

企業の情報開示と株価

新井富雄

CONTENTS

株価評価の基本原則

将来キャッシュフローの予測

証券市場と情報

要約

- 1 経営者の自社株価に対する関心が高まっている。2003年4～6月期から開始された上場企業の4半期業績開示を契機に、企業の情報開示のあり方についての議論も盛んになっている。経営者と投資家の間には情報の非対称性が存在し、これが両者の株価認識ギャップを生んでいる。このことから、企業の情報開示が適正な株価形成にとって非常に重要であることは明らかであろう。本稿では、株式評価の基本原則を踏まえて、株価と企業情報との関連について考え方を整理し、企業の証券市場に対する情報提供のあり方について考察する。
- 2 株価を決定するのは、将来時点におけるキャッシュフローとそのボラティリティ（変動性）に対する投資家の予測である。投資家は、数量分析と定性分析の両面からのアプローチで、企業の生み出す将来キャッシュフローを予測しようとする。そのために投資家が求める情報は、伝統的な財務会計情報ばかりではない。日本産業の成熟化やソフト化の進展のなかで、各社の経営戦略やその進展状況を示す非会計的な情報に対するニーズが増大している。
- 3 証券市場は公開情報の利用に関して全体的には相当に効率的である。しかし、個別の株価形成プロセスは、市場参加者間の情報の非対称性などに起因して、ダイナミックで多くのノイズを含んだものになる。こうした市場に対する企業の自発的かつ適正、適時な情報開示は、企業にとっても自社株式の流動性向上や正確な市場評価のフィードバックなどのメリットをもたらす。なお、直接的な情報開示に加えて、増配や自社株買いなどの財務政策も、公表情報の信憑性を高めるシグナリング手段として活用すべきであろう。

近年、株主重視経営を標榜する日本企業が徐々に増加している。そして、自社株買の実施や株式オプション制度の導入を行う企業も増えている。その結果、企業経営者の株価に対する関心が高まり、株価は企業パフォーマンスを示す極めて重要な経営指標である、という認識が広まっている。その一方で、証券市場で自社の株価が正当に評価されていないのではないか、という疑問を呈する経営者も少なくない。

経営者と投資家の間には情報の非対称性が存在する。その結果、内部情報を持っている経営者の株価判断と公表情報しか知らない投資家の判断とが異なることもしばしば起こる。こうしたなか、2003年4～6月期から開始された上場企業の4半期業績開示を契機に、企業の情報開示に対する議論も盛んになっている。

本稿では、株価形成と企業情報との関連について考え方を整理したうえ、企業の証券市場に対する情報提供のあり方について考察する。

株価評価の基本原則

1 割引キャッシュフロー法

まず、「株価はどのように決まるのか」について基本原理に立ち戻って考えよう。最初に、割引キャッシュフロー・バリュエーション、EVA法という3つの代表的な株価評価モデルについて概観する。これらはいずれも割引キャッシュフロー（DCF）法の範疇に入るもので、期待キャッシュフローの現在価値の合計をもって株式の市場価値と考える点において、原

理的には同じものである。

（1）割引キャッシュフローモデル

1番目は割引キャッシュフローモデルである。これは、債券の複利最終利回り計算を株式に適用したものである。ただ債券と異なり、株式の場合には元本の償還は行われないので、株主に支払われる配当が割引の対象になる。すなわち、現在の株価は企業が既存の株式に対して将来支払う1株当たり期待配当の現在価値の和と考える。

ただ、企業は普通ゴーイングコンサーンであり、継続して営業活動を行うと仮定されるので、原則的には未来永劫の先の時点における配当まで予想しなければならず、そのままでは計算不可能である。そこで、配当が今後一定の成長率で成長すると仮定した次のような割引キャッシュフローモデルがよく用いられる^{注1}。

$$P_0 = \frac{E(D_1)}{r_e - g} \quad \text{ただし、} r_e > g \quad \dots \text{①}$$

ここで、

P_0 = 現在時点における1株当たり理論株価

$E(D_1)$ = 1年後に支払われる配当 D_1 の期待値

r_e = 株主の要求収益率（株主資本コスト）

g = 配当成長率

しかし、実際には企業の成長率は発展段階ごとに異なり、配当の成長率も一定ではない。この点を考慮して当面 n 年間の配当を個別に予想して、 $(n+1)$ 年目以降は一定率で配当が成長すると仮定した次のような割引キャッシュフローモデルもしばしば用いられる。

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E(D_t)}{(1+r_e)^t} + \frac{E(D_{n+1})}{(1+r_e)^n (r_e - g_{n+1})} \quad \dots \text{②}$$

ここで、

$$g_{n+1} = (n+1) \text{年目以降の配当成長率}$$

配当割引モデルには、簡便で使いやすいという長所がある一方で、多くの日本企業のように配当性向に基づく配当政策を採用していない企業や、米国における無配の高収益・高成長企業のようなケースには適用しにくい、という問題点もある。

(2) フリーキャッシュフロー・バリュエーション

そこで、設備や運転資本への投資資金を差し引いた後に残るキャッシュフローを基準にする、フリーキャッシュフロー・バリュエーションが考えられた。この企業価値評価法は、合併買収時の株価評価などにも幅広く用いられている。

まず、フリーキャッシュフロー（FCF）であるが、これは次のように定義される。

$$FCF = \text{NOPAT} + \text{減価償却} + \text{繰り延べ税金} \\ - \text{設備投資} - \text{正味運転資本増分} \quad \dots \textcircled{3}$$

ここで、

$$\text{NOPAT}(\text{税引き後営業利益}) = \\ \text{金利税前利益} \times (1 - \text{税率}) \quad \dots \textcircled{3-1}$$

$$\text{正味運転資本増分} = (\text{流動資産} - \text{流動負債} \\ + \text{短期借入金}) \text{の前年比増加額} \quad \dots \textcircled{3-2}$$

である。なお、 $\textcircled{3-1}$ 式で支払利息を差し引く前の利益に対して（1 - 税率）を掛けているのは、支払利息の税控除メリットの二重計算を避けるためである。税控除メリットについては割引率の方で考慮する。この点についてはすぐ後で述べる。

予想される将来のフリーキャッシュフローを加重平均資本コスト（WACC）で割り引いて合計したものが、本業の事業のみを考えた

ときの企業価値（= 株式時価総額 + 負債時価総額）になる。なお、キャッシュフローの割引率として用いられる加重平均資本コスト（WACC）は次のように算出される。

$$WACC = \frac{\text{株式の時価総額}}{\text{株式と負債の時価総額合計}} \\ \times \text{株主資本コスト} \\ + \frac{\text{負債の時価総額}}{\text{株式と負債の時価総額合計}} \\ \times \text{負債の資本コスト} \times (1 - \text{税率}) \quad \dots \textcircled{4}$$

$\textcircled{4}$ 式で、負債の資本コストに（1 - 税率）を掛けているのは、前述の支払利息の税控除メリットを反映させるためである。株主資本コストは、通常、資本資産評価モデル（CAPM）などを用いて推定される。また、負債の資本コストについては、信用リスクの低い企業の場合、既発社債の流通市場における複利最終利回りが用いられる。

さて、以上の計算は企業の保有資産のすべてが営業用資産であることを前提としている。しかし、実際には多くの企業が営業用資産だけでなく余剰金融資産などの営業外資産を保有している。この点を考慮に入れて、上で計算した企業価値に営業外資産を加える。さらに配当割引モデルのときと同様に（n + 1）年目以降のフリーキャッシュフローが一定の成長率 g_{n+1} で成長すると仮定すると、企業価値は次のように表すことができる。

$$\text{企業価値} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \\ + \frac{FCF_{n+1}}{(1+WACC)^n (WACC - g_{n+1})} \\ + \text{営業外資産} \quad \dots \textcircled{5}$$

この企業価値をもとにすると、1株当たり株価は次のように表すことができる。

$$1株当たり株価 = \frac{\text{企業価値} - \text{負債およびその他の債務}}{\text{発行済み株式数}} \dots \textcircled{6}$$

さて、現在は高収益企業である企業も、企業間競争の結果、やがては競争優位性を維持できず高い収益を生む投資機会を失うケースも多い。この点を考えて、一定の競争優位期間以降は、更新投資を除く企業の純投資額はゼロになり、フリーキャッシュフローが増加しないという想定がしばしば行われる。

このような追加的な仮定をおくと、**⑤式**は次のように書き直すことができる。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \\ &+ \frac{NOPAT_{n+1}}{(1+WACC)^n \cdot WACC} \\ &+ \text{営業外資産} \dots \textcircled{7} \end{aligned}$$

ただし、競争優位期間の n 年間より先の期間についてもインフレに見合うキャッシュフローの増加だけは見込まれる場合には、**⑦**の企業価値評価式は次のように修正することができる。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \\ &+ \frac{NOPAT_{n+1}}{(1+WACC)^n (WACC - \text{インフレ率})} \\ &+ \text{営業外資産} \dots \textcircled{8} \end{aligned}$$

フリーキャッシュフロー・バリュエーションは、割引キャッシュフロー(DCF)法の基本に最も忠実な企業価値評価法である。企業が余裕資金を配当するか、社内に留保して金融資産を蓄積するかにかかわらず価値評価が行えるという長所もある。

しかし、フリーキャッシュフロー・バリュエーションにも短所がある。第1は、個別に

キャッシュフローを予測する期間の末時点における継続価値の評価額に企業価値評価額が大きく左右される、ということである。継続価値に最も大きい影響を与えるのは、個別予測期間以降におけるフリーキャッシュフロー成長率の想定である。一方、競争優位期間より先の期間には企業は付加価値を生まないと想定する場合についても、競争優位期間が何年間になるのかを予想しなければならない。

フリーキャッシュフロー・バリュエーションの第2の問題点は、投資を実施した期間に、投資額全額をキャッシュフローから控除するので、期間ごとの業績評価目的のために使いにくいことである。期間損益の把握には通常損益計算書データが用いられるが、これらの財務会計データには、支払利息は差し引かれるが、株主資本の資本費用については明示的に控除されない、会計処理の恣意性が高く市場評価と結びつけにくいなどの問題点がある。

このようにDCF法と財務会計データには長所と短所がある。これに対して市場価値評価に直結し、かつ期間ごとのパフォーマンス測定に便利のように工夫したのが、EVA(Economic Value Added、経済的付加価値)法である^{注2}。

(3) EVA法

EVAは、基本的には次のように定義される。

$$\begin{aligned} EVA &= NOPAT - \text{資本費用} \\ &= NOPAT - \text{投下資本} \times WACC \\ &= (\text{投下資本利益率} - WACC) \times \text{投下資本} \dots \textcircled{9} \end{aligned}$$

ただし、

$$\begin{aligned} \text{投下資本} &= \text{短期借入金} + \text{固定負債} \\ &+ \text{株主資本} \dots \textcircled{9-1} \end{aligned}$$

ないし

$$\begin{aligned} \text{投下資本} &= \text{流動資産} - \text{流動負債} \\ &+ \text{短期借入金} + \text{固定資産} \quad \dots \text{⑨-2} \end{aligned}$$

また、

$$\text{投下資本利益率} = \text{NOPAT} / \text{投下資本} \quad \dots \text{⑨-3}$$

EVAには、次のような特徴がある。すなわち、支払利息だけでなく株主資本コストも含む資本費用を控除した経済的利益である、加重平均資本コスト(WACC)を利用することで、事業ごとのリスクの違いを反映させた資本費用を控除可能である、研究開発投資や広告費などについて一度資産計上したうえで、一定期間に案分して費用を認識するなど、収益・費用について経済合理性の観点から認識タイミングを選択できる、投資をキャッシュフロー基準でなく、投下資本に対する各期の資本費用として期間案分して認識するので、期間ごとの業績評価に利用しやすい などである。

さらに、EVAには、将来時点におけるEVAの現在価値の総和として市場価値ベースの付加価値(MVA)を算出できるという特徴がある。ここで、MVAは次のように定義できる。

$$\begin{aligned} \text{MVA}_0 &= \text{企業の市場価値}(V_0) - \text{投下資本}_0 \\ &= \frac{\text{EVA}_t}{t=1(1+WACC)^t} \quad \dots \text{⑩} \end{aligned}$$

この関係式を企業の市場価値について解くと次のようになる。

$$\begin{aligned} \text{企業の市場価値}(V_0) &= \text{投下資本}_0 + \text{MVA}_0 \\ &= \text{投下資本}_0 + \frac{\text{EVA}_t}{t=1(1+WACC)^t} \\ &= \text{投下資本}_0 + \\ &\quad \frac{(\text{投下資本利益率}_t - \text{WACC}) \times \text{投下資本}_t}{(1+WACC)^t} \quad \dots \text{⑪} \end{aligned}$$

⑩式は、企業が投下資本から資本コスト以上のリターンを上げたときにのみ、市場付加価値が創造されることを示している。なお、負債の簿価と時価が等しい場合には、市場付加価値は株主に帰属することになる。このことは、企業の投下資本からのリターン(ROI)が資本コストを上回るときにのみ株価純資産倍率(PBR)が1倍を上回ることを意味している。

フリーキャッシュフロー・バリュエーションとEVA法の2つのアプローチは原理的に一致する。その理由は、EVA法は投資をキャッシュフローではなく、加重平均資本コストを基準に償却後投下資本に対する各期の資本費用として、期間案分して認識しているためである。

投資を期間案分するために用いたのと同じ加重平均資本コストで資本費用を割り引いて現在価値に直し、それを合計すればもとの投資額と金額が一致する。したがって、2つのアプローチは原理的に同じ結論をもたらす。

ただ、実際の適用においては2つのアプローチで使い勝手の差が生じ、EVA法による企業価値評価の方が使いやすい場合がある。EVA法では財務会計数値を修正して推定した現在時点での投下資本を上手く利用する。その結果、継続価値に企業価値評価額が左右される割合を下げられる。

したがって、経済的に適正な投下資本を正確に推定できる場合には、より精度の高い企業価値評価が行える。このように証券投資の実務においては、ケースによってEVA法とフリーキャッシュフロー・バリュエーションを使い分けることができる。

2 リアルオプションの考慮

(1) 割引キャッシュフロー法の限界

これまで見てきたような各種の割引キャッシュフロー法には理論的な限界がある。それはアプローチが静学的なことである。「静学的」とは、時間の経過や状態の変化に応じた将来の追加的意思決定を考慮していないことを指す。この点について少し考えてみよう。

企業価値は本来、既存事業の価値と将来価値の和と考えることができる。既存事業の価値とは既存事業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値であり、将来事業の価値とは企業がまだ始めていない将来事業が生み出す正味現在価値（NPV）のことを指す。

将来事業は将来の経営意思決定によってなされる。そして将来の経営意思決定は、将来明らかになる情報に基づいてなされる。これは当然のこのように思われるが、各時点の意思決定は、その時点で利用可能な知識や情報を与件として行われるということを中心に認識するのは極めて重要なことである。

各時点で利用できる情報は、限られた不完全なものである。多くの誤った情報や雑音も含まれている。だからといって、経営者は意思決定を回避するわけにはいかない。現在のこのような不透明で激しいグローバル競争が展開される時代においては、変化の兆しのなかに新たなビジネスチャンスを見だし事業化を構想してゆく、積極的な経営戦略の重要性が高まっている。その結果、事後的には経営判断を誤ったという事態も頻発する。逆にいえば、経営環境の予期せざる変化に対して果敢に適應する自由度を確保することなしには、企業の成功は難しい。

例えば、企業が事業の拡大を図る際には、

経営環境をみながら、段階を踏んで事業を徐々に拡大してゆくのが合理的である。事業環境が良い方向に進めば、次の拡大が図られるべきであろうし、逆に環境が悪化した場合には、事業拡大を見合わせる、あるいは当該事業を縮小する、さらには全面撤退するという柔軟な意思決定を行うべきである。

このような経営意思決定の柔軟性のなかには、意思決定を早める（遅らせる）、事業の拡張（縮小、撤退）、研究開発などにおける段階的意思決定での前進、中断、中止、使用原材料、利用技術や生産する製品の転換、グローバル生産拠点の集中や分散、新規事業進出に関する意思決定 など、非常に多様なものが含まれる。

こうしたダイナミック（動学的）な企業経営の実態に対して、割引キャッシュフロー法は対応できるのだろうか。答えは否である。割引キャッシュフロー法では、まず現時点で利用可能な情報を前提に企業の将来を展望して起こりうる多数のシナリオを想定する。

次に、各シナリオのもとで予想されるキャッシュフローに、主観確率を掛けて1本の期待キャッシュフローに置き換える。これをリスク調整後の割引率で割り引いて現在価値を求め、それらを合計して価値を評価するという方法が取られる。この方法では、将来の追加的意思決定を上手く織り込むことができない。

(2) バブルかリアルオプションか

企業価値の評価にダイナミックな意思決定を反映させるためには、リアルオプションの考え方が有用である^{注3}。リアルオプションとは、金融オプションの考え方を実物資産へ応

用したものである。すなわち、経営の意思決定における柔軟性のある種のオプションと考
えて分析するのである。金融オプションの価
値は、将来の不確実性が高く株式や為替など
の原資産のボラティリティ（変動性）が高い
ほど高まる。同様に、企業経営における意思
決定の柔軟性の価値は、事業環境の不確実性
が高まるほど高くなる。

その結果、リアルオプションを加味すると
経営環境が不透明になればなるほどリアルオ
プション価値が上昇し、株主価値全体に占め
るその割合が増加する。一方、業種ごとにみ
ると不確実性の高い業種ほど企業価値全体に
占めるリアルオプションの割合が高くなる。
すなわち、ハイテク企業などでは企業価値に
占めるリアルオプションの割合が高く、逆に
成熟産業や公益企業の場合には、その割合が
低い。

例として、IT（情報技術）企業の株価を
取り上げる。情報通信技術のめざましい発展
を背景に1990年代末にはIT関連企業の株価
が世界中で急騰した。しかし2000年になると、
こうした企業の株価は揃って暴落した。この
いわゆる「ITバブル」とその崩壊現象につ
いては、様々な解釈が可能である。

ひとつの解釈は、インターネット関連など
のIT銘柄の株価上昇は「バブル」であった
という見方である。これは現在最も一般的な
見方であろう。しかし1990年代末のIT関連
銘柄の高株価について、どの部分が本当に
「バブル」で、どの部分が合理的に説明可能
なのかは理論的には必ずしも明らかではな
い。

確かに1990年代末のインターネット株の株
価形成には、過去のバブル現象と多くの共通

点があったことも事実である。1990年代の米
国では、「 ・ドット・コム」という社名
を付けることが大流行し、そうした企業が
続々と公開されて株価が急騰した。

こうした現象は、プリンストン大学教授の
B・マルキールが『ウォール街のランダム・
ウォーカー』^{文献21}で述べている40年前の現象
と軌を一にしている。すなわち、1960年代の
米国では、「エレクトロニクス」をもじった
「 トロン」とか「 ニクス」という社
名を付けるのが大流行し、そうした銘柄の株
価が急騰した「トロニクス・ブーム」という
現象が起こった。確かに1990年代後半の新規
公開企業のなかに第2のマイクロソフトのよ
うな企業が含まれている可能性も否定はでき
ないが、すべての銘柄に高株価が付くとい
うのは理解しがたい。

その一方で、高株価のすべてを「バブル」
と片づけるのも早計ではなかろうか。企業の
「ファンダメンタル価値」から上方に遊離し
た株価形成がなされるのがバブルである。し
かし、非常に高い成長ポテンシャルを持ちな
がらも、足元ではまだ利益を生んでいないハ
イテク企業の価値評価に関しては、確立され
た方法論があるわけではない。この種のベン
チャー企業の評価を、割引キャッシュフロー
法で行うことは極めて難しい。結局、継続価
値の想定次第になるからである。ファンダメ
ンタル価値が定義できないのならば、定義上
バブルか否かの判定は不可能である。

このようなハイテク企業の評価に新しい視
点を与えたのがリアルオプション・アプロ
ーチである。リアルオプション・アプローチに
よる企業価値評価は、基本的に次のように表
すことができる。

企業価値 = 割引キャッシュフロー法に基づく
企業価値 + リアルオプション価値 …⑩

ハイテク産業などの知識集約型産業には、高額な先行投資コストと低い追加的コスト、ユーザー数の上昇に伴って加速度的に増大するネットワーク効果、デファクトスタンダード（事実上の標準）の地位を獲得した企業が市場を独占する「一人勝ちの市場」、ユーザーを独自のインタフェースに慣れさせるロックイン（囲い込み）効果などの競争上の特徴がある。その結果、一度好循環に入ると収益が爆発的に伸びる傾向がある。インターネット産業は、こうした特徴を持つ典型的な産業である。

企業価値評価におけるリアルオプション・アプローチは、この種の企業の評価において有効性が高い。そして、1990年代後半から2000年にかけてのインターネット関連銘柄の株価変動に関しても、ある程度説得的な代替の説明を与えてくれる。リアルオプション・アプローチによれば、インターネット企業の価値のほとんどはリアルオプションである。そしてボラティリティの大幅な変動が、「ITバブル」とその崩壊の理由を説明する。

1990年代後半から2000年にかけて投資家の抱いたITビジネスに対する期待ボラティリティは大幅に変動した。当時は、インターネットが一般ユーザーに爆発的に普及していった時期である。そしてその頃の多くの新聞やビジネス雑誌は、「インターネットはすべてのビジネスを変える力を持った革命的な技術である」という論調で溢れていた。新たな技術に触れた驚きやマスコミの論調に投資家が影響され、投資家の期待ボラティリティが非常に高くなったと考えてもおかしくない。

しかし、実際にインターネットを日常的に利用し始めると、「インターネットに向いている用途もたくさんあるが、向いていない用途もある」ことや「素晴らしい技術が、即座に高収益ビジネスに直結するわけではない」という、考えてみれば当たり前のことがわかってきた。その結果、2000年に入ると期待ボラティリティは急速に縮小した。

さて原資産の価値が行使価格を大幅に下回る長期のディープ・アウトオブザマネーのオプションの場合、期待ボラティリティが半分の水準になれば、オプション価値は何十分の一にもなってしまう。リアルオプション・アプローチによれば、これが1990年代後半から2000年にかけて起こった「ITバブル」とその崩壊の正体である。インターネット関連銘柄の株価上昇もその後の暴落も、不合理な価格形成が行われたという意味における「バブル」ではなく、極めて合理的な価格形成であったというわけである。

ただ問題は、インターネット関連銘柄へ投資していた多くの投資家は、形式上は株式投資であっても、経済実態としては非常にリスクが高い長期ディープ・アウトオブザマネー・オプションへ投資している、ということをも十分認識していなかったことである。

将来キャッシュフローの予測

1 ファンダメンタル分析のフレームワーク

これまで説明した株価評価の様々なモデルは、「投資家が注目すべきなのは、将来時点におけるキャッシュフローとそのボラティリティである」という点で共通している。株式

投資のための企業分析においては、過去の実績を分析することが主目的ではない。

投資家にとって、過去の企業業績分析の目的は、将来を展望するための参考にすることである。過去の業績の分析を行うことによって、企業の収益体質の特徴を知ることができる。また、当該業界における競争戦略を分析することによって、業界の景気循環サイクル、競争の度合い、経営戦略の有効性など、過去の業績変動の背後にある要因を理解することができる。これらにより、今後起こりうる収益変動に関する洞察力を得ることができることにこそ意味がある。

将来キャッシュフローを予測するために、数量分析と定性分析の両面からのアプローチが行われる。企業の収益力を数量的に要素分解して捉える方法には様々なものがあるが、代表的なものとして、売上高成長率、売

上高営業利益率、追加投資比率の3指標に着目する方法がある。ここで追加投資比率とは、追加的な売上高を上げるためにいくらの設備および運転資本への投資が必要かを捉える比率である。これらの3指標は「オペレーティング・バリュードライバー（事業からの価値創造の原動力）」と呼ばれる^{文献23}。この3つのオペレーティング・バリュードライバーの過年度の値は、企業の公表財務諸表から計算できる数値である。

しかし、このオペレーティング・バリュードライバーは結果であり、それ自身が独力で変動するわけではない。バリュードライバーの値は別の要素によって決まってくる。基本的な決定要素は次の6要素にまとめることができる。すなわち、売上数量、製品単価と売上構成、オペレーティングレバレッジ（事業資産の稼働状況）、規模の経済、コスト効率、投資効率の6要素である（表1）。ここで注目したいのは、企業の価値創造を決めるこれらの決定要素の大部分が財務諸表から得られる数値ではないことである。

これら6要素の変動をもたらすものとしては、マクロ経済状況、業界の競争状況や技術進歩など各種の要因が考えられる。これらのうち近年重要性が高まってきたのは、競争戦略要因である。その背景には、いまや日本のほとんどの産業が産業としては投資魅力に乏しい成熟産業と化した結果、企業の成功を決定づける要因として独自戦略が重要になったことがある。

産業が成熟段階に達すると、一般に業界内の競争が激化して企業の収益性は低下する。こうした競争環境のなかでは、企業の成功を

表1 オペレーティング・バリュードライバーの決定要素

オペレーティング・バリュードライバー	バリューファクター	重要事項
1 売上高成長率	売上数量	<ul style="list-style-type: none"> ● 産業の成長率 ● マーケットシェア
	価格と売上構成	<ul style="list-style-type: none"> ● 価格の変化 ● 売上構成の変化
2 売上高営業利益率	価格と売上構成	<ul style="list-style-type: none"> ● 価格の変化 ● 売上構成の変化
	オペレーティングレバレッジ	<ul style="list-style-type: none"> ● 生産費用 ● 投資サイクルにおける位置 ● 投資の分割可能性
	規模の経済	<ul style="list-style-type: none"> ● 購買 ● 生産 ● 流通 ● 学習曲線
	コスト効率性	<ul style="list-style-type: none"> ● プロセスの再構成 ● 技術 ● アウトソーシング
3 追加投資比率	投資効率	<ul style="list-style-type: none"> ● 技術 ● 設備の再構成 ● 運転資本管理

出所) アルフレッド・ラバポート、マイケル・J・モーブシン著、新井富雄・芹田敏夫・高橋文郎訳『エクスペクテーション投資入門』日本経済新聞社、2003年

決める要因として独自の経営戦略の重要性が増す。優れた経営戦略を持つ企業は、成熟産業でも成功できる。その典型例として、パソコン業界におけるデルコンピュータの例が挙げられよう。

こうした状況のもとで、競争戦略分析が証券投資にとっても非常に重要になってきている。ノースウエスタン大学名誉教授のA・ラパポートとクレディ・スイス・ファースト・ボストンのマネジングディレクターのM・モーブッシンは、彼らの著書『エクスペクテーション投資入門』^{文献23}のなかで、「競争戦略分析を用いて過去の業績変動の背後にある要因を理解し、起こりうるバリュードライバー変動に関する洞察力を得ることが証券投資にとっても重要である」と強調している。

これは彼らが想定している米国企業に対する投資分析に限らず、日本企業についても当てはまる。従来日本企業を分析する証券アナリストは、世界経済と日本経済のマクロ経済予測から出発して産業・企業分析に至る、トップダウン型の業績予想を行うことが通常であった。

しかし、ほとんどの産業で成熟産業化が進み、企業の競争力の決定要因がオペレーション効率から独自戦略に移るなかで、投資家やアナリストの行う証券分析の着目点も変化し始めた。今後は、企業ごとの独自競争戦略の成否を分析して競争ポジションの時間的変化を予測することが、ますます重要になると思われる。

2 期待形成と投資家の求める情報

以上のように、株価を決定する将来キャッシュフローの予測を行おうとする投資家にと

って重要性を増しているのは、企業の競争戦略に関する情報であり、戦略の進展状況を示す先行指標である。これらの先行指標は企業の数字であっても、大部分は財務諸表には載っていない数字である。例えば、それは顧客満足度、新製品の市場投入タイミング、新規出店数、品質改善、受注から発送までの日数などである。投資家は、競争戦略に関する定性的な情報とこうした先行指標から将来のキャッシュフローを読み取ろうとする。

このような財務指標以外の先行指標を重視する考え方は、バランス・スコアカードに通じるところがある。バランス・スコアカードは、元来は企業の内部管理目的のものである。しかし、実はバランス・スコアカードは投資家にとっても非常に有効なものである。それは、もともと企業経営者を念頭に置いて考えられた様々な競争戦略論のフレームワークが投資家の証券分析にも極めて有効であるのと同様である。

また、経済構造のソフト化が進むと、顧客からの信頼度であるとかブランド価値などの金銭的には測定しにくい経営資源の重要性が増す。こうした無形資産の重要性は、近年、会計士の間でも認識されるようになり、様々な会計的測定の試みが行われている。しかし、これには様々な問題があり、容易ではないようである。そもそも無形資産の会計的測定が難しい背景のひとつは、財務会計のフレームワーク自身にあると思われる。

英語で会計を意味する accounting という言葉の語源は account for (説明する) である。事実、財務諸表は歴史的にみれば、大株主や債権者に対して、経営者が会社の財産状況や収支状況を説明するために用意したもの

である。そのため財務会計情報は、債権者が要求する担保として適格な有形固定資産の状況や債権債務関係などに関して、詳細な情報を提供する。そして財務諸表に計上される数字は、基本的に金銭的取引に裏付けられ、会計監査も受けたハードな情報である。

しかし、そうした信頼性の高いハードな数字である代償として、伝統的な財務会計情報は基本的に過去の情報にならざるを得ない、という宿命を背負っている。その結果、無形資産の価値を測定しようとする、どうしても無理が生じてしまう。すなわち、ブランド価値など本来的に時価の要素が強かつ非常にソフトな数字を、財務会計の全体的フレームワークにできるだけ整合的な形で捉えようとする、実感と異なってしまふのはある程度やむを得ないのではなかろうか。

一方、財務会計情報の有用性を高めるために、財務会計の枠組みに馴染みにくいものまで無理に会計情報にしようとしたり、そのために会計原則を複雑過ぎるものにしたりと、投資家にとってはかえって役に立たないものになってしまう危険性がある。むしろ、最終的な評価については証券市場に任せて、投資家が価値評価するために必要な補完的な非会計情報を提供する、というアプローチの

方が建設的であると思われる。

誤解を避けるために強調しておきたいが、伝統的な財務会計数字に意味がないと主張しているのではない。財務諸表は、債権者、取引先、政府など企業の利害関係者に対してきちんとした説明を行うために、非常に有意義な情報を提供している。しかし、将来のキャッシュフローを予想しようとする株式投資家の目的からみれば、財務諸表情報は限定的な情報しか提供していない、ということ指摘したいのである。とりわけ、知識集約型産業に属す企業の株式に対して投資をしようとする投資家にとっては、財務諸表の有用性は必ずしも高くない。

表2は、プライスウォーターハウスクーパースが1997、98年に調査した「世界のハイテク産業担当アナリストが重視する業績指標」を示したものである。利益などの財務指標項目と並んで、アナリストは製品市場の状況や競合状況、経営戦略など非会計情報に強い関心を示しているのがわかる。

企業情報のディスクロージャー(情報開示)ということ、すぐに財務会計数値の話になりがちである。しかし、経営者が投資家に自社の株価を正しく評価して欲しいと望むなら、財務諸表にディスクロースされる財務データだけでは不十分である。投資家がそれを評価するのに十分な具体性をもって自社の経営戦略を説明し、その進展状況を表す非財務データを積極的に公表することが必要であろう。

こうした企業のディスクロージャーを充実して欲しいという証券市場側の要望に対して、しばしば経営者の側から、「そもそも市場は、提供した企業情報を正しく反映した株価形成を行っているのか」という疑問が提起される。

表2 世界のハイテク産業担当アナリストが重視する業績指標

- | | |
|----|-----------------|
| 1 | マーケットの成長率 |
| 2 | 戦略方針 |
| 3 | 競合状況 |
| 4 | マネジメントチームの品質・経験 |
| 5 | 利益 |
| 6 | マーケットサイズ |
| 7 | 粗利益 |
| 8 | マーケットシェア |
| 9 | キャッシュフロー |
| 10 | マーケットのスピード |

出所) プライスウォーターハウスクーパースの1997、98年の調査

確かに、株価に正しく反映されるのでなければ、投資家向けのディスクロージャーの充実を図ってもあまり意味がない。次にこの点についてみてみよう。

証券市場と情報

1 効率的市場仮説とアノマリー

株式などの資産価格に情報が適切に反映されているのかを検討するのが、市場の効率性の検証である。ここで市場が効率的であるとは、「証券価格は利用可能な情報をすべて反映している」状態のことを指す。市場が効率的であると、平均的にはリスクに見合ったリターンしか得られない。

市場の効率性の検証については、過去数十年にわたり膨大な実証研究が行われてきた。シカゴ大学のファイナンス学者であるE・ファマは、1970年に発表した市場の効率性に関するサーベイ論文のなかで、市場の効率性を次の3種類に分類した^{文献9、10}。

その第1は、弱度（weak form）の効率性である。それは、過去の株価情報に基づいて将来の株価を予測することはできないことを意味する。市場が弱度の効率性を持つとすれば株価変動について一定のパターンを想定するテクニカル分析は無意味になる。

第2は、準強度（semi-strong form）の効率性である。それは、ファンダメンタル情報を含めて、市場で入手可能な公開情報をもとに将来の株価を予測することはできないことを意味する。もし、市場が準強度の効率性を持つとすれば、財務諸表分析などのファンダメンタル分析は銘柄選択に役立たない。

第3は、強度（strong form）の効率性であ

る。それは、インサイダー情報を含め、どのような情報に基づいても将来の株価を予測することはできないことを意味する。

なお、ファマは1991年に、70年の第1論文発表以降の20年間における研究成果を踏まえて、再度サーベイ論文を発表している。このなかで彼は、市場の効率性に関する研究を、リターンの予測可能性のテスト、イベントスタディ、プライベート情報のテストの3種類に再分類している。

市場の効率性の検証について注意しなければならないのは、効率的市場仮説、特にリターンの予測可能性だけを検証するのは不可能であるということである。ファイナンス理論では、「優れたリターン」を上げるとは、リスクを調整した後の基準で考えて、リスク負担に対する報酬以上のリターンを得ることを指す。

しかし、市場が証券の価格付けを行うときに考慮するリスクが何かは、資産価格評価モデルがないと分からない。特定の資産価格評価モデルを基準にして初めて、観測されたリターンがリスクを反映した理論的に説明可能なリターンなのか、その理論では説明できない現象（アノマリーと呼ばれる）なのかが判定できる。

したがって、効率的市場仮説の検証は常に、資産価格評価モデルとの複合仮説検定にならざるをえない。市場の効率性に関する過去の大多数の実証研究は、資産価格評価モデルとして資本資産評価モデル（CAPM）を想定して行われてきた。その背景のひとつは、CAPMの構造が単純で、こうした実証研究に利用しやすいからである。

過去の実証研究結果をみると、大雑把にい

って1970年代以前の研究結果の大多数は、少なくとも準強度の効率的市場仮説を支持するものであった。しかし、1980年代以降の研究においては、CAPMでは説明できない様々なアノマリーが見いだされてきた。

その代表的なものとして、規模効果（小型株のリターンはリスク調整後でも大型株より高い、特に1月にその効果が著しい）、バリュー株効果（株価収益率 PER や株価純資産倍率 PBR の低い銘柄を組み入れたポートフォリオは、リスク調整後でも高いリターンを上げる）、モーメンタム効果（過去1年ほど高いリターンを上げた銘柄は、その後1年ほど高いリターンを上げる傾向がある）などが挙げられる。

様々なアノマリーが見いだされ、1990年代の初めには実際の市場におけるCAPMの有効性を疑問視する意見が強まった。こうした傾向のなかで「ベータの死」ということで学界のみならず実務界でも大きい話題を呼んだのは、CAPMと効率的市場仮説の検証において優れた研究業績を上げてきたファマがK・フレンチと一緒に書いた1992年の論文であった^{注4}。

この論文で彼らは、市場ベータ、規模、負債依存度、純資産/時価総額、PER（株価収益率）という変数を用いて、株式のクロスセクション（横断面）での平均リターンを回帰すると、規模（時価総額）、純資産/時価総額の2変数で変動を説明できる、規模の効果を取り除いた市場ベータとリターンの関係を見ると、ベータが唯一の説明変数のときにも、ベータと平均リターンは無関係であるという実証結果を示している。

こうした実証結果をもとにファマとフレン

チは、CAPMに対する代替的モデルとして次のような3ファクターモデルを提案している^{文献12、13}。

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_i RMRF_t + s_i SMB_t + h_i HML_t + e_{it} \quad \dots \textcircled{16}$$

ここで、

$RMRF$ = 広範な市場インデックスのリスクフリー・レートに対する超過リターン

SMB = 小型株ポートフォリオと大型株ポートフォリオのリターン格差

HML = 株主資本簿価/株式時価総額の低いバリュー株ポートフォリオと株主資本簿価/株式時価総額の低いグロース株ポートフォリオのリターン格差

その後、ファマとフレンチはこのモデルを用いて様々な実証分析を行い、「モーメンタム現象を除き、いわゆるアノマリー現象の大部分は彼らの3ファクターモデルで説明できる」と主張している。近年のアカデミックな実証研究分野では、ファマとフレンチの3ファクターモデルはデファクトスタンダードの地位を築きつつある。

しかし、ファマ・フレンチモデルのバリュー株ファクター（HML）、規模ファクター（SMB）がどのような経済的意味合いを持っているのかについては、依然として明確な結論が出ていない。ファマとフレンチは「バリュー株の高い期待リターンはリスクを反映したものである」と主張している。

それに対しては、バリュー株投資がグロース株投資を上回る投資成果を上げた理由は、バリュー株と比べた場合、グロース銘柄の利益やキャッシュフローなどの将来成長率が、過去の実績や株価/キャッシュフロー倍率などの株価指標に反映されている市場の期待ほど高くなかったことである、バリュー

戦略はグロース株投資戦略よりファンダメンタルリスクが高いという事実は存在しないと主張している論文もある^{文献20}。

情報と実際の証券価格との関係を検証しようとする市場の効率性についての膨大な実証研究が存在する一方で、そもそも証券市場は理論的に完全には効率的ではあり得ない、という有力な議論がある^{文献15、16}。これらの論文は、次のように主張する。「もし証券市場が完全に効率的で、価格システムが私的シグナルよりも優れた情報を伝達するときには、リスク資産に対する需要は私的シグナルと無関係になり、均衡における需要は均衡価格のみに依存することになる。」

しかし、このような状態は2つのパラドックスを生む。第1に、もし投資家のリスク資産に対する最適需要量が公表されていない私的情報と無関係になると、均衡価格が様々な情報を集約できなくなる。第2に、証券価格にすべての情報が即座に反映してしまうのであれば、情報収集にコストがかかるときには誰も情報を収集しなくなる。情報収集は経済的に無価値な活動になるからである。その場合には、価格システムが集約すべき多様な情報が存在しなくなってしまう。

この2つのパラドックスは、価格システムが情報を部分的にしか集約しないと想定すれば解決する。その場合には、リスク資産に対する投資家の需要は価格情報だけでなく、私的情報にも依存する。そうであれば1番目のパラドックスは解決する。また、この場合には投資家は、コストをかけても私的情報を収集しようとする。したがって、2番目のパラドックスも解決する。次に、この私的情報について検討してみよう。

2 情報の非対称性と市場取引

情報の非対称性の問題を経済的に分析した最初の論文は、1970年に発表されたカルフォルニア大学バークレー校の教授であるG・アカロフの「レモンの市場 (market for lemons)」の研究である^{文献4}。「レモン」とは、英語で「不良品」を意味する。アカロフが分析したのは、品質の悪い中古車の市場である。なお、アカロフは情報の非対称性の研究で、2001年にノーベル経済学賞を受賞している。

中古車市場においては、単に現在の車に飽きたので新車に買い換えたいなどの理由で売りに出される車がある一方で、事故車が売りに出される場合もあるだろう。後者の場合、車の外見からだけでは判断できない構造上の問題点があるかも知れない。このように中古車市場は、売り手と買い手が売買しようとする製品の品質について異なった知識を持っているという意味で、情報の非対称性が存在する典型的な市場である。

こうした情報の非対称性が存在する中古車のような市場では、買い手は事故車のように劣悪な品質の製品をつかまされる可能性があることを前提にして車を購入しようとする。その結果、売買価格は低くなり、品質のよい車の保有者は割に合わなくなるので車を売らなくなる。そして、品質の悪い製品だけが中古車市場に供給される傾向が強まる。その結果、極端な場合には中古車市場そのものが存在しなくなる。

こうした情報の非対称性に伴う問題は、ファイナンス分野でも極めて重要である。特に、近年の企業金融の研究においては中心的な研究課題のひとつになっている。これは、経営者と投資家の間には明らかに情報の非対

称性が存在するために、これに起因する様々な論題が存在するためである。

代表的なものに、後で述べる配当政策や自社株買いに関連するものがある。一方、投資理論分野でも、情報を持つトレーダーと持たないトレーダー間の取引における証券価格形成プロセスについて、明示的に分析しようとするマイクロストラクチャー理論の研究が進められてきた^{注5}。

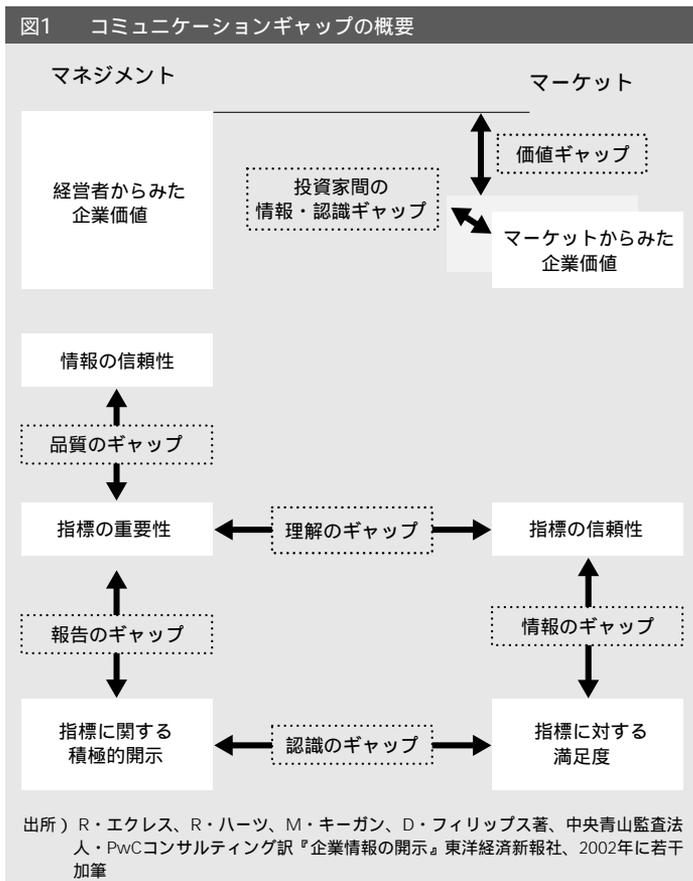
例えば、L・グロステン、P・ミルグロムのマイクロストラクチャー・モデルでは私的情報を持つ取引者との取引のリスクから自らを守るために、マーケットメーカーはビッド/アスクのスプレッドを広くするという分析がなされている。このとき情報の問題があまりに深刻であると、市場が機能しなくなる。これは既述のアカロフの「レモンの市場」の

一種である。また、A・カイルのモデルでは、私的情報を持つ情報トレーダーが、どのように取引を選択して私的情報の価値を最大化するかが分析されている。そこでは情報を持たない非情報トレーダーの存在が情報トレーダーの収益を高めるメカニズムが、明らかにされている。

なお、マイクロストラクチャーの理論研究の多くは、「市場参加者は同じ情報に接すれば同じ事後確率に到達する」というミクロ経済学の通常の仮定をおいて、情報の問題を情報を持つ市場参加者と持たない市場参加者の間の問題に帰着させている。

しかし、ゲーム理論のフレームワークを利用したファイナンス研究のなかには、この仮定を緩めたものも現れている。すなわち、市場参加者がファンダメンタル情報を持っているか否かだけでなく、他の市場参加者がファンダメンタルについてどのような確率的信念 (belief) を持っているのか、逆に自分は他の市場参加者からどのような信念を持っていると考えられているのかが互いにわからない「共有知識 (common knowledge)」が存在しない状況を想定したものである。

その一例に、ペンシルベニア大学教授 F・アレン他の論文がある^{文献5}。そこでは、すべての市場参加者が、資産が無価値であることを知っているにもかかわらず資産に正の価格が付くケースの存在が示されている。これは、すべての市場参加者が無価値であることを知っているにもかかわらず、他の市場参加者が無価値であることを知っているかどうか分からないので、自分以外の他の市場参加者は将来のある状態のもとで、資産に正の期待値があると評価するかも知れないと考える場



合に起こる。

この場合、投資家は不合理な行動を取っているわけではない。確かに、無価値の資産に正の価格が付くという点ではバブルであるが、それは合理的なもので「情報バブル (information bubbles)」と呼ばれる。こうした考え方は、「資産バブルのような現象は市場参加者が合理的に行動しない証拠である」と考える行動ファイナンスなどの立場と対照的である。

いずれにしろ、情報と市場での評価の周辺には様々なコミュニケーションギャップや認識ギャップが存在する (図1)。その結果、市場価格には様々なノイズが加わる。そして、ある時点をとっても株価が一意的に決定されることはない。逆に、こうしたノイズの存在が情報トレーダーに収益機会を与えて、株価に私的情報を織り込ませる役割を果たしている面もある。

このように実際の株価形成プロセスは、ダイナミックで多くのノイズを含んだものである。その結果、個別銘柄ベースと市場全体のベースの両方について、合理的な説明を付けるのが難しい株価が付く場合もある。しかし、このことは企業の情報開示は株価形成に関して無力であることを意味しない。

逆に様々な研究結果は、企業が自発的に情報開示を行うことは合理的行動であることを示唆していると理解できる。情報開示には、

情報開示によってビッド/アスクのスプレッドが縮小して証券の流動性が向上し、資本コストの引き下げに寄与する^{文献7}、企業のスピーディな情報開示によって価格の情報性が高まり、市場は企業の経営政策をどのように評価するか経営者へのフィードバックが

正確になる、思惑に基づく短期的な売買を繰り返すデイトレーダー的な株主でなく、長期的投資を行う株主を確保するのに役立つといったメリットがある。

現在は、株式についてインターネットを通じて様々な憶測情報が瞬時に飛び交い、容易に売買が行われる時代になっている。それだけに情報開示の遅れが経営者への不信と株価への悪影響につながりやすい。これまで述べたような理論的な考察に加えて、このようなインターネットの普及も、企業による積極的にタイムリーな情報開示の重要性が高まった理由である。

だからといって、企業の内部情報のすべてをそのまま開示するわけにもゆかない場合もある。また、情報を開示しても投資家が疑心暗鬼になり、素直に受け取られない場合もある。そこで考えられるのが「シグナリング」の活用である。

3 シグナリングの活用

例えば、企業で推進している研究開発プロジェクトについて大幅な進展がみられ、企業価値を相当に上昇させることが期待できるとしよう。このような場合、経営者は投資家にそのニュースをそのまま伝えるのではなく、間接的な方法で伝達しようとする事も多い。

情報自体を投資家に伝達するのではなく、間接的な情報伝達方法を利用するには、いくつかの理由がある。第1に、企業情報のなかには投資家には知らせたいが、競合企業には知らせたくない様々な情報がある。研究開発プロジェクトの詳細などはその典型である。第2に、実際には企業実態が良くない企

業も、良いニュースのみを選んで流すかもしれない。第3に、企業がこのような情報操作を行う可能性があるときには、投資家は経営者の発信する情報をそのまま鵜呑みにしない、などである。

情報劣位にある投資家にとって、本当に良い企業と、実態は悪いのに良いニュースのみを公表している企業とを見分けるのは困難である。その結果、投資家は企業の流すすべての情報をひとまとめにして判断を行わざるを得ない。その結果、市場では本当に収益実態の良い企業の流す良い情報も割引かれて評価されてしまうことになる。

こうした状況のもとで、本当に収益実態の良い企業が、投資家に実態のよくない企業と自らを区別してもらうひとつの手段は「シグナリング」である。「シグナリング」とは、情報の非対称性が存在する場合に、情報を持つ者がある選択をしたことを通じて、情報を間接的に外部に明らかにする行動を意味する。

「シグナリング」は、もともと労働市場について、現在スタンフォード大学教授のM・スペンスが導入した概念である^{文献24}。スペンスのモデルでは、企業の採用選考の際に、生産性の高い労働者は、生産性の低い労働者と一緒にされることを避けるための差別化の手段として学歴情報を用いる。なお、スペンスもアカロフと同時に、ノーベル経済学賞を受賞している。

スペンスのモデルでは、「生産性の高い応募者は能力が優れているので低いコストで教育を受けられる、それに対して能力の劣っている応募者は同等の教育を受けるのにより多くの教育費を必要とする」と仮定されている。その結果、高い能力を持っている人にと

っては高い教育を受けることがコストに見合う合理的な選択になるのに対して、能力の低い人にはそうではなくなる。そのため、仮に大学などで学んだことが仕事とは一切関係がないとしても、高学歴を持っていること自体が労働者の能力の高さを示すシグナルとして機能することになる。同様の「シグナリング」の考え方は、企業の財務政策においても利用しうる。

(1) 配当政策

配当政策は、完全市場においてすべての市場参加者が同じ情報を持つという理論的な仮定のもとでは株主価値に影響しない。しかし、情報の非対称性が存在する現実の市場では、結論が違ってくる。実際には、増配は先行きについて本当に自信を持っている経営者にとって、格好の「シグナリング」手段となる。

例えば、開発中の極めて有望な新製品などについて詳細な説明を行わなくても、増配によって経営者が長期的な収益について確固たる自信を持っているというメッセージを市場に伝達できる。情報を流すだけでなく実際に増配するという行動を取ったことによって、企業の楽観的な収益見通しに対する投資家の信頼度が高まる。一度増配してすぐ後に減配すると経営責任を問われるので、「経営者は先行きについて相当地に自信がなければ増配しない」と投資家は考えるからである。逆に、本当は先行きに自信がないにもかかわらず、楽観的な見通しを市場に流していた企業の場合は、増配という行動を取るのには困難である。

一方、ある事業年度の利益が減少した場合にも、配当が据え置かれれば投資家はその減

益が一過性のものであるとみなす傾向がある。逆に、減益決算と同時に減配を発表すると、投資家はそれを「企業の収益力が中長期的に弱体化したことを示唆するものではないか」と考えるようになる。

(2) 自社株買い

配当政策と同様な「シグナリング」機能を持つものに「自社株買い」がある。自社株買いは、基本的には、企業が生み出すキャッシュフローに見合うだけの投資機会を持たないときに、余剰資金を株主に払い戻す手段である。その点で配当と共通している。

配当と同様に自社株買いは、完全市場の仮定のもとでは株主価値に影響しない。自社株買いによって1株当たり利益（EPS）が増加したり、株主資本利益率（ROE）が上昇したりすることが株価にプラスであると考えている人もいるが、これが誤りであるのは容易に示すことができる。

しかし、実際の市場では、自社株買いの発表で株価が上昇するケースが多い。その原因は、増配のときと同様に、経営者と投資家との情報の非対称性にある。企業が自社株買いを実施する最も重要な要因のひとつは、自社の株価が市場で過小評価されていると判断するときである。そのため投資家は、「自社株買いが行われるということは、経営者が自社の株価が安すぎると判断している証拠である」と考える。その結果として多くの場合、自社株買いが発表されると株価は上昇する。

(3) エクイティファイナンスと情報効果

情報の非対称性の問題は、企業の資金調達形態にも影響する。内部情報を持つがゆえに

経営者は投資家よりも優れた株価判断を行えると考えられ、それを公募増資のタイミング選択にも利用できるからである。すなわち、株価が過大評価されている場合に公募増資を行い、既存株主に利益をもたらすことができる。これは自社株買いの場合と逆である。

経営者が公募増資に関して、上記のように行動すると予想される場合には、投資家は「公募増資の発表を株価が過大評価されている証拠である」とみなすようになる。その結果、公募増資の発表を契機に株価が下落する傾向が生じる。そのため米国では、公募増資は投資家にとって通常「悪いニュース」と考えられている。

ところが、従来の日本では逆に、公募増資は「良いニュース」と受け取られてきた。この現象は、以前存在したいわゆる「プレミアム還元ルール」や、日本企業に特徴的な配当政策などに起因すると思われる。しかし、制度改革や企業の行動様式の変化に伴い、日本でも今後は公募増資が投資家にとって「悪いニュース」とであるとみなされるようになると予想される。事実、一部企業のエクイティファイナンスについては、数年前からそうした現象が現れている。

経営者にとっても自社株価が極めて重要な時代になった。株価は、投資家が情報に基づいて抱く将来キャッシュフローの期待によって決定される。ところが、企業情報については経営者と投資家の間に大きい情報の非対称性が存在する。こうした公開情報と内部情報の情報量格差や認知ギャップが様々な思惑を生み、株価形成をダイナミックで多くのノイズを含んだものになっている。それだけに、内

部情報を持つ企業が、自発的かつ適正、適時な情報開示を行うことが極めて重要になる。

情報の開示に当たっては、投資家の情報ニーズに対応して、財務会計情報ばかりでなく、経営戦略の具体的説明など非会計的な情報を充実させる必要がある。情報開示には、自社株式の流動性を高め資本コストを下げるなどのメリットがある。企業は、情報開示は規制やルールによって強制されやむをえず行うものという認識を改め、投資家との信頼関係を築き市場価値を創造する行為であるという考え方で、情報開示に取り組むべきではなかろうか。

注

- 1 簡単のために年1回の配当を仮定する。
- 2 EVAは、米国のコンサルタント会社スターン・スチュワート社の登録商標である。その他のコンサルティング会社も類似概念に別の名前を付けて使っているが、EVAという名前が最も一般的になっているので、ここでは一般名詞的にEVAという呼び方をする。
- 3 リアルオプションに関する詳細は参考文献2などを参照。
- 4 参考文献11を参照。なお、ベータとは個別銘柄のリターンの市場全体の平均的なリターンに対する感応度を示すものであり、CAPMにおけるリスク指標である。
- 5 マイクロストラクチャー研究の初期の代表的論文には参考文献14および19などがある。

参考文献

- 1 新井富雄・渡辺茂・太田智之『資本市場とコーポレート・ファイナンス』中央経済社、1999年
- 2 新井富雄「経営戦略とリアルオプション」『知的資産創造』2001年4月号
- 3 小林孝雄「株価と企業収益、成長、財務政策」MPTフォーラム機関誌(No.1) 1993年
- 4 Akerlof, G. A. [1970], "The Market for 'Lem-

ons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488-500

- 5 Allen, F., S. Morris, and A. Postlewaite [1993], "Finite Bubbles with Short Sales Constraints and Asymmetric Information," *Journal of Economic Theory*, 61, 206-229
- 6 Diamond, D. W. [1985], "Optimal Release of Information by Firms," *Journal of Finance*, 40, 1071-1094
- 7 Diamond, D. W., and R. E. Verrecchia [1991], "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, 46, 1325-1359
- 8 Eccles, R. G., R. H. Herz, E. M. Keegan, and D. M. H. Phillips [2001], *The Value Reporting Revolution: Moving Beyond the Earnings Game*, John Wiley & Sons (R・エクレス、R・ハーツ、M・キーガン、D・フィリップス著、中央青山監査法人・PwCコンサルティング訳『企業情報の開示』東洋経済新報社、2002年)
- 9 Fama, E. [1970], "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work," *Journal of Finance*, 25, 383-417
- 10 Fama, E. [1991], "Efficient Capital Markets:," *Journal of Finance*, 46, 1575-1617
- 11 Fama, E., and K. French [1992], "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, 47, 427-465
- 12 Fama, E., and K. French [1993], "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56
- 13 Fama, E., and K. French [1996], "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance*, 51, 55-84
- 14 Glosten, L., and P. Milgrom [1985], "Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders," *Journal of Financial Economics*, 14, 71-100
- 15 Grossman, S. [1976], "On the Efficiency of Competitive Stock Markets where Trades Have

- Diverse Information,” *Journal of Finance*, 31, 573-585
- 16 Grossman, S., and J. Stiglitz [1980], “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets,” *American Economic Review*, 70, 393-408
- 17 Jegadeesh, N., and S. Titman [1993], “Returns to Buying Winners and Selling Losers,” *Journal of Finance*, 48, 65-91
- 18 Kaplan, R. S., and D. P. Norton [1992], “The Balanced Scorecard-Measures that Drive Performance,” *Harvard Business Review*, 70, 71-79
- 19 Kyle, A. [1985], “Continuous Auctions and Insider Trading,” *Econometrica*, 53, 1315-1336
- 20 Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. Vishny [1994], “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk,” *Journal of Finance*, 49, 1541-1578
- 21 Malkiel, B. [1999], *A Random Walk Down Wall Street*, W. W. Norton (バートン・マルキール著、井手正介訳『ウォール街のランダム・ウォーカー』日本経済新聞社、1999年)
- 22 Palepu, K. G., V. L. Bernard, and P. M. Healy [1996], *Introduction to Business Analysis and Valuation*, South-Western (K・G・パレプ、P・M・ヒーリー、V・L・バーナード著、斎藤静樹監訳『企業分析入門』東京大学出版会、1999年)
- 23 Rappaport, A., and M. J. Mauboussin [2001], *Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns*, Harvard Business School Press (アルフレッド・ラパポート、マイケル・J・モーブッシン著、新井富雄・芹田敏夫・高橋文郎訳『エクスペクテーション投資入門』日本経済新聞社、2003年)
- 24 Spence, M. [1974], *Market Signaling*, Harvard University Press
- 25 Stewart, G. B. [1991], *The Quest for Value*, Harper-Collins

著者

新井富雄（あらいとみお）

研究理事、野村マネジメント・スクール研究理事

専門は証券投資論、企業金融論