

平成 30 年 6 月 5 日現在

機関番号：34506
研究種目：若手研究(B)
研究期間：2014～2017
課題番号：26780208
研究課題名(和文) 利益還元と現金保有 ケータリング理論を通じた諸仮説の再検証

研究課題名(英文) Payout and cash holdings

研究代表者

山口 聖 (Yamaguchi, Satoru)

甲南大学・経営学部・教授

研究者番号：40548757

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,900,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、現金の価値に影響を与える要因と、現金の価値とペイアウトに対するマーケットの評価についての研究を行った。まず、現金の価値については、エージェンシー問題を反映して、株式持ち合い企業の現金の価値は、独立企業に比べて低く評価されること、社債格付けを用いて分類した場合、資金制約は企業の現金の価値に影響を与えないことが明らかになった。次に、現金の価値とペイアウトの関係については、現金の価値が低く評価されている企業によるペイアウトは、高く評価されることが明らかになった。この結果は、現金の価値が低い企業は、ペイアウトを実施するべきであることを示している。

研究成果の概要(英文)：This research investigated the factors that affect the marginal value of cash and the relationship between the marginal value of cash and market reactions to payout. First, I found that due to agency problems, the marginal value of cash is significantly lower for firms engaging in cross-shareholding than for independent firms. I also found that a financial constraint measured by firms' bond ratings does not impact the marginal value of cash. Next, I found that the market assesses favorably the payout decision of firm with lower-valued cash, suggesting that firms should pay out cash to shareholders when their marginal value of cash is valued lower.

研究分野：経営財務

キーワード：現金の価値 現金保有 ペイアウト 配当 自社株買い ケータリング

1. 研究開始当初の背景

企業は配当、あるいは自社株買いを通じて、獲得した現金を株主に還元している。しかしながら、理論的には、企業がどれほど多額の現金を還元したとしても、そのことによって、株価に影響を与えることはできないことが証明されている。これは、企業はペイアウト(利益還元)を通じて、企業の目的である企業価値の最大化を達成することはできないことを意味している。

企業のペイアウトに関する研究は、企業価値の最大化という観点からは、一見すると無意味に思えるペイアウトについて、企業はなぜペイアウトを実施しているのかを明らかにしようと続けられてきた。

本研究テーマのペイアウトに関するケータリング仮説は、投資家は配当とキャピタルゲイン(株式売却益)に対して異なる選好を持ち、市場において、裁定取引は限定的にしか行われないと仮定する。このような状況においては、ペイアウトは企業価値に影響を与えることが可能になり、投資家が好むペイアウト政策を採用することで、企業は株価を高めることが可能となる。

日本企業が自社株買いというペイアウト手段を利用することができるようになったのは、比較的最近のことである。1994年の商法改正によって認められた自社株買いは、買い戻した株式を金庫株として保有することを認めた2001年の改正により、諸外国と同様の条件で利用できるようになった。

自社株買いの現金配当代替仮説は、企業は従来、配当で支払ってきた利益を、現在では自社株買いを通じて支払うようになったと説明するものである。米国市場では、自社株買いの増加が、配当の減少によって賄われていることを明らかにすることで、この仮説を支持する結果や、企業のケータリング行動を考慮することで、一層、配当と自社株買いの代替関係が明確になることが報告されていた。したがって、企業のケータリング行動を考慮に入れることで、これまでに展開されてきたペイアウトに関する諸仮説を再検証することは興味深いと考えられた。

当初から現在に至るまで、盛んに研究成果が報告されているもう一つの研究テーマは、企業の現金保有である。企業の保有現金の水準を説明する回帰モデルの導出や、導出された回帰モデルを用いて、企業が保有すべき現金の水準や、企業が保有する現金が、市場参加者によって、いくらの価値を持つと評価されているのかを明らかにしようとする研究である。多額の現金を保有し、経営者による無駄遣いが予想される企業が保有する1円の現金は、1円よりも低く評価され、有益な投資プロジェクトを有し、現金を保有することで、資金調達コストの負担を削減できる企業の現金は高く評価されることが報告されている。

ペイアウトは株主に還元された現金であるため、ペイアウトと現金は密接に関連していると推測される。しかしながら、筆者が知る限り、現金の価値に注目することで、ペイアウトを説明しようとする研究は、当初は存在しなかった。そこで、日本企業の現金の価値を測定し、現金の価値とペイアウトの関係を明らかにすることは意義があると考えられた。

2. 研究の目的

本研究の一つ目の目的は、日本企業における現金の価値を推定し、企業が保有する1円の現金が、市場参加者によって、いくらの価値を有すると評価されているのかを明らかにすることと、現金の価値に影響を与える要因を明らかにすることである。

企業が投資プロジェクトを実施するには、現金が必要である。一方、多額の現金は、経営者が効率的な経営を行う誘因を低下させるだけでなく、無駄遣いの源泉となり得る。したがって、多額の現金を保有する企業の現金の価値は、低く評価されると推測される。本研究では、このような推測が現金の価値に反映されるのかどうか、このような要因を勘案した場合に、企業が保有する1円の現金が、いくらと評価されるのかを明らかにする。

本研究のもう一つの目的は、現金の価値と企業のペイアウトとの関係を明らかにすることである。市場参加者は、経営者による無駄遣いの可能性などの理由で、現金の価値が低く評価されている企業のペイアウトを高く評価すると考えられる。したがって、現金の価値とペイアウトに対するマーケットの評価を明らかにすることで、現金が低く評価されている企業は、ペイアウトを実施することで企業価値を増加させることができるのかどうかを明らかにすることができる。これは、現金の価値が低い場合にペイアウトを実施しようとするというケータリング仮説が成立するための必要条件である。また、企業のペイアウト政策が現金の価値に基づくケータリング仮説で説明できなかったとしても、現金の価値が低い企業は、企業価値を高めるために、ペイアウトを実施するべきであるという提言を行うことが可能になると考えられる。

3. 研究の方法

(1) 現金の価値を評価するため、2001年から2013年までの東証一部上場企業の財務データを用いる。現金の価値は、Faulkender and Wang(2006)によって提示された現金評価モデルを用いて推定する。このモデルは、先行研究によって明らかにされた、企業の現金保有に影響を与える変数を調整したうえで、期首から期末にかけて、企業が保有現金を1円積み増した場合に、そのことによって、時価

総額がいくら変化するのかを測定することで、現金の価値を評価する回帰モデルである。期首から期末にかけての時価総額の変化率は、年次の株価リターンでもある。現金保有には関係しないリターンの動きを調整するため、リターンから期待リターンを除いた超過リターンを被説明変数として用いる。期待リターンは、毎年8月末時点の時価総額と自己資本時価簿価比率で、各々5分位に分割された25分位ポートフォリオの単純平均リターンを用いた。このモデルを用いて現金の価値を推定する場合、現金の価値は、期首から期末にかけての現金の水準の変化の係数、

現金の水準の変化と現金の水準の交差項の係数、そして、現金の水準の変化と負債水準の交差項の係数、を用いて測定される。具体的には、現金評価モデルを推定することで得られるの係数に、の係数に現金の水準をかけた値と、の係数に負債水準をかけた値を加えた値である。保有している現金が多いほど、経営者による無駄遣いの可能性が高まると推測される。したがって、このような企業が現金を積み増した場合、マーケットはそれを低く評価すると考えられる。また、保有している現金が少ないほど、有益なプロジェクトを実施するために必要な調達額が増加する。その結果、資金調達に伴って発生するコストが増加することになる。したがって、このような企業が現金を積み増した場合、負担しなければならぬ資金調達コストを節約した分だけ、マーケットは現金の価値を高く評価すると考えられる。よって、の係数の符号は負になることが推測される。の変数は、株主と債権者の利害対立を考慮するための変数である。負債比率が高い企業が現金を大きく積み増した場合、債務不履行のリスクが低下する。この結果、債権者は約束された利子を受け取る一方で、約束されたリスクの負担は軽減されることになる。これは株主から債権者への富の移転を意味するため、負債比率が高い企業が現金を積み増した場合、株主はそのような現金を低く評価すると推測される。よっての係数の符号は負になることが推測される。

このように、企業の現金がマーケットにおいて、平均していくらかと評価されているのかどうかに加え、コーポレート・ガバナンスが現金の価値に与える影響についても分析する。コーポレート・ガバナンスは、経営者に、株主の利益を追求した経営を強制する仕組みである。コーポレート・ガバナンスは現金の価値に影響を与えられられる。企業が多額の現金を保有していたとしても、優れたガバナンスによって、経営者の無駄遣いは抑制されると考えられるからである。本研究では、日本企業に固有の株主構成である株式持ち合いに注目する。株式持ち合いは、経営者を敵対的買収の脅威から解放することで、経

営者の近視眼的行動を抑制し、長期的に企業価値を高めるプロジェクトの実施を可能にする。一方、脅威から逃れた経営者は効率的な企業経営を行う誘因を失い、株主よりも自身の利益を高める企業経営を行う誘因を持つ。での開示が義務付けられている上位10位までの大株主の情報を用いて、A社がB社の上位10位までの大株主であり、かつB者がA社の上位10位までの大株主である場合に、A社とB社を持ち合い企業とする。

さらに、本研究では、企業が保有する現金の価値に影響を与えられられる、企業の資金制約についても検証を行う。資金制約とは、資本市場における資金調達に際して、調達コストが高くなるなどの理由によって、企業が資金調達が困難な状況に直面すること意味する。仮に、資金調達のコストが発生しないのであれば、企業は有益なプロジェクトを実施するために、その都度資金調達を実施すればよい。しかしながら、資金調達のコストが高く資金制約に直面する企業は、資金を調達することができず、有益な投資機会が見送られる可能性が高くなる。したがって、資金制約が強い企業が現金を積み増した場合、その価値は高く評価されると考えられる。本研究では、資金制約の程度を表す指標として、社債格付けを用いてサンプルを分類し、両者の現金の価値を比較する。資金制約が強いグループは格付けがCCCを下回るグループC、資金制約が弱いグループは格付けがBBBを上回るグループUである。

(2)現金の価値がペイアウトに与える影響を検証するため、現金の価値を推定し、毎年、現金の価値が高いグループと低いグループに分類し、企業によるペイアウトの実施に対するマーケットの反応について分析する。マーケットの反応は、自社株買いについては、自社株買いの計画が取締役会で承認された日をイベント日とした超過リターンを測定する方法(イベント・スタディ)、配当と自社株買い実施額については、回帰分析によって、ペイアウトが総資産時価簿価比率(企業価値の代理変数)に与える影響を検証することで測定する。イベント・スタディでは、マーケットモデルを推定することで、当該企業がイベントを行わなかった場合に生じたであろう期待リターンを推定する。マーケットモデルの推定期間は、イベント日を $t=0$ とすると、 $t-181$ から $t-30$ 日までの150日間である。

4. 研究成果

(1)現金の価値について、下の表は、サンプル期間である2001年から2013年まで、毎年回帰モデルを推定し、現金の価値を推定した結果である。

Year	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
$C_{i,t}$	0.3456	0.3033	0.3378	0.3600	0.2428	0.2086	
現金の価値	0.0705	0.1806	0.3025	0.4859	0.4002	0.5099	
Observations	882	922	949	1,039	1,133	1,202	
Adj R2	0.2748	0.1807	0.2990	0.3965	0.1851	0.3006	
Year	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0.1601	0.1869	0.2778	0.4193	0.3423	0.3572	0.3494	
0.5779	0.1062	0.4210	0.3845	0.3477	0.1857	0.4599	
1,241	1,294	1,295	1,270	1,233	1,235	1,085	
0.3197	0.2884	0.2840	0.2840	0.2762	0.3255	0.3349	

推定した年ごとにばらつきはあるが、日本企業が保有する1円の現金は、マーケットにおいて、平均して0.32円の価値を持つと評価されていることが明らかになった。表の1行目は、期首の時点で企業が保有する現金の株式時価総額に対する割合である。企業は平均して、時価総額に対して30%程度の現金を保有しているようである。

また、回帰モデルの推定結果から、事前の推測と整合して、現金の水準の変化と負債水準の交差項の係数は有意な負の値を示すが、現金の水準の変化と現金の水準の交差項の係数については、有意ではないことが明らかになった。この結果は、マーケットは、現金を評価する際、債権者との利害対立は考慮するが、現金の保有水準それ自体は、企業の無駄遣いに直結するわけではないと考えている可能性を示唆している。

次に、株式持ち合いが企業が保有する現金の価値に与える影響を検証した結果、株式持ち合いに属さない企業の現金1円の価値は、マーケットでは0.33円と評価されるのに対して、株式持ち合い企業の現金の価値は、-0.10円と評価され、両者に有意な差が存在することが明らかになった。この結果は、持ち合い企業の現金は、独立企業に比べて有意に低く評価されること、持ち合い企業が現金を積み増したとしても、マーケットはそれが企業価値を高めるために使用されると考えていないことを示している。さらに、株式持ち合い企業が、企業価値最大化の観点から効率的に現金を使用していないのかどうかを明らかにするため、現金の使途、及びその収益性を分析した結果、持ち合い企業は、余剰な現金をペイアウトではなく投資に使用していること、投資の収益性であるROAはその後、有意に低下していることが明らかになった。この結果は、株式持ち合い企業の現金の価値が低く評価される理由が、企業が余剰現金を無駄遣いした結果として生じていることを示している。

さらに、資金制約が現金の価値に与える影響を明らかにするため、社債格付けを用いて、資金制約が強いグループC(格付けがCCCを下回る格付けが低いグループ)と、資金制約が弱いグループU(格付けがBBBを上回る格付けが高いグループ)に分類し、現金評価モデルを推定する。下の表は、資金制約が強いグループCと弱いグループUの現金の価値の推定結果である。

社債格付け	
C	U
0.6474	0.6466

表は、資金制約に直面する企業と直面しない企業で、現金の価値はともに同様の水準であり、有意に異なることを示している。推定された現金の価値は、有意に異なるが、現金評価モデルの推定結果は、資金制約に直面しないグループについては、現金の水準の変化と現金の水準の交差項の係数は有意に負であることが確認された。この結果は、マーケットは資金制約に直面しない企業については、多額の現金保有をネガティブに評価することを示している。自由な資金調達が可能で企業が多額の現金を保有するとき、マーケットはそれが経営者による無駄遣いに使用されると考えている可能性がある。

(2) 現金の価値が企業のペイアウトに与える影響を検証するため、まず、現金の価値とペイアウトに対するマーケットの評価の関係について明らかにする。

のイベント・スタディを用いた検証について、下の表は、現金の価値が高く評価されたグループと低く評価されたグループについて、自社株買いの計画を公表した日に検出された超過リターン(AAR)、そして前後1日、合計3日間の超過リターンを足し合わせた累積超過リターン(CAR)の平均値である。

	AAR	CAR(-1,1)
現金の価値が高いグループ		
Mean	0.0729%	1.1270%***
p value	(0.441)	(0.000)
Median	-0.0191%	0.8436%***
p value	(0.977)	(0.000)
Observation	501	497
現金の価値が低いグループ		
Mean	0.4657%***	2.4006%***
p value	(0.000)	(0.000)
Median	0.1666%***	1.7829%***
p value	(0.005)	(0.000)
Observation	437	439
両グループの差		
Mean	-0.3928%***	-1.2736%***
p value	(0.008)	(0.000)
Median	-0.1857%**	-0.9393%***
p value	(0.036)	(0.000)
Observation	938	936

表は、現金の価値が低いグループが自社株買いの計画を公表した場合、現金の価値が高いグループが公表するよりも、マーケットは自社株買いを高く評価していることを示している。

の回帰分析を用いた分析においては、と同様、現金の価値が低く評価されているグ

グループと、高く評価されているグループに分類した結果、現金の価値が低い企業の配当支払いは、総資産時価を 12.63%上奏させるが、現金の価値が高いグループの配当支払いによって、総資産時価は 8.11%しか上昇しないこと、両者の係数は共に有意であるが、係数の差は有意であることが明らかになった。同様の方法を用いて、自社株買い実施額についても検証した結果、現金の価値が低い企業が自社株買いを実施した場合、企業価値は 2.34%有意に上昇するが、現金の価値が高い企業が自社株買いを実施したとしても、企業価値は有意に上昇しないことが明らかになった。

本研究によって、現金の価値とペイアウトに対するマーケットの評価は密接に関連しており、現金の価値が低い企業が積極的にペイアウトを実施することで、マーケットからの評価が高まり、企業は株価を高めることができることが明らかになった。このような発見事実に基づき、今後は、企業が現金の価値を考慮してペイアウトを実施しているのかどうかを明らかにするための研究を続けたい。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 6 件)

山口聖 (2015 年)「自社株買いのマーケット・タイミング仮説についての考察」甲南経営研究第 56 巻第 2 号、108-122 頁、査読無

山口聖 (2016 年)「自社株買いのマーケット・タイミング仮説の検証」甲南経営研究第 56 巻第 4 号、75-91 頁、査読無

山口聖 (2016 年)「現金保有についての考察」甲南経営研究第 57 巻第 3 号、159-178 頁、査読無

山口聖 (2017 年)「The Flexibility of Share Repurchase and Managerial Timing in Japan」甲南経営研究第 58 巻第 1 号、95-123 頁、査読無

山口聖 (2017 年)「現金の価値とペイアウト」甲南経営研究第 58 巻第 2 号、63-80 頁、査読無

山口聖 (2017 年)「資金制約と現金の価値」甲南経営研究第 58 巻第 3 号、17-32 頁、査読無

[学会発表](計 3 件)

山口聖「自社株買いのタイミング仮説の検証」日本経営財務研究学会第 37 回全国大会、2013 年 10 月 6 日、兵庫県立大学

山口聖「定款授権に基づく自社株買いを用いたマーケットタイミング仮説の検証」日本経営財務研究学会第 39 回全国大会、2015 年 10 月 4 日、九州大学

山口聖「株式持ち合いと現金保有」、日本経営財務研究学会第 41 回全国大会、2017 年 9 月 3 日、関西大学

6. 研究組織

(1) 研究代表者

山口聖 (YAMAGUCHI, Satoru)

甲南大学経営学部・教授

研究者番号：40548757