

残余（超過）利益と株価指標

福井義高

青山学院大学大学院国際マネジメント研究科

〒150-8366 東京都渋谷区渋谷 4 - 4 - 2 5

fukui@gsim.aoyama.ac.jp

2005 年 6 月 8 日

7 月 13 日改訂

要旨

James Ohlson 教授によるいわゆる Ohlson モデルの提唱を受けて、研究者の間で再び注目を集めることとなった残余（超過）利益概念は、企業評価の教科書でも取り上げられるようになり、実務においても常識となりつつある。しかしながら、実務家の間で企業価値（株価）評価の中心的指標である PER 及び PBR と割引残余利益法の整合的理解が必ずしも進んでいないように見える。ここでは、なるべく一般的な枠組みで両者の関連を示す。

残余（超過）利益と株価指標

1. 残余利益¹

まず、割引残余（超過）利益法と割引キャッシュフロー（配当）法（DCF法）の等価性を示す。ここでの時間軸は、現時点が第1期首で将来は無限に続くとし、 i 期のフロー量を X_i で表し、 i 期首のストック量を Y_{i-1} 、 i 期末のストック量を Y_i で表すこととする。したがって、現時点、第1期首は第0期末ということになる。

まず当期首（株主）資本価値を VE_0 、（純）配当を DIV_i 、 i 期（株主）資本コストを r_i とおくと、DCF法によるファンダメンタル・バリューは

$$\begin{aligned} VE_0 &= \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DIV_i}{\prod_{k=1}^i (1+r_k)} \\ &= \frac{DIV_1}{1+r_1} + \frac{DIV_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{DIV_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \end{aligned}$$

となる。教科書的説明では資本コスト一定が仮定されることが多いけれども、ここではより一般的な一定ではない場合を考える。

さて、株主資本簿価を BVE_i 、純利益を NI_i とおくと、クリーン・サープラスが満たされている場合、

$$BVE_i = BVE_{i-1} + NI_i - DIV_i$$

すなわち、

$$DIV_i = NI_i + BVE_{i-1} - BVE_i$$

となる。

ここで残余利益 AE_i を次のように定義する。

$$AE_i = NI_i - r_i \cdot BVE_{i-1}$$

つまり、純利益から期首資本簿価に資本コストをかけた正常利益を引いたものとするわけである。したがって、

$$NI_i = r_i \cdot BVE_{i-1} + AE_i$$

なので、クリーン・サープラス関係に代入すると、

$$\begin{aligned} DIV_i &= NI_i + BVE_{i-1} - BVE_i \\ &= r_i \cdot BVE_{i-1} + AE_i + BVE_{i-1} - BVE_i \\ &= (1+r_i) \cdot BVE_{i-1} - BVE_i + AE_i \end{aligned}$$

と言う関係式が得られる。

¹ Palepu et al. (2004) に割引残余利益（及びROE）法のわかりやすい解説がある。

次にこれを DCF 法に代入すると、

$$\begin{aligned} VE_0 &= \frac{DIV_1}{1+r_1} + \frac{DIV_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{DIV_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \\ &= \frac{(1+r_1) \cdot BVE_0 - BVE_1 + AE_1}{1+r_1} + \frac{(1+r_2) \cdot BVE_1 - BVE_2 + AE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} \\ &\quad + \frac{(1+r_3) \cdot BVE_2 - BVE_3 + AE_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \end{aligned}$$

となる。各項の資本簿価が打消しあうことに注意すると、

$$\begin{aligned} &= \left[BVE_0 - \frac{BVE_1}{1+r_1} + \frac{AE_1}{1+r_1} \right] + \left[\frac{BVE_1}{1+r_1} - \frac{BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{AE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} \right] \\ &\quad + \left[\left[\frac{BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} - \frac{BVE_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \frac{AE_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} \right] \right] + \dots \\ &= BVE_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} - \lim_{i \rightarrow \infty} \frac{BVE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} \end{aligned}$$

を得る。したがって、

$$\lim_{i \rightarrow \infty} \frac{BVE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} = 0$$

が満たされれば、

$$VE_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DIV_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} = BVE_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k}$$

となり、割引残余利益法と DCF 法は等価となる。

両者の等価性は、無限の将来の資本簿価現在価値がゼロになるという技術的条件（横断性条件）を除けば、会計データがクリーン・サープラスを満たしている限り必ず成り立つ。割引残余利益法は、会計データをキャッシュフローに変換せずそのまま使える、しかも DCF 法と等価の評価モデルである。会計データ特に純利益の予測を柱とする実務における企業評価に沿ったわかりやすさが、割引残余利益法の急速な普及をもたらした。

どのような会計制度でも両者の等価性は成り立つけれども、残余利益の時系列特性は採用されている会計制度によって異なる。バイアスのない会計（市場価値会計はその一種）では、正常水準を超える利益（あるいは ROE）は、純粋な経済レント（超過利潤）を表し、残余利益の期待値はゼロとなる。EVA における簿価修正はこうした会計に近づける試みである。逆に、バイアスのある会計では、会計上の残余利益は必ずしも経済レントを反映しているとは限らない。たとえば、研究開発投資の費用処理が強制されていれば、正の残余利益は経済的超過利潤ではない。

割引残余利益法と DCF 法は、同じ経済現象を相互に一定の関連のある別の「座標」で記録しているとみなすことができる。したがって、教科書のように将来のデータが与えられている場合、評価額は同一となる。しかし、過去のデータをもとに将来を予測する場合、会計データの方がキャッシュフロー・データより単純な時系列特性を持っていれば（たとえば、会計データは AR(1)で、キャッシュフロー・データは AR(10)であれば）、会計データの方が誤差の小さい予測値を与え得る（逆にキャッシュフロー・データの方が単純な過程に従っていれば、会計データより誤差の小さい予測値を与え得る）。これは座標変換によって、物理現象の見通しがよくなることと似ている。

2. 株価指標と残余利益²

現在の株価 P_0 がファンダメンタル・バリューで決まっているとすると、

$$P_0 = VE_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{DIV_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} = BVE_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k}$$

となる。

ここでは従来から実務で中心となっている株価指標と残余利益の関係を詳しく見てみる。まず、

$$AE_i = NI_i - r_i \cdot BVE_{i-1}$$

の関係を使って、評価式から残余利益を消去する。すなわち、

$$\begin{aligned} P_0 = VE_0 &= BVE_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_i}{\prod_{k=1}^i 1+r_k} \\ &= BVE_0 + \frac{AE_1}{1+r_1} + \frac{AE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{AE_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \\ &= BVE_0 + \frac{NI_1 - r_1 \cdot BVE_0}{1+r_1} + \frac{NI_2 - r_2 \cdot BVE_1}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{NI_3 - r_3 \cdot BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \end{aligned}$$

期首株価ベース PER_i は $\frac{P_{i-1}}{NI_i}$ なので、両辺を当期純利益で割ると、左辺は当期 PER となる。すなわち、

$$PER_1 = \frac{P_0}{NI_1} = \frac{BVE_0}{NI_1} + \frac{\frac{NI_1 - r_1 \cdot BVE_0}{1+r_1}}{NI_1} + \frac{\frac{NI_2 - r_2 \cdot BVE_1}{(1+r_1)(1+r_2)}}{NI_1} + \frac{\frac{NI_3 - r_3 \cdot BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)}}{NI_1} + \dots$$

さらに、期首資本簿価ベース ROE_i は $\frac{NI_i}{BVE_{i-1}}$ なので、

² Fairfield (1994) が資本コスト一定の仮定のもとで同様の試みを行っている。

$$\begin{aligned}
&= \frac{1}{ROE_1} + \frac{NI_1 - r_1 \cdot BVE_0}{NI_1(1+r_1)} + \frac{NI_2 - r_2 \cdot BVE_1}{(1+r_1)(1+r_2)} \cdot \frac{NI_2}{NI_1} + \frac{NI_3 - r_3 \cdot BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} \cdot \frac{NI_3}{NI_1} + \dots \\
&= \frac{1}{ROE_1} + \frac{1 - \frac{r_1}{ROE_1}}{1+r_1} + \frac{\left(1 - \frac{r_2}{ROE_2}\right) \frac{NI_2}{NI_1}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{\left(1 - \frac{r_3}{ROE_3}\right) \frac{NI_2}{NI_1} \cdot \frac{NI_3}{NI_1}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots
\end{aligned}$$

となる。新たに、純利益成長率 $\frac{(NI_i - NI_{i-1})}{NI_{i-1}}$ を gni_i とおくと (ただし, $gni_1 = 0$),

$$\begin{aligned}
&= \frac{1}{ROE_1} + \frac{\frac{ROE_1 - r_1}{ROE_1} (1 + gni_1)}{1+r_1} + \frac{\frac{ROE_2 - r_2}{ROE_2} (1 + gni_2)}{(1+r_1)(1+r_2)} \\
&\quad + \frac{\frac{ROE_3 - r_3}{ROE_3} (1 + gni_2)(1 + gni_3)}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots
\end{aligned}$$

したがって、当期 PER は

$$PER_1 = \frac{1}{ROE_1} + \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{ROE_i - r_i}{ROE_i} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right].$$

この式から、株価がファンダメンタル・バリューで決まっているとすると (以下同じ), 当期 PER は当期 ROE の逆数 (第 1 項) と純利益成長率で調整した (期首 ROE ベース) 残余 ROE 率の現在価値 (第 2 項) からなっていることがわかる。

同様の計算を PBR でも行くと、 $PBR_i = \frac{P_i}{BVE_i}$ なので、

$$P_0 = VE_0 = BVE_0 + \frac{NI_1 - r_1 \cdot BVE_0}{1+r_1} + \frac{NI_2 - r_2 \cdot BVE_1}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{NI_3 - r_3 \cdot BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots$$

の両辺を当期首資本簿価で割ると、左辺は当期首 PBR となる。すなわち、

$$\begin{aligned}
PBR_0 &= \frac{P_0}{BVE_0} = 1 + \frac{NI_1 - r_1 \cdot BVE_0}{BVE_0(1+r_1)} + \frac{NI_2 - r_2 \cdot BVE_1}{(1+r_1)(1+r_2)} \cdot \frac{BVE_1}{BVE_0} + \frac{NI_3 - r_3 \cdot BVE_2}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} \cdot \frac{BVE_2}{BVE_0} + \dots \\
&= 1 + \frac{ROE_1 - r_1}{1+r_1} + \frac{(ROE_2 - r_2) \frac{BVE_1}{BVE_0}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{(ROE_3 - r_3) \frac{BVE_2}{BVE_0}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \\
&= 1 + \frac{ROE_1 - r_1}{1+r_1} + \frac{(ROE_2 - r_2) \frac{BVE_1}{BVE_0}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{(ROE_3 - r_3) \frac{BVE_1}{BVE_0} \cdot \frac{BVE_2}{BVE_1}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots
\end{aligned}$$

なので、資本簿価成長率 $\frac{(BVE_i - BVE_{i-1})}{BVE_{i-1}}$ を $gbve_i$ とおくと (ただし, $gbve_0 = 0$),

$$= 1 + \frac{ROE_1 - r_1}{1 + r_1} + \frac{(ROE_2 - r_2)(1 + gbve_1)}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{(ROE_3 - r_3)(1 + gbve_1)(1 + gbve_2)}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots$$

したがって、当期首（0期末）PBRは

$$PBR_0 = 1 + \sum_{i=1}^{\infty} \left[(ROE_i - r_i) \prod_{k=1}^i \frac{1 + gbve_{k-1}}{1 + r_k} \right].$$

この式から、PBRは1（第1項）と資本簿価成長率で調整した残余ROEの現在価値（第2項）からなっていることがわかる。

今度は、

$$P_0 = VE_0 = BVE_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_i}{\prod_{k=1}^i (1 + r_k)}$$

に別の展開を行う。

$$AE_i = NI_i - r_i \cdot BVE_{i-1}$$

から、

$$BVE_0 = \frac{NI_1 - AE_1}{r_1}$$

なので、これを代入すると、

$$P_0 = \frac{NI_1 - AE_1}{r_1} + \frac{AE_1}{1 + r_1} + \frac{AE_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{AE_3}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots$$

当期資本コストをくくり出し、

$$\begin{aligned} &= \frac{1}{r_1} \left[NI_1 - AE_1 + \frac{r_1 AE_1}{1 + r_1} + \frac{r_1 AE_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{r_1 AE_3}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots \right] \\ &= \frac{1}{r_1} \left[NI_1 - \frac{(1 + r_1) AE_1}{1 + r_1} + \frac{r_1 AE_1}{1 + r_1} + \frac{(1 + r_1 - 1) AE_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{(1 + r_1 - 1) AE_3}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots \right] \\ &= \frac{1}{r_1} \left[NI_1 - \frac{AE_1}{1 + r_1} + \frac{AE_2}{1 + r_2} - \frac{AE_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{AE_3}{(1 + r_2)(1 + r_3)} - \frac{AE_3}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots \right]. \end{aligned}$$

$\frac{1 + r_i}{1 + r_1} \approx 1$ の近似を用いて、

$$\begin{aligned} P_0 &\cong \frac{1}{r_1} \left[NI_1 + \frac{AE_2 - AE_1}{1 + r_1} + \frac{AE_3 - AE_2}{(1 + r_1)(1 + r_2)} + \frac{AE_4 - AE_3}{(1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3)} + \dots \right] \\ &= \frac{1}{r_1} \left[NI_1 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_{i+1} - AE_i}{\prod_{k=1}^i (1 + r_k)} \right]. \end{aligned}$$

両辺を当期純利益で割ると，

$$\begin{aligned}
 PER_1 &= \frac{P_0}{NI_1} \cong \frac{1}{r_1} \left[\frac{NI_1}{NI_1} + \frac{\frac{AE_2 - AE_1}{NI_1}}{1+r_1} + \frac{\frac{AE_3 - AE_2}{NI_1}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{\frac{AE_4 - AE_3}{NI_1}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} \cdot \left[1 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_{i+1} - AE_i}{NI_1 \prod_{k=1}^i (1+r_k)} \right] = \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_{i+1} - AE_i}{NI_1 \prod_{k=1}^i (1+r_k)} \\
 &= \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{AE_{i+1} - AE_i}{NI_i} \prod_{k=1}^i \frac{1+gni_k}{1+r_k} \right].
 \end{aligned}$$

この式から，PER は，資本コストの逆数（第 1 項）と純利益成長率で調整した（純利益ベース）残余利益率増分（水準ではない）の現在価値を資本コストで割ったもの（第 2 項）からなっていることがわかる． $AE_{i+1} - AE_i = 0$ つまり残余利益が一定ならば， $PER_1 = \frac{1}{r_1}$ つまり PER は資本コストの逆数となる．逆に言えば，PER を資本コストの逆数とみなすのは，残余利益を一定と仮定することと同じである．

次に，

$$P_0 \cong \frac{1}{r_1} \left[NI_1 + \frac{AE_2 - AE_1}{1+r_1} + \frac{AE_3 - AE_2}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{AE_4 - AE_3}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \right]$$

の両辺を当期首資本簿価で割ると，

$$\begin{aligned}
 PBR_0 &= \frac{P_0}{BVE_0} \cong \frac{1}{r_1} \left[\frac{NI_1}{BVE_0} + \frac{\frac{AE_2 - AE_1}{BVE_0}}{1+r_1} + \frac{\frac{AE_3 - AE_2}{BVE_0}}{(1+r_1)(1+r_2)} + \frac{\frac{AE_4 - AE_3}{BVE_0}}{(1+r_1)(1+r_2)(1+r_3)} + \dots \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} \left[ROE_1 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_{i+1} - AE_i}{BVE_0 \prod_{k=1}^i (1+r_k)} \right] = \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \frac{AE_{i+1} - AE_i}{BVE_0 \prod_{k=1}^i (1+r_k)} \\
 &= \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{AE_{i+1} - AE_i}{BVE_{i-1}} \prod_{k=1}^i \frac{1+gbve_{k-1}}{1+r_k} \right].
 \end{aligned}$$

この式から，PBR は，当期 ROE・資本コスト比率（第 1 項）と（資本簿価ベース）残余 ROE 増分（水準ではない）の現在価値を資本コストで割ったもの（第 2 項）からなっていることがわかる． $AE_{i+1} - AE_i = 0$ つまり残余利益が一定ならば， $PBR_0 = \frac{ROE_1}{r_1}$ つまり PBR は当期 ROE と資本コストの比となる．さらに， $AE_{i+1} - AE_i = 0$ かつ $AE_1 = 0$ ($ROE_1 = r_1$) つまり残余利益が常にゼロなら

ば, $PBR_0 = 1$ となる .

さらに, 残余利益が変動する資本コストに依存することを明示的に取り扱うため, PER と PBR を次のように展開する . まず PER は,

$$\begin{aligned}
 PER_1 &= \frac{P_0}{NI_1} \cong \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{AE_{i+1} - AE_i}{NI_i} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{(NI_{i+1} - r_{i+1}BVE_i) - (NI_i - r_iBVE_{i-1})}{NI_i} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\left(\frac{NI_{i+1}}{NI_i} \cdot \frac{NI_{i+1} - r_{i+1}BVE_i}{NI_{i+1}} - \frac{NI_i - r_iBVE_{i-1}}{NI_i} \right) \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\left\{ (1 + gni_{i+1}) \left(1 - \frac{r_{i+1}}{ROE_{i+1}} \right) - \left(1 - \frac{r_i}{ROE_i} \right) \right\} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\left\{ \frac{(1 + gni_{i+1})(ROE_{i+1} - r_{i+1})}{ROE_{i+1}} - \frac{ROE_i - r_i}{ROE_i} \right\} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gni_k}{1 + r_k} \right]
 \end{aligned}$$

となる . PBR も同様に,

$$\begin{aligned}
 PBR_0 &= \frac{P_0}{BVE_0} \cong \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{AE_{i+1} - AE_i}{BVE_{i-1}} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gbve_{k-1}}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\frac{(NI_{i+1} - r_{i+1}BVE_i) - (NI_i - r_iBVE_{i-1})}{BVE_{i-1}} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gbve_{k-1}}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\left(\frac{BVE_i}{BVE_{i-1}} \cdot \frac{NI_{i+1} - r_{i+1}BVE_i}{BVE_i} - \frac{NI_i - r_iBVE_{i-1}}{BVE_{i-1}} \right) \prod_{k=1}^i \frac{1 + gbve_{k-1}}{1 + r_k} \right] \\
 &= \frac{ROE_1}{r_1} + \frac{1}{r_1} \sum_{i=1}^{\infty} \left[\left\{ (1 + gbve_i)(ROE_{i+1} - r_{i+1}) - (ROE_i - r_i) \right\} \prod_{k=1}^i \frac{1 + gbve_{k-1}}{1 + r_k} \right]
 \end{aligned}$$

この形に展開すると, ROE つまり純利益や資本簿価の水準が同じでも, 資本コストが変動することによって, 分子 (ROE の大小) の変化だけではなく, 分母 (割引率の大小) の変化を通じて, PER・PBR つまり株価水準が影響を受けることが明確になる . 言い換えれば, 残余利益あるいは残余 ROE は, 純利益や資本簿価が変わらなくても, 資本コストが変動することで, 数値が変わってくるのであり, この変動が PER・PBR に影響を与えるのである . 利益水準の見通しが変わらないのに, PER・PBR つまり株価が上昇しても, 「バブル」とは限らない .

3. 残余利益による株価水準の妥当性チェック

株価と純利益及び資本簿価を比べること、すなわち PER 及び PBR で、株価水準の妥当性をはかることがしばしば行われる。しかし、特別の仮定を置かない限り、どの程度の数値が妥当かどうか、相場観としてはともかく、理論的には明らかではない。ところが、株価がファンダメンタル・バリューで決まっているとすれば、株価指標である PER 及び PBR と残余利益 (ROE) に一定の関係があることを利用し、株価指標と残余利益 (ROE) の将来時系列予測を比較することで、株価水準妥当性のチェックをより理論的根拠のあるものにすることができる。

残余利益と株価指標は必ずしも統一的に捉えられていないけれども、両者を整合的に予測することで、企業価値評価の妥当性を高めることができる。さらに、資本コストが変動するという事実も、この両者を統一した枠組みのなかでは整合的に扱うことができる。現在の株価水準は、残余利益の将来時系列だけではなく、資本コストの将来時系列にも左右される。この論点は教科書でほぼ例外なく置かれている資本コスト一定の仮定のもとでしばしば見失われ勝ちであるけれども、CAPM に変わる現在の主流モデルと言える Fama-French のマルチファクター・モデル³とも整合的に理解し得る。むしろ、会計データは変動する資本コストを予測する上で有用であることを Fama-French モデルは示唆している⁴。したがって、昨今の簿価を時価に近づける試みにより、大方の期待と異なり、会計データに含まれる投資家にとって重要な資本コスト情報が失われることになる可能性がある。

小論が、会計利益中心の企業評価実務とファイナンス理論の整合的理解に僅かでも資するとすれば、筆者の目的は果たされたことになる。

参考文献

Arnott, R. D., J. Hsu, and P. Moore. 2005. Fundamental Indexation. *Financial Analysts Journal* 61 (2): 83-99.

Cochrane, J. H. 1999a. New Facts in Finance. *Economic Perspectives Federal Reserve Bank of Chicago* 23 (3): 36-58.

Cochrane, J. H. 1999b. Portfolio Advice for a Multifactor World. *Economic Perspectives Federal Reserve Bank of Chicago* 23 (3): 59-78.

Fairfield, P. M. 1994. P/E, P/B and the Present Value of Future Dividends. *Financial Analysts Journal* 50 (4): 23-31.

Palepu, K. G., P. M. Healy, and V. L. Bernard. 2004. *Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*, Third Edition. Mason, U.S.A.: South-Western.

[邦訳：斎藤静樹監訳『企業分析入門：第2版』東京大学出版会（1999）]

³ Cochrane (1999a, 1999b)は Fama-French モデルをはじめとするファイナンス理論のわかりやすい解説である。

⁴ Arnott et al. (2005)はこの有用性を Fama-French モデルとは異なった視点から捉えている。