

平成22年 5月27日現在

研究種目： 基盤研究（A）  
 研究期間： 2007 ～ 2009  
 課題番号： 19203024  
 研究課題名（和文） 会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究  
 研究課題名（英文） The comprehensive research on accounting-based firm valuation  
 研究代表者  
 桜井 久勝（SAKURAI HISAKATSU）  
 神戸大学・経営学研究科・教授  
 研究者番号： 10127368

研究成果の概要（和文）： 本研究は、会計情報に基づく企業価値評価を実践する場合の諸問題について総合的に検討した。そして、(1) 効率性の高い株式市場において、株式の本源的価値を各種の企業価値評価モデルに基づき算定することの実際的有用性、(2) 企業価値評価のために考案されてきた各種評価モデルの優劣比較、および(3) 企業価値評価モデルの実践適用に際して必要となる財務データや資本コスト・データの特性や将来数値の予測のあり方について、示唆に富む数多くの研究成果を得た。

研究成果の概要（英文）： We extensively investigated various issues of evaluating firm value based on accounting information. We then obtained many valuable results about (i) whether accounting-based firm valuation has actual usefulness in the context of highly efficient stock markets, (ii) whether one accounting-based firm valuation has more advantages than other valuation models, and (iii) what are characteristics of financial/capital cost data necessary as inputs of firm valuation models and how to predict them in the future periods.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2007年度	13,400,000	4,020,000	17,420,000
2008年度	12,400,000	3,720,000	16,120,000
2009年度	7,400,000	2,220,000	9,620,000
年度			
年度			
総計	33,200,000	9,960,000	43,160,000

研究分野： 社会科学

科研費の分科・細目： 経営学・会計学

キーワード： 会計情報、投資意思決定有用性、効率的市場仮説、企業価値評価モデル、割引キャッシュフロー・モデル、残余利益モデル、資本コスト、会計発生高

## 1. 研究開始当初の背景

財務会計や財務報告の主たる目的として、投資家による企業価値評価のために、企業の

将来の不確実な経営成果を予測するのに有用な情報を提供するという目的を規定した見解が、多くの支持を得ようになっている。たとえば、わが国の会計基準設定機関である

企業会計基準委員会が 2006 年に公表した討議資料『財務会計の概念フレームワーク』がそれである。しかし、会計情報は企業価値の推定に資することが期待されているが、企業価値そのものを表現するものではなく、企業価値の主體的な評価は会計情報の利用者である投資家本人に委ねられている。他方、インターネットなどの情報通信技術の目覚ましい発展により、多くの個人投資家が証券投資に参加するようになってきた。零細な資金を運用する個人投資家の証券投資行動を支援し、わが国証券市場の健全な発展に寄与するために、証券投資の銘柄選択に当たって企業価値を的確に評価するための実践的な手法を確立することは喫緊の課題であるといえる。

J. A. Ohlson 教授による一連の論文をはじめとして、会計情報を活用して企業価値評価を行うための理論モデルも、次々と開発・提案されている。たとえば、株価利益倍率や株価資本倍率などの株価乗数モデルや、残余利益モデル、配当割引モデル、割引キャッシュフロー・モデルのような割引現在価値モデルがそれである。本研究の研究代表者もまた、企業価値評価や財務諸表分析について概念的・理論的に論じた論文や著書をこれまでに公表してきた。しかし、このような国内および海外における精力的な研究にもかかわらず、公表会計情報を活用して、これらの理論モデルを実践適用して企業価値評価を行う過程は、依然としてブラック・ボックスであり、未知の問題が多いといわざるをえない。

さらに、理論的には、前述の割引現在価値モデルは、同一の企業価値評価を導くことが指摘されている。このことは、企業価値評価に関する理論研究や概念研究に加えて、現実の財務諸表データや証券市場データを駆使した実証研究に基づいて、各種の企業価値評価モデルを検討することの重要性を示唆している。

## 2. 研究の目的

本研究の当初の目的は、会計ビッグバンを経て充実してきた日本の現在の財務報告制度と、各種の企業価値評価モデルを出発点として、会計情報を活用した企業価値評価を実践するプロセスに焦点を当て、これに関連する各種の問題を総合的に研究することであった。具体的には、次のような研究課題を設定した。

### (1) 企業価値評価モデルに関する研究

前述したように、会計情報を活用した企業価値評価モデルが次々と開発・提案されている。しかし、こうした企業価値評価モデルを実践適用する場合、それらに基づいて算定さ

れる企業価値がどのような特徴を有しているのかは必ずしも明らかではない。したがって、それぞれの企業価値評価モデルの長所と短所を理論的および実証的に比較・検討し、その優劣を解明することが必要である。

### (2) 将来業績の予測に関する研究

企業価値評価モデルを実践適用するためには、将来業績の予測値がインプット・データとして必要不可欠である。しかし、公表財務諸表に基づいて、どのように将来業績を予測すべきかについては必ずしも自明ではない。したがって、どのような情報が当該企業の将来業績について有効な先行指標となりうるのかを検討することが必要である。

### (3) 財務比率の相互関連性・トレンドに関する研究

伝統的な財務諸表分析では、企業の収益性、成長性、安全性などを表す様々な指標が開発されている。しかし、こうした財務比率の相互関連性は必ずしも明らかではない。さらに、財務比率が時系列的にどのようなトレンドを描くのかについても、証拠の蓄積は少ないといわざるをえない。したがって、財務比率の相互関連性やタイム・トレンドについて実証的な証拠の蓄積を図ることが必要である。

### (4) 資本コストに関する研究

企業価値評価モデルを実践適用するためには、将来業績の予測値を現在価値に割り引くための割引率（資本コスト）が必要不可欠である。しかし、どのような資本コストの算定方法が望ましいのかは明確ではない。さらに、新規公開銘柄や未公開銘柄への証券投資を検討するような局面を想定した場合、資本コストの算定に当たって過去の証券市場データを利用することはできない。したがって、資本コストの算定方法について様々な代替的方法を比較・検討し、その優劣を明らかにすることが必要である。

## 3. 研究の方法

まず、本研究では、研究代表者と 11 名の研究分担者および 4 名の研究協力者が分担協力して、企業価値評価に関連する幅広い分野の先行研究を渉猟し、研究成果の現状を概観することによって、企業価値評価に関する重要論点を明らかにするとともに、それぞれが取り組むべき具体的な研究課題を整理するように努めた。

そのうえで、本研究は、理論的または実証的な研究方法を採用し、多岐にわたる研究課題の解明に取り組んだ。具体的には、①常に完全ではないにせよ、効率性の高い証券市場での現実の株価形成に対して、あるべき市場

価格ともいべき株式の本源的価値を各種の企業価値評価モデルに基づき算定することの意義、②残余利益モデル、配当割引モデル、割引キャッシュフロー・モデル、株価乗数モデルなど、企業価値評価のために考案されてきた各種の評価モデルの優劣比較、および③それら企業価値評価モデルの実践適用に際して必要となる利益、配当、資本コストなどのインプット・データの諸特性や将来数値の予測のあり方について、多方面にわたる検討を加えた。

本研究は、会計情報を活用した企業価値評価の実践プロセスにおける重要論点を科学的に解明するものである。たとえば、企業価値評価モデルによって必要とされるインプット・データを、公表済みの会計情報から如何に予測することができるのか、そのプロセスを解明することが期待される。また、会計情報の実践的な活用に関心をもち、本研究の成果は、投資意思決定有用性の概念を更に具体化し精緻化するのにも役立つ。

さらに、本研究は、投資意思決定に有用な情報を生み出す会計基準や開示基準の策定に対して、具体的な提案を導くようなフィードバック機能を発揮することが期待される。ひいては更に遡って、財務報告の目的規定、会計情報が具備すべき特性、財務諸表の要素やその認識と測定など、財務会計の基礎概念の再検討にも資することができる。

それから、本研究は、大学・大学院教育における会計学分野の1科目として開講される財務諸表分析や経営分析などの授業科目の教育内容の充実にも役立つ。すなわち、財務諸表分析と企業価値評価は相互に独立したものとして議論されてきたために、現在のところ、両者の間に明確な関係づけの手法が確立されているわけではない。しかし、本研究の成果は、財務諸表分析と企業価値評価の間隙を埋めて、その橋渡しを促進することが期待される。これにより、大学・大学院における実践的な会計教育の推進に役立つ素材を提供することができる。

#### 4. 研究成果

本研究の主要な成果は、2010年6月に刊行された『企業価値評価の実証分析—モデルと会計情報の有用性検証—』（中央経済社刊、505頁）に収録されている。それぞれの研究成果の概要と担当者は、次のとおりである。

(1) 投資意思決定有用性をめぐる実証研究の概観（桜井久勝）

先行研究を概観し、①会計利益変化と株価変化の間の連動関係の存在、および②利益発表時の迅速な株価と出来高の反応の証拠から、市場の効率性が極めて高いことを確認す

る一方、④損益分岐点や負債比率に基づく不確実性リスクの評価、および④各種の財務比率に基づくデフォルト・リスクの評価への役立ちを指摘したうえで、⑤会計情報による企業価値評価モデルの活用が、市場の効率性の更なる高揚を促進する可能性を主張している。

(2) 利益情報の有用性と会計アノマリー（大日方隆）

利益情報の有用性は、投資家が直面している情報環境の不確実性にも左右される。従来、その視点を欠いたまま、日米の比較がなされてきたが、この研究では、会計制度や会計基準の相違だけに日米の有用性の差異を帰着させるのではなく、情報環境の違いが利益情報の有用性に与える影響を分析している。さらに、アノマリーが生じうる可能性も視野に入れつつ、市場の効率性の程度と利益情報の有用性を明らかにしている。

(3) 株価乗数モデルに基づく企業価値評価（音川和久）

株価利益倍率（PER）や株価資本倍率（PBR）などの株価乗数モデルは、非公開会社の株式評価など、広範囲にわたる実践可能性を有する。しかし、実際に株価乗数モデルを適用して企業価値を算定するためには解決しなければならない問題も多い。そこで、この研究では、企業価値のバリュー・ドライバーとしてどの指標を選択すればよいのか、類似企業としてどの企業を選択すればよいのかなど、様々な観点から実証分析を展開し、株価乗数モデルを実践適用してわが国企業の株主価値評価を行う場合の有益な指針を総合的に提供している。

(4) 配当割引モデルと残余利益モデルの実証的な優劣比較の有効性（石川博行）

配当割引モデルと残余利益モデルは、無限予測下では、クリーン・サープラス関係（CSR）が維持されているかぎり、理論的に等価である。しかし、有限予測下でも、CSR維持を条件として、両モデルに公平な仮定を設定すれば、配当割引モデルと残余利益モデルの計算結果は一致する。その場合、モデル間の優劣比較ではなく、残余利益モデルなどによる企業価値評価に必要なインプットの予測（財務諸表予測）に関する研究に焦点を当てるべきである。

(5) 企業価値評価モデルの実証的な優劣比較（土田俊也）

企業価値評価における割引キャッシュフロー・モデルと残余利益モデルの優劣については、これまで残余利益モデルの優位性を支持する結果が多く得られてきたが、概念的に

は、必ずしも残余利益モデルが割引キャッシュフロー・モデルに対して優位とはいえない状況も指摘されていた。そのうち、この研究では、研究開発支出の多い企業および設備投資額の少ない企業に焦点をあて、割引キャッシュフロー・モデルと残余利益モデルの比較を行ったが、こうした企業においても残余利益モデルの優位性は揺るがないという結果が得られた。

#### (6) 残余利益モデルの拡張 (八重倉孝)

この研究では、残余利益モデルの問題点と、それに対応するために提案されているモデルのさらなる拡張について検討した。まず、残余利益モデルの問題点として、ターミナル・バリュー、利益予測、資本コストの三点を指摘した。次に、残余利益モデルの優位性を確認する一方、企業評価の精度が拡張されたモデル間で異なりうることを示した。最後に、線形情報ダイナミクスに基づく拡張モデル (LIM) について検討し、LIM による企業評価が現実的ではないことを示した。

#### (7) M&Aの企業価値評価における残余利益モデルの有効性 (興三野禎倫)

わが国の企業合併・買収案件におけるファンダメンタル価値と市場価格の差、すなわち Misvaluation が資本市場に与える影響を分析した。この研究では、経営者やファンダメンタル分析を専門とする投資家のほうが資本市場よりはるかに多くの情報を保有しており、より正確に企業価値を算定することによって市場の Misvaluation を補正する役割を果たしている証拠を確認した。

#### (8) 企業評価モデルのインプットとしての利益 (八重倉孝・若林公美)

包括利益と純利益を比較し、いずれが企業成果の予測と企業価値の評価に資する有用な情報であるかという観点から分析を行った。まず、残余利益モデルへのインプットとして、2つの利益の持続性および予測可能性を分析し、純利益のほうが包括利益よりも持続性および予測可能性に優れた利益であることを支持する結果を得た。次に、企業価値評価の正確性を検討すべく、包括利益と純利益をインプットとして算定した企業価値と株式時価総額の誤差を比較検討した結果は、持続性および予測可能性と首尾一貫し、概ね純利益に基づくほうが企業価値評価の正確性が高いことを示していた。このように、残余利益モデルのインプットとして、持続性、予測可能性、企業価値評価の正確性から、包括利益と純利益を比較した結果は、概ね純利益のほうが包括利益よりも優れた利益指標であることを支持するものであった。

#### (9) 残余利益モデルを構成する財務比率の特性分析 (村宮克彦)

残余利益モデルを前提とすれば、将来期待残余利益の予測は株式評価の際、もっとも重要な作業である。しかし、残余利益を構成する財務比率の時系列パターンをはじめとする諸特性について、日本の既存研究ではほとんど明らかにされていない。そうした基本的事項が分からなければ、精度の高い株式評価を行うことはできない。そこで、残余利益を構成する財務比率の諸特性を横断的・時系列的観点から総合的に明らかにし、精度の高い株式評価を行うために必要な基礎資料の提供を行っている。

#### (10) 残余利益の持続性と企業価値評価 (桜井貴憲)

残余利益モデルを利用するには将来の残余利益を予想する必要があるが、残余利益はプラスであれマイナスであれ、ゼロへと収束する傾向がある、すなわち、株主資本利益率 (ROE) は株主資本コストへと収束することが、この研究の分析から明らかになった。また、その収束する速度が経営状況によって相違することも分かった。さらに、残余利益が収束することを仮定して株主資本価値を測定すると、実際株価と比較した場合の誤差率が改善することも明らかになった。

#### (11) 会計発生高と企業価値評価 (須田一幸・高田知実)

残余利益モデルの実践では、将来利益の予測が重要となる。この研究では、会計利益の構成要素である会計発生高とキャッシュフローの持続性および持続性に影響を及ぼす要因を分析した。その結果、会計発生高はキャッシュフローよりも持続性が低く、中でも多額の特別損失を計上することで会計発生高が相対的に小さくなった企業における会計発生高の持続性は、そうでない企業よりも一層低いことが判明した。さらに、会計発生高が小さい企業のうち、過去の成長性が小さい企業ほど、多額の特別損失を計上していることが分かった。

#### (12) 増配・減配選択の決定要因分析 (石川博行)

日本企業の増配選択と減配選択の決定要因は何か。この課題の解明は、将来の配当予測だけでなく、残余利益モデルによる企業価値評価にも有用である。増益 (減益) 企業、高収益 (低収益) 企業、高成長 (低成長) 企業、低配当 (高配当) 水準の企業が、増配 (減配) を選択していることが判明した。とりわけ、配当のライフサイクル仮説に基づく配当予測が、少なくともこれまでの日本企業に対して無効であった点は注目に値する。

(13) 利益率格差構造の国際比較分析（中野誠）

マクロの利益率格差に関して、主要 10 ヶ国の分析を行い、以下の結果を得た。第 1 に、グローバルレベルで見て、利益率格差は拡大している。第 2 に、国ごとに格差指標の水準と時系列動向が異なる。アングロサクソン諸国では、格差が大きく、しかも拡大傾向が大きい。格差拡大の要因分析の結果、損失企業が鍵を握っている可能性が示唆され、上場企業数の増加が損失計上企業の増加と正の相関を有している点が析出された。

(14) 資本コストの推計（後藤雅敏・北川教央）

この研究では、企業価値評価モデルから逆算される複数のインプライド資本コストを推定し、その有効性について比較を行った。その結果、米国の先行研究で提示された、異常利益成長をゼロと仮定するモデル（PEG レシオおよび修正 PEG レシオ）が既知のリスク要因と最も整合的な相関関係を示しており、わが国では最も有効であることが確認された。この研究は、わが国におけるインプライド資本コストの水準や推定方法について有益な証拠を提示している。

(15) 株式取引方法変更が資本コストに及ぼす影響（児島幸治）

JASDAQ 市場に上場している企業を対象として、市場の流動性、取引費用、株価、リターン、資本コストに対して、株式取引方法の変更がどのような影響を及ぼしたかを検証した。異なる市場で上場する企業間の比較ではなく、同一市場における株式取引方法の変更に着目することにより、同じマーケット・マイクロストラクチャーのもとで企業が自発的に選択する株式取引方法が資本コストに対して与える影響を明らかにした。

こうした研究成果の中には、投資利益の獲得に向けて投資家の意思決定を促進することになるような知識も少なからず含まれている。しかし、本研究の真の社会的意義は、投資家が個人的な投資利益を獲得しうる機会を明らかにするだけにとどまらず、日本の経済社会のあり方というマクロ的視点から、投資家による意思決定の更なる改善を通じて、証券市場の効率性がますます高まり、証券価格が資金配分の良好な指標となるような証券市場の確立に貢献する点に求めることができる。

5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計 18 件）

- ① 桜井久勝、当期純利益と包括利益の有用性比較、企業会計、査読無、62 巻 1 号、2010、43-46
- ② Kubota, Keiichi, Kazuyuki Suda, and Hitoshi Takehara, Dissemination of Accruals Information, Role of Semi-annual Reporting, and Analysts' Earnings Forecasts: Evidence from Japan、*Journal of International Financial Management & Accounting*、査読有、21 (2)、2010、120-160
- ③ Suda, Kazuyuki、Creative Accounting and Accounting Scandals in Japan、Jones, Michael, ed., *Creative Accounting, Fraud, and International Accounting Scandals*, John Wiley & Sons、査読無、2010、forthcoming
- ④ 若林公美、包括利益と純利益の特性比較、証券アナリストジャーナル、査読無、48 巻 5 号、2010、17-25
- ⑤ 音川和久、株価乗数モデルに基づく企業価値評価：実証、神戸大学経営学研究科ディスカッションペーパー、査読無、2010-23 号、2010、1-51
- ⑥ Shuto, Akinobu, Shota Otomasa, and Kazuyuki Suda、The Relative and Incremental Explanatory Power of Dirty Surplus for Debt Interest Rate、*Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*、査読有、18 (2)、2009、119-131
- ⑦ Kubota, Keiichi, Kazuyuki Suda, and Hitoshi Takehara, Common Risk Factors versus a Mispricing Factor of Tokyo Stock Exchange Firms: Inquiries into the Fundamental Value Derived from Analyst Earnings Forecasts、*International Review of Finance*、査読有、9 (3)、2009、269-294
- ⑧ 須田一幸・大久保昭平、IFRS 導入の経済的影響—有給休暇引当金の実証分析、税経通信、査読無、64 巻 13 号、2009、17-24
- ⑨ 桜井久勝、国際会計基準の導入が日本の会計基準に与える影響、証券アナリストジャーナル、査読無、47 巻 4 号、2009、7-18
- ⑩ 須田一幸、国際会計基準の導入と株式市場、証券アナリストジャーナル、査読無、47 巻 4 号、2009、28-43
- ⑪ 音川和久、株式価値の評価、榊原茂樹・砂川伸幸（編著）『価値向上のための投

資意思決定』中央経済社、査読無、2009、85-106

- ⑫ 桜井久勝、残余利益モデルによる株式評価、税務大学校論叢40周年記念論文集、査読無、2008、171-200
- ⑬ 桜井久勝、会計利益情報の品質、会計基準、査読無、22号、2008、96-99
- ⑭ 中野誠、国の競争優位の財務分析、会計、査読無、174巻5号、2008、46-58
- ⑮ 若林公美・八重倉孝、企業評価モデルのインプットとしての利益の検討ー包括利益と純利益の比較ー、会計、査読無、174巻5号、2008、59-74
- ⑯ 音川和久、株価乗数モデルに基づく企業価値評価：サーベイ、神戸大学経営学研究科ディスカッションペーパー、査読無、2008-45号、2008、1-20
- ⑰ Yosano, Tadanori, and Yoshinori Shimada、Cross-sectional Stock Returns on Fundamental Value vs. Market Value in Mergers and Acquisitions: Evidence from Japan、Discussion Paper, Graduate School of Business Administration, Kobe University、査読無、No. 2008-59、1-36
- ⑱ 與三野禎倫・島田佳憲、企業価値評価と合併・買収に関する資本市場の影響分析、国民経済雑誌、査読無、198号3巻、2008、63-78

[学会発表] (計4件)

- ① 大日方隆、実証会計学の継承と展望、日本会計研究学会第67回大会、2008年9月9日、立教大学
- ② 桜井久勝、会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究(最終報告)、日本会計研究学会第67回大会、2008年9月8日、立教大学
- ③ 桜井久勝、コンバージェンス後の国際会計研究のあり方、国際会計研究学会第25回研究大会、2008年8月30日、福岡大学
- ④ 桜井久勝、会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究(中間報告)、日本会計研究学会第66回大会、2007年9月1日、松山大学

[図書] (計4件)

- ① 桜井久勝 (編著)、企業価値評価の実証分析ーモデルと会計情報の有用性検証ー、中央経済社、2010、505
- ② 桜井久勝、財務諸表分析(第4版)、中央経済社、2010、326
- ③ 桜井久勝 (編著)、会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究(最終報告書)、日本会計研究学会・特別委員会、2008、485
- ④ 桜井久勝 (編著)、会計情報を活用した企業評価に関する総合的研究(中間報告

書)、日本会計研究学会・特別委員会、2007、374

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

桜井 久勝 (SAKURAI HISAKATSU)  
神戸大学・経営学研究科・教授  
研究者番号：10127368

### (2) 研究分担者

石川 博行 (ISHIKAWA HIROYUKI)  
大阪市立大学・経営学研究科・教授  
研究者番号：60326246

音川 和久 (OTOGAWA KAZUHISA)  
神戸大学・経営学研究科・教授  
研究者番号：90295733

大日方 隆 (OBINATA TAKASHI)  
東京大学・経済学研究科・教授  
研究者番号：20224305

児島 幸治 (KOJIMA KOJI)  
関西学院大学・商学部・准教授  
研究者番号：80388727

桜井 貴憲 (SAKURAI TAKANORI)  
同志社大学・商学部・准教授  
研究者番号：50326708

須田 一幸 (SUDA KAZUYUKI)  
早稲田大学・商学学術院・教授  
研究者番号：00171273

土田 俊也 (TSUTIDA TOSHIYA)  
兵庫県立大学・会計研究科・准教授  
研究者番号：30263453

中野 誠 (NAKANO MAKOTO)  
一橋大学・商学研究科・教授  
研究者番号：00275017

八重倉 孝 (YAEKURA TAKASHI)  
法政大学・経営学部・教授  
研究者番号：90308560

與三野 禎倫 (YOSANO TADANORI)  
神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号：80346410

若林 公美 (WAKABAYASHI HIROMI)  
甲南大学・経営学部・教授  
研究者番号：20326995

### (3) 研究協力者

北川 教央 (KITAGAWA NORIO)  
神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号：80509844

後藤 雅敏 (GOTOU MASATOSHI)  
神戸大学・経営学研究科・教授  
研究者番号：70186899

高田 知実 (TAKADA TOMOMI)  
神戸大学・経営学研究科・准教授  
研究者番号：00452483

村宮 克彦 (MURAMIYA KATSUHIKO)  
神戸大学・経済経営研究所・講師  
研究者番号：50452488