しい会計アプローチを Edwards-Bell-Ohlson モデル (以下、EBO モデルと略す) と名付けている¹⁸⁾。以下、Ohlson (1995) に基づいてこのモデルの概観を述べる。

2. Ohlson (1995) モデルの概要

Ohlson (1995)¹⁹⁾ は、これまで知られてきた企業価値が将来配当の割引額の

14) V. L. Bernard, *op. cit.*, p. 3.

15) J. A. Ohlson, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11 No. 2, Spring 1995.

16) G. A. Feltham and J. A. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11 No. 2, Spring 1995.

17) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*

18) V. L. Bernard, *op. cit.*, p. 3.

19) J. A. Ohlson, *op. cit.*

合計であるという次の(9)式に、会計においては周知であるクリーン・サープラス会計の前提を適用することによって、会計数値から直接的に企業評価を行うことを示した。

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} ((1+r)^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}]) \quad (9)$$

Ohlson モデルの重要な前提となっているクリーン・サープラス会計とは、期首 (t-1) から期末 (t) までの間における配当 (d_t) 以外の純資産簿価 (b) のすべての変動 (x_t) が利益として記録されることであると定義され、会計においては Paton and Littleton (1940) の時代より周知の事柄である。このクリーン・サープラス会計は、数式では次式のように示される。

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t \quad (10)$$

さらに、Ohlson (1995) は、(11)式に示すように、期首の純資産簿価 (b_{t-1}) の資本コスト (r) を利益 (x_t) から控除した金額を「異常利益 (x_t^a)」と定義する。

$$x_t^a = x_t - r b_{t-1} \quad (11)$$

クリーン・サープラス会計と異常利益を用いると、配当は次式のように示される。

$$d_t = x_t^a - b_t + (1+r)b_{t-1}$$

この式を、一般によく知られている(9)式の配当割引公式に代入することによって株主に対する企業価値 (P_t) は、(12)式に示すように、①純資産簿価と②将来異常利益の割引期待値という会計数値によって示すことが可能になる。

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} ((1+r)^{-\tau} E_t[x_{t+\tau}^a]) \quad (12)$$

この(12)式からも、クリーン・サープラス会計が、会計数値に基づく企業価値評価に必要不可欠なものであることがよくわかる。すなわち、企業価値は、現在の純資産簿価と将来の利益によって把握されるので、現在の純資産簿価に反映されていない価値は、将来必ず利益として実現しなければ、この式においてとらえられないことになる。一般に、利益を通らずに直接的に資本の部などに計上される、クリーン・サープラス会計に対する逸脱項目はダーティ・サープラスと呼ばれる。この例には、累積換算勘定や再評価準備金などがあり、今日、包括利益と総称されているものである。したがって、実際の実証研究にあたっ

て、このような項目が重要である場合には、その調整を考える必要がある。

3. Ohlson (1995) の主張

上記の他に、Ohlson は、市場価値と配当との関係について強調している²⁰⁾。Ohlson は、「配当は、純資産簿価から支払われるのであって、利益から支払われるのではない」と述べている。すなわち、異常利益の期待値は、現在の配当にも、将来の配当政策にも依存しないのである。Miller and Modigliani (1961)²¹⁾ が述べたように、配当は、現在の純資産簿価を同額だけ減少するので、配当によって市場価値が同額だけ減少される。しかし、Ohlson モデルでは、配当は、異常利益の期待値には影響を及ぼさないことを示した。両者は矛盾するものではない。すなわち、配当は、現在の純資産簿価の減少するが、期末時点での異常利益の期待値には影響を及ぼさないのである。

このことは、Miller and Modigliani (1961) が示した配当無関連性の矛盾にも応えることになる。配当無関連性の矛盾とは、配当割引公式に示されるように、期待配当の現在価値が企業価値を決定するが、その基礎となる配当政策が企業価値と無関係である場合、配当の予測値は基本的に企業価値と無関係であるというものである。Ohlson モデルでは、配当政策によって変動しない期待異常利益によって企業価値を定義することによって、この矛盾から逃れることができるのである。

IV Edwards and Bell (1961) と Ohlson (1995) の比較検討

本節では、Edwards and Bell モデルと Ohlson モデルを比較し、その共通点と相違点について検討したい。

20) J. A. Ohlson, *op. cit.*, pp. 681–682.

21) M. Miller and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol. 34, 1961.

1. Edwards and Bell (1961) と Ohlson (1995) との共通点

第一に、Ohlson (1995) と Edwards and Bell (1961) は、経済的利潤の問題点を指摘し、経済的利潤ではなく、会計数値によって企業価値を表せることを明らかにしており、その基本的な考え方は同じであることがわかる。両者はともに、配当割引公式から出発している。配当割引公式に導かれる企業価値を、Ohlson は「市場価値または株価 (P)」で表したのに対して、Edwards and Bell はこれを「主観価値 (V)」と呼んでいる。そして、それぞれ、この将来の期待配当に基づいた経済的利潤から企業価値を計算することが困難であることを、前述したように、次のように述べている。

まず、Edwards and Bell は、「主観利潤が、1) それを客観的に測定することができない、2) その主観的測定すらも、通常は、企業の操業計画が既に改訂されてしまった後になるまで行うことができないという理由で、理想的な会計測定概念の放棄せねばならない」²²⁾と述べている。したがって、企業の期待という主観的なものを、企業価値の市場価値というより客観的なもので表す必要が生じるのである。

これに対して、Ohlson は、Miller and Modigliani によって提起された配当無関連性という矛盾に焦点を当てている。配当の無関連性の矛盾とは、企業価値は将来の期待配当に基づいて決定されるが、実際に行われる企業の配当政策は企業価値とは結びつかないというものである。このため、配当を明示的に使わずに企業価値を表す必要が生じるのである。

両者は、このような理由で、経済的利潤を否定し、会計数値による企業価値評価へと向かうことになる。

第二に、両者は、超過利潤の考え方を導入している点でも共通している。概念的に、Ohlson は「異常利益 (x_t^a)」で表したのに対して、Edwards and Bell はこれを「超過実現可能利潤 (E_t)」と呼んでいる。両者は、計算構造上同じものであり、利益から期首純資産に必要な資本コスト（標的利子額）を控除したものである。この超過利潤の概念を用いて、両者は、未だ貸借対照表に現れて

22) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, pp. 43-44. 中村寅雄監修『前掲書』34-35頁。

いない将来の超過収益力（主観のれん）を定義している。

第三に、結果として示される計算式が、現在のストックと将来の超過フローによって表されている点で共通している。Ohlson は、(12)式に示されるように、企業価値を、①純資産簿価と②将来異常利益の割引期待値という会計数値によって表している。これに対して、Edwards and Bell は、(2)式から、「主観価値＝総市場価値＋主観のれん」であり、(7)式と(8)式から主観のれんは、超過実現可能利潤の期待値の流列の現在価値であることが示されている。したがって、両者は、企業価値を、①現在のストックと②将来の超過利潤の現在価値の合計額によって表すという基本的な計算構造は同じであるといえる。ただし、ここで明らかなように、その前提となる会計評価には両者に大きな違いがある。この点について、次に検討してみよう。

2. Edwards and Bell (1961) と Ohlson (1995) の相違点

両者の違いについて、ここでは、①計算の基礎となる会計評価の相違と②予測可能期間の相違について検討する。

第一に、両者の計算構造は非常に似通っているが、両者の大きな相違は、その計算構造の前提となる会計評価にあることがわかるだろう。端的に言うならば、Edwards and Bell が、市場価値会計を前提としているのに対して、Ohlson は、会計評価モデルをまったく特定していないことが大きな相違である。むしろ、Ohlson モデルは、クリーン・サープラス会計が保たれていれば、純資産簿価や利益の計算の基礎となる会計モデルは取得原価会計でも、市場価値会計でも最終的な企業価値は同じ結果になると述べている。この観点からすれば、Ohlson モデルは、Edwards and Bell モデルをさらに一般化したものであるといえるかもしれない。

第二に、これに関連して、予測可能期間の相違について検討する必要がある。まず、Ohlson モデルでは、無限期間を前提に、現在の純資産簿価に反映されていない価値は将来利益として反映されいくことになる。したがって、取得原価会計モデルにおいて認識されていない保有利得も、将来において必ず実現し、

その時に利益に算入され、企業価値計算に取り込まれることになる。一般的に、取得原価会計の場合の市場価値会計よりも小さな現在の純資産簿価は、より小さな資本コストとより大きな将来の異常利益を生み出すことから、結果として企業価値総額は同じになる。したがって、無限期間を前提にした場合には、取得原価会計であろうが、市場価値会計であろうが同じ企業価値が計算されることになる。

これに対して、Edwards and Bell は、予測期間はせいぜい10年～12年であるとし、次のように述べている。「視野の限界が存在するということは、企業がその時点で精算するものとして計画せよという意味ではなくて、その時点よりもっと先に期待される行動は、ごく形のないものであるために、その時に保有している資産の市場価値に関して、正常利子率以上の利益があるかどうかを考察することができないという意味である。」²³⁾ この視野の限界が存在するという観点からは、直感的に、予測期間内により多くの企業価値を反映するためには、取得原価会計よりも、市場価値会計の方が好ましい結果を生じるのではないかという考えが浮かぶ。

ところが、最近の実証結果からは、数年間の予測期間の内に、会計数値はほとんどの企業価値を反映することが明らかになってきた。たとえば、Palepu, Healy, and Bernard (1996) の分析では、コンパック社の1993年末の純資産簿価によって、1993年末の企業価値の61%が説明され、1994年から2000年までの6年間の累積期待異常利益によって21%が説明されることがわかっている。2000年以後の累積異常利益である最終年度価値は、わずか17%の比重しか持たないことが示されている²⁴⁾。予測期間が長くなるほど、この最終年度価値の比重が小さくなっていくことは明かであろう。

これまでの分析において明らかのように、Ohlson と Edwards and Bell の違いは、その予測期間と会計評価の二つであるが、この2つは関連しているよ

23) E. O. Edwards and P. W. Bell, *op. cit.*, pp. 35. 中村寅雄監修『前掲書』28頁。

24) K. G. Palepu, P. M. Healy, and V. L. Beranard, *Business Analysis and Valuation : Using Financial Statements*, South-Western Pub., 1996, pp. 7-2~7-4.

うに思われる。Ohlson モデルのように無限期間を想定した場合には、会計評価や会計方法の相違は単なる期間配分の相違であり、その合計額としての企業価値には大きな影響をもたらさないことは明かである。しかしながら、予測期間を有限にした場合には、話しは違ってくる。予測期間が短い場合、取得原価会計と市場価値会計のいずれが、その予測期間内に多くの企業価値をその会計数値に反映されるかということ、特に、価格変動が激しい場合には、Edwards and Bell が示すように市場価値会計を前提として理論を進める余地が生じるであろう。Ohlson モデルは、会計評価や会計方法の違いに影響されないことを主張しているが、それはあくまでも純粹理論的な無限期間の場合であり、実現可能な数年間の予測期間を想定した場合にどの程度の説明力があるかを明らかにしていく必要があるだろう。

V 結 び

本稿の考察からもわかるように、会計研究は、スパイラルを描いて発展していると考えられる。1990年代になって、1961年に公表された Edwards and Bell の理論が再評価されたことは、端的にこの事実を示しているように思われる。しかしながら、決して、1961年当時の理論にそのまま戻ったわけではなく、基本的な考え方は似通っていても、1961年以後の会計研究の成果を包含する形で発展したものとなっている。本稿では、十分に検討する余地はなかったが、Ohlson モデルは、Edwards and Bell モデルよりも、それぞれの定義がより明確に定められるとともに、その理由の数学的な証明が付されている。

本稿における両者の比較検討を通じて明らかになった、両者の共通点は、次の3点である。

- ① 両者ともに、経済的利潤に対する問題点を指摘し、会計数値に基づく企業価値を志向していること。
- ② 超過利潤の考え方を導入して、貸借対照表に現れていない超過収益力(主観のれん)を定義していること。
- ③ 両者が、企業価値を現在のストックと将来の超過フローによって定義し

ていること。

また、本稿では、概念や用語以外の両者の相違点として、次の2点を指摘した。

- ① Edwards and Bell モデルでは市場価値会計をその評価モデルとしているのに対して、Ohlson モデルは特定の会計評価モデルを前提としていない。
- ② Ohlson モデルは、純理論的に無限期間を設定しているのに対して、Edwards and Bell モデルは、有限期間を想定しているように考えられること。

これらの検討から、一般にいわれているように、Ohlson モデルは、Edwards and Bell モデルをより一般化した発展形であると考えられる。しかしながら、その予想期間が有限で、かつ、価格変動が激しいような状況では、依然として Edwards and Bell モデルは有効な企業価値評価モデルであると考えられる。

最後に、Edwards and Bell モデルの妥当性を一貫して主張された故深津比佐夫名誉教授から受けたご恩に改めてお礼を申し上げますとともに、ご冥福をお祈りする次第である。

(筆者は関西学院大学商学部教授)