

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

2020年度 経営学研究科

博士学位請求論文（要旨）

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 —

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

青淵 正幸

1 問題意識と目的

企業は経済活動を通じて社会の富を形成し、付加価値を生み出す。投資家は企業に自らの資金を託し、企業からのリターンを期待する。投資家にとって投資先は複数存在する。そのいずれに投資しても、将来のリターンが確実に同じであれば、投資家は投資先を選好する必要はない。現実には、経済環境や社会環境は日夜変化しており、将来のリターンを確実に予測することは不可能である。そのため、投資家は数々の情報を集め、それをもとに企業や事業活動を分析して将来のリターンを予測する。投資家はロスを避けるために投資先企業の情報を精査するのである。経営者が発信する情報をほとんどの投資家が正確に読み取るならば、当該企業への評価は一様に定まる。一方、投資家による企業情報の捉え方が多様であれば、当該企業への評価にもばらつきが生じると考えられる。

一般に、経営者と投資家の間には情報の非対称性が存在する。経営戦略上、経営者は自らが持つすべての情報を開示しているとは考えられない。Arrow (1985) によれば、資金の需要者（経営者）による取引前の隠された情報と、取引後の隠された行動により、資金提供者（投資家）との間に情報の非対称性が発生するという。投資家による企業の評価（株価）が株主価値に近似するならば、経営者が持つ情報と投資家が持つ情報の差が僅少であると考えられる。それは株主価値による株価説明力で判断できる。反対に、株主価値による株価説明力が低いならば、経営者と投資家に介在する情報の非対称性が大きいことを意味する。

本研究の目的は、経営者と投資家に介在する情報の非対称性を、残余利益モデルを用いて検証することにある。本研究では2種類の財務情報と3種類の株式に関する情報に焦点を当てる。企業の情報をもとにサンプルを分割し、各セグメントにおける株主価値の株価説明力を測定して比較検討を行う。セグメント間の比較において説明力に差が見られるのであれば、その情報には非対称性の多寡が認められ、投資家はそれを意思決定に用いていると考えられる。

2 構成及び各章の要約

本研究は9つの章と1つの補章で構成される。第1章には本研究の背景と目的および構成が示されている。

第2章では、企業価値評価の手法であるインカムアプローチ、ネットアセットアプローチ、マーケットアプローチを概観した上で、本研究では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て実証を行うことを示している。選択の根拠には桜井 (2008) を援用する。DCF モデルは将来キャッシュフローが負の企業の評価ができず、DDM は企業の配当政策に左右されるのに対して、残余利益モデルは会計数値をそのまま使用できるため、DCF モデルや DDM で指摘される弱点を克服できるのである。

第3章では、残余利益モデルにより株主価値を測定している先行研究のレビューを行う。Bernard (1995)

は DDM と残余利益モデルで測定された株主価値と株価の比較を、藤井＝山本（1999）や青淵（2003）は DCF モデルと残余利益モデルで測定された株主価値と株価の比較を行い、いずれも残余利益モデルで測定された株主価値が高い株価説明力を有する結果であることを示している。Frankel＝Lee（1998）や奥村＝吉田（2000）は、株価と純資産簿価、残余利益モデルによって測定された株主価値との相関分析を行い、井上（1999）や太田（2000）はモデルに用いる残余利益の違いによる株主価値の株価説明力について検証している。これらを踏まえ、第4章以降の実証分析に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章から第8章までの5つの章は実証研究の章である。第4章は企業が無借金経営であるか有借金経営であるかを切り口にサンプルを分割し、各セグメントにおける株価説明力を比較する。調達された資金や資産の利活用は最終的に経営者が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。サンプルは2018年3月期の東証第一部上場の製造業である。分析の結果、有借金企業の方が高い株価説明力を示した。また、実質無借金の額が大きい企業の説明力は不安定であった。企業に多くの手元資金があることをポジティブに捉える投資家とネガティブに捉える投資家が入り交じっているとも考えられる。

第5章は、繰延税金資産／負債の視点による分析を行う。繰延税金資産／負債は税金の前払い／後払いを示している。2000年3月期より導入された税効果会計により、それまで損益計算書上で生じていた税引前利益と税引後の当期純利益の不連続が解消された。不連続の原因は企業会計と税務会計における収益と益金、費用と損金の認識のずれによる一時差異である。税効果会計の導入によって一時差異が可視化され、法人税の繰延額が貸借対照表に示されるようになった。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が、その程度を投資家は知ることができない。それは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が上位2つのセグメントの方が下位2つのセグメントよりも株価説明力が高かった。保守的な経理の程度という経営者のメッセージが投資家に伝わっているものと考えられる。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。有価証券の未実現収益は経営者が直接にコントロールできない。しかし、有価証券の保有や売却といった決定は経営者が自由に行えることから、経営者の隠された行動と捉えることができる。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。また、その割合が高くなるにつれて株価説明力が小さくなることも確認された。

第6章は、企業が上場する市場を用いてサンプルを分割している。本来、株式市場は不特定多数から資金を調達する場である。市場に集まる企業の情報の多寡は投資家にとって1つのリスクとなる。東証第一部上場企業は企業価値の向上を目指し、多くの情報を公開することでリスクの低減に努め、株主資本コストの引き下げを狙う。新たに資金を調達する際、低い資本コストでの調達が可能になるからである。これに対し、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る。相対的に情報の開示量や流通量が少なく、経営者の隠された行動により、経営者と投資家の間には情報の非対称性が生じていると思われる。市場ごとのサンプルで株主価値を測定し、株価説明力を検証した結果、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章は、自社が筆頭株主である企業に焦点を当てている。自社株の保有は株主還元の1つであり、株主には好意的に受け止められる。東証第一部上場製造業の2016年3月期をサンプルとし、自社が筆頭株主である企業とそうでない企業を比較すると、前者の株主価値が相対的に高い株価説明力を示した。通常、企業が自社株を取得する際は、その情報が事前に発信される。この結果からシグナリング効果が確認できる。しかし、2016年3月期まで5期以上連続して自社が筆頭株主というサンプルの株価説明力は低かった。自社株の扱いについて、経営者の隠された行動により情報の非対称性が大きいものと考えられる。長期にわたり自社が筆頭株主であることを安定と捉える投資家がいる一方、硬直的とネガティブに捉える投資家が混在しているのだろう。

第8章は、マーケットベータに着目した研究である。ベータ値は投資家が許容できるリスクの程度である。個別銘柄が市場全体と同じ動きのときのベータ値は1となり、市場全体より動きが大きければ1を超え、反

対に市場全体の動きより緩慢であれば1を下回る。第8章ではベータ値をもとにサンプルを分割した。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。この間は株価が上昇基調から安定基調へとシフトしている。これが結果の1つの要因と考えられる。ベータ値は経営者が直接に操作できるものではないか、自社の置かれた環境を鑑み、何らかの対策を講じていることは推察できる。経営者による隠された情報が存在するものと思われる。

第9章は結論の章である。第4章から第8章までの実証研究の結果を受けた総括が示されている。企業が発信する情報は即座に投資家にも浸透し、その情報をもとに投資家は行動を起こす。市場が効率的であればそれらの情報が直ちに株価へ反映され、株価は当該企業の株主価値へと収斂する。しかし、実際には株主価値と株価にはずれが生じている。同じ情報を入力しても、それを受け止める投資家の判断が分かれるためである。本研究では経営者と投資家の間に介在する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、残余利益モデルを用いて検証を行った。その結果、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。

本研究における結論は第9章で示されたが、補章として DCF モデルを用いた株主価値の株価説明力の検証を、2つの切り口で行う。1つは資本構成でサンプルを分割した検証であり、もう1つは繰延税金資産／負債の割合でサンプルを分割した検証である。前者は第4章で扱った実質無借金経営の企業と有借金経営の企業の分析の補論に相当する。分析の結果、自己資本比率が高い企業による株主価値の株価説明力が相対的に高く、残余利益モデルで検証を行った青淵（2010）の結果と整合的であることが示された。後者は第5章の内容を DCF モデルで検討したものであり、残余利益モデルと DCF モデルのいずれのモデルを使用しても、高い株価説明力を有するのはどちらも同じ順位のセグメントであることが確認された。これらの結果は、本研究の結論が他のモデルでも立証できることを示すものである。