

09 年度 卒業論文

余剰資金保有と配当政策

慶應義塾大学 経済学部
石橋研究会 第 10 期生

田中 里沙

はしがき

1990年代後半以降、金融環境の激変を契機として企業の投資選別姿勢が強まり、日本企業は金融面からみて資金余剰状態となった。こうして発生した余剰資金の大部分が有利子負債の返済に回った結果、自己資本比率等の財務指標は軒並み改善を示している。

今後数年内に企業が望ましいと想定する資本・負債構成を達成し有利子負債返済が一段落した場合、その余剰資金はどこに向かうことになるのだろうか。

近年は配当や自己株式取得と言った株主還元が増加に見られるように、企業の資金使途に徐々に変化の兆しも見られる。また米国を発端とする金融危機の影響を受け、この先数年の収益見通しについて消極的な見解も多く、また景気の先行きは不透明な中、設備投資の抑制も予想される。今後企業の保有する余剰資金は、さらなる内部留保や株主還元に向かう可能性が高いのではないだろうか。

そこで本論では、余剰資金保有と企業価値の関係を明らかにするとともに、株主還元の中でも特に配当政策に注目し、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響を明らかにする。そしてこれらにより、企業価値最大化というコーポレートファイナンスの最終目標を実現する術を検討していく。

目次

序章	1
第1章 余剰資金保有と配当政策に関する現状分析	2
1.1 日本企業の余剰資金保有状況	2
1.2 余剰資金の使途に関する動向	5
1.3 配当政策の状況	11
第2章 余剰資金と企業価値	21
2.1 理論分析	21
2.2 実証分析	29
第3章 配当政策方針の変更が企業価値に与える影響	41
3.1 理論分析	41
3.2 実証分析	48
第4章 結論	54
参考文献	56

序章

日本企業は現在、多くの余剰資金を保有している現状にある。近年、これらの使途として、配当を中心とした株主還元への関心が大いに高まっていた。しかし米国を発端とした世界金融危機の影響を受け経営環境は一変し、業績先行きの見通しの悪い中、経営者の関心は株主還元よりもさらなる内部留保に向かっている。中には減配等により株主還元を低めてでも内部留保をしたいと考える経営者も少なくないだろう。資金ショートによる倒産を防ぐため保守的経営に走るのは、経営者として当然の心理行動である。しかし余剰資金保有の増大は、明らかにエージェンシー問題の観点から望ましくなく、むしろ企業価値が毀損しかねない。また減配による市場へのシグナルは、更なる企業価値の毀損を生みかねない。

そこで本論では、余剰資金保有と企業価値の関係を明らかにするとともに、株主還元の中でも特に配当政策に注目し、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響を明らかにする。そしてこれらにより、経営者が企業価値最大化というコーポレートファイナンスの最終目標を実現する術を検討していく。

本論文は内容的に、現状分析、理論分析、実証分析の3つの分析によって構成される。第1章では現状分析を行い、日本企業が伝統的に多くの余剰資金を保有している事実、そしてその余剰資金の使途として配当がその重要性を高めている事実を確認する。第2章では、余剰資金保有と企業価値の関係を明らかにすることで、企業価値最大化の観点から、最適余剰資金保有について理論的、実証的に分析していく。第3章では、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響について、理論的、実証的に分析していく。第4章では、この論文の結論を得る。

第1章 余剰資金保有と配当政策に関する現状分析

この章では、今後の分析の基礎として、近年の日本企業の余剰資金保有状況を概観し、その背景を考察する。そして、現在大きな転換期が近付いている余剰資金の使途について、これまでの状況を概観し、また、これからの余剰資金の使途の変化について検討する。そして、余剰資金の使途として重要性が高まっている、株主還元策、特に配当について日本企業の現状を分析するとともに、経営者及び株主の立場からそれぞれが望む配当政策とその背後にある要因を探っていく。

1.1 日本企業の余剰資金保有状況

日本の上場企業には、かなりの規模で現預金や株式を保有する企業が多い。こうした資産が、事業活動に利用されていない、あるいは具体的な利用予定がないとすれば、それは財務上の余裕（財務スラック）ということになる。現預金や株式以外でも、たとえば本業との関係が明確でない投資用不動産などもこれに該当する。以下では、このように事業活動との関係が薄く、比較的容易に流動化できる資産を「余剰資金」と呼ぶことにする。

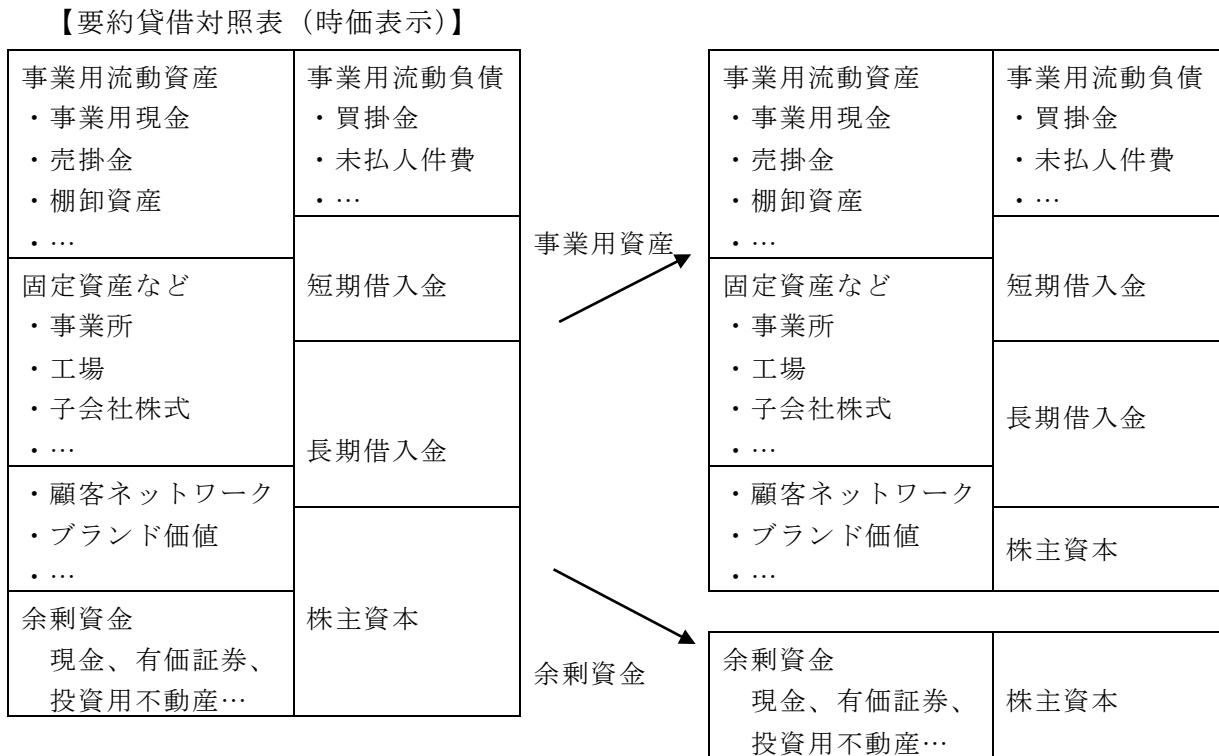
では、こうした余剰資金保有は、企業にとってどのような意味を持つのだろうか。余剰資金を持つことによって、企業価値は高まるのか、それとも低下するのか検討していく。

1.1.1 余剰資金とは

繰り返しとなるが、事業活動との関係が薄く、比較的容易に流動化できる資産を「余剰資金」と定義する。一方、事業で利用する資産を「事業用資産」と呼び、余剰資金と区別して検討する。図1-1の貸借対照表（時価表示）では両者を区別しているが、現預金や株式のすべてが余剰資金となるわけではない。たとえば、円滑な活動の実施には、予定外の決済リスクに備えて現預金を保有して置く必要があるが、それは事業用資産となる。また、主要な子会社は、実質的には当該企業の事業の一部を構成するものと考えられるが、保有株式の中にも子会社株式のように事業用資産と認識すべきものが含まれている。ただし、図1-1では、余剰資金と株主資本が左右バランスしているように表示されているが、これは便宜的なもので、必ずしも余剰資金が株主に帰属するわけではないことに注意が必要である。この段階では、どの資産がどの利害関係者に帰属するのか明らかではない。余剰資金で借入金を返済すれば、それは債権者のもの

のとなる。重要なのは、貸借対照表の左側を、事業用資産と余剰資金の2つの要素に分けて考えることである。

図1-1 余剰資金とは



1.1.2 企業価値とは

企業価値とは、自己資本の市場価値と負債の市場価値の合計額として表わされる。よって、企業価値を算定するには、負債の市場価値と自己資本の市場価値の両方を算定する必要がある。

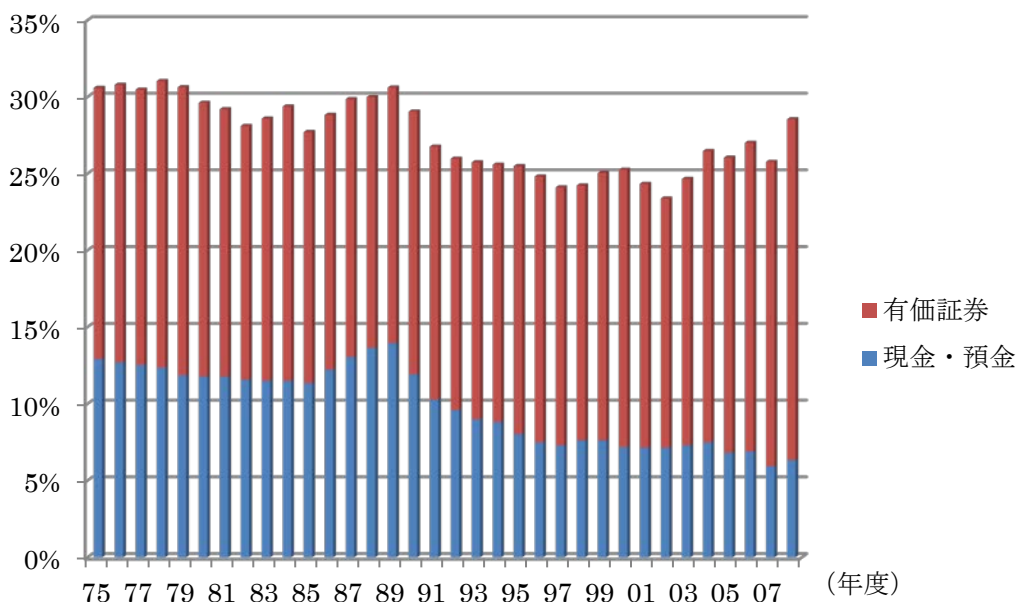
また、前述の、企業の保有資産を事業活動に直接利用する「事業用資産」と事業活動には必ずしも必要でない「余剰資金」に区別する考え方を応用すると、企業価値は、事業用資産の価値を表す証券と余剰資金の価値を表す証券とで構成されるポートフォリオとみることもでき、この2つの証券の価値の合計が企業価値ということになる。

言うまでもないが、この企業価値の最大化こそがコーポレートファイナンスの最終目標である。

1.1.3 日本企業の余剰資金保有

では、日本企業はどの程度の余剰資金を保有しているのだろうか。図1-2は、金融・保険業を除く全産業の、資本規模1億円以上の企業の財務構成を企業ごとに%表示し、「現預金」と「有価証券（除く子会社株式）」について、対象企業の平均値をとったものである。データは財務省の法人企業統計から採取した。上述した通り、本来現預金の一部を事業用資産と認識すべきであるが、その識別は容易でないため、ここでは貸借対照表に表示された全ての現預金が含まれている。また、投資用不動産も、時価が不明である以上事業用資産との区別が困難なので、ここでは割愛している。

図1-2 現預金と有価証券の保有比率推移



出所：財務省「法人企業統計年次別調査」より作成

現預金は1989年には約14%を示していたが、その後漸減し、2008年には約6%まで減少している。これは、1990年代以降エクイティファイナンスが減少し、さらに有利子負債の圧縮に現預金が充てられたためと考えられる。一方、子会社以外の株式を中心とする有価証券は2002年頃までは17%付近を平均的に推移していたが、その後株価上昇も手伝って増加に転じ、2008年には約22%まで回復している。

したがって、総資産に占める現預金と株式の割合が約28%というのが、2008年度末

時点における、金融・保険業を除く全産業の、資本規模1億円以上の日本企業の平均的な姿ということになる。

それでは、この28%という水準は、どのように評価できるだろうか。日本企業の現預金や株式の保有は、国際的にみても高いと従来から指摘されてきた。米国企業の現預金と株式の構成比は10%程度といわれているので、日本企業はその約3倍もの余剰資金を持っていることになる。また、事業活動に必要な現預金は、経験的に売上高の数%（たとえば2%程度）とされるが、日本企業は現金預金・有価証券合わせて年間売上高の約29%も保有しており、余剰資金を過剰に抱えているといえるだろう。

1.1.4 日本企業の余剰資金保有の背景

では、日本企業がとりわけ余剰資金を過剰に抱えることとなった背景とはなんだろうか。

まず第1に、メインバンクの存在があげられる。日本の資本市場が十分に発達していなかった戦後～高度成長期の時代には、間接金融が主要な資金調達手段となっていた。この時代、一般的にはメインバンクが企業行動を規律付けするようなガバナンスの役割を担ってきたと言われているが、Pinkowitz and Williamson (2001) はこの見解とは異なる立場をとっている。つまり、日本企業がアメリカ企業およびドイツ企業よりも多額の現金を保有していた事実は、日本固有の金融経済システムに起因していると主張し、日本企業はメインバンクによって多額の現金を保有させられたのではないかと提言しているのだ。そしてこの背景として、銀行が企業に現預金保有を強いることでモニタリングコストを低め、企業からレントを享受していたと言及している。

第2に、株式持ち合いの慣行があげられる。日本企業特有の持ち合いの慣行により、企業がメインバンクの保護に納められていたので、また「モノ言わぬ株主」が存在していたので、経営者交代という資本市場からの規律付けが日本では見られない。そのため、余剰資金を過剰に抱えるというエージェンシー問題の観点からみるとあまりにも非効率であったともいえる事態が見過ごされてきたと言える。

1.2 余剰資金の使途に関する動向

前節では、日本企業が国際的にみても過剰な余剰資金を保有してきたという現状が明らかとなった。

そこで本節では、こうした余剰資金の大部分が1990年代以降有利子負債の返済に回り、またその結果として自己資本比率等の財務指標が改善を示し、企業の負債・資

本比率は借入の抑制などを通じて適正な水準へと近づきつつある現状を確認する。

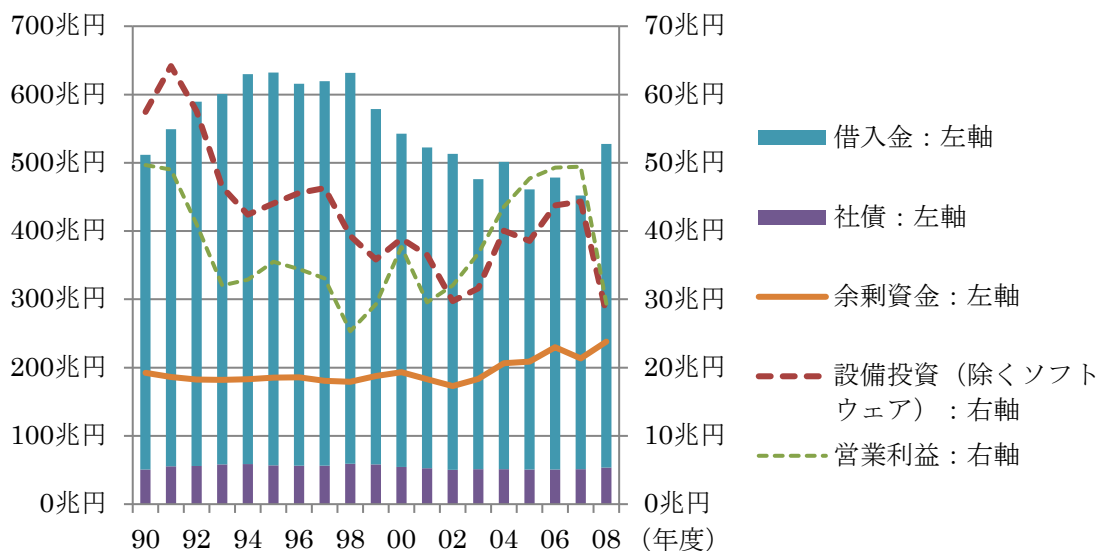
そして、企業が望ましいと想定する資本・負債構成を達成し有利子負債返済が一段落した場合、その余剰資金はどこに向かうことになるのか検討する。

1.2.1 有利子負債の圧縮

日本企業は戦後～高度成長期の銀行中心のガバナンスのもと、負債依存度の高さを特徴としていた。しかし 1970 年代以降、資本市場が整備され直接金融へとシフトする中で、過剰負債の圧縮による財務健全化が大きな課題となってきた。

図 1-3 は財務省「法人企業統計年報年次別調査」を用いて、金融・保険業を除く全産業について、有利子負債残高（借入金と社債の合計額）と余剰資金、設備投資及び営業利益の関係を示したものである。1990 年代前半は収益が悪化する中、有利子負債による資金調達により設備投資を行い、その後 1990 年代後半以降は収益が好転する中、設備投資を抑制し、有利子負債の返済を優先させてきたことがわかる。ただし、米国を発端とした 2007 年の世界金融危機以降状況は大きく変化し、収益は大きく落ち込み、設備投資は抑制され有利子負債が増加している。しかし全体的に見れば、1990 年代以降、日本企業は有利子負債の圧縮に取り組んできたことが確認できる。

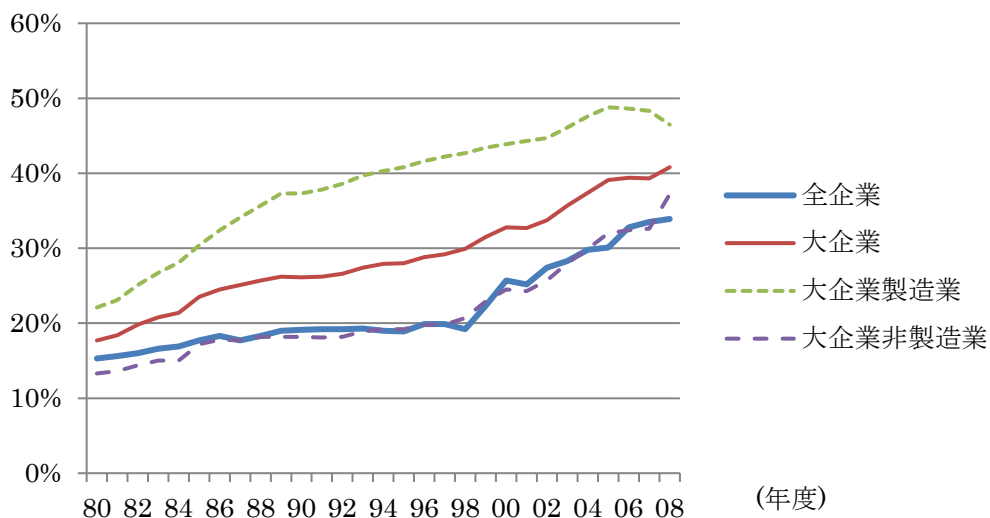
図 1-3 余剰資金と有利子負債残高



出所：財務省「法人企業統計年次別調査」より作成

1990年代後半のこのような資金調達・運用行動の結果、企業の自己資本比率は上昇が続いた。図1-4に自己資本比率の推移を示した。直近の2008年度で全企業ベースでは34%、特に水準の高い大企業製造業は2005年度には49%に達している。ここの産業、企業のレベルでの問題はともかく、集計値で見ると、いわゆる過剰債務問題は収束しつつあると言ってよいだろう。

図1-4 自己資本比率の推移



出所：財務省「法人企業統計年次別調査」より作成

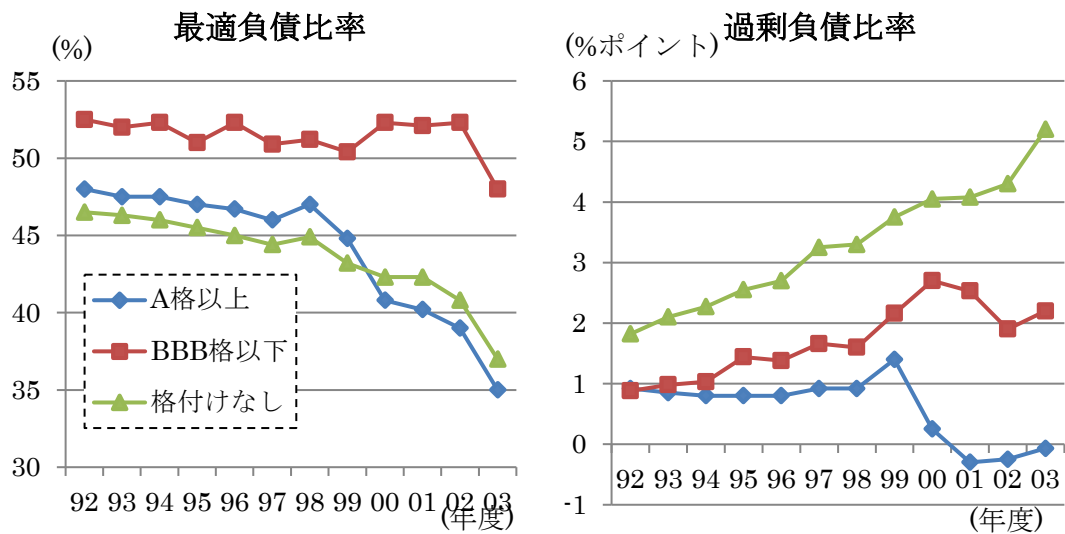
有利子負債が圧縮され自己資本比率が上昇しているとはいえ、では、最適資本構成にどの程度近づいているのだろうか。最適資本構成の達成具合を西岡・馬場（2004）を通して検討していく。

西岡・馬場（2004）は、最適資本構成の理論の枠組みの下で、負債比率に影響を与え得る他の様々な要因の影響をコントロールしたうえで、各企業にとっての最適な負債比率を推計し、実際の負債比率との乖離（以下、過剰負債比率）を観察している。

まず、企業毎に推計された最適負債比率の格付け別の平均値の推移をみると、最適負債比率は、1990年代以降低下傾向にあり、近年特に低下ペースが速まっていることがわかる。この主な要因として、90年代後半は、前述の負債・資本間のコスト面での相対的な優位性の変化を挙げることができる。また、2000年以降は、収益の好転と設備投資の抑制による内部留保の増加から、経営者が内部留保との代替性が高い借入を減少させるインセンティブを有したことによるものとみられる。

次に、過剰負債比率の推移をみると、A格以上の企業では、過剰負債は2000年以降急速に解消され、近年では、ほぼゼロとなっている。一方、BBB格以下の企業も、近年は過剰負債比率が低下しているものの、いまだ負債比率は過剰な領域にある。また、格付けなしの企業については、負債比率の低下が最適負債比率の急速な低下に追いつかず、過剰負債比率は依然として拡大を続けている。

図 1-5 最適負債比率と過剰負債比率



出所：西岡・馬場（2004）

1.2.2 過剰負債圧縮後の資金使途

以上みてきたように、余剰資金の大部分が有利子負債の返済に回った結果、自己資本比率等の財務指標は軒並み改善を示しており、比較的格付けの高い企業では今後数年以内には企業が望ましいと想定する資本・負債構成が達成されるだろう。そこで、今後の企業金融の動向を考える上での参考として、過剰負債解消後の資金使途を検討した嶋谷・中嶋・上野・馬場（2005）を検討したい。

彼らは、比較的格付けの高い企業の負債・資本比率は、借入の抑制などを通じて適正な水準へと近づきつつある一方、比較的格付けの低い企業は、依然として過剰負債の状態にあると分析した。その上で、西岡・馬場（2004）で得られた企業別の過剰負債比率の推計値を基に、企業を、既に過剰負債の圧縮を修了した企業群と、未だ過剰負債を抱えている企業群に分け、それぞれの企業群のうち、設備投資、内部留保の積み上げ、自社株消却や増配、負債圧縮を行った企業の割合を観察した。その結果が表

1-1 である。

表 1-1 過剰負債解消後の資金使途

(%、%ポイント)

	過剰負債を解消した 企業に占める割合 (a)	過剰負債を抱える 企業に占める割合 (b)	(a) - (b)
設備投資	54	46	+ 8
内部留保の増加	66	61	+ 5
自己株消却	9	6	+ 3
増配	24	21	+ 3
有利子負債圧縮	58	65	△7

(注 1) 1996～2003 年度

(注 2) 設備投資は有形固定資産、内部留保は資本合計－資本剰余金－資本金。各項目の前年度との差を増減としている。

出所：嶋谷・中嶋・上野・馬場 (2005)

これを見ると、過剰負債を解消した企業は、過剰負債を抱えている企業と比較して、設備投資、内部留保の積み上げ、自社株消却、増配の順に資金を使用していることが分かる。一方、一段の負債圧縮を行う傾向は薄れてきている。

1.2.3 企業の設備投資動向

上述したとおり、過剰負債を解消した企業の資金使途は、内部留保の増加、有利子負債圧縮、設備投資、増配の順であった。但しこれは 2005 年の調査であり、2007 年に米国で発端した世界金融危機も踏まえ状況が変わっていることが容易に予測される。そこで、日経 NEEDS の設備投資動向調査より、2009 年末現在の企業の設備投資動向を把握していきたい。

日本経済新聞社がまとめた 2009 年度の設備投資動向調査（修正計画、1598 社）によれば、全産業の設備投資額が 2008 年度実績から 17.6%の減少となった。年度当初の計画からも 2.7%の減額で、前年度比は 1973 年度の調査開始以来で最大の落ち込みである。業績予想の上方修正が相次ぐなど経営環境は改善してきたが、円高もあり景

気の先行きは不透明で、特に自動車、電機など大手製造業を中心に投資には慎重な姿勢が広がっていることが伺える。

表 1-2 2009 年度設備投資修正計画

単位：百万円

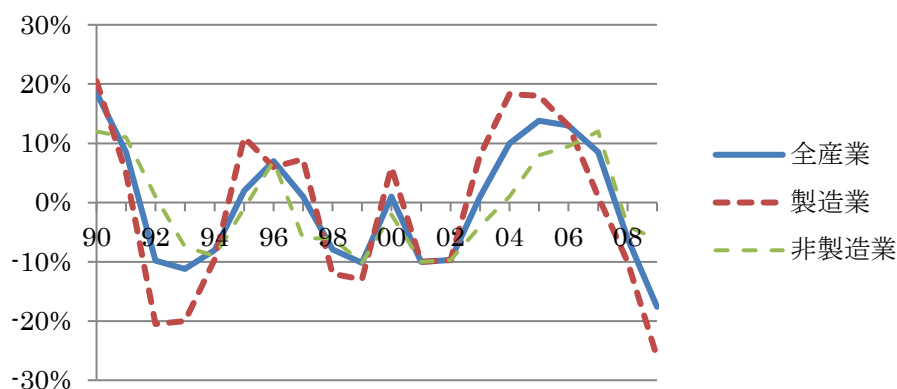
	社数	2009 年度修正計画	当初計画比増減率	2008 年度実績
全産業	1,598	22,668,971 (▲17.6)	▲2.7	27,525,633 (▲6.1)
(電力を除く)	1,589	20,137,434 (▲19.9)	▲2.9	25,137,427 (▲7.8)
製造業	810	11,715,060 (▲26.1)	▲3.2	15,847,995 (▲8.2)
非製造業	788	10,953,911 (▲6.2)	▲2.2	11,677,638 (▲3.1)

(注) カッコ内は前年度実績比増減率%、▲は減

出所：日本経済新聞 2009 年 11 月 29 日朝刊

調査は 10 月時点の今期計画について聞いたものである。全産業で前年度実績を下回るのは 2 年連続で、08 年度の 6.1%減からマイナス幅も拡大する。製造業が過去最大の 26.1%減と大きく落ち込むことが響く。非製造業は 6.2%減と減少幅は相対的に小さいが、それでも IT (情報技術) 不況を受けた 02 年度の 9.1%減以来の落ち込みである。

図 1-6 設備投資の増減率



出所：日本経済新聞 2009 年 11 月 29 日朝刊

以上のように、2005年当時は設備投資の増加率がプラスとなっていたが2009年現在では企業が設備投資を控えている現状が把握された。よって嶋谷・中嶋・上野・馬場（2005）で過剰負債返済後の資金使途として挙げられていた設備投資のウエイトは、現在では低くなり、有用な投資案件の少ない中で、さらなる内部留保の積み立てや配当等の株主還元策の重要性がより高まっていることが予測される。次節ではこうして重要性が高まっていると予測される配当政策の現状を把握していく。

1.3 配当政策の状況

これまで、企業の余剰資金保有状況を把握し、その使途について概観した。その結果、日本企業は多くの余剰資金を保有し、1990年代後半以降その多くが有利子負債圧縮に使われてきたことが分かった。そして現在、比較的格付けの高い企業では過剰債務問題は収束しつつあり、これからの資金使途として配当に代表される株主還元が、よりその重要性を高めてきていることが分かった。

そこで本節では、日本企業の配当政策に関する現状を概観するとともに、経営者、株主双方の立場からそれぞれが望む配当政策を、理論も絡めて分析することで、日本企業の配当行動を検討していく。

1.3.1 配当政策とは

配当 (dividend) とは、企業の利益の一部を保有する株数に応じて株主に分配するものである。そして配当政策 (dividend policy) とは、企業活動によって獲得された利益のうちどれくらいを株主に分配すべきかを決定する際の方針をいう。なお、株主への利益還元の方法として自己株式取得も挙げられるが、ここでは配当政策の定義には含めないこととする。

配当決定は資金の支出を伴うから財務的意思決定の一つであるが、他の意思決定とは異なる特徴を持っている。というのは、投資決定にしても資金調達にしても、利益の極大化を目的としているため、最適投資政策や最適資本調達決定を定義することは比較的容易である。それに対して配当政策は、利益の分配に関わる方針であり、何を基準に考えるかが明白ではないため、経営者の頭を悩ませる重要課題の1つとなっている。しかし、投資決定と配当決定は企業価値の創造と分配という裏表の関係にあり、配当決定も、企業価値増大のための間接的な役割を担っている可能性は高い。

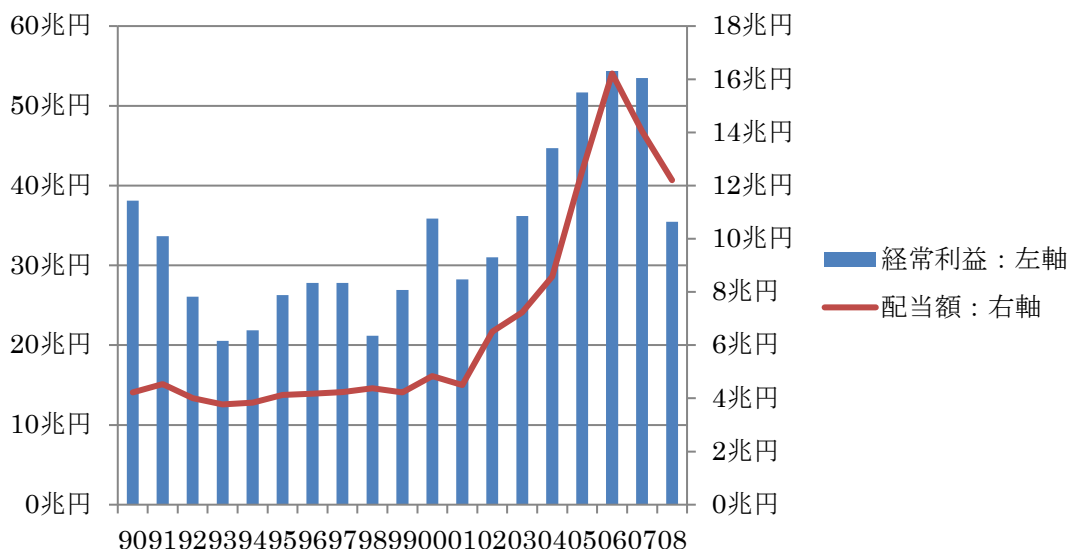
1.3.2 日本企業の配当政策の実態

本節では、配当の時系列データを観察することによって、我が国において配当の重要性が増大している事実を確認するとともに、日本企業の配当政策の特徴を把握する。

1.3.2.1 配当の重要性

まず、我が国における上場企業は、そもそもどれだけ配当を支払っているのだろうか。図 1-7 の折れ線グラフは、我が国企業（金融保険業を除く）が 1990 年から 2008 年に支払った配当総額の時系列推移を示したものである。

図 1-7 経常利益と配当額の推移



出所：財務省「法人企業統計年次別調査」より作成

我が国企業の配当総額は、かつては横ばいであったが、近年は増加傾向にあり、特に 2001 年から 2006 年は驚異的な増配を達成している。2006 年には配当額も 16.2 兆円と過去最高となり、2001 年の約 3.6 倍を達成している。株主還元の一環である配当金支払い実績は着実に増加してきており、企業が株主への利益還元を重視する傾向を強めつつあること、配当政策の重要性が増していることがうかがえる。

この利益還元重視の姿勢は、外国人投資家の保有比率の高まりや、その他機関投資家からの増配要請などが寄与しているものと考えられる。さらに、余剰資金を多く抱えた企業の株式を投資ファンドなどが買い集めて株主総会で増配要請を行ったり、商

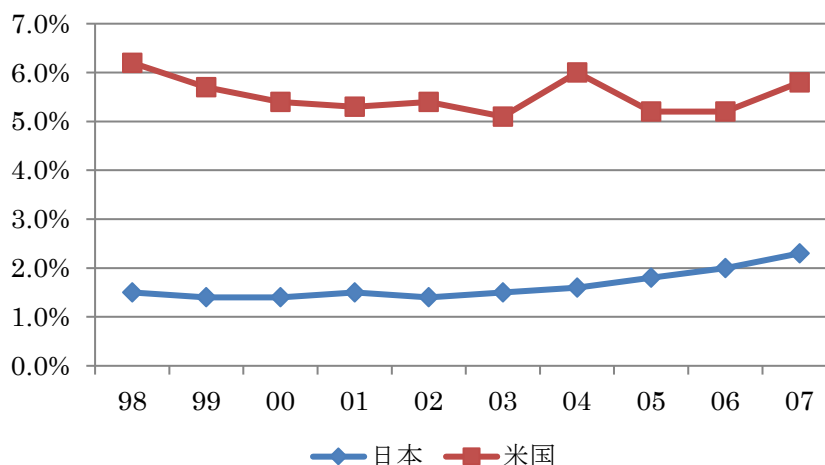
法改正により会社法において三角合併が可能となり、日本における敵対的買収増加の可能性が高まる傾向にあるなど、株主還元が買収防衛策の一環としても意識されてきていると考えられる。

ただし、2007年以降は急激な減配を見せている。これは世界金融危機の影響を受け経常利益の減少が激しく減配せざるを得ない状況にあることが伺える。減配の影響については、モデルを用いながら第3章で詳しく検討していきたい。

1.3.2.2 DOE (株主資本配当率) の状況について

資本を有効活用した結果としての収益性と株主還元を示す代表的な指標としては、各々ROEと配当性向があげられる。株主資本に対する当期利益の割合であるROEは、資本をいかに効率よく活用して利益を生み出したかを示す指標であり、株主が企業に預託した資本の運用成績を表わしている。また、配当性向は、企業の経営成果である当期利益が実際にどの程度株主に配分されたかを示すものである。これらROEと配当性向の積はDOE(株主資本配当率)として示されるため、より高い利益成長・株主還元の目標を掲げ、それを実現している企業は、結果としてDOEが高まることになる。

図 1-8 日米の DOE 比較



(注 1) 日本 TOPIX 構成銘柄のうち 10 年間継続してデータ取得可能な企業

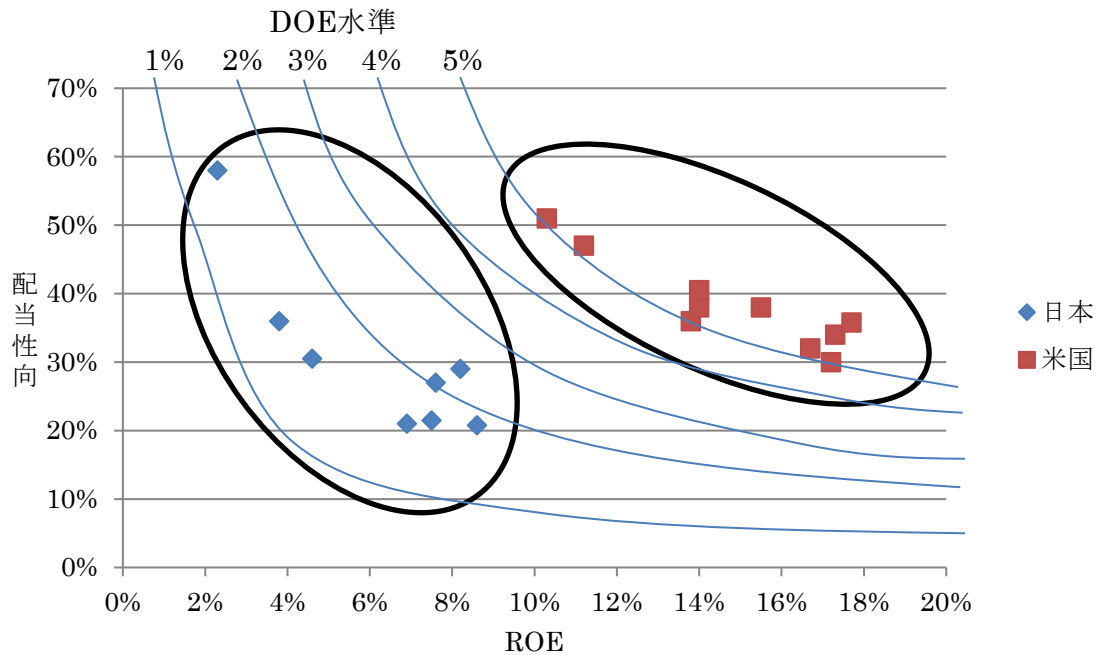
(注 2) 米国 S&P500 構成企業のうち 10 年間継続してデータ取得可能な企業

出所：平成 20 年度 生命保険協会アンケート調査

図 1-8 ではこの DOE について日米比較を行ったところ、その水準には大きな乖離

がある。図 1-9 で構成要素に分解すると、米国は相対的に ROE・配当性向とも高く、DOE は 5~6%前後で推移しているが、日本は ROE・配当性向ともに上昇傾向にあるものの、2%台にとどまっている状況である。

図 1-9 日米の DOE 分布状況



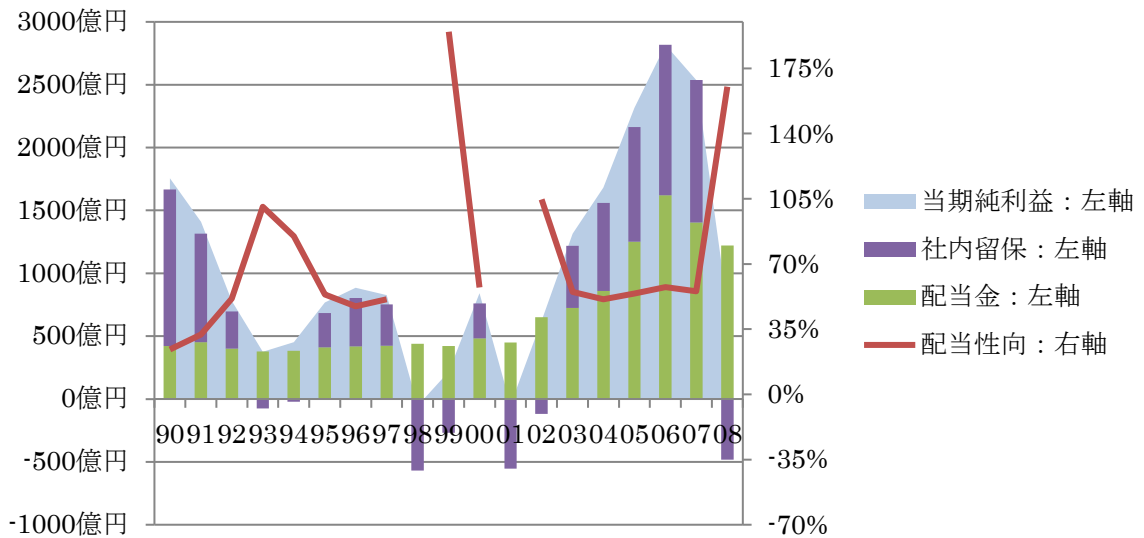
出所：平成 20 年度 生命保険協会アンケート調査

1.3.2.3 安定配当政策

つぎに、1990 年代以降の我が国企業の配当政策の特徴を検討していく。我が国企業は伝統的に、どのような配当政策をとってきたのだろうか。図 1-10 は、法人企業統計を用いて全規模全産業（金融保険業を除く）の企業を対象とし、各年度ごとの当期純利益の処分状況を示したものである。

これによると、配当総額は 2001 年度まではほぼ一定に保たれていることが分かる。ここに、日本企業の伝統的な配当政策は利益に合わせて配当を変動させるよりも、一株当たり配当金を安定化させる配当政策であったことが伺え、これを安定配当政策という。このため、配当性向は当期純利益の変動をすべて吸収する形で大きく変動する結果となっている。

図 1-10 当期純利益の処分状況と配当性向



(注) 1998 年度及び 2001 年度には、配当性向が -100% を超過していたため、計数を省略している。(それぞれ -821%、-965%)

出所：財務省「法人企業統計年次別調査」より作成

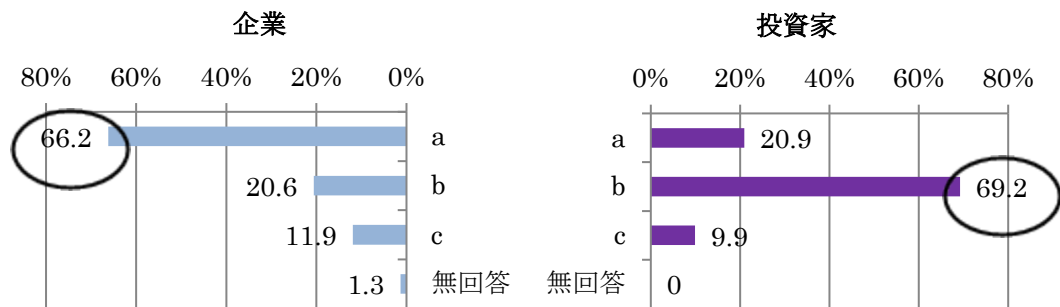
一方 2001 年度以降、配当総額は当期純利益の増大に沿うように増加し、反対に配当性向は一定に保たれている。これは、日本企業が業績に連動するような配当へ、そして目標配当性向を達成するような配当政策をとったことが読み取れる。

なお 2008 年度は金融危機の影響を受けて当期純利益が 3 分の 1 以下にまで落ち込んだものの、企業が業績に合わせて大きく減配するのではなく社内留保を取り崩して配当を行ったため、配当性向が増加している。ここに、日本企業の安定配当政策志向が根強いことが伺える。

1.3.3 投資家と企業それぞれの求める配当政策

これまで、日本企業は伝統的に、安定配当政策を志向してきたという特徴が把握された。しかし、これは本当に投資家の望む配当政策となっているのだろうか。平成 20 年度に生命保険協会の行ったアンケート調査を用いて検討する。図 1-11 は、上場企業 1,171 社、機関投資家 175 社を対象として、望ましい配当実施のスタイルについてアンケート調査を行ったものである。アンケート期間は平成 20 年 7 月 31 日～10 月 31 日、回答率は企業が 53.8%、投資家が 52.0%である。

図 1-11 投資家と企業それぞれの求める配当政策



(注) a. 安定した配当の維持 b. 各期の業績に連動した配当の実施 c. その他

出所：平成 20 年度 生命保険協会アンケート調査

調査結果では企業では「安定した配当の維持」と回答した割合が 66.2%であったのに対し、投資家では「各期の業績に連動した配当の実施」との回答が 69.2%に上っており、両者のスタンスには大きなギャップがあることがわかる。本調査は生命保険協会が毎年行っているものであり、これらの推計結果の推移を観察しても、投資家と企業それぞれの求める配当政策の間には大きなギャップがあることが明らかである。

1.3.4 経営者（企業）が安定配当政策を求める理由

前節では、経営者（企業）は安定配当政策を志向している結果が浮き彫りとなった。そこで本節では、花枝（2002）のモデルを用いて、経営者が安定配当政策を求める理由を経営者の最適行動の結果として導き出す。

1.3.4.1 モデルの説明

2 期間モデルで、株主資本のみからなる企業を考える。既存の事業などから生じる第 1 期と第 2 期の純利益をそれぞれ X_1, X_2 とする。ただし、第 1 期の純利益は確定しているが、第 2 期の純利益は将来のものなので確率変数とする。そして、 X_2 は実現値 X_1 とは独立である。 X_2 の確率密度変数を $f(X_2)$ とする。第 1 期の配当額を D_1 とすれば、第 1 期の内部留保は $X_1 - D_1$ となる。

ここで、投資金は内部留保のみとすれば、第 1 期の投資額 I_1 は $X_1 - D_1$ である。そして、第 1 期の投資によって $g(X_1 - D_1)$ の純利益の増加が見込まれるとする。新投資からの純利益増 g は投資額の凹関数とするが、簡単化のため、確定値と仮定する。第 2 期の純利益の合計は、 $X_2 + g(X_1 - D_1)$ である。第 2 期には、企業は利益を全て株主

に配当として分配してしまうとする。

次に、経営者の効用は、以下 2 つの要因によって影響を受けるとする。第 1 の要因は、第 1 期の配当である。第 1 期の配当を高めることによって、経営者の効用は高まると想定する。これは、近視眼的に企業を評価する外部株主は、当期の配当を高めるとそれを評価して株価が高まり、株価に連動する報酬を受け取る経営者の効用が高まると想定しているからである。

第 2 の要因は、経営者の解雇に関連する。経営者は、その地位を維持することからも高い満足を得ると想定するため、第 2 期に解雇されないことから効用を得ると仮定する。そして、経営者が解雇されるのは、第 1 期の配当額より第 2 期の配当額が下回ってしまう場合とする。つまり、 $X_2 + g(X_1 - D_1) < D_1$ なら、経営者は第 2 期に解雇されてしまう。このような条件を設定する理由は以下の通りである。もしこうした制約がないと、経営者は第 1 期に多額の配当を支払って外部株主を欺き、株価を上げることが出来る。このような行動を防止するため、事前に第 2 期での解雇の条件を経営者に示しておくことが必要になるのである。

このような仮定の下で、経営者の効用関数は以下ようになる。ただし、 α, β は正のパラメーターであり、配当に連動した第 1 期の経営者報酬が彼の効用に及ぼすウエイトと、第 2 期に解雇されないことが効用に及ぼすウエイトをそれぞれ表している。右辺第 2 項の積分の部分は、経営者が解雇されない確率を示す。

$$U(D_1) = \alpha D_1 + \beta \int_{D_1 - g(X_1 - D_1)}^{\infty} f(X_2) dX_2 \quad (1.1)$$

1.3.4.2 最適解と配当安定化の条件

経営者の効用を最大化する配当水準 D_1 は以下の式を満たす値である。

$$\begin{aligned} \frac{dU(D_1)}{dD_1} &= \alpha - \beta f(D_1 - g(X_1 - D_1)) \left[1 - \frac{dg(X_1 - D_1)}{dD_1} \right] \\ &= \alpha - \beta f(D_1 - g(X_1 - D_1)) \left[1 + \frac{dg(I_1)}{dI_1} \right] = 0 \end{aligned} \quad (1.2)$$

(1.2) 式の意味は以下のように考えられる。 D_1 を 1 単位だけ増加させた場合の経営者の効用に及ぼす影響は、プラスの影響とマイナスの影響がある。プラスの影響は、右辺第 1 項で表される第 1 期の金銭的報酬の増加分 α である。それに対し、マイナスの影響は、第 2 期に解雇される危険性の増大であり、右辺第 2 項で示される。ここで、

第2項の $D_1 - g(X_1 - D_1)$ は、第2期の純利益合計が第1期の配当額にちょうど等しくなる X_2 の値である。これを、 X_2^* とおくことにする。 D_1 を1単位だけ増加させると、 X_2^* はより高い値になる。どれだけ高くなるかを示したのが、第2項の $1 + dg(I_1)/dI_1$ である。 $f(X_2^*)$ にこの X_2^* の増加分 $1 + dg(I_1)/dI_1$ を掛け合わせた値が、経営者が第2期に解雇される確率の増加分を示している。そして、この値に β をかけたものが、経営者の効用の減少分になる。以上のことから、(1.2)式は D_1 を高めることによる効用の増加分が効用の減少分にちょうど等しくなる D_1 が最適な点になることを示している。

次に、最適解 D_1 に及ぼす X_1 の影響を調べると、次式が得られる。ただし、 g' は1階の導関数、 g'' は2階の導関数を表す。仮定より $g' > 0$, $g'' < 0$ である。

$$\frac{dD_1}{dX_1} = \frac{f(\cdot)g'' - f'(\cdot)g'(1+g')}{f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2} \quad (1.3)$$

この式から、

$$\frac{dD_1}{dX_1} < 1 \quad (1.4)$$

という状況が成り立つかを考える。(1.4)式が成り立つとき、第1期の純利益 X_1 が増えてもそれに見合っただけ配当額 D_1 を増やさず、逆に X_1 が低下してもそれに応じて配当を減らさないという意味で、配当の安定化が行われているといえるからである。このようなことが起こるのは、(i) $f(\cdot) > 0$ のときか、(ii) $f(\cdot) < 0$ かつ、 $f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2 > 0$ のときである。

(i)のときは、

$$f'(\cdot)(1+g')^2 > f'(\cdot)g'(1+g') > 0 \quad (1.5)$$

が成り立つため、必ず(1.4)式が成立する。

また(ii)のときは、

$$f'(\cdot)(1+g')^2 < f'(\cdot)g'(1+g') \quad (1.6)$$

が成立するため、

$$f(\cdot)g'' - f'(\cdot)g'(1+g') < f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2 \quad (1.7)$$

となる。そのため、

$$f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2 > 0 \quad (1.8)$$

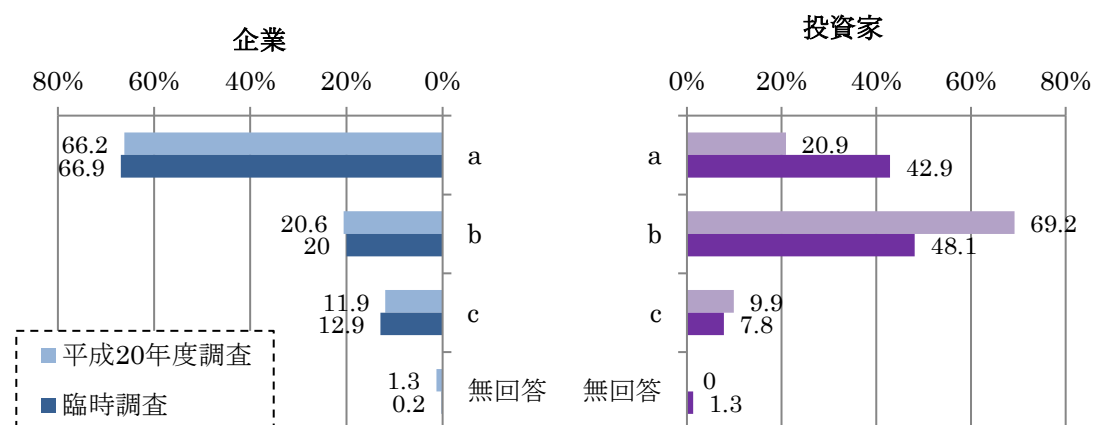
という条件の下で、(1.4)式が成立する。

ここまで見てきたように、① 第1期の配当を高めることで経営者の効用は高まる、②第2期の配当が第1期を下回ることによって経営者は解雇されるという2つの仮定の下では、経営者の最適行動の結果として、利益に見合っただけで配当を変化させず安定化させるということが示された。

1.3.5 投資家が業績連動配当を求める理由

1.3.3では投資家が業績連動配当を志向している結果が浮き彫りとなった。では、なぜ投資家は業績連動配当を求めるのか。そもそも、投資家は本当に業績連動配当を求めていたのだろうか。この点については、図1-12の、非常に興味深い調査結果を検討したい。これは生命保険協会が平成20年度に行った緊急調査である。本調査は、米国の記入危機を発端とした急速な景気悪化、株式市場の混乱と浮経営環境が激変しており、こうした環境変化を受けて企業の株式価値工場に向けた取り組みや投資家の投資スタンス等にどのような変化が見られるか緊急アンケート調査を行ったものである。調査期間は平成21年1月5日～2月28日に、調査対象は上場企業628社及び機関投資家159社、回答率は企業が72.6%、投資家が48.4%である。

図1-12 企業と投資家の求める配当政策緊急調査



(注) a. 安定した配当の維持 b. 各期の業績に連動した配当の実施 c. その他

出所 平成20年度 生命保険協会アンケート調査

企業側では志向する配当政策に変化はほぼ見られないものの、投資家では顕著な変化が見受けられる。平成 20 年度調査では安定した配当の維持（以下、安定配当政策）を志向する投資家が 20.9%だったが、今回の緊急調査では 42.9%へ、22%増加している。一方各期の業績に連動した配当の実施（以下、業績連動配当）を志向する投資家が平成 20 年度調査では 69.2%だったのに対し、今回の緊急調査では 48.1%と 21.1%減少している。

結果的に、今回の緊急調査では安定配当政策を志向する投資家が 42.9%、業績連動配当を志向する投資家が 48.1%とほぼ変わらない結果となっている。

また、業績連動配当を志向する投資家の減少が 21.1%、安定配当政策を志向する投資家の増加が 22%だったことから、この約 22%の投資家は、景気の影響を受けて業績連動配当から安定配当政策へと寝返ったことが容易に推測できる。彼らは本当に業績連動配当を志向していたのだろうか。

私は、彼らは単に配当額を増やしてほしいという意思表示から安易に業績連動配当の選択をしていただけで、業績連動配当を志向していたとはいえないと考える。投資家の立場からすれば、株価の値上がり益（キャピタル・ゲイン）はあくまで期待に基づく不確実なものである一方、配当（インカム・ゲイン）は現実のキャッシュインフローをもたらすものである。とすれば、リスク回避的投資家を前提とすれば投資家はキャピタル・ゲインよりインカム・ゲインを志向する。そのため、投資家は配当額の増加による利益還元を要望していたと考えられる。また、米国に比べて日本企業の配当水準は低いことも、投資家が配当額の増加を要望していたことの原因であろう。

第2章 余剰資金と企業価値

第1章では、日本企業が余剰資金を多く保有し、1990年代後半からは有利子負債圧縮に使用されてきたものの、2007年の世界金融危機の影響を受け、現在なおも更なる内部留保による余剰資金の増加が懸念されている現状を把握した。そこで第2章では、余剰資金保有と企業価値の関係を明らかにすることで、企業価値最大化の観点から、個々の企業にとって最適な余剰資金保有割合を検討していく。

2.1 理論分析

2.1.1 完全資本市場における余剰資金保有と企業価値の関係

企業価値の検討を始めるにあたって、まずは以下の前提条件を仮定する。

- ① 取引コストなどが存在せず、市場は効率的である。証券の価格は、その裏付けとなる資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値に等しい。
- ② 企業に税金や倒産は存在しない。
- ③ 経営者は株主に忠実で、その利益に反する行動をとらない。
- ④ 経営者と株主の間には、情報の非対称性がない（＝経営者と株主は企業価値に関して同じ情報を持つ）

さらに、議論を単純化するため、余剰資金はすべて、銀行預金などの安全資産で運用されることとする。

まず、事業用資産と銀行預金から構成される企業を考える。事業用資産の価値と期待リターン r_B 、リスク β_B は、その事業がもたらす将来キャッシュフローによって決まる。他方、余剰資金は銀行預金なので、その価値は預金額そのもので、期待リターンは無リスク金利 r_f 、リスクは0となる。ここで、自然な仮定であるが、事業用資産の期待リターン r_B を、無リスク金利 r_f よりも高いと仮定する。

余剰資金を含めた企業価値 V は、事業用資産の価値を B 、余剰資金の価値を S とすると、

$$V = B + S \quad (2.1)$$

と表わされる。これは、上述したように、事業用資産の価値を表す株式と銀行預金を組み合わせたポートフォリオを保有するのと同じであり、事業用資産と組み合わせることで、銀行預金の価値が下がる理由はない。

一方、余剰資金を含めた企業の期待リターン r_w は

$$r_w = \frac{B}{B+S} r_B + \frac{S}{B+S} r_f \quad (2.2)$$

リスク β_w は

$$\beta_w = \frac{B}{B+S} \beta_B \quad (2.3)$$

であり、余剰資金のリスク・リターンが低いことを反映して、事業資産のそれよりも低くなる。

このように、強い仮定を置いたケースでは、企業が余剰資金を保有している場合に、そのリスク・リターン特性は変化するものの、企業価値を高めたり、低めたりすることはない。つまり、この仮定の下では企業の余剰資金保有は企業価値に影響を与えない。

余剰資金（銀行預金）を持つ企業の株式を保有することは、当該企業が余剰資金を全て現金配当し、それを受け取った株主が全額預金することと同じである。株主にとって、企業が現金保有するメリットはないが、デメリットもない。

2.1.2 余剰資金保有の必要性

2.1.2.1 取引コスト

大量の現金留保は外部資金調達のコストを削減するという働きがあるので、株主利益を高めることができると言われている。通常、社債や株式の発行は、様々な直接的発行費用がかかり、またこれ以外にも社債権者と株主の利益衝突という間接的なコストもかかる。そこで、企業は採算性のあるプロジェクトに投資をするときに十分な現金留保を所有すれば、これらのコストを回避することができる。

2.1.2.2 情報の非対称性と外部資金調達コスト

Myers and Majluf (1984), Myers (1984) は、情報の非対称性の観点から生じる外部資金調達コストを避けるため、企業が現金と現金等価物などでファイナンシャル・スラック (financial slack) を構築し、経営上のゆとりを作り出そうとしていることに関して論じた。このペッキング・オーダー (pecking order) と呼ばれている外部資金調達コストを避けるような行動は、内部経営者が持っている情報の質と量は外部投資者より優れていることから生じるものである。

つまりペッキング・オーダー仮説とは、資金調達には一定の優先順位が存在し、企

業は必要な資金をこの優先順位に従って調達すべきとする理論をいう。企業と投資家の間には情報の非対称性が存在し、投資家は企業の既存資産と新規投資機会の真の価値を知らず、新規投資のために発行された株式の価値を正確には評価できないと想定する。この場合、最終的に株式発行を行うのは株価が過大評価されている企業のみとなり、この逆選択の問題を正確に認識している投資家は、株式発行を常に悪いニュースとして捉え、株式発行に伴い株価は下落する。(逆選択) 負債発行もまた逆選択の問題をはらむため、別の経路を通じて株価を下落させるが、その効果は株式発行に比べると軽微なものである。

つまりこの理論に基づけば、①内部留保→②負債→③株式といった順番で資金調達していくべきであると主張され、換言すると、企業が新規投資を行う際に、内部留保で必要な資金を賄うことが最もコストのかからない方法となることが論理的に示された。

2.1.2.3 流動性制約や資金調達制約と流動性資産保有

企業は、将来に直面する可能性のある流動性制約や資金調達制約を緩和する手段として、あらかじめ流動性資産を保有する必要がある。流動性リスクとは、決済に必要な資金を調達できないとか、市場から合理的価格で調達できなくなるリスクを言う。この流動性リスクに備えて、普通は換金性の高い流動性資産を一定水準以上、常に確保するための水準を決めたりする。

たとえば、Holmström and Tirole (2001) は、最適契約論の枠組みにおいて、将来、流動性イベント（プロジェクト継続のために追加的な資金調達が必要となる事象）時に十分にファイナンスできない可能性がある場合に、企業があらかじめ流動性資産（彼らの場合では政府債券）を需要することを理論的に明らかにしている。彼らのモデルによれば、流動性イベント時に償還を迎える債権に、流動性プレミアムが発生する。逆に、流動性イベントよりも後に発生するペイオフは、過度に割り引かれ、その資産価格は低くなってしまう。

そこで以下では齊藤・白塚・柳川・渡辺 (2001) を参考にしながら、Holmström and Tirole (2001) を紹介し、流動性資産への需要が資産価格に影響をもたらすメカニズムを理論的に分析する。なお、Holmström and Tirole (2001) ではより一般化された理論的枠組みを展開しているが、ここでは資産価格決定モデルの本質を読み解くことを目的としているため、単純化されたバージョンを取り上げることにする。

2.1.2.3.1 定義

流動性資産とは、緊急の資金ニーズに対して速やかにキャッシュに換えることができ、換金された価値が必要とされる資金を確実にカバーできるという2つの特性を備えた資産を指している。流動性需要とは、緊急の資金ニーズに備えて流動性資産を保有することを指している。資産価格に流動性要因が反映されるということは、流動性需要の対象となる資産がファンダメンタルズに比して割高になる一方、そうでない資産が割安になることを指している。流動性需要によって資産価格がファンダメンタルズよりも割高になる部分は、流動性プレミアムと呼ばれている。

2.1.2.3.2 モデルの設定

$t = 0, 1, 2$ の3期間モデルを考える。消費者はリスク中立的であり、時間選好率は0である。したがって、消費の流列 $c_0 + c_1 + c_2$ の期待値を最大化するように消費・貯蓄を行う。他方、経済には、 N 人の同質的な企業家が存在する。企業家もやはり、リスク中立的であり、時間選好率は0である。また、企業家はそれぞれ、1つの投資プロジェクトを持っているが、初期資金を有さない。

投資プロジェクトはそれぞれ、0期における設立コストとして投資 I 、1期における中間投入として y を必要とする一方、1期における確率的な所得 x および2期における確実な所得 $by - y^2/2$ をうみだす。確率的な所得 x は、すべての企業家について同一である。 X は、 $[0, \infty)$ において定義される確率密度関数 $g(x)$ に従って連続的に分布し、期待値は $Ex > I$ であると仮定する。この設定のもとでは、 y 単位の流動性を必要とする1期における再投資機会を、潜在的な流動性イベントであると考ええる。

以下で説明する流動性需要が存在しないならば、均衡スポット・レートは、リスク中立性とゼロ時間選好率を反映して、すべての満期にわたって0となる。また、企業家は、 I を消費者（投資家と同義）から借入れ、設立コストを支払う。さらに、企業家は、 $by - y^2/2$ を最大化するよう、1期に $b-1$ を中間投入として投資する。1期に実現した収入 x が $b-1$ に満たなかった場合、投資家は $b-1-x$ を金利0%で調達できる。

Holmström and Tirole (2001) は、上述した流動性イベント（1期における再投資機会）が資産価格決定に及ぼす影響を考察するため、企業家と消費者の両者に以下のような制約を導入した。

第1に、企業は、1期における中間投入の資金調達ができないと考える。こうした借入制約は、エージェンシー・コストや債務執行上の問題等、様々な要因によって生じ得る。彼らはこの点を単純化して考えており、2期における収入 $by - y^2/2$ が詩的

利得であり、その結果、企業家は2期の収入を基に消費者から中間投入の資金を調達できないと仮定している。いずれにしても、このような借入制約が存在するもとでは、企業家は、1期の中間投入のための再投資を実現できるように、0期において流動性を確保しておくことが必要になる。つまり、企業家は、0期において、設立コストを上回る手元流動性を消費者から借り入れ、1期まで短期金融市場で運用しようとする。こうした流動性の保有は、1期における再投資機会の喪失に備えるバッファとして役割を果たす。

第2に、金融市場における貸手として、政府が0期に一定額の債権 (I) を発行するが、消費者はどの時点においても金融市場での借り入れができないと仮定する。単純化のため、政府は価格 q で割引債券を発行し、1期における x の実現値にかかわらず、1単位の財を返済するものとする。この政府と家計部門の借入能力の差は、徴税当局の持つ情報の優位性、あるいは、長期契約を履行すると確約する政府の能力によって正当化されている。この仮定によって、0期において一定額の債権が供給されると、均衡（実質）スポット・レートは、マイナスになりうる。マイナスのスポット・レートすなわち、 $q > 1$ のとき、家計は0期に債権を保有する代わりに消費しようとするのに対して、企業家はなお、1期における流動性確保の必要性から、0期に債権を需要する。

2.1.2.3.3 資産価格決定モデル

このような状況の下では、企業家 i は、0期に $I + ql_i$ を借り入れることにより、設立コストとして投資 I を行うとともに、 l_i 単位の債権を保有し、中間投入のための再投資 $y(x)$ を、1期における x の実現値に応じて最大 $x + l_i$ まで行えるようにする。すなわち、再投資戦略は、

$$y(x) \leq x + l_i \quad (2.4)$$

を全ての実現値 x について満たさなければならず、制約条件として働く。

企業家 i との契約に関して、消費者は、0期に $I + ql_i$ の貸出を行い、1期に $x + l_i - y(x)$ を受け取る。消費者が企業に対する貸し出しにおいて競争的な環境にあれば、上述した投資に対する収益が0であると期待するため、次式を得る。

$$E_0[x - I - y(x) - (q - 1)l_i] = 0 \quad (2.5)$$

ただし、 E_0 は0期における x に関する期待値を表すものとする。

この結果、企業家 i と消費者の間の最適契約は、2期において企業家 i にもたらされる余剰、すなわち、

$$E_0 \left[by(x) - \frac{y(x)^2}{2} \right] \quad (2.6)$$

を、(2.4) (2.5) の制約条件のもとで $\{y(x), l_i\}$ に関して最大化する。

債券市場の清算条件として、

$$l_i \times N = \bar{I} \quad (2.7)$$

を得る。

μ を (2.5) 式の制約条件に伴うラグランジュ乗数として、最適再投資戦略は次式の通り導かれる。

$$y(x) = \min(y^*, x + l_i) \quad (2.8)$$

ただし、 y^* は、(2.4) 式の制約条件が存在しない最適化問題の解である。あるいは、 $y^* = b - \mu$ ，言い換えると、実現値 x が $y^* - l_i$ よりも小さければ、(2.5) 式の借入制約が事後的に制約条件となるが、実現値の方が大きい場合には制約条件とはならない。

しかしながら、「事後的には借入制約が制約条件にならないかもしれない」という事実は、制約が事後的にも制約条件とならないことを意味しない。ある状況において借入制約に直面する可能性を考えると、 μ となることを示せる。この結果、 y^* は、最善の解である $b - 1$ よりも小さくなる。

さて、0 期の流動性決定に戻ると、 l_i は次式を最大化するように決定される。

$$\begin{aligned} & \int_0^{y^* - l_i} \left[b(x + l_i) - \frac{(x + l_i)^2}{2} - \mu(1 + ql_i) \right] g(x) dx \\ & + \int_{y^* - l_i}^{\infty} \left[by^* - \frac{(y^*)^2}{2} - \mu[1 + y^* + (q - 1)l_i - x] \right] g(x) dx \end{aligned} \quad (2.9)$$

$l_i > 0$ を考慮すると、一階の条件は以下ようになる。

$$q - 1 = \int_0^{y^* - l_i} \left[\frac{b - (x + l_i)}{\mu} - 1 \right] g(x) dx \quad (2.10)$$

流動性資産の限界価値を

$$m(x) \equiv \begin{cases} \frac{b - (x + l_i)}{\mu} - 1 & \text{for } x \leq y^* - 1 \\ 0 & \text{for } x \geq y^* - 1 \end{cases} \quad (2.11)$$

と定義すると、(2.10) 式は

$$q - 1 = E_0[m(x)] \quad (2.12)$$

と表わすことができる。

つまり、流動性プレミアムは流動性資産の限界価値の期待値に等しいといえる。流動性資産の不足下では、さらなる債権の購入によって1期における再投資を増加させ、2期における利益を増加させることができる。そしてこのときの限界私的便益は、 $[b - (x+li)]/\mu$ に等しい。このようにして、流動性プレミアムが生まれるのである。

また彼らは、論文の中で、流動性資産の価値はプットオプションとしてみることができると言及した。債権が少ない、つまり、流動性が低い時には、このプットオプションの価値は高くなる。この特性は、次節でボラティリティとして説明変数に利用する。

2.1.2.4 情報の非対称性と正の投資案の棄却

Myers and Majulf (1984) は、経営者と資金の外部提供者の間に情報の非対称性が存在する場合、投資資金を増資によって賄おうとすると既存株主が不利益を被るために経営者は増資を断念し、正味現在価値がプラスの設備投資でも行わなくなる事態が起こりうることを理論的に説明した。

Myers and Majulf (1984) のモデルによれば、経営者と投資家の間で将来の事業収益の見通しが異なるときに、必要資金を増資に頼ると、有利な投資でも行われな可能性はある。もしも外部投資家が、コストをかけずに経営者の保有する内部情報を入手することが出来れば情報の非対称性は解消し、このような問題は発生しない。しかし、常に変化する経済環境にさらされている経営者は、質・量ともに多くの情報を保有しており、これを外部投資家が手に入れるには多くの時間と費用がかかる。また、経営者がコストをかけずに外部投資家に情報を伝達できれば同様に問題は解決するが、これは競争企業にも情報が漏れることにつながり、企業にとっては損失となる可能性が高い。

成長企業の中には、利益が上がっているのに何年にもわたって配当をゼロにしている企業が見られる。情報の非対称性のために株価が正当に評価されておらず、成長資金を増資に頼ることが既存株主の不利になると経営者に判断されているような場合、このような配当政策を取り余剰資金を企業内に保有していることが多いと考えられる。しかしもし配当を抑え内部留保によって投資資金を賄うようにすれば、計画されている投資を行うことが可能になるのだ。

2.1.3 過剰な余剰資金保有が企業価値に与える負の影響

2.1.3.1 フリーキャッシュフロー理論

過剰な余剰資金保有が企業価値に与える負の影響としては、まず、Jensen (1986) が主張したフリーキャッシュフロー理論があげられる。企業が生み出したキャッシュフローのうち、企業内部でプラスの正味現在価値を持つ全ての投資を実行するのに必要な資金を上回る部分を、フリーキャッシュフローと呼んでいる。ここでのフリーキャッシュフローは、会計で通常用いられるときとは意味が異なること注意が必要である。

大量の現金留保を保有することにより、経営者と株主の間に利益衝突が生じるということは、コーポレートファイナンスとコーポレートガバナンスの領域では定説になっている。本来であれば、この余剰資金は企業内部で有効に用いられないので、株主に配当として支払われるべきである。しかし、経営者が、彼ら自身の権力・地位を高めるために採算に合わないような設備投資を行い、必要以上の規模拡大を図ったり、生産的でない目的のためにこのような内部資金を浪費してしまう危険性がある。これは、経営者と株主の利害の不一致によって生ずるエージェンシー問題である。

このようにエージェンシー理論の観点から、経営者は自分自身の支配下の資産の量を増やすと言う強いインセンティブがあるため、分配可能な現金は証券保有者に配当されずに、内部留保されるか、もしくは非効率な投資に回されることになる。また経営者には、自分の身分を確保するというインセンティブがあるため、現金を蓄積し、財政難という局面に陥るのを防ぐということも挙げられる。

Jensen (1986) は、配当を高めることによってエージェンシー費用を抑えることが可能であり、それによって企業価値への負の影響を緩和できると主張した。

2.1.3.2 敵対的買収の危険性

また、テイクオーバーが企業に対する規律付けのメカニズムとして働いている企業金融環境では、企業は常に現預金保有を圧縮して、資金を生産性の高いプロジェクトに投下するか、あるいは、生産性の高いプロジェクトがなければ株主に変換するインセンティブが高いことが予想される。例えば、買収対象となりやすい時価総額の低い企業ほど、現預金保有を圧縮する傾向が指摘できる。

この議論に関連して、アメリカでの 1980 年代の M&A 盛行の理由のひとつとして、次のようなことが言われている。当時のアメリカの石油・食品産業などでは、当面の利益は上がっていたのでキャッシュフローは潤沢であったが、設備投資などの将来に向けての投資機会を持ち合わせておらず、大量のフリーキャッシュフローが発生した。

これを配当せずに内部に蓄積したままの企業が、資金を有効に利用していないために株価が低迷し、乗っ取りの対象になったり、逆に、それらの資金を買収用資金にして他企業を乗っ取りようとしたために、M&A が盛んになったというのである。

我が国においても、成熟産業に属する企業などでフリーキャッシュフローを抱えている企業が存在する可能性は高く、そのような企業では、余剰資金を配当なり、自社株買いによって株主に分配する政策が望まれる。

2.1.3.3 資本市場からの監視回数の減少

余剰資金を保有することは将来の設備投資の際に内部留保で資金を賄うことを可能にし、外部資金調達、たとえば銀行借入や株式発行を必要としない。通常、企業は資金調達の際に資本市場の厳しい目にさらされる機会を持つことで、経営を効率化しているが、余剰資金の保有はこの機会を実現しないので、経営の効率化がなされず、企業価値が毀損することが指摘できる。

2.1.4 企業の成熟段階と最適余剰資金保有

創業してまもない企業は、概して有望な投資案件が多く、成長性が高い一方で、企業体としてのレピュテーションが確立していないことから、資本市場に対するアクセスに強い制約がある。これらの企業が時を経て成熟し、総資産規模も拡大して来ると、企業規模対比で見た場合の成長機会は減少してくる。このように黎明期を脱出して成熟期に近づいた企業ほど、株主還元に対して強いインセンティブを持つというのが、Julio and Ikenberry (2004) の提唱した成熟性仮説である。この仮説に従うと、成長機会が相対的に少なく、資本市場へのアクセスが容易な企業ほど、配当や自社株消却などの形で株主還元策を実施するべきといえる。

Fama and French (2001) は、米国で 1990 年代に一貫して配当を行う企業の割合が減少した後、2001 年以降上昇に転じていることの一つとして、1990 年代に IPO を果たした IT 企業などが、黎明期を脱したことを挙げている。例えば、それまで無配を保ってきた Microsoft は、2003 年に配当を開始し、2004 年には特別配当も実施した。

2.2 実証分析

前節では、企業価値と余剰資金保有の関係について理論的に分析した。先にも紹介したとおり、Jensen (1986) によれば、余剰資金の増加はエージェンシーコストの増

加を呼ぶ。つまり、エージェンシーコストが高い企業が保有する余剰資金は、投資家にとって簿価よりも低い価値しかない。このような企業ほど、増配等の株主還元を通じて余剰資金を削減することが企業価値の向上につながると考えられる。エージェンシーコスト以外に、余剰資金の市場価値に影響を与える要因として考慮すべき要素としては、Holmström and Tirole (2001) によって示された、現金が持つリアルオプション価値があげられる。成長機会が多いが不確実で、資金調達制約に直面しやすい企業ほど、財務上の余裕を持つことの価値が大きいためである。

つまり、企業の余剰資金保有には、成長機会による価値創造（成長オプション価値）とエージェンシーコストによる価値破壊という 2 つの側面があると言えよう。

本節では、余剰資金保有によるエージェンシーコストと成長オプション価値が、企業価値評価に対してどのような影響を与えているかを実証的に分析していく。

2.2.1 先行研究の紹介

今後の分析の基礎として、まずは諏訪部 (2006) を紹介する。諏訪部 (2006) は、余剰資金の市場価値に影響を与える要因についていくつかの仮説を立て実証分析を行っている。

2.2.1.1 余剰資金の市場価値に影響を与える要素

仮説と選択した指標及びその根拠、そして推定結果は以下のとおりである。また、これらを表 2-1 にまとめた。仮説から予想される各指標と余剰資金の市場価値の相関関係の符号を表で示している。

仮説 1 成長機会の大きい企業ほど、余剰資金の市場価値が高い

成長機会の大きい企業ほど余剰資金の市場価値は高いと考えられる。R&D を多く行っている企業ほど、平均的には成長機会は大きいと考え説明変数として選択した。また、アナリストが予想する売上高成長率、もしくは過去の売上高成長率、実績総資産成長率等の成長性そのものを表す指標や、配当性向および無配ダミーを選択した。配当性向は、さまざまな要因で決まっていると考えられるが、配当を行わない一つの理由が、内部留保して成長に向けるためであるとするならば、配当性向が低いほど成長機会が大きいと企業が考えている可能性が高い。無配ダミーも同様の理由で、成長機会が高くなると考えられる。

仮説 2 成長機会の不確実性が高い企業ほど、余剰資金の市場価値は高い

将来の成長機会が不確実であるほど、財務上の余裕を持つことで、いざというときに投資に振り向けることができることの価値は高いと考えられる。株価ボラティリティ、業績予想のバラツキ度 (I/B/E/S 予想 EPS 標準偏差/BPS)、実績利益の変動性、キャッシュフローの変動性、設備投資金額の変動性等を指標として選択した。また、小型株ほど事業の不確実性は高いと考えられるため、時価総額もこのカテゴリーの変数として分類している。

表 2-1 余剰資金の市場価値に影響を与える要素とその推定結果

	成長性	投資機会の 不確実性	資金調達 の 容易さ	ガバナンス	総合評価
R&D/総資産	+				+
予想売上高成長率	+				+
総資産成長率	+				+
売上高成長率	+				+
配当性向	-			+	+/-
無配ダミー	+			-	+/-
ボラティリティー		+			+
予想バラツキ度		+			+
利益変動性		+			+
CF 変動性		+			+
設備投資金額変動性		+			+
対数時価総額		-	-	+	+/-
財務レバレッジ			+	+	+
支払利息			+	+	+
外国人持株比率				+	+
機関投資家持株比率				+	+
特定株主持株比率				-	-
浮動株比率				-	-

出所：諏訪部 (2006)

仮説 3 資金調達コストが高い企業ほど、余剰資金の市場価値は高い

追加的な資金調達にコストがかかる企業ほど、余剰金融資産を保有しておくことの価値は大きいと考えられる。株式時価総額（小型）、財務レバレッジ（高）、支払利息（高）等を指標として選択した。

仮説 4 エージェンシーコストが高い企業ほど、余剰資金の市場価値は低い

情報の非対称性が大きくエージェンシーコストが高い企業ほど、余剰金融資産の市場価値は低いと考えられる。

配当政策関連の指標や、財務レバレッジ、支払利息等はフリーキャッシュフロー理論による規律付けの程度を表したものである。余剰資金を多く保有している企業ほどモラルハザードによるエージェンシーコストは高くなる。その場合、持っている余剰資金を定期的に外部に出して減らすような仕組みを持つことにより無駄な投資を抑制できる。財務レバレッジの高い企業ほど負債に対する利払いによって余剰資金が常に減らされ、余剰資金の価値は、モラルハザードが起きにくくなる分高くなるであろう。同じような考え方で、利息の支払いが大きい企業、配当として余剰資金を外部に出している企業なども余剰資金の保有価値が高くなると考えられる。

2 つ目のカテゴリーは、外部からの経営者に対するモニタリングの度合いに関する指標である。コーポレートガバナンスの確立度と言ってもよい。株主構成に関する指標と取締役会の監督機能の程度を表す指標を中心に指標を選択した。

株主構成では、まず外国人投資家や年金等の機関投資家の保有比率を選択した。コーポレートガバナンスを非常に重視している投資家に株式を保有されている企業ほど、経営者に対するモニタリングが働いていると考えられる。反対に、特定株主持株比率（四季報定義、大株主上位 10 位までと役員持ち株・自己株式の合計）が高く、大株主に持ち株が集中している企業ではモニタリングが機能しない可能性が高いと考え、保有比率が高いほど余剰資金の市場価値が低いと想定した。同様に浮動株比率についても、小口株主や個人投資家を中心とした保有であれば経営者に対するモニタリングが働き難いと考えた。

2.2.1.2 余剰資金の市場価値推定モデル

平均的な企業の余剰金融資産の市場価値は簿価の何倍に当たるのか、また、銘柄属性によってどの程度異なるのかを以下の回帰モデルを用いて推計する。

$$\begin{aligned}
& \text{時価総額} + \text{有利子負債}_{i,t} \\
& = \left[\alpha_t + \sum_{j=1}^N \beta_{j,t} F_{i,j,t} \right] \times \text{余剰資金}_{i,t} + [\alpha_{A,t} + \text{ROA}_{i,t}] \times (\text{総資産} - \text{余剰資金})_{i,t} \\
& \quad + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}
\tag{2.13}$$

モデルでは、企業価値（時価＝株式時価総額と有利子負債の簿価の合計）は、余剰資金（現金・一時保有の有価証券）と余剰資金以外の資産に一定の倍率を掛け合わせたものの和で表されると仮定する。ただし、銘柄ごとの規模を調整するために、両辺を総資産の簿価で割ることとする。各資産に対する係数は、その資産の時価簿価比を表すことになる。この値が1倍を超えている場合、その資産から生み出される将来のキャッシュフローに経済的な付加価値があることを、市場が評価していると解釈することができる。反対に、1倍割れになっている場合には、その資産を保有していることによって価値破壊をしていると、市場が評価していると解釈できる。

モデルのもう一つの仮定は、各資産の係数は銘柄属性によって異なるというものがある。式に示したように、余剰資金/総資産に対する係数は、先に説明した銘柄属性によって決まると考える。余剰資金以外の流動資産と固定資産に関しては、収益性（ROA）によって係数が決まると考える。

余剰資金に係る係数は定数項 α と回帰係数 β に分けられる。 α は銘柄属性による影響を受けないすべての企業に共通した余剰資金の市場価値を表している。今回の分析ではファクターFの全銘柄の平均値がゼロになるように基準化しているため、 α は平均的な銘柄属性を持つ企業の余剰資金の市場価値（倍率）を表す。また、 β は、銘柄属性によってどの程度余剰資金の市場価値に差が現れるのかを表す。

2.2.1.3 データ

分析母集団は東証一部（除く金融）の銘柄で、連結財務データが取得可能なものとし、モデル推計の際には、異常値の影響を避けるために、各変数が母集団の上位・下位2%に一つでも該当した銘柄は推計対象から除外した。分析期間としては、1990年6月末から2006年5月末までの月次データを用いて、各月末時点で断面回帰分析によってモデルの推計を行った。データソースは、実績財務、業績予想に関しては連結決算データを使用した。ただし、R&Dについては連結データがない場合は単独データで穴埋めを行った。また、データソースとしては東洋経済新報社の財務データを使用した。株式保有比率データに関しては東洋経済新報社の大株主データを使用した。

機関投資家持株比率は年金・投資信託・外国人の保有比率の合計としている。すべてのデータは投資家はそのデータを入手可能になった時点から使用している。ただし、キャッシュフロー変動性、設備投資金額変動性は銘柄ごとに入手可能な本決算のデータをすべて使用して、その標準偏差を計算したものである。

2.2.1.4 余剰資金の市場価値推計結果

表 2-2 は、シングルファクターで分析した結果である。

表 2-2 余剰資金の市場価値

	α		β_j		予想符号
	係数	t 値	係数	t 値	
R&D/総資産	1.006	12.48	0.169	6.00 **	+
予想売上高成長率	1.000	12.43	0.181	5.38 **	+
総資産成長率	1.002	12.12	0.123	2.28 *	+
売上高成長率	1.012	12.41	0.134	1.86	+
配当性向	1.008	12.32	- 0.031	- 0.97	+/-
無配ダミー	1.069	13.82	0.330	10.07 **	+/-
ボラティリティー	1.034	12.98	0.346	4.71 **	+
予想バラツキ度	1.038	12.91	0.132	4.94 **	+
利益変動性	1.018	12.83	0.038	1.88	+
CF 変動性	1.013	12.91	0.231	5.56 **	+
設備投資金額変動性	1.020	12.61	0.223	10.52 **	+
対数時価総額	0.996	11.71	0.381	3.25 **	+/-
財務レバレッジ	1.021	16.00	0.015	0.28	+
支払利息	1.009	12.78	- 0.005	- 0.32	+
外国人持株比率	0.947	10.24	0.201	2.98 **	+
機関投資家持株比率	0.947	10.02	0.213	2.74 **	+
特定株主持株比率	1.012	12.74	0.035	1.71	-
浮動株比率	0.976	11.05	- 0.127	- 2.17 *	-

(注) **は 1%有意、*は 5%有意

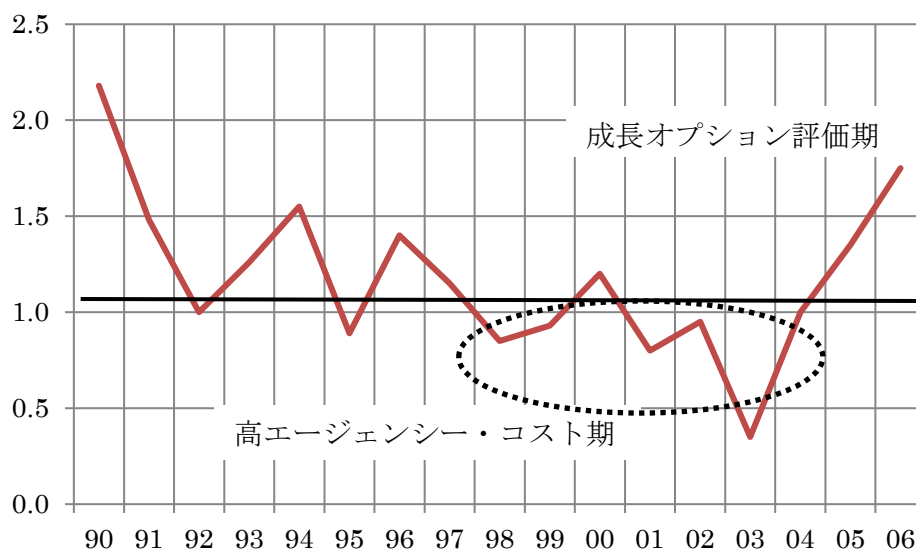
出所：諏訪部（2006）

余剰金融資産の市場価値を決定付ける各銘柄属性のそれぞれ一つだけをモデルに組み込み、平均的な企業の余剰資金の市場価値 α 、各指標の回帰係数 β を推計した。表 2-2 には、 α 、 β の全期間での平均をまとめている。なお、諏訪部（2006）では比較的最近の 2000 年 6 月末以降についても分析を行っているが、ここでは扱わないこととする。

(i) 平均的企業の余剰資金の市場価値

α の平均値は平均的企業の余剰資金の市場価値を表していると考えられる。モデルによって若干のぶれはあるが、全期間の分析結果では α の平均はおおむね 1 以上となっている。全モデルの平均値は 1.007 である。つまり、1990 年以降全期間を通して平均的に見たときの現金の市場価値はほぼ簿価並み、約 1% のプレミアムが乗った水準であったということである。エージェンシーコストによる価値の低下と、リアルオプションによる価値の上昇がちょうど相殺していたことになる。

図 2-1 定数項 α の時系列推移



出所：諏訪部（2006）

図 2-1 は、現金の定数項 α の時系列推移を示したものである。平均的企業の現金の市場価値（定数項）は時期によって上下していることが分かる。1999 年と、2003 年半ば以降に数字が上昇していることから、景気が拡大局面にあり市場が企業の成長性に対して高い期待を抱いている場合に、現金の市場価値が高まることが分かる。最近

では、2000年の後半から2004年半ばにかけて、現金の市場価値が1倍割れとなっていた。つまり現金の持つ成長オプション価値よりも、エージェンシーコストが高かった時期に該当すると考えられる。この時期には、平均的な企業にとって、余分な現金の保有は株価のディスカウントにつながっていたことを意味する。配当や債務の返済を通じて余分な現金を削減することが、株式価値の向上につながった時期であると言えよう。

2005年以降については、現金の市場価値は1.439と約44%のプレミアムとなっている。つまり、成長オプション価値がエージェンシーコストを上回っているため、普通の企業にとっては余剰資金の削減が必ずしも、株式価値の向上にはつながらない状況になっていると言える。

(ii) 銘柄属性による差異

銘柄属性による現金の市場価値の差異を表すのが β の平均値である。例えば、R&D/総資産の場合、全期間の回帰係数の平均値は0.169である。前述のように、銘柄属性は平均が0、標準偏差が1になるよう基準化されているので、この結果はR&D/総資産が平均よりも1標準偏差だけ高い企業の現金の市場価値は、平均的な企業よりも16.9%高く評価されることを意味する。反対に、R&Dをあまり行わない企業では、現金の市場価値は低く評価されていることになる。

仮説から事前に予想された回帰係数の符号と、分析の結果得られた回帰係数の符合はおおむね一致していた。しかも多くの変数において統計的に有意な結果が得られている。

成長オプションに関連した銘柄属性では、設備投資/総資産、R&D/総資産、予想売上高成長率、総資産成長率、無配ダミーは、符号条件も一致した上に、t値もこの結果が統計的に有意であることを示している。投資の不確実性、資本市場へのアクセスに関連した銘柄属性も同様に予想通りの結果となっている。

次に、エージェンシーコストに関連した銘柄属性の結果を見る。まず、株主構成に関しては、特定株主持株比率以外は想定どおりの符号かつ統計的に有意な水準の結果が得られた。経営モニタリングが厳しい外国人投資家や機関投資家の持株比率が高いほど、モニタリングが弱い浮動株比率が低いほど、エージェンシーコストが低いため、現金の市場価値が高まるという仮説と整合的な結果である。

2.2.2 余剰資金の資産価格算定

次に、上述した諏訪部（2006）のモデルを参考に、独自のモデルで分析を行う。

この分析では、余剰資金の時価簿価比率に与える要因の検証を行い、各理論仮説の妥当性を検証するとともに、企業価値算定式における余剰資金にかかる係数が明らかとなることで、余剰資金保有が企業価値に与える影響を明示することを目的とする。

仮説は諏訪部（2006）と同じく、以下の4つとする。

仮説1 成長機会の大きい企業ほど、余剰資金の市場価値が高い。

仮説2 成長機会の不確実性が高い企業ほど、余剰資金の市場価値は高い。

仮説3 資金調達コストが高い企業ほど、余剰資金の市場価値は高い。

仮説4 エージェンシーコストが高い企業ほど、余剰資金の市場価値は低い。

なお、余剰資金の市場価値が高いということは、余剰資金の時価簿価比率が高いことと同義と考える。

2.2.2.1 モデルの設定

余剰資金の時価簿価比率を以下の回帰モデルを用いて推計する。

$$\frac{\text{余剰資金（時価）}_{i,t}}{\text{余剰資金（簿価）}_{i,t}} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^N \beta_{j,t} F_{i,j,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.14)$$

また、(2.14) 式における余剰資金の時価は以下の算定式によって求めることとする。

$$\text{余剰資金（時価）}_{i,t} = \text{株式時価総額} + \text{負債（簿価）} - \text{PBR} \times \text{事業用資産（簿価）} \quad (2.15)$$

なお、PBR（株価純資産倍率）は、株式時価総額を株主資本（評価差額金含む）で除して算定され、企業の時価総額が総資産の何倍であるかの指標である。この分析では単純化のため、これを企業価値算定における事業用資産の係数として採用した。

モデルでは、余剰資金の時価は、後述する各ファクターにより影響を受けると仮定し、時価簿価比率を被説明変数として回帰分析を行う。各ファクターの係数の符号は、当該ファクターが余剰資金の資産価格に対し正の影響を与えるのか、負の影響を与えるのかを表すことになる。そして被説明変数である余剰資金の時価簿価比率は、企業価値算定においてそのまま余剰資金の係数として働き、この値が1倍を超えている場合、余剰資金を保有することによる成長オプション価値が大きく、価値創造をしていると市場が判断していることを示し、反対に、この値が1倍を割っている場合、余剰

資金を保有することによるエージェンシー費用が大きく、価値破壊をしていると市場が評価していることを示すと解釈できる。

モデル式の $F_{i,j,t}$ には、余剰資金の価値に影響を与えるファクターとして、仮説に基づき以下の指標を代入する。符号の推定は、表 2-3 に分析結果とともに一括して表記している。

① 成長性を表す指標

成長性を表す指標として、対数固定資産増加率、研究開発費/総資産、総資産成長率、売上高成長率、配当性向、株価純資産倍率を採用した。

② 投資の不確実性

投資の不確実性を表す指標として、対数株価ボラティリティ、対数売上高ボラティリティを採用した。

③ 資金調達の容易さ

資金調達の容易さを表す指標として、対数時価総額、財務レバレッジ、支払利息を採用した。

④ エージェンシーコスト

モラルハザードによるエージェンシーコストを表す指標として、外国人投資家持株比率、機関投資家持株比率、役員持株比率、特定株主持株比率を採用した。

2.2.2.2 データ

分析母集団は東証 1 部上場企業のうち、資本金 100 億円以上の企業とした。分析期間は 1990 年から 2009 年とし、データソースとしては日経 NEEDS を使用した。データが欠損しているものは推計対象から除外した。サンプル数は 14,532 個である。また、投資の不確実性を表すファクターでは、当期を含めた過去 5 年間の標準偏差の対数値を使用した。

2.2.2.3 推計結果

表 2-3 に、推計結果を示した。余剰資金の時価簿価比率を決定づける 16 個の銘柄属性をモデルに組み込み、各銘柄属性の係数を推計した。全体としては、決定係数は 0.7922 と比較的高い結果が得られた。

まず、成長性に関する指標をみると、対数固定資産増加率については予想符号と一致し、しかも非常に有意な結果が得られた。但し、研究開発費/総資産や総資産成長率については予想符号とは一致せず、有意な結果も得られなかった。これは研究開発費

についてはデータの欠落が激しく、データ収集に問題があったことが原因と考えられ、この結果だけで必ずしも余剰資金の市場価値に影響を与えないとは言い切れない。

次に、投資機会の不確実性に関する指標を見ると、対数株価ボラティリティ、対数売上高ボラティリティ、対数株式時価総額ともに予想と一致し、しかも非常に有意な結果が得られた。投資機会が不確実な企業の有する余剰資金の価値は高いことが実証的に示された。

表 2-3 推計結果

	回帰係数	t 値	p 値		予想符号
定数項	-5.5920	-2.3200	0.0204	*	
対数固定資産増加率	0.7590	4.4640	0.0000	***	+
研究開発費/総資産	-37.8700	-2.0370	0.0417	*	+
総資産成長率	-0.1523	-1.1910	0.2337		+
売上高成長率	0.0066	0.6020	0.5471		+
配当性向	-0.5363	-0.4270	0.6693		+/-
株価純資産倍率	-9.5050	-226.6230	0.0000	***	+
対数株価ボラティリティ	1.3490	5.7540	0.0000	***	+
対数売上高ボラティリティ	0.7662	3.4580	0.0005	***	+
対数株式時価総額	0.4055	4.1380	0.0000	***	+/-
対数財務レバレッジ	0.7596	1.6800	0.0930	.	+
支払利息	0.0001	-8.5950	0.0000	***	+
外国人投資家持株比率	-0.2600	-2.2670	0.0234	*	+
機関投資家持株比率	0.7061	6.9210	0.0000	***	+
役員持株比率	0.2955	2.5820	0.0098	**	-
特定株主持株比率	-0.2461	-3.7930	0.0001	***	-
	N=14,532		R ² = 0.7922		

(注)***は 0.1%水準有意、**は 1%水準有意、*は 5%水準有意

また、資金調達の容易さに関する指標をみると、対数株式時価総額、対数財務レバレッジ、支払利息ともに有意な結果が得られ、しかも対数財務レバレッジ、支払利息

については予想符号と一致する結果が得られた。これらにより、資金調達が困難な企業ほど余剰資金の市場価値は高いことが実証的に示された。

そして、ガバナンスに関する指標をみると、外国人投資家持株比率、機関投資家持株比率、役員持株比率、特定株主持株比率共に有意な結果が得られた。機関投資家、特定株主持株比率については予想符号とも一致し、エージェンシーコストの存在が余剰資金の市場価値に負の影響を与えることが実証的に示された。

2.2.3 結論

本節では、余剰資金保有によるエージェンシーコストと成長オプション価値が、企業価値評価に対してどのような影響を与えているかを実証的に分析し、十分な成長機会がない企業が抱える余剰資金に対しては、市場はエージェンシーコストの分だけ企業価値を低く評価する、というフリーキャッシュフロー理論と整合的な実証分析結果が得られた。また、成長機会の十分にある企業や、成長機会の不確実性がある企業、そして資金調達制約や流動性制約に直面する可能性の高い企業が抱える余剰資金に対しては、市場は成長オプション価値の分だけ企業価値を高く評価する、という Holmström and Tirole (2001) の LAPM モデルや Julio and Ikenberry (2004) の成熟性仮説とも整合的な実証分析結果が得られた。

ただし、個別の銘柄属性による現金の市場価値の格差が大きい。企業の持つ成長オプション、エージェンシーコストの高さが余剰資金の市場価値を決定づけると考えられる。つまり、企業が保有すべき最適余剰資金割合は、エージェンシーコストによる企業価値の毀損分と、成長オプション価値による企業価値の上昇分がちょうど相殺される点と結論づけることができる。

また、企業の持つ成長オプション、エージェンシーコストの高さが余剰資金の市場価値を決定づけると考えられることから、すべての企業について増配が必ずしも企業価値の増加につながるというわけではないとも考えられる。しかし、成長機会が少なくエージェンシーコストも高い企業では、余剰資金が簿価未満で評価されている可能性が高いため、増配を通じて余剰資金を削減することが企業価値の向上につながるという。

第3章 配当政策方針の変更が企業価値に与える影響

第1章では、余剰資金の使途として配当政策が重要性を増してきている現状を確認した。そして近年、伝統的な企業の安定配当政策志向が崩れはじめ、業績連動配当を採用する企業も増えてきている現状を把握した。

このように企業の配当政策が返還期を迎えている現在、配当政策方針の変更が企業価値に影響を与えるのか、また与えるとすれば、どのような影響を与えるのかを把握することは非常に意義のあることである。そこで本章では、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響を理論的・実証的に分析していく。

3.1 理論分析

3.1.1 MMの配当無関連性命題

議論の出発点として、法人税や倒産可能性が存在せず、また情報が完全で取引費用が存在しない完全資本市場を考える。Modigliani and Miller (1961) は、完全資本市場では、投資政策を一定とした場合、配当政策は企業価値に影響を与えないという配当無関連性命題が成立することを以下のように展開した。

一般的に、 t 期首の株価 $p(t)$ は、投資家が要求する期待投資収益率を r とし、 t 期に支払われた一株当たり配当を $d(t)$ とすれば、次式のように表される。

$$p(t) = \frac{d(t) + p(t+1)}{1+r} \quad (3.1)$$

そして、株式総市場価値 $V(t)$ は、 t 期首の発行済み株式総数を $n(t)$ 、 t 期末に支払われる配当金総額を $D(t)$ とすれば、 $n(t)$ を (3.1) 式の両辺に乗じることで求められる。

$$V(t) = \frac{D(t) + n(t) \cdot p(t+1)}{1+r} \quad (3.2)$$

また、配当権利落ち時点での株式総市場価値 $V(t+1)$ は、 t 期末に $p(t+1)$ の価格で新たに発行される株式数を $m(t)$ とすれば

$$V(t+1) = (n(t) + m(t))p(t+1) \quad (3.3)$$

であるため、 $V(t)$ は (3.4) 式のようにも表すことができる。

$$V(t) = \frac{D(t) + V(t+1) - m(t)p(t+1)}{1+r} \quad (3.4)$$

ここで、 t 期末に行われる投資 $I(t)$ は、 t 期の内部留保 $X(t) - D(t)$ と、 t 期の新たな増資による調達額 $m(t)p(t+1)$ によって賄われるので、以下の関係式が成り立つ。

$$I(t) = X(t) - D(t) + m(t)p(t+1) \quad (3.5)$$

(3.5) 式を (3.4) 式に代入すると、(3.6) 式が得られる。

$$V(t) = \frac{X(t) - I(t) + V(t+1)}{1+r} \quad (3.6)$$

同様にして、 $V(t+1)$ は次式で表される。

$$V(t+1) = \frac{X(t+1) - I(t+1) + V(t+2)}{1+r} \quad (3.7)$$

(3.7) 式を (3.6) 式に代入すると、 $V(t)$ は次式のようにになる。

$$V(t) = \frac{X(t) - I(t)}{1+r} + \frac{X(t+1) - I(t+1)}{(1+r)^2} + \frac{V(t+2)}{(1+r)^2} \quad (3.8)$$

同様のことを繰り返していくと、 $V(t)$ は最終的に (3.9) 式のように表すことができる。

$$V(t) = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{X(t+\tau) - I(t+\tau)}{(1+r)^{1+\tau}} \quad (3.9)$$

現時点を $t=0$ とすれば、現在の株式総市場価値 $V(0)$ は (3.10) 式のようにになる。

$$V(0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{X(t) - I(t)}{(1+r)^{1+t}} \quad (3.10)$$

これを見ると、(3.10) 式の右辺には、今期の配当額 $D(0)$ は入っていないことから、現在の株式総市場価値は、今期の配当額の大小には影響されないことがわかる。

以上の理論展開に基づいて、完全資本市場では企業の投資政策を所与とすると、企業が配当政策を変更しても株価には全く影響を及ぼさない、つまり企業価値に影響を与えないと結論付けられた。

これは、以下のように論じることでもできる。企業の将来の投資を一定と仮定すると、配当を行った場合には同額の増資を行うことにより、また配当を行わなかった場合には内部留保により、当該投資を行うことになる。ここで、投資額の調達を増資、内部留保のどちらによって調達した場合でも同じ投資案に投資している限り同じキャッシュ・フローを得ることになるが、このキャッシュ・フローの割引現在価値こそが企業価値である以上、結局どちらにしても同じ企業価値になるのである。

配当無関連性命題は「完全資本市場では配当政策は株主の富に影響を与えない」と解釈することもできる。株主の富とは、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの合計を言うが、配当を増加することは内部留保の減少を意味し、株価（一株当たり純資産）は下落することになる。つまり、旧株主にとってインカム・ゲインの増加はその分のキャピタル・ゲインの低下とちょうど相殺されるため、配当政策は株主の富に影響を与えないと言える。

MM の命題は、企業価値が投資政策 $I(t)$ とその成果 $X(t)$ によって規定されていることを示しており、投資政策の重要性と配当政策の無関連性を示唆しているともいえる。

3.1.2 配当のシグナリングモデル

株主還元策を実行する意義は、MM の配当無関連性命題における市場の完全性の仮定を緩めることにより生まれる。MM の配当無関連性命題においては、投資家間および経営者と投資家との間に情報格差が存在しないことが前提とされていたが、現実世界では投資家は経営者ほど情報を持たないという、情報の非対称性が存在する。そのため、配当が重要な情報伝達手段として機能し、配当政策の変更が経営者からのシグナルとして株価に影響を与える可能性がある。

そこで、経営者が、自社のキャッシュ・フローについて投資者よりも多くの情報を有しているため、この情報の非対称性を緩和し、将来利益に対する期待の上方修正を通じて株価の上昇をもたらすために配当を利用するというシグナリング仮説を分析していく。ただし、経営者が発信するシグナルが市場で信頼性を持って受け止められるためには、配当によるシグナリングにはコストが伴わなければならない。さらに、そのコストが、低い私的特性を持つ企業にとってはより高くつくような仕組みになっている必要がある。ここでは、配当にはキャピタル・ゲインよりも高い配当税がかかるというコストを設定した John and Williams (1985) のモデルを用いる。

1 期間モデルについて考える。企業は専ら自己資本のみを利用し、現在の株主が創

業時に出資した資金残高を C とする。期首に経営者は投資 I を決定し、この投資と内部資金 C を条件として配当総額 D と新株発行による資金調達額を決定する。経営者の決定変数は D と新規の資金調達額である。

1 株あたりの配当落ち価格を p_e 、新株発行数を N とすると新規の資金調達額は $p_e N$ で表される。よって、資金の需要と供給の均衡関係より

$$D + I = C + p_e N \quad (3.11)$$

が成立する。株価は市場で形成されるため、経営者が決定できるのは新規の資金調達額 $p_e N$ だけであって新株発行数 N ではない。なお、投資家は(3.11)式を構成する変数については観察可能であるとする。具体的にいえば、 $C, I, D, p_e N$ は公開情報である。

1 期末に各企業はそのキャッシュ・フローを実現し、つづいて解散して清算する。キャッシュ・フローには企業の清算価値分も含まれており、清算配当には課税されないものと仮定する。すると、株主にとっての期末の企業価値は期末のキャッシュ・フローに等しい。しかし、これについては情報の非対称性が存在する。期末のキャッシュ・フローの現在価値を X で表すと、これは内部情報であり、経営者には知られているが投資家は観察できない私的特性である。これの各企業を通じての全体的な分布は共通の知識であり、 $1 \leq X < \infty$ であるとする。

重要な仮定として、配当にはコストが伴う。全ての投資家を通じて配当には一律の税率 T_d が課されるものとする。したがって、企業が配当 D を支払うなら株主にとっては $T_d D$ のコストが発生する。配当によるシグナリングのコストを強調するため、キャピタル・ゲインには課税されず、法人税制や取引コストは存在しないとする。

また、配当の決定と発表、配当落ち、配当の支払いは期首において一瞬のうちに相次いで進行するものとする。新株式を発行する直前における発行済み株式数を Q とすれば、一株あたりの配当込み価格 p は以下のように表される。

$$p = p_e + (1 - T_d) D / Q \quad (3.12)$$

ここで、 $(1 - T_d) D / Q$ は一株あたりの税引き後配当額を表している。なお、株式の配当込み市場価格総額を P とすれば、

$$P = p_e Q + (1 - T_d) D \quad (3.13)$$

と書くことも出来る。

現在の株主が企業との関連で持つ資金需要を L とする。これを満たすために、株主は株式を配当込みで売却することもあるいは配当落ちで売却することも可能であり、これらは無差別であるとする。ここでは、以下で示すように、株主は配当 D を受領し、ついで一株あたりの配当落ち価格 p_e で M 株を売却すると仮定する。

$$L = D + p_e M \quad (3.14)$$

この L は外性的に決定された定数であり、現在の株主は引き続き株式の一部を保有するものとする ($M < Q$)。

経営者は、現在の株主の富の最大化を目指して行動する。これは、以下の式のように表される。

$$(1 - T_d)D + p_e M + \frac{Q - M}{Q + N} X \quad (3.15)$$

上の式における $Q - M / Q + N$ は、期末における現在の株主の株式保有比率を表す。経営者は、(3.11)(3.12)(3.14) 式を所与として、(3.15) 式を最大化するような D と $p_e N$ を選択しなければならない。これらを(3.15)式に代入すると、現在の株主にとっての企業価値は以下のように変形できる。

$$U(D, P, X) = L - T_d D + \frac{P + T_d D - L}{P + T_d D + I - C} \quad (3.16)$$

すると、経営者の決定問題は (3.16) 式を最大にするような D の選択問題に単純化される。これは、最適解 D が与えられるなら、(3.11) 式より $p_e N$ は自動的に定まるからである。

ここで、完全情報の下で成立する現在の株主にとっての企業価値を $V(D, X)$ とすると、投資家が経営者と同じように企業の私的特性 X を知るならば、企業の市場価格 P は企業の真の価値 V に等しくなるはずである。(3.16) 式に V を挿入すると次の関数方程式が得られる。

$$V(D, X) = U[D, V(D, X), X] \quad (3.17)$$

これは計算すれば明らかなように V についての 2 次式であって以下の 2 つの根を持つ。

$$V(D, X) = L - T_d D \quad (3.18)$$

$$V(D, X) = C + X - I - T_d D \quad (3.19)$$

仮定により現在の株主は引き続き株式の一部を保有するから、企業の真の価値 V は現在の株主にとっての税引き後の現金収入 $L - T_d D$ を上回らなければならない。よって、(3.19) 式のみが企業の真の価値であり、 V は企業の正味現在価値 $C + X - I$ から配当のコスト $T_d D$ を差し引いた値に等しい。

次に、シグナリング均衡について定義する。完全競争市場においては経営者も投資家もプライス・テイカーとして行動する。経営者は価格関数 $P(D)$ を与えられたものと考えて目的関数を最大にするような配当 $D(X)$ を選択する。つまり次式が成り立つ。

$$\max_{D \geq 0} U[D, P(D), X] \quad (3.20)$$

他方、投資家は価格が企業の真の価値を反映しているという信念の下に株式の取引を行う。こうした予想が実現されるためには

$$P[D(X)] = V[D(X), X] = C + X - I - T_d D(X) \quad (3.21)$$

でなければならない。条件 (3.20) (3.21) が満たされているときにシグナリング均衡が成立し、そのときの $P[D(X)]$ を情報の面で矛盾のない価格関数という。

更に、シグナリング均衡が成立するための条件について考える。ここでは、分離均衡が成立するための条件に絞って考察していく。分離均衡のためには、シグナル D の市場価格 P に対する限界代替率、つまりシグナル水準の追加的増大がもたらす限界機会費用が、企業の私的特性 X について減少する必要がある。これを式で表すと

$$\frac{\partial}{\partial X} \left(-\frac{U_D}{U_P} \right) < 0 \quad (3.22)$$

となる。この (3.22) 式にしたがって (3.16) 式を偏微分し計算すれば、上の条件が成り立つのは

$$\frac{L + I - C}{(P + T_d D + I - C)^2} > 0 \quad (3.23)$$

のときであるから、したがって

$$C < L + I \quad (3.24)$$

が成り立つ必要がある。

以下では、具体的にシグナリング均衡について求めていきたい。まず、最低の私的特性を持つ ($X=1$) 企業はシグナルを発信しないというのは明らかである。なぜなら、こうした企業の経営者はシグナルを発信しても何の利益も得られないからである。よって次式が成り立つ。

$$D(1) = 0 \quad (3.25)$$

次にシグナリング関数 $D(X)$ の残りの部分を見出すため、計算を行う。まず最大化のための必要条件を求める。

$$\frac{\partial}{\partial D} U[D, P(D), X] = 0 \quad (3.26)$$

とおくと

$$T_d = (T_d + P') \frac{L + I - C}{(P + T_d D + I - C)^2} X \quad (3.27)$$

であるから、これに (3.21) 式を代入し整理することで

$$P'(D) = \frac{X}{1 - C + L} T_d - T_d \quad (3.28)$$

となる。次に (3.21) 式を X について微分すれば

$$\frac{dP[D(X)]}{dX} = 1 - T_d D'(X) \quad (3.29)$$

となり、また

$$\frac{dP[D(X)]}{dX} = P'(D) \frac{dD}{dX} \quad (3.30)$$

であることに着目すると

$$1 - T_d D'(X) = \left(\frac{X}{1 - C + L} T_d - T_d \right) D'(X) \quad (3.31)$$

となるから、次式が得られる。

$$D'(X) = \frac{1 - C + L}{T_d X} \quad (3.32)$$

これを解くことによって、シグナリング均衡は以下のように求められる。

$$D(X) = \frac{1}{T_d} \max(I - C + L, 0) \log X \quad (3.33)$$

ただし、 $C < L + I$, $X \geq 1$ である。

更に、(3.33) 式を用いて (3.21) 式の X に代入すれば、シグナリング均衡において配当を支払う各企業に対して、配当と株式の市場価格の関係は以下ようになる。

$$P[D(X)] = C - I - T_d D(X) + \exp \frac{T_d D(X)}{I - C + L} \quad (3.34)$$

ここまで、John and Williams (1985) のモデルを用いて配当のシグナリング均衡について説明してきた。以上から得られる結論は以下ようになる。

経営者は、企業及び現在の株主からの資金需要 $L + I$ が企業の内部資金 C を上回る時にのみ配当を支払う。したがって、配当を支払う企業も配当を支払わない企業も存在し、配当を支払う企業の中で同時に新株式を発行する企業も存在する。また、シグナル（配当）は企業の私的特性（将来のキャッシュフローの現在価値）であるため、有利な私的情報を持つ経営者ほど大きな配当を支払う。更に、株式の市場価格は配当の凸関数であるため、大きな配当には高い株式の市場価格が随伴する。つまり、経営者が自社の将来キャッシュフローを投資者に伝達する信頼性の高いシグナルとして配当を用い、こうしたことを市場も認識しているということである。

3.2 実証分析

前節では、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響を理論的に分析した。完全資本市場のもとでは、配当政策方針の変更は企業価値に何ら影響を与えないというMMの配当無関連性命題が成り立つが、この仮定を崩し、より現実的な、たとえば情報の非対称性や取引コスト、税金の存在する世界では配当はシグナルとして機能する。

シグナリング理論では、企業内部と投資家に情報の非対称性が存在するとき、経営者は増配によって自らが予想する将来の収益が市場の期待よりも高いことを投資家に

伝達（シグナリング）すると考える。

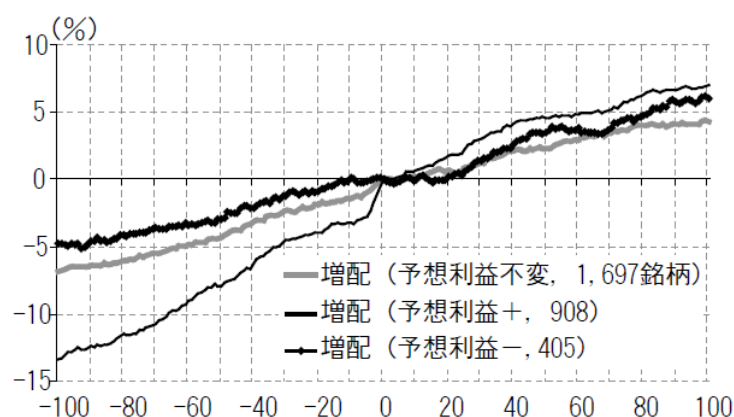
つまり、シグナリング理論が正しいとするならば、実際に増配を行った企業の株価は、行わなかった企業よりも株価の上昇率が高いはずである。

本節では配当政策方針の変更が株価の上昇率に与えた影響を実際のデータを基に分析することで、増配・減配が株価に影響を与えたのか、という観点からシグナリング理論の妥当性を検証する。

3.2.1 増配の短期株価パフォーマンスへの影響

1999年6月以降（2006年6月7日まで）に配当予想の上方修正が行われた銘柄を対象に β 調整後対TOPIX超過リターンの平均値を計算した。ただし、配当予想が上方修正される場合、配当性向に変化はないが利益予想が上方修正されたため、配当も修正された場合と、利益予想に変化はないが配当だけ上方修正（配当性向が上昇）した場合の二つのケースが考えられる。前者の場合は、配当の上方修正効果と利益予想の上方修正効果のどちらが株価に影響を与えたのかを区別できない。株主還元に対する市場の評価が株価へ与える影響を見るためには、二つを分けて考える必要がある。そこで、増配修正が行われた時に、東洋経済の今期予想1株当たり当期利益が、①変更なし、②上方修正、③下方修正された場合の3パターンに場合分けを行い、パフォーマンスを確認した。

図 3-1 配当上方修正の株価への影響



まず、予想変更前の株価パフォーマンスを見ると、増配・EPS不変銘柄の変更100営業日前からのアクティブリターン（CAR）が6.9%であるのに対して、増配・EPS上方修正銘柄は13.4%、増配・EPS下方修正銘柄は4.7%と格差が生じていること

が分かる。一方で、変更以降 100 営業日のアクティブリターンは、それぞれ 4.3%（不変）、7.0%（上方修正）、5.9%（下方修正）と格差が小さくなっているが、利益が下方修正であっても CAR はプラスになっている。

第 1 に、予想利益の増減にかかわらず、増配の発表が同程度のプラスのインパクトを与えていることから、投資家が増配を株主価値向上に関するシグナルであるにとらえていることが示唆される。このことは、フリーキャッシュフロー理論が示唆した、平均的には必ずしも増配が企業価値の向上には寄与しないという結果よりも、シグナリング理論が示唆する、増配が長期の好業績に関するシグナルとなっているという仮説と整合性が高いと考えられる。

第 2 に、利益予想が下方修正の場合にも、通算でアクティブリターンがプラスになっていることから、増配のニュースは今期予想の下方修正よりも大きな株価へのインパクトを持っていることが示唆される。この点も、シグナリング理論の予想との整合性が高い。

3.2.2 配当のシグナリングモデルの妥当性

次に、石川（2007）のモデルからシグナリング仮説の妥当性を検討する。

この研究は、

- ① 簿価と利益などを所与としてもなお、実績配当情報には、追加的な情報内容が含まれているか
- ② その追加的な情報内容は、利益の時系列特性（利益の符号）とどのように関連しているか

といった点を分析している。

まず、①についてである。この分析で用いる回帰式は以下の通りである。

$$\begin{aligned} \frac{P_t}{P_{t-1}} = & a_0 + a_1 \frac{b_t}{P_{t-1}} + a_2 \frac{x_t}{P_{t-1}} + a_3 \frac{d_t}{P_{t-1}} + a_4 \frac{E_t[\tilde{x}_{t+1}]}{P_{t-1}} + a_5 \beta_{t-1} \\ & + a_6 \ln(MVE_{t-1}) + \sum_{i=85}^{98} a_{i-78} YEAR_i + \sum_{n=2}^{27} a_{n+19} INDY_n + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3.35)$$

変数について説明する。被説明変数は株価 (P_t) であり、被説明変数は純資産簿価 (b_t) 当期純利益 (x_t)、配当 (d_t)、および次期の予測利益 ($E_t[\tilde{x}_{t+1}]$) である。これらは不均一分散を緩和するために、期首の一株当たり株価 (P_{t-1}) でデフレートされている。以下の変数はコントロール変数であり、 β_{t-1} は CAPM に基づくベータ値であり、

$\ln(MVE_{t-1})$ は前期末の時価総額の自然対数を取ったもので、規模効果をコントロールしている。また、 $YEAR_t$ と $INDY_t$ はサンプルの決算年と所属産業を表すダミー変数である。

なお、サンプルの主な条件は以下のようになっている。

- (i) 東京証券取引所第1部上場企業の1984年~1998年の3月期決算企業である。
- (ii) 当期と次期に決算期の変更が行われていない。
- (iii) 単独と連結の当期の純資産がいずれもプラスである。

実際に収集されたサンプルは、これらの条件を満たす延べ7872個の企業と年度から構成されている。これらの株価データは「株価CD-ROM2000」から、当期の実績値や予測値に関する一株あたり決算発表データは日本経済新聞縮刷版から採取されている。

以下の図3-2は、(3.35)式の推定結果である。なお、石川(2007)では無配企業も含めた分析結果も載っているが、ここでは有配企業の結果のみを取り上げる。

図3-2 推定結果

切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	β_{t-1}	$\ln(MVE_{t-1})$	adj.R ²
1.0625 (4.7260)	0.0350 (2.0293)	-0.4812 (-3.0667)	6.9152 (7.8553)	4.2776 (17.437)	-0.0518 (-7.2269)	-0.0082 (-3.3021)	0.6418
1.0709 (4.7606)	0.0347 (2.0152)		6.9584 (7.9007)	3.8007 (20.019)	-0.0519 (-7.2380)	-0.0084 (-3.3846)	0.6414

(注)括弧内はt値を表す。いずれの推定値も5%水準で有意である。

上段は当期純利益を説明変数に含めたモデル、下段は含めないモデルである。

(当期純利益と予測利益の間に多重共線性の存在が懸念されるため2つのケースを検証しているが、推定値に大きな違いはないので多重共線性は深刻ではないと考えられる。そのため以下では、上段のケースを考察する)

なお、年度ダミー変数と産業ダミー変数の推定値及びt値は省略されている。

出所：石川(2007)

これを見ると、決定係数の大きさから、企業間に存在する株価の変動の約64%が上述の8つの変数によって説明されることがわかる。そして、配当に着目すると、t値は2を大きく超えており、推定値も最も大きな値である。よって、有配企業における配当情報には、簿価、実績利益、及び予測利益を所与としてもなお、企業年度間に存在する株価の変動を追加的に説明する大きな増分情報内容が存在すると結論付けるこ

とが出来る。

ただし、この分析結果だけでは配当のシグナリング仮説を説明するのに十分ではない。理論分析でも述べたとおり、シグナリングにはコストが伴うため、業績が赤字のときに配当がより大きく評価されるという事実を示す必要がある。そのため、以下では、実績利益と予測利益の符号を加味して有配企業サンプルを次の4つにわけ、企業評価における配当の役割を検証する。

- ① $[x_t > 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] > 0]$ グループ (当期黒字、次期黒字予想)
- ② $[x_t > 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0]$ グループ (当期黒字、次期赤字予想)
- ③ $[x_t \leq 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] > 0]$ グループ (当期赤字、次期黒字予想)
- ④ $[x_t \leq 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0]$ グループ (当期赤字、次期赤字予想)

以下に、①③④グループの有配企業の推定結果を示す。なお、②グループはサンプル数が少ないため省略する。

図 3-3 利益の符号を考慮に入れた回帰式(4.3)の推定結果

切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	β_{t-1}	$\ln(MVE_{t-1})$	
①	1.0638 (4.7187)**	0.0138 (0.7221)	-1.6816 (-5.2368)**	7.1956 (7.5558)**	5.9834 (16.395)**	-0.0541 (-7.3107)**	-0.0096 (-3.6569)**
③	1.2254 (6.3174)**	0.0757 (1.5128)	0.1874 (0.6267)	6.3982 (2.0195)*	3.2701 (3.4248)**	-0.0083 (-0.1995)	-0.0127 (-1.2343)
④	-0.8956 (-5.4940)**	0.0416 (0.5574)	-1.0577 (-1.8334)	20.992 (4.1903)**	-0.1865 (-0.1790)	0.0882 (1.5392)	0.0299 (2.0508)*

(注) $\text{adj.}R^2$ は、それぞれ①:0.6341 ③:0.7864 ④:0.7966 である。

括弧内は t 値を表す。**は 1%水準で有意、*は 5%水準で有意である。

なお、年度ダミー変数と産業ダミー変数の推定値及び t 値は省略されている。

出所：石川 (2007)

まず①のグループを見ると、図 3-2 の実証結果とほぼ同様である。これは、有配企業サンプルのおよそ 90%が①グループで占められていることを考えると当然の帰結であるが、簿価については t 値が非常に小さく有意ではない。当期、次期共に黒字の企業については、簿価には企業評価のうえでの追加的な情報内容が含まれていないことを示している。

次に③のグループを見ると、t 値が 2 を超過しているのは配当と予測利益のみであ

る。しかし、配当の係数に着目すると、①よりも若干小さくなっており、これだけに着目すると必ずしもシグナリング仮説とは妥当しない結果になってしまっている。

配当の推定値に関して特に着目すべきなのは④のケースである。ここでは **20.992** という値が出ており、①の約 **2.9** 倍、③の約 **3.3** 倍に達する。前述したように、シグナリング仮説の元では赤字企業の配当係数がより大きくプラス評価される。したがって、我が国市場において、配当のシグナリング仮説が妥当性を有すると考えることが出来る。企業の将来の収益性を評価するうえで、それを直接的に表現する次期の予測利益の信頼性が低い ($E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0$) 場合、市場は、将来の収益性に関する信頼性の高いシグナルとして配当に着目しているのである。

第4章 結論

本論文では、日本企業が伝統的に剰余資金を多く保有してきたという事実を確認した。そしてその第一の使途が、かつては有利子負債圧縮だったが、近年、比較的格付けの高い企業を中心にその有利子負債も適正水準へと近づきつつあり、転換期にあると言える。そこで浮上してきたのが配当に代表される株主還元策であり、近年その重要性は非常に高くなってきている。しかし一方で、米国を発端とする世界金融危機以降、経営環境は激変し、経営者の内部留保へのインセンティブが特に高まっている。

企業の剰余資金の保有は取引コストや資金調達コストの削減、そして流動性制約や資金調達制約へのバッファとしてのメリットがある一方、エージェンシー問題が発生する。第2章ではこの点に注目し、理論的に剰余資金の保有が企業価値に与える影響について要因ごとに分析し、さらにこれらの理論仮説を総合的に勘案して実証分析を行い、剰余資金保有が企業価値に与える影響について検証した。そして、企業価値最大化の観点から最適剰余資金保有については、エージェンシーコストによる企業価値の毀損分と、成長オプション価値による企業価値の上昇分がちょうど相殺される点と結論づけた。

さらに、配当政策方針の変更がシグナルとして企業価値に与える影響について、配当にはキャピタル・ゲインよりも高い配当税がかかるというコストを設定し、そのコストが、低い私的特性を持つ企業にとってはより高くつくような仕組みになっているために、経営者が発信するシグナルが市場で信頼性を持って受け止められると理論的に分析した。その後、増配時の対TOPIX超過リターンの平均値を可視化し、イベントスタディの方法で実際に増配が短期株価パフォーマンスへ影響を及ぼしていることを確認し、シグナリング仮説の妥当性を検証した。

本論文の結論として、第2章で結論付けた、剰余資金が企業価値に与える影響や、第3章で結論付けた、配当政策方針の変更が企業価値に与える影響を総合的に勘案した結果は以下のとおりである。

増配や自社株買いなどの株主還元策そのものが企業価値を高めるのではない。配当政策に関しては、将来の投資機会や資金調達制約を考慮した上で適切な政策を策定し、それを投資家に対して伝達していくことで情報の非対称性を解消するように努める必要がある。剰余資金保有についても、企業はエージェンシーコストを払いながらも将来の投資機会のため剰余資金を保有しなければならないのが現状だ。ならば、エージェンシーコストを低めるよう、コーポレートガバナンスの確立等によって企業価値の

毀損を少しでも食い止めることが必要だ。

両者は、相互に密接に関連したプロセスではあるが、余剰資金保有及び配当政策が企業価値に与える影響の要因はそれぞれ異なり、またこれらの問題点は相互排他的なものではない。本論文で明らかとなった要因について、ガバナンスの確立等の施策をとることで企業価値をより向上させることができると考えられる。

参考文献

- 上野陽一・馬場直彦 (2005), 「我が国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブをめぐる実証分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』 No.5-J-6
- 齊藤誠 (2001), 「日本の金融政策：金融政策の理論と実際」, 『経済研究』, 2001年4月号52巻第2号, pp.97-106
- 齊藤誠 (2001), 「資産価格形成における流動性要因：覚え書き」, 『一橋論議』, 2001年10月号
- 齊藤誠・白塚重典・柳川範之・渡辺努 (2001), 「流動性需要と資産価格形成：我が国の定期的決済慣行における検証」, 『IMES Discussion Paper』, No.2001-J-30
- 坂井功治 (2008), 「日本企業における資金調達行動」, 『JSPS Grants-in-Aid for Creative Scientific Research “Understanding Inflation Dynamics of the Japanese Economy” Working Paper Series』, No.23
- 嶋谷毅・中嶋基晴・上野陽一・馬場直彦 (2005), 「わが国企業による有利子負債の圧縮と利益配分策」, 日本銀行レビュー・シリーズ, No.2005-J-7
- 諏訪部貴嗣 (2006), 「株主価値を向上させる配当政策」, 『証券アナリストジャーナル』 2006.7, pp.34-47.
- 平成 20 年度 生命保険協会アンケート調査「株主価値向上に向けた取り組みについて」
- 平成 20 年度 生命保険協会アンケート調査「株主価値向上に向けた取り組みに関する緊急アンケート調査結果」
- 西岡慎一・馬場直彦(2004), 「わが国企業の負債圧縮行動について：最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.04-J-15
- ニッセイ基礎研究所 (2007), 「(企業評価)：企業による余剰資金の保有(1)」『年金ストラテジー』 Vol.133
- ニッセイ基礎研究所 (2007), 「(企業評価)：企業による余剰資金の保有(2)」, 『年金ストラテジー』, Vol.134
- 日本経済新聞 2009年11月29日朝刊
- 日本政策投資銀行 (2005), 「企業の資金余剰と使途の変化」, 『調査』, 第86号
- 花枝英樹 (2002), 「配当政策の理論」, 『経済学研究』, 68, 1-25.

- 堀敬一・安藤浩一・齊藤誠(2008), 「企業の流動性資産保有の決定要因について：上場企業の財務データを用いたパネル分析」『COE-RES Discussion Paper Series,』 No.234
- 森脇彬 (1992), 「日本企業の配当政策」 中央経済社.
- Fama, E., and K. French [2001], “Disappearing Dividends: Changing From Characteristics or Lower Propensity to Pay?” *Journal of Financial Economics*, 60, pp.3-43.
- Holmström, B., and J. Tirole (2001), “LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model,” *Journal of Finance*, 56, 1837-1867.
- Jensen, M.(1986), “Agency Costs of Free-cash-flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76, pp.323-329
- John, K. and J. Williams, (1985), “Dividends, Dilution, and Taxes; A Signaling Equilibrium,” *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Julio, B., and D. Ikenberry [2004], “Reappearing Dividends,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, pp.89-100.
- Modigliani, F., and M. Miller [1961], “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business* 34, pp.411-433.
- Myers, S. C. (1984) “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, 39, pp. 575-592.
- Myers, S. C. and N. Majluf (1984) “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13, pp.187-221.
- Pinkowitz, Lee, and Rohan Williamson (2001), “Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan,” *Review of Financial Studies* 14, 1059-1082
- 法人企業統計ホームページ <http://www.mof.go.jp/1c002.htm>

あとがき

2007年に発端した世界金融危機の影響を受け、我々は今、先の見えない不況に突入している。経営者はこの時代を生き残るため、日々頭を悩ませ続けている。名だたる大会社とて例外ではない。連日、テレビのニュースでは業績下方修正や投資縮小の文字を見かける。皮肉にも、日本企業が過剰な余剰資金を保有しているという現状は、今回の金融ショックでは財務体力として、プラスに働いた。余剰資金のおかげで、全体としてみれば多くの日本企業は資金ショートによる倒産を防ぐことができたのだ。これは米国の倒産件数と比較してみれば明らかである。

私は、今こそ、この長年批判されてきた過剰な余剰資金を、日本企業の財産として、企業価値を高め飛躍していくチャンスだと考えた。そこで日本企業が安易に、保守的心理から利益を内部留保に充て、さらに余剰資金を増やしていくことを恐れた。そこで、余剰資金保有や配当政策が企業価値に与える影響について明らかにし、日本企業が、保守的心理でなく、企業価値最大化の観点から財務戦略を立案していく一助になればと考えた。

論文を書き終えてみて、余剰資金保有や配当政策が企業価値に与える影響とその要因を、理論的にも実証的にも明示できたことに意義を感じている。ただ当初は、第3章の実証分析において、どのような銘柄属性の場合に、増配がより強いシグナルとして機能するか、その強弱を検証することも予定していた。しかし配当に関するデータの欠落が多いために十分なデータが集まらず、実施できなかった点が悔やまれる。しかしトータルで見れば、余剰資金保有と配当政策の両方に着目した先行研究は少なく、より総合的な財務戦略への第1歩を踏み出した点で満足している。

最後に、論文のテーマ設定から発表、添削に至るまで、指導教官の石橋先生には本当にお世話になりました。何度もくじけそうになりましたが、ここまで論文を書き上げる事が出来たのは、先生の温かく、厳しいご指導の賜物です。また10期の仲間と、一緒に学び経験し切磋琢磨しあって今の自分があるのだと思います。

このゼミで培った経験をもとに、社会人になっても日々邁進してまいりたいと思います。2年間、本当にありがとうございました。