

(年金運用)：株価評価の妥当性は高められるか？

株式のファンダメンタル・バリューの評価手法として、配当割引モデルを始め、種々のモデルがある。しかし、これらモデルは、評価額の妥当性が将来の見積もりに大きく左右される問題を共通して抱えている。その中で、残余利益の時系列の動きを表現する線形情報モデルは、将来利益に影響を与える情報を実証的に取捨・選別でき、さらなる精緻化も可能なメリットを持っている。

株式のファンダメンタル・バリューとは、企業実態を合理的に反映した、株式の本質的な価値のことである。それを評価する方法として、配当割引モデル、キャッシュフロー割引モデル、残余利益モデルなどがあるが、株式市場でついている株価（時価）とは必ずしも一致しない。

配当割引モデルは、株式のみに着目してファンダメンタル・バリューを求めるもので、背景に、「株式の価値は、将来得られる全ての配当の和に等しい」との考えがある。キャッシュフロー割引モデルは、企業全体に着目し、企業全体の価値から負債の価値を控除して株式のファンダメンタル・バリューを求めるものである。背景には、「企業の価値は、企業が生み出す将来のキャッシュフロー全ての和に等しい」との考えがある。これらモデルの着目する対象は異なるものの、本質的には同じ考え方に基づいていることが理解できよう。

一方、残余利益モデルは、現在の純資産に将来の全ての残余利益（後述）の和を加えて、株式のファンダメンタル・バリューを求めるものであり（図表1）、上述の配当割引モデルやキャッシュフロー割引モデルと異なるように思える。しかし、残余利益という概念を導入した残余利益モデルは、配当割引モデルにクリーン・サープラス関係を仮定することにより導かれる。

図表1：残余利益モデル

$$\text{ファンダメンタル・バリュー} = \text{純資産} + \underbrace{\frac{1\text{年後の残余利益}}{1+\text{資本コスト}} + \frac{2\text{年後の残余利益}}{(1+\text{資本コスト})^2} + \frac{3\text{年後の残余利益}}{(1+\text{資本コスト})^3} + \dots}_{\text{将来の全ての残余利益の和}}$$

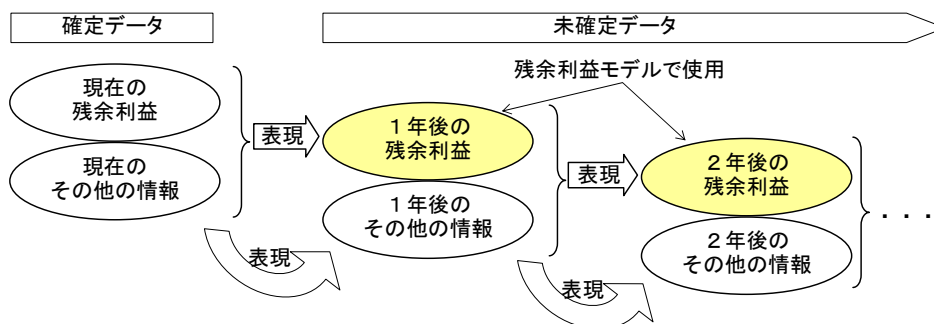
まず、残余利益とは、資本コスト控除後の利益のことで、企業がどの程度の価値を創造（又は消失）しているかの尺度として用いられる。具体的には、当期利益から期待利益（期初純資産×期待収益率）を差し引くことで、残余利益が求められる。

次に、クリーン・サープラス関係とは、ある期間における貸借対照表上の純資産の増加額が、対応する期間の損益計算書上の利益（その企業への流入額と、その企業からの流出額の差）に等しい関係のことである。この関係の仮定により、「配当は、期初の純資産に当期利益を加え、期末の純資産を控除した金額」で表すことができる。

以上より、配当割引モデルから残余利益モデルを導く際に用いた、クリーン・サープラス関係および残余利益という概念は、いずれも特別なものでないことがわかるであろう。つまり、株式のファンダメンタル・バリュー評価における本質的な問題は、上述した3つのモデルのどれが優れているかという点ではなく、ファンダメンタル・バリューの妥当性に大きく影響を与える将来の値を、どのように見積もるかという点にあると考えられる。

ここで、残余利益の時系列の動きを表現する線形情報モデルを紹介する。このモデルの特徴は、次期の残余利益に影響を及ぼす「その他の情報」という概念を導入した点にある。次期の残余利益を今期の残余利益および「その他の情報」で表現することにより、次期の残余利益に影響を及ぼすと考えられる情報をファンダメンタル・バリューの評価に織り込めるようになったのである。さらに、次期の残余利益を今期の情報で説明する線形情報モデルを数珠つなぎ的に用いれば、将来の全ての残余利益を今期の確定情報で表現できる特徴も併せ持つ（図表2）。

図表2：線形情報モデルの特徴



では、次期の残余利益に影響を及ぼす「その他の情報」とは、具体的には何であろうか？既に、いくつかの実証研究が行われており（図表3）、アナリスト予測の他、会計発生高、研究開発費などに「その他の情報」としての価値があるのではないかと指摘されている。

線形情報モデルは、会計発生高、研究開発費など、各人が経験則として、将来の利益に影響を与えると考えられる情報の効果を、検証可能とするものである。このような検証作業は、さらなる精緻化を求めて終わりが無い。つまり、ファンダメンタル・バリュー評価の妥当性をより高める点に、線形情報モデルの重要なメリットがあると言えよう。

（高岡 和佳子）

図表3：実証研究の例

著者	対象	結果
Dechow 他(1999)	アナリストの予測	アナリストの予測を用いることで、将来の残余利益に対する線形情報モデルの説明力が向上する。
Myers(1999)	期末受注残高	ファンダメンタル・バリューを決定付ける情報としての効果が見られないか、あるいはその効果が非常に小さい。
Barth 他(1999)	会計発生高	会計発生高は、ファンダメンタル・バリューを決定付ける情報としての効果が見られる。
Sougiannis(1994)	研究開発費	研究開発への支出は、支出額の2倍相当、将来利益を増加させる。さらに、それを介して株価を上昇させる効果も持つ。