

# 会計のファンダメンタルズと株価

中川豊隆（岡山大学）

山西佑季（熊本県立大学）

本研究の目的は、会計のファンダメンタルズによって捕捉される価値と株価の関係に着目して、日本の証券市場でミスプライシングが発生している可能性がある期間や銘柄の識別に関する分析を行うことである。研究方法としては、Nichols et al. (2017) の分析手法に従い、①会計のファンダメンタルズに基づく株式価値の見積り、②株価と株式価値との差額（価値残差）の算定、③価値残差に基づくポートフォリオ・リターンの算定、④ヘッジ戦略によるポートフォリオ・リターンの算定を行う。なお、これらの分析では同時期及び将来の株価・リターンが用いられることから、本研究は価値関連性研究と会計アノマリー研究の両方を背景としている。

Nichols らは、会計処理の対象となる企業の諸活動が株価に反映されるまでの過程は、①会計システムを通じて企業の取引や事象が会計利益や純資産簿価などの会計のファンダメンタルズに写像される過程（リンク 1）、②アナリストや投資家によって会計のファンダメンタルズが将来利益・将来キャッシュフローの期待値及び株式価値に写像される過程（リンク 2）、③トレーディングを通じて株式価値が株価に写像される過程（リンク 3）から成ると説明している。

上記の分析手法と 3 つのリンクの関係については、まず会計のファンダメンタルズと株価との回帰における決定係数はリンク 1 から 3 を要約するものであると言える。また、価値残差が大きなマイナス（プラス）である場合には特に割安（割高）になっている可能性が考えられることから、特定の財務情報の価値関連性やフロー情報の持続性が想定されるならば、リスクのレベルが異常でない限り、市場のミスプライシング（リンク 3）で解釈することができる。つまり、価値残差の水準によってはミスプライシングが識別される可能性が考えられるということである。さらに言えば、ミスプライシングの程度が強い場合には価値残差を用いた投資戦略によるリターンが大きくなると考えられる。このため、会計のファンダメンタルズと株価とのクロスセクション回帰における決定係数の高低に基づきサンプルを分割し、ポートフォリオ・リターンの算定を行う必要がある。

以上をふまえて、本報告では、2006 年から 2017 年までを分析対象期間として東京証券取引所第一部上場企業（金融業は除く）のデータを利用して行った分析の結果について説明する。