

株主価値の株価説明力と情報の非対称性 -サンプルの分割による価値関連性の検証-

メタデータ	言語: Japanese 出版者: 公開日: 2021-05-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 青淵, 正幸 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/21800

「博士学位請求論文」審査報告書

審査委員 (主査) 経営学部 専任教授

氏名 森 久 ⑩

(副査) 経営学部 専任教授

氏名 鈴木 研一 ⑩

(副査) 千葉商科大学 会計ファイナンス研究科
客員教授

氏名 青木 茂男 ⑩

1 論文提出者 青淵 正幸 (立教大学経営学部・ビジネスデザイン研究科准教授)

2 論文題名

(邦文題名) 株主価値の株価説明力と情報の非対称性
ーサンプルの分割による価値関連性の検証ー

(英文題名) Stock Prices Explanatory Power by the Shareholder Value Using
Consideration of Information Asymmetry : An Empirical Study on the
Value Relevance by the Divided Samples

3 論文の構成

本論文は9つの章と補章の計10章で構成される。

- 第1章 本研究の目的
- 第2章 企業価値の測定
- 第3章 先行研究とリサーチ・デザイン
- 第4章 無借金経営と価値関連性
- 第5章 繰延税金資産および繰延税金負債と株主価値
- 第6章 上場市場別に見る株主価値の株価説明力
- 第7章 「自社が筆頭株主」である企業の価値関連性
- 第8章 市場のボラティリティと価値関連性
- 第9章 結論

補章 DCFモデルによる株主価値の株価説明力

第1章では本論文の背景と目的が示され、第2章では複数の企業価値評価モデルを説明し、それぞれの計算式と問題点に触れている。第3章では残余利益モデルを用いた先行研究のレビューを行った上で、本論文のリサーチ・デザインを提示している。

第4章から第8章までが実証分析の章である。本論文ではサンプルとして選択した上場企業を、各章で設けられた基準によって複数のセグメントに分割した上で株主価値を測定し、株価説明力のセグメント間比較を行っている。サンプルの分割基準は次のとおりである。第4章は実質無借金経営企業と有借金経営企業、第5章は繰延税金資産および繰延税金負債、第6章は上場している市場、第7章は自社が筆頭株主である経歴の有無や年数、第8章はマーケットベータの高低である。そして、第9章では本論文の結論と課題を述べている。

また、本論文の実証研究では残余利益モデルを統一的に用いていることから、実証結果の頑健性を示すため、補章として、第4章および第5章に類する研究を割引キャッシュフローモデル(DCFモデル)にて実施し、その結果を示している。

4 論文の概要

本論文における各章の概要は次の通りである。第1章では、研究の背景と目的および構成が示されている。Arrow (1985) は、情報の非対称性には事前に行われる隠された情報と事後に行われる隠された行動があることを示しており、本論文ではそれを用いてサンプルにおける情報の非対称性を追究する。投資家による開示情報の読み方が一様であれば株主価値の株価説明力は高くなり、反対に多様に判断されれば株価説明力が低くなるとの仮定を置いている。

第2章では、本論文においてインカムアプローチの1つである残余利益モデルを用いることにした根拠を、桜井(2008)を援用して説明している。なお、残余利益にも問題点や限界が存在している。赤字が継続する企業でも純資産の部分により価値ある企業と評価されてしまうことや、裁判や株式公開買付など実務では残余利益モデルが用いられた形跡がないことに触れている。

第3章では、株主価値の測定に関する先行研究のレビューを行っている。残余利益モデルと他のモデルを比較して残余利益モデルが高い株価説明力を示すという結果を得た研究や、残余モデルに用いる利益の違いによる株価説明力を検証した研究などについて触れている。それらを踏まえ、本論文で用いる株主価値評価モデルと回帰式を提示している。

第4章では、企業が無借金経営であるか有借金経営であるかでサンプルを分割し、各セグメントにおける株価説明力を比較している。資金調達後の資金の活用は経営者の裁量で決定できることから、経営者の隠された行動が情報の非対称性を生み出すと考えられる。分析の結果、有借金経営企業の方が無借金経営企業よりも株価説明力が高いことが示された。

第5章では、繰延税金資産／負債の視点による分析が行われた。繰延税金資産は経営者による保守的な経理処理により発生する。その額は経営者の見積もりにより情報公開前に決定されることから、経営者による隠された情報と認識できる。分析の結果、総資産に占める繰延税金資産の割合でセグメントした4区分のうち、上位2つのセグメントの方が下位2つのセグメントより高い株価説明力が示された。一方、繰延税金負債は主に有価証券の未実現収益からもたらされる法人税の後払額である。有価証券の保有や売却の決定は経営者が自由に行えることから、有価証券

取得後における経営者の隠された行動としている。分析の結果、総資産に占める繰延税金負債の割合が高い方から3つのセグメントにおいて株主価値と株価の関連性が確認された。

第6章では、企業が上場する市場でサンプルを分割している。長期にわたって市場第二部や地方市場に上場する企業の主な目的は上場の維持にあり、資金調達という本来の目的から逸脱している。上場後の市場選択の方向性を決めるのは経営者であるから、これは経営者の隠された行動により情報の非対称性が生じているとしている。市場ごとに検証した結果、東証第一部上場企業と第二部・地方上場企業との間で株価説明力に違いがあることが確認された。

第7章では、自社が筆頭株主である企業に焦点を当てている。サンプルのうち、自社が筆頭株主である企業の株主価値は相対的に高い株価説明力を示した。通常、自社株の取得という情報は事前に発信されることから、シグナリング効果によるものと考えられる。しかし、5期以上連続して自社が筆頭株主であるサンプルの株価説明力は低かった。

第8章では、マーケットベータの高低でサンプルを分割している。2014年3月期から2019年3月期までの6期間をサンプルとして検証した結果、2014年3月期から2016年3月期の3期はベータ値が1未満のセグメントの株価説明力が相対的に高く、2017年3月期から2019年3月期の3期は逆にベータ値が1以上のセグメントの株価説明力が高い結果となった。

第9章では、結論が示されている。本論文では経営者と投資家の情報の非対称性が株主価値の株価説明力に表れると仮定している。理論的には、企業情報は即座に投資家に伝わり、それが直ちに株価へ反映され、株価は株主価値へと収斂するが、実際には株主価値と株価には乖離がある。同じ情報でもそれを受け止める投資家の判断が分かれるためである。残余利益モデルを用いて検証した結果、分割されたサンプルのセグメント間において、株価説明力に相違があることが確認された。同じサンプルでも、切り分けることによって株価説明力が異なる。この結果を受け、本論文では情報の非対称性の可視化につながったとの結論を得ている。

最後に補章が設けられている。第4章および第5章に類似する検証をDCFモデルにより行っている。分析の結果、自己資本比率が高い企業の株価説明力が相対的に高く、残余利益モデルを用いた第4章での考察と整合的であり、また、繰延税金資産／繰延税金負債のサンプルの株価説明力が高いセグメントは第5章の結果と同一であった。これにより、本論文の検証結果が残余利益モデルに限定されるものではないことが示されている。

5 論文の特質

本論文では、残余利益モデルを用いて企業価値評価を行っているが、その目的はモデル式における株価説明力の向上を目指すことではない。

そして、本論文の特質は、同じサンプル集団であっても、数値がその上位に位置するものと下位に位置するものでは株価説明力が異なると考え、その原因は経営者と投資家の間に介在する情報の非対称性にあるとする点にある。企業情報は法的開示や適時開示、任意開示によって投資家に開示される。開示された情報そのものに非対称性は存在しないが、それを読み解くための補足的な情報の全てが投資家に届けられるわけではない。本論文では、投資家による開示情報の読み方が一様であれば株主価値の株価説明力は高くなり、反対に多様に判断されれば株価説明力が低くなるとの仮定を置いた。Arrow (1985) に従い、用意したサンプルのうち繰延税金資産および

マーケットベータの対応については経営者による隠された情報、無借金経営や有借金経営、繰延税金負債、上場する市場の選択、自社が筆頭株主となる政策については経営者による隠された行動と認識し、分割したセグメント間において株主価値の株価説明力に相違が見られたことから、本論文では情報の非対称性の存在を立証している。

このような主張は、審査員が知る限りにおいて初めて目にした視点であり、独自性と新規性が確認できる。また、補章では異なる評価モデルを用いて分析し、同様の結果を得ており、本論文の結果は偶然がもたらしたのではなく頑健性を持っていることも確認できる。

6 論文の評価

1995年にJ. Ohlsonが残余利益を用いたOhlson(1995)モデルを提唱して以降、多くの研究者がそのモデルを評価するための研究を重ねた。研究の視点は大きく3つに大別されるが、今日では残余利益モデルを用いたこれらの研究が学会誌等で発表されることも少なくなり、残余利益モデルは企業価値評価モデルの1つとしての認識されるようになった。

実証分析を行った先行研究の多くがサンプルの正規性を求め、同一企業の異なる年度のサンプルを別個のものとカウントするなど、数多くのサンプルを準備しようとしているのに対し、本論文では3月期決算の上場製造業における単年度のサンプルを使用し、それを複数のセグメントに分割するという手法を用いている。サンプル数が少なくなると、統計解析の結果が不安定になりがちであり、本論文でも一部にはそのような傾向が見られたが、サンプルの拡大ではなくセグメントという視点により、経営者の隠された情報や隠された行動を可視化した点が高く評価できる。

また、本論文は着手から約20年の歳月をかけて完成に至った労作であるが、分析対象期間はバブル経済崩壊後からの景気回復やリーマンショック、大規模自然災害の発生や異次元の金融緩和など、様々な環境変化を経験している。その中で、一般に株価説明力が高いと認識されていた残余利益モデルであっても、外部環境によっては必ずしも高い株価説明力を示すものではないという結果を提示しており、評価に値する成果と認定できる。

以上のような特徴をもつ本論文は、学術的内容について高く評価されるものであるといえる。一方で、本論文にも課題は残されている。本論文で用いた残余利益モデルによる回帰式の独立変数は純資産簿価と当期利益が永続すると仮定した残余利益のみである。測定対象であるサンプルは機械的に分けられただけであり、分割に用いた要素がモデル式の変数として組み込まれていない。口頭試問では、第8章のサンプルにおいて試験的に分割要素を組み込んでみたものの、その違いがみられなかったとの回答がなされたが、すべての他の章のサンプルでもそれが確認されたわけではなく、追加の検証が望まれる。しかし、当該課題の指摘は、本論文の最終評価を変える指摘ではなく、本論文の頑健性を高めるために論文提出者が確認すべき課題を示したものである。

7 論文の判定

本学位請求論文は、本学学位規程の手続きに従い、審査委員全員による所定の審査及び試験に合格したので、博士(経営学)の学位を授与するに値するものと判定する。

以上