

# 配当割引モデルと 割引超過利益モデルの 等価性と実証研究

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

平成28年9月13日

# 今日、何を伝えたいか

- 割引超過利益モデルと配当割引モデルの等価性とは何を意味するのか
  - 「単なる」座標変換とみなす場合
  - 実体と測定の相互依存性を前提した場合

# 配当割引モデルと割引超過利益モデルの等価性

$$\begin{aligned} VE_0 &= \frac{DV_1}{1+r_1} + \frac{DV_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \dots + \frac{DV_T}{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_T)} \\ &= BE_0 + \frac{AE_1}{1+r_1} + \frac{AE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \dots + \frac{AE_T}{(1+r_1)(1+r_2)\cdots(1+r_T)} \end{aligned}$$

- 配当割引法を前提とすると、クリーン・サープラスの下では、株主資本価値は(現時点での)期首株主資本簿価に超過利益現在価値を加えたものとなる

# 資産評価上「対等」な「事実」と「意見」

- この等価性を示すのに、クリーン・サープラス以外、資産の評価や取引の認識等、いかなる条件も会計基準に課していない
  - どのような会計基準下の数値でも等価
- 「事実」である配当流列に対して、経営者の「意見」に過ぎないと批判されることの多い(超過)利益系列が、資産評価を行う上で、実は「対等」

# 座標変換としての会計基準

Whether one chooses to think about infinite-horizon cash-flow fundamentals in terms of dividend growth or ROE is a matter of taste.

Tuomo Vuolteenaho

- 対象とする経済現象は、会計測定とは独立
- 配当流列から(超過)利益流列への座標変換によって、資産評価に関する議論の見通しがよくなる可能性

# 会計測定 of 「価値無関連性」

- 実体の測定からの独立性とは、会計測定は企業の会計行動には影響を与え得るにせよ、実体的 (real) 意思決定には影響を与えないということ
- 「いかなる会計基準を用いて会計測定が行われようと、割引超過利益法を通じて、同じ企業価値推計値を得ることができる」という等価性の主張は、会計数値の「無意味さ」あるいは「無関連性」(irrelevance) の裏返し

# 実体・測定相互依存下における等価性

- 会計基準がリアルな企業行動に影響を与えるとすれば、会計基準ごとに測定の影響を受け、その背後に存在する実体、したがって配当割引現在価値が変わってくる
- 「いかなる会計基準を用いて会計測定が行われようと、割引超過利益法を通じて、同じ企業価値推計値を得られる」という、測定の独立性を前提とする主張は否定される

# 会計基準の価値関連性が「復活」？

- 座標変換としての等価性は、会計数値の「無意味さ」と表裏一体
  - 等価性の否定は会計基準間に「優劣」があることの承認
  - それぞれの会計基準に対応した、異なる配当割引現在価値（企業価値）の大小によって、会計基準をランク付けできる？

# 会計基準の「優劣」実証の困難さ I

- 企業の実体行動の(時系列)標本はひとつ
  - それに対応する会計測定値標本もひとつ
- 研究者が推計に利用するデータを勝手に制限し、純利益を使った場合はこう、包括利益を使った場合はこうなので、前者(あるいは後者)がより情報価値があるといった議論は、意味をなさない

# 会計基準の「優劣」実証の困難さⅡ

- 会計基準の「優劣」を比較するには、会計基準を除き全く同じ環境に置かれた企業が、異なる会計基準に対応してとる実体行動の複数標本が必要

# 等価性の持つ意味は限定的

- 座標変換としての等価性
  - 会計測定 of 「価値無関連性」
- 実体・測定相互依存下の等価性
  - 会計基準の「優劣」は原理的には存在し得るものの、それを現実のデータで実証的に確かめることは困難
- より良い会計基準に向けて
  - GDP推計と同様の視点の重要性