

(続紙 1)

京都大学	博士（経済学）	氏名	鈴木愛一郎
論文題目	会計情報と企業価値評価 ー企業価値評価モデルと持続的利益の考察を中心に		
(論文内容の要旨)			
本論文における主要なテーマは、次の2つである。すなわち、①企業価値評価モデルの構造・機能について理論的な検討を行うこと、②持続的利益による株価の予測可能性について実証的な分析を行うこと、である。一般に、企業価値は、キャッシュフローや配当など将来ペイオフの流列を一定の割引率で割引くことで求められる。しかし、将来ペイオフを予測することは必ずしも容易ではない。そのために、代替的に利益予測がなされるようになった。とくに、残余利益を活用した企業価値推定のプロセスがモデル化されたことは、会計（利益）情報と企業価値のリンケージを確立するという意義を有するものと考えられる。 本論文では、Feltham-Ohlson(FO)モデル（いわゆるOhlsonモデル）の後継モデルであるOhlson-Juettnerモデル（OJモデル）を取り上げ、その理論分析と実証研究を行っている。また、本論文で扱われる価値関連性の実証研究は、いわゆる残差リターンに基づく従来の枠組みから離れ、持続的利益と企業価値（株価）の直接的なリンケージを検証する内容となっている。 本論文の特徴は、会計情報の質的な属性であるストックとフローのうち、専らフローに着目した上で、企業価値評価の考察を行っている点にある。具体的には次の3点、すなわち、①将来のペイオフ予測から企業価値を導出する機能を担う資本コストの多面的な考察、②フロー型価値評価モデルであるOJモデルの理論分析および実証研究、③利益情報に基づく企業価値（株価）の予測可能性の検討を、行っている。 本論文の構成は以下のとおりである。 第1章では、企業価値評価におけるキーファクターともいえるべき資本コストに関する包括的考察を行っている。具体的には、①資本コストという概念が形成されるに至った歴史的経緯のサーベイと、②資本コストの推計方法に関するレビューを、行っている。①においては、まず、経済的価値に関連させつつ、割引現在価値、資本コスト、残余利益などの諸概念について整理・検討を行っている。次いで、それらが現在の企業価値評価モデルの源流となる経緯が明らかにされている。②においては、資本コスト推定手法のレビューを行っている。その中で、資本コストが、市場環境がもたらす諸要因によって規定され、事後的にしか知り得ない変数であることが明らかにされている。 第2章では、FOモデルの改良型モデルであるOJモデルの理論分析と実証研究を実施し、以下のインプリケーションを抽出している。①OJモデルは会計上の保守主義やアクルーアルの影響を受けにくい特性を有する。②しかし、僅かなインプット値の差異が、大きく推定結果を変動させる構造を持つモデルである。 第3章では、OJモデルを活用した研究事例のレビューを行っている。とりわけ注目すべきはEaston[2004]である。レビューの結果、①Easton[2004]は利益の成長を企業価値に転換するOJモデルの構造をそのまま研究のフレームワークにしたものとなっていること、②OJモデルの価値推定のフレームワークは、PERやPEGなどのヒューリスティックな投資指標を出発点としていること、③それらの指標は、OJモデルの利益の成長に関する条件設定の特殊な事例に過ぎないことが、明らかにされている。 第4章では、持続的利益とOJモデルにおける成長変数γが概念上近似する点に着目した上で、持続的利益に関する財務諸表分析に依拠したγの推定方法を提示して			

いる。その際、会計上の保守主義の影響についても併せて考察している。これは、第5章において、持続的利益の予測を妨げる要因として会計上の保守主義が取り扱われるが、その予備的な考察となっている。

第5章では、①第4章の考察を踏まえて持続的利益の予測可能性を検証した上で、②本論文の総括を行っている。①では、(1)利益の構成要素と予測利益の相関、(2)予測利益と株価の相関という2段階の検証が行われている。②の総括では、(1)フロー型評価モデルがストック型評価モデルの問題点を補正する形で導出されること、(2)モデルの構造上、推定価値が利益成長に依存することを、指摘している。その上で、利益成長の根拠となる将来利益が、過去の利益から予測可能かどうかを検証する必要があると結論づけている。この検証は、会計情報と企業価値の直接的なリンケージを確認するという含意を有するものである。検証の結果、市場は利益の構成要素ではなく、利益情報それ自体に注目していることを明らかにしている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文の主な特徴は、以下の2点にある。第1は、会計情報をフローとストックの属性に区分した上で、フローによる企業価値評価に焦点を当てた考察を行っている点である。従来の企業価値評価は、Feltham-Ohlson(FO)モデルに代表されるストック型企業価値評価モデルによるものが中心であった。しかし、これらのモデルには、推定値が会計上の保守主義やアクルアルなどの影響を受けるという問題点が存在した。本論文では、フロー型評価モデルとしてOhlson-Juettnerモデル(OJモデル)を取り上げ、ストック型評価モデルとの対比という観点から、理論分析と実証研究を行っている。その結果、OJモデルは会計上の保守主義などの影響は受け難いが、インプット値による推定結果の変動が大きなモデルであることを明らかにしている。

第2は、会計上の保守主義および資本コストに関する包括的な検討を行っている点である。従来の企業価値評価論の多くは、評価手法を中心的なテーマとしており、評価モデルの構成要素をその形成過程にまで立ち入って論じたものは少なかった。本論文では、評価モデルの構成要素が、経済史的な視点からどのように進化してきたかについて考察することで、現在の企業価値評価モデルが導出された背景・経緯を明らかにしている。

本論文に一貫しているのは、会計情報という過去情報の体系と、株式価値という市場の期待に基づく未来価値とのリンケージを見出そうとする著者の姿勢である。すなわち、著者は本論文において、企業価値評価モデルに基づく考察と、利益情報に基づく実証研究という2つの手法を通じて、かかるリンケージを確認しようとしているのである。以上のような特徴を有する本論文のおもな学術的な貢献として、以下の諸点を上げることができる。

第1は、先行研究の丹念なサーベイに依拠して、フロー型モデルであるOJモデルの理論分析と実証研究の結果を、ストック型モデルと対比する形で示していることである。これまで多くの実証研究ではストック型(残余利益)モデルを中心とするものであり、フロー型モデルを用いたものはきわめて少なかった。本論文では、ストック型モデルとフロー型モデルによる比較実証分析を実施しており、とくに、必ずしもその評価が定まっていなかったと考えられるOJモデルの有用性の検証を多様な角度から積極的に行っていることは、高く評価できる。

第2は、過去の利益情報が、将来利益および株価の予測可能性を有するかどうかについて検証を行っていることである。従来の価値関連性の実証研究の多くは、残差リターンの持つ株価予測力を検証するものが中心だった。本論文における実証研究は、会計情報と市場(株価)の関連をダイレクトに検証するものであり、研究手法上の斬新さを有するものと言える。

第3は、企業価値評価における資本コストが有する多面的な意義を整理・確認していることである。これまで企業価値評価における資本コストは、最も重要なインプットであるにもかかわらず、その意義が詳細に議論されることは少なかった。本論文では、資本コストの推定方法に関する研究の広範なレビューを通じて、資本コストが市場環境のもたらす結果として事後的にしか知り得ない変数であることを明らかにしている。

本論文は以上に見るような学術的貢献を有しているが、同時に今後に残された課題もある。それらは、以下の通りである。

第1は、理論的検討を行った諸章においては、フロー型モデルには精緻なインプットが要求されると結論しているにもかかわらず、実証分析を行った諸章においては、資本コストや成長変数 γ などのインプットについて十分な検討・設定がなされていないことである。たとえば、FOモデルとの比較が主目的であるとはい

え、本論文で実際に手がけられた実証研究では、資本コストに同一の値が一律に用いられている。また、成長変数 γ については、推定方法を提示しながら、実際にはその推定作業にまで至っていない。理論的検討を通じて導かれた結論を、実証分析にも反映することができれば、本論文の学術的価値はさらに高いものとなっていたであろう。

第2は、フロー型モデルの比較対象を残余利益モデルのみとしていることである。残余利益モデル以外の評価モデルにも比較対象を拡大することで、検証結果の比較可能性や信頼性を高めることができる可能性がある。

第3は、持続的利益に関する考察が必ずしも十分ではないことである。具体的には以下の2点である。①本論文で用いられているサンプルは、量的にも、業種的にも十分かつ不偏的なものとは必ずしも言えない。サンプルのこうした問題点を克服することで、より普遍性のある検証結果を導くことが可能になると思われる。②本論文では、最小二乗法のみによる検証が行われている。しかし、ロジット分析など他の手法も併用することで、分析の信頼性をより高めることが可能になると思われる。

以上のような課題を残してはいるものの、それらは本論文の学術的な価値を損なうものではない。本論文は、会計情報のフローという側面に着目した企業評価のメカニズムを論理的・実証的に探求したものであり、著者の今後の研究活動の出発点として十分な価値を備えている。よって、本論文は博士（経済学）の学位論文として価値のあるものと認める。

なお、平成22年2月24日に、論文内容とそれに関連した試問を行った結果、合格と認めた。