

氏名	太田 裕貴
学位の種類	博士(経営学)
学位記番号	第 6219 号
授与報告番号	(甲)第 3504 号
学位授与年月日	平成 28 年 3 月 22 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項
学位論文名	同時逆算法を用いたインプライド資本コストの有用性とその利用
論文審査委員	主査教授 石川 博行 副査教授 向山 敦夫 副査准教授 浅野 信博

論文内容の要旨

本論文の目的は、同時逆算法から推定されるインプライド資本コストが、他の手法（CAPM、3ファクター・モデル、および株式価値評価モデルからインプライド資本コストだけを逆算する手法）から推定される資本コストと比較して、相対的に有用であるか否かを検証することである。本論文では、資本コストと将来の実現リターンの関連性の観点、および資本コストとリスクファクターの関連性の観点から、資本コストの有用性を比較検証する。資本コストの推定手法が複数存在するなかで、同時逆算法から推定されるインプライド資本コストが相対的に有用であるという証拠が提示されるならば、投資家サイドおよび企業経営者サイドにとって、当該手法を用いる利点は大きい。

本論文は、5つの章と1つの補章から構成される。

第1章では、先行研究で提示されてきた複数のインプライド資本コストの逆算法を整理する。具体的には、株式価値評価モデルからインプライド資本コストだけを逆算する手法、および株式価値評価モデルからインプライド資本コストとインプライド期待成長率を同時逆算する手法のそれぞれに焦点を当てることで、先行研究で提示されてきたインプライド資本コストの逆算法を概観する。

第2章から第4章では、同時逆算法から推定されるインプライド資本コストの相対的な有用性を明らかにする。同時逆算法は、ポートフォリオ・レベルで行う方法と個別企業ごとに行う方法の2つに大別することができるが、第2章では前者の手法を、第3章および第4章では後者の手法を、それぞれ用いる。

資本コストの有用性を検証する方法は、先行研究で2つ提示されている。すなわち、資本コストと将来の実現リターンの関連性に注目する方法と、資本コストと様々なリスクファクターの関連性に注目する方法である。本論文では、資本コストの有用性を検証する手法として、第2章および第3章では前者の方法を、第4章では後者の方法を、それぞれ用いる。

第2章から第4章の実証分析において、同時逆算法を用いて推定されるインプライド資本コストが相対的に有用であるという証拠が提示される。第5章では、第2章から第4章の実証分析で得られた証拠に基づき、わが国企業の配当政策が、当該手法から推定されるインプライド資本コストにどのような影響を及ぼすのかを明らかにする。

補章では、残余利益の実際の成長率との関連性の観点から、個別企業ごとの同時逆算法を用いて推定されるインプライド期待成長率の有用性を明らかにする。

本論文の貢献は、次の3点である。1点目は、同時逆算法から推定されるインプライド資本コストを利用することで、投資家の株式価値評価の質的向上が期待されることである。2点目は、当該手法を用いて得られるインプライド資本コストを利用することで、企業経営者が達成すべきROEのベンチマークとなる資本コストを、より適切に把握することが可能となることである。3点目は、当該手法から推定されたインプライド資本コストを利用した先行研究が非常に少ないことから、本論文が先駆的研究となることである。

論文審査の結果の要旨

近年、インプライド資本コストとインプライド期待成長率を同時に逆算推定する方法が注目されている。背景には、CAPM や 3 ファクター・モデル等の過去データに基づく資本コストの推定値は不正確であるという批判がある。本論文は、同時逆算手法に基づくインプライド資本コストの有用性が、CAPM 資本コスト等と比べて相対的に大きいことを証拠付けたものである。

本論文は、7つの章と1つの補章から構成されている。まず、序章で、本論文の目的・意義・構成を記述した上で、第1章において、株式価値評価モデルを用いたインプライド資本コストの逆算手法を解説し、それらの有用性に関する先行研究を詳細にレビューする。第2章～第5章および補章では、日本企業の大規模サンプルを用いて、以下の6つの実証分析を行っている。

同時逆算手法は、グループ内の平均的な資本コストを推定するポートフォリオ・レベルのアプローチと、個々の企業の資本コストを推定する個別企業レベルのアプローチの2つに大別することができる。第2章と第3章では、将来の実現リターンとの関連性の観点から、両アプローチで同時逆算されたインプライド資本コストの相対的な有用性を明らかにしている。具体的には、CAPM や 3 ファクター・モデル等に基づいて推定された資本コストよりも、同時逆算手法に基づいて推定された資本コストの方が、将来の実現リターンとの関連性が強力であるという事実を発見している。

第4章では、リスク・ファクターとの関連性の観点から、個別企業レベルの同時逆算手法に基づいて推定されたインプラド資本コストの相対的な有用性を検証している。そして、将来のバイ・アンド・ホールド・リターンの標準偏差とのプラスの関連性についても、CAPM や 3 ファクター・モデル等に基づいて推定された資本コストの標準偏差よりも、同時逆算手法に基づいて推定された資本コストの標準偏差の方が、より強力であるという証拠を得ている。

同時逆算手法に基づく資本コストの有用性を証拠付けた第4章までの知見をベースとして、第5章では、配当政策の実証研究に同時逆算手法を応用する。分析の結果、次期増配（減配）予想を公表した企業のインプライド資本コストやインプライド期待成長率は、いずれも前年よりも有意に上昇（低下）しているという事実等が発見している。この証拠は、[増配=企業成熟]を示す証拠が多い米国の先行研究とは異なる結果である。

同時逆算手法は、インプライド資本コストのみならず、インプライド期待成長率も同時に逆算推定される。補章では、後者のインプライド期待成長率の有用性を実証的に検証している。分析の結果、同時逆算手法に基づいて推定されたインプライド期待成長率は、将来の残余利益の実際の成長率と統計的に有意なプラスの関連性を有するという証拠を得ている。同時逆算手法に基づいて推定された期待成長率の有用性を検証した研究は、審査委員の知る限り、世界的にも類をみない。

以上の証拠を踏まえ、終章では、株式価値を評価する上で重要なインプット要素である資本コストを推定する際には、同時逆算手法を利用すべきであると結論付ける。

本論文の最大の貢献は、様々な分析角度から、大規模サンプルに基づいて、同時逆算手法に基づいて推定されたインプライド資本コストの相対的な有用性を肯定する首尾一貫した証拠を提示している点にある。そのような網羅的、総合的な実証研究は世界的にも類をみず、高い評価を与えることができる。同時逆算手法が開発されて、まだ10数年しか経過しておらず、その有用性を検証する研究の蓄積がさらに必要であると思われるが、その嚆矢として本論文は位置付けることができる。以上から、審査委員会は全員一致して、本論文が博士（経営学）の学位を授与するに値すると判断した。