

会計ファンダメンタルズと株主資本コスト

高 須 悠 介

目 次

- | | |
|---------------------|---------|
| 1. はじめに | 4. 分析結果 |
| 2. 会計ファンダメンタルズと株式評価 | 5. 終わりに |
| 3. リサーチデザイン | |

本稿では、財務諸表情報に基づく会計ファンダメンタルズと株主資本コストの関係を検証する。その分析から、①会計ファンダメンタルズは株主資本コストに対する説明力を有すること、②会計ファンダメンタルズに基づいた予測株主資本コストと将来株式リターンの間に理論的に求められる正の相関があること、が確認された。このことは、財務諸表分析が企業業績の予測のみでなく割引率（リスク）の予測にも活用でき得ることを示唆する。

1. はじめに

本稿の目的は、株式価値との関連性が予測される会計ファンダメンタルズに注目し、株主資本コストとの関係性及びその予測能力を実証的に検証することである。

Modigliani-Millerの第3命題に従えば、企業の事業に対する期待事業リターン（企業サイドから見れば総資本コスト）は資本構成によらず、事業特性に応じて決定される。その上で、資本構成に応じて、負債の期待リターン（負債コスト）と株式の期待リターン（株主資本コスト）が決まることになる。つまり、企業の価値を事業価値と株

式価値のいずれから考えるにせよ、将来キャッシュフローの割引率には企業の事業特性が反映される。この企業の事業特性を考える際に、財務諸表分析は主に収益性、効率性、安全性、成長性といった四つの観点から示唆に富む情報を提供するものと考えられる。しかしながら、実際の資本コストの推計に当たっては、加重平均資本コストの計算に時価総額ベースの自己資本比率が用いられるくらいであり、ほとんどの財務比率は活用されない。この一因には、分散投資によって個別リスクがヘッジされ、市場全体との連動性（市場リスク）のみが価格付けされるリスクであるというよく知られた理論があると思われる。財務諸表分析によ



高須 悠介（たかす ゆうすけ）

横浜国立大学大学院国際社会科学研究院准教授。2015年一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了。博士（商学）。同年4月より、横浜国立大学大学院国際社会科学研究院専任講師。16年4月より現職。