株主価値を向上させる配当政策

ゴールドマン・サックス証券会社 クオンツ・ストラテジスト 諏訪部 貴 嗣 (日本証券アナリスト協会検定会員)

目 次

- 1. 問われる日本企業の配当政策
- 2. 増配と株主価値
- 3. シグナリング理論の実証分析

- 4. フリーキャッシュフロー理論の実証分析
- 5. 増配発表と株価パフォーマンス
- 6. 終わりに

株主価値を高めるために、増配や自社株買いを通じた株主還元を行う企業が増加している。しかし、理論的には株主還元を行ったからといって必ずしも株主価値が高まるわけではない。本稿では、どのような場合に増配が株主価値を向上させるのかについて検討した。配当政策と株主価値の関係に関するシグナリング理論、フリーキャッシュフロー理論は、それぞれ異なるメカニズムで情報の非対称性が増配の株価上昇効果を生み出していることを説明している。それぞれについて実証分析を行い、理論と整合的な結果が得られた。株主価値を向上させるには、株主還元策そのものよりも、株価をディスカウントする要因となっていたエージェンシーコストを低下させることが重要だと考えられる。

1. 問われる日本企業の配当政策

収益力の回復を背景に、多くの日本企業が潤沢 な資金を手元に抱えている。今後は、その資金を いかに有効活用することができるかということを 問われることになるだろう。その際に、適切な配 当政策を施策することは、重要課題の一つと考え られる。 最近、「敵対的買収に対する防衛手段として、 増配や自社株買い等の株主価値の向上策を打ち出 す」といった文章が新聞紙上を賑わしている。こ れまで低い配当性向を黙認してきた投資家も、配 当や自社株買いを通じた株主還元を行う企業に目 を向け始めている。では、適切な配当政策とは、 配当性向を向上させることなのであろうか。

理論的には、増配や自社株買いは必ずしも企業



諏訪部 貴嗣(すわべ たかし)

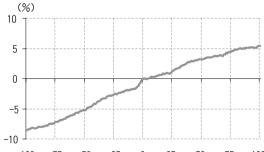
1995年東京工業大学理学部卒業。同年4月、野村総合研究所入社。野村證券金融研究所、UCLAアンダーソンスクール客員研究員、野村證券金融研究所を経て、2004年4月より現職。1998年、2001年に証券アナリストジャーナル賞受賞。日本証券アナリスト協会試験委員会委員。

価値を高めるとは考えられていない。むしろ、税金や取引コスト等がない完全市場の前提の下では、Miller and Modigliani(1961)が示したように、配当政策は企業価値に対して影響を与えないという考え方が基本となっている。税金を考慮すれば、現金配当はかえって企業価値を損ねるという意見もある。

しかし、実際には、増配を発表した企業の株価が高いパフォーマンスを示す様子が確認されている (図表1)。増配が株式価値の向上につながるのであれば、企業の経営者は株主還元に対してさらに積極的になる必要があると考えられる。本稿では、なぜ増配が株式価値の向上につながるのか、またどのような企業が増配による株式価値の向上余地が大きいのかということについて、実証分析を行う。

以下に、本稿の構成を示す。第2章では増配が 株式価値向上につながることを説明する二つの理 論を解説する。第3章では一つ目の理論である、 シグナリング理論に関しての実証分析を、第4 章では二つ目の理論であるフリーキャッシュフロ

図表1 増配企業のパフォーマンス



-100 -75 -50 -25 0 25 50 75 100 (図注) 母集団は東証一部、1999年 6 月以降2006年 6 月 7 日までの東洋経済新報社の今期予想 1 株当たり配当金の上方修正があった銘柄を対象に β 調整後対 TOPIX超過リターンの累計CAR (累積異常リターン) の平均を示した。合計3,010銘柄が条件に該当した。予想変更日の終値を基準日 (0 日目) として図示した。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部。

ー理論についての実証分析を行う。第5章では増配と株価パフォーマンスの関係について分析を行う。最後に第6章でそこまでの分析結果をまとめ、企業にとって株主価値を向上させる配当政策とは何かということについて検討する。

2. 増配と株主価値

(1) シグナリング理論

多くの日本企業の配当金は固定的で、多少利益が増減しても配当は固定される傾向にあると言われている。これは、経営者は一度増やした配当を再び下げることを嫌うため、長期にわたって維持可能な水準までしか配当を増やさない傾向があるためと考えることができる。このような傾向は必ずしも日本固有のものではなく、Brav et al. (2004)による米国企業経営者の配当政策の決定に関する最近のサーベイでも、経営者は減配を嫌い、配当水準を維持したいと考えていることが報告されている。

配当のシグナリング理論では、増配が企業価値の向上につながることを次のように説明する。企業が増配をしたとき、将来引き上げた配当を維持するだけの収益を上げられなければ、減配をせざるを得ない。そのため、増益に対して高い確信がなければ経営者は増配を選択しないと考えられる。そのような状況では、増配は、経営者が市場コンセンサス以上の業績を上げる自信があることのシグナルとしてとらえることができよう。経営者が配当水準の維持を重視していることからも、増配は短期的な増益シグナルというよりも、長期的に維持可能な利益水準に関するシグナルと考えられる。

シグナリング理論が正しいとするならば、増配 が行われた後の企業業績が実際に改善する様子が 観測されると思われる。

(2) フリーキャッシュフロー理論

増配が企業価値を向上させるとする理論の一つ に、Jensen (1986) によるフリーキャッシュフロ ー理論が挙げられる。本来、企業の経営者は株主 の代理人として、株主価値を最大化する経営をす ることを求められている。しかし、投資家は経営 者ほどには企業の内部状況を知ることはできない ため、経営者が株主価値最大化の原理から外れた 経営をしたとしても(完全に)知ることはできな い。株主価値最大化の原理から外れた経営の例と して、経営者が無駄な投資を行い、価値を損ねて しまうことや、適切な投資を行わないことで機会 損失を被ることなどが挙げられる。どちらの場合 も、潤沢な余剰資金を抱えた企業ほど経営者の裁 量が大きいため、株主価値の棄損割合が大きくな ると考えられる。この価値の棄損分が、エージェ ンシーコストとなる。フリーキャッシュフロー理 論は、利払いや配当支払いによってキャッシュフ ローを減少させ、経営者の裁量を制限することが、 株主価値の棄損可能性を減少させるために、エー ジェンシーコストが減少し企業価値が向上すると している。フリーキャッシュフロー理論の観点か らは、潤沢な余剰資金を抱える多くの日本企業に とって、増配は株主価値の向上をもたらすと考え られる。

企業が潤沢な現金を所有していたとしても、経営者が株主価値を最大化するために有効活用することが期待できるのであれば、エージェンシーコストを低く抑えることが可能になると思われる。この場合で重要なのは、一方的な増配による株主還元ではなく、将来の投資計画との一貫性を持った配当政策の施策であり、それを投資家に伝えることによって情報の非対称性を解消することである。

3. シグナリング理論の実証分析

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、経営者は増配をアナウンスすることによって、自らが予想する将来の収益が市場コンセンサス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。また、経営者が一度増やした配当を再び下げることを嫌う傾向があることを前提にすれば、増配の意思決定はある程度長期間の収益見通しに基づいて行われるはずである。

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収益は、行わなかった企業よりも収益の改善度が高いと予想され、かつその改善度は一定期間継続することが予想される。そこで、実際に増配した企業のその後5年間の利益の増益確率を計算した。配当を変更しなかった企業と、増益確率を比較することでシグナリング理論から予想される仮説が正しいか検証する。

分析対象は、全上場企業の1976年10月~2006年3月決算(単独)かつ、前期・今期の間に株式分割や決算期変更がなかった銘柄とし、その中から前期実績1株当たり配当金に対して、増配・減配・変動なしの三つのグループに分割した。各グループについて、増配前の決算期と比べて、その後1~5年後のEPSの上昇確率を計算した(図表2:増配、図表3:減配)。

結果は、予想通り増配した企業はその後数年に わたって、配当に変化がなかった企業よりも高い 確率で増益を維持していたというものであった。 特に、前年無配から配当を出すようになった場 合(復配、もしくは初めての配当)の業績改善確 率が高い。また同様に、減配した企業の業績パフ オーマンスは配当不変の企業を大きく下回ってい

図表 2 増配企業の5年間のEPS増益確率

(%)

	五火亦 // / / / / / / / / / / / / / / / / /	TWILL .	うち増配	うち増配
	配当変化無	増配	(無→有)	(有→有)
1年後	49. 8	78. 7*	83. 4*	78. 1*
2	49. 7	66. 5*	74. 4*	65. 4*
3	49. 8	58. 7*	69. 4*	57. 1*
4	49. 3	52. 9*	63. 3*	51. 3*
5	47. 0	48. 0	59. 2*	46. 5

(表注)*は、帰無仮説:「EPS増益確率が配当変化なしの 場合と等しい」が二項検定によって1%の有意水 準で棄却されたことを示す。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部。

図表3 減配企業の5年間のEPS増益確率

(%)

	配当変化無	減配	うち減配 (有→無)	うち減配 (有→有)
1年後	49. 8	20. 8*	11. 7**	23. 8*
2	49. 7	32. 0*	35. 8*	30. 8*
3	49. 8	37. 9*	48. 5	34. 6*
4	49. 3	39. 6*	53. 8*	35. 1*
5	47. 0	40. 8*	55. 9*	36. 1*

(表注) *は、帰無仮説:「EPS増益確率が配当変化なしの 場合と等しい」が二項検定によって1%の有意水 準で棄却されたことを示す。**は5%の有意水準 を示す。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部。

た。ただし、無配に転じた企業の業績が3年目で 配当不変企業並みに戻っていることが興味深い。

ここでの分析結果からは、増配が企業の長期的パフォーマンスの改善のシグナルとなっていたことが確認されたと言える。予想配当の上方修正がアクティブリターンを生み出していたのは、増配というシグナルを受けた投資家はその企業の長期にわたる収益予想を暗黙のうちに上方修正していためと考えられる。

昨今のように、投資家からの増配圧力が高い中では、長期的な収益に変化がなくても、増配を行う企業が現れるかもしれない。しかし、そのような場合は、ここで見たような長期増益のシグナルとしての意味は持たない。増配発表企業への投資を検討する場合に注意したい点である。

4. フリーキャッシュフロー理論の実 証分析

(1) 現金の時価評価モデル

フリーキャッシュフロー理論では、余剰金融資産 (以下現金)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現金は、投資家にとって簿価よりも低い価値しかないことになる。このような企業ほど、増配等の株主還元を通じて余分な現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。

近年、企業が保有する現金に対する株式市場の 評価は、エージェンシーコストの存在から実際に 影響を受けているのかを検証した論文が数多く発 表されている。

コーポレートガバナンスが確立しているほど、エージェンシーコストは低く、現金の市場価値も高いと考えられる。Dittmar and Mahrt -Smith (2005)は、米国市場を対象にGomper (2003)、Bubchunk (2004)のコーポレートガバナンス・インデックス、機関投資家・公的年金による株式保有比率等のデータと現金の市場価値の関係を検証している。Pinkowitz, Stulz and Williamson (2005) は35カ国を対象に国ごとのコーポレートガバナンスの確立度と、現金の市場価値の関係を検証している。両研究共にコーポレートガバナンスの確立度が現金の価値に大きな影響を与えると結論付けている。

エージェンシーコスト以外に、現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、現金が持つリアルオプション価値が挙げられる。成長機会が多いが不確実で、資金調達が困難な企業ほど、財務上の余裕を持つことの価値が大きいためである(諏訪部(2006)参照)。Pinkowitz and Williamson(2002)は、米国市場を

穩鎮

対象に、成長オプションの有無、投資機会の不確 実性の大きさ、資本市場へのアクセスの良さが現 金の市場価値に影響を与えることを示した。

企業の現金保有には、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二つの側面があると言えよ う。本章では、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分析する。実際に市場でエ ージェンシーコストが価格形成に影響を与えてい るとすれば、企業はエージェンシーコストの削減 を通じて、株式価値を向上させる余地があると考 えられる。

(2) 現金の市場価値に影響を与える要素

現金の市場価値に影響を与える要因について幾

つかの仮説を立て実証分析を行う。それぞれの仮 説を検証するために選択した指標を**図表 4** にまと めた。仮説から予想される各指標と現金の市場価 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、現金の市場 価値が高い

成長機会の大きい企業ほど現金の市場価値は高いと考えられる。設備投資や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

図表 4 現金の市場価値のドライバー

	# E ##	投資機会の	資金調達の	コーポレート・	* \\
	成長性	不確実性	容易さ	ガバナンス	総合
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	+				+
売上高成長率	+				+
配当性向	-			+	+/-
配当性向(含む自社株買い)	-			+	+/-
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				-	
取締役人数				-	-
常務相当以上人数				_	-
社外取締役比率				+	+
取締役と執行役の兼任比率				-	-
執行役員制の採用				+	+
委員会等設置会社				+	+
ストックオプション採用				+	+

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、現 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。

仮説3 資金調達コストが高い企業ほど、現金の 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、 現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。既に説明したよ うに、余分な現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、持っている現金を定期的に外部 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分な現金が常に減らされ、現金の価値は、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、配当として現金を外部に出している企業なども現金の保有価値が高くなると考えられる。

二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 ど現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。

取締役会の規模、アカウンタビリティ等を評価する指標を選択した。取締役の人数(対総資産の対数)や常務相当以上の取締役の人数が少ないほど現金の市場価値が高いと想定した。また、社外取締役比率、取締役と執行役の兼任比率、執行役員制の採用の有無、委員会等設置会社かどうか等の指標も選択した。

また、上記のカテゴリーに分類されないが、コーポレートガバナンスと関連した指標として、スト

ックオプションの採用についても検証を行った。

(3) 現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。

時価総額+有利子負債
$$_{i,t} = \left[\alpha_t + \sum_{j=1}^{N} \beta_{j,t} F_{i,j,t}\right] \times 現金_{i,t}$$

$$+ \left[\alpha_{At} + \beta_{At} ROA_{i,t}\right] \times (総資産 - 現金)_{i,t}$$

$$+ \varepsilon_{i,t}$$

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、現金等価物(現金・ 一時保有の有価証券)と現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にする。

各資産に対する係数 (括弧でくくられている部分)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である。式に 示したように、現金/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。現 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。

現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現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ので、 α は平均的な銘柄属性を持つ企業の現金の市場価値(倍率)を表す。また、 β は、銘柄属性によってどの程度現金の市場価値に差が現れるのかを表す。

(4) データ

(i) 分析母集団

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た。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。

(ii) 分析期間

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。

(iii) 異常値処理

銘柄属性を表す指標は、各月末の分析母集団を 対象に平均が0、標準偏差が1になるように基準 化して用いた(異常値処理として、スコアが±3 標準偏差以上のものは±3とする作業を3回繰り 返した)。

(iv) データソース

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。また、設備投資/総資産比率については、データの取得可能性を考慮して、2000年6月期以降のみモデルに採用した。

取締役会関連のデータ、ストックオプションの 採用については、日本経済新聞社のコーポレート ガバナンス評価システムをデータソースとした。 データの取得可能期間の都合からこれらに関して は2003年7月末以降のデータのみ使用した。

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がそのデータを入手可能になった時点から使用している。例えば、実績財務データは決算期末時点ではなく、決算発表を行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。そのため、過去の時点の分析であっても将来のデータを使用して計算した値を用いている。

(5) 現金の市場価値推計結果

図表 5 は、シングルファクターで分析した結果である。余剰金融資産の市場価値を決定付ける27個の銘柄属性のそれぞれ一つだけをモデルに組み込み、平均的な企業の現金の市場価値 α 、各指標の回帰係数 β を推計した。図表 5 には、 α 、 β の全期間での平均と、比較的最近の2000年6月末以降(ただし、日経Cgesデータについては2003年7月末以降)のデータを使って行った分析結果についてまとめている。

(i) 平均的企業の現金の市場価値

αの平均値は平均的企業の現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。また、 2000年6月以降のモデルの平均値は0.858となっ ており、評価する時期によって結果が異なること が分かる。

図表 6 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。

(ji) 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

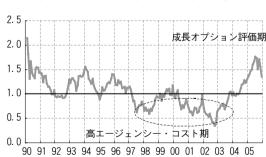
	全期間				2000年6月/2003年7月以降					予想	
	α			βj		α		βj			符号
	係数	t 値	係数	t 値		係数	t 値	係数	t 値		10 7
設備投資/総資産						0. 935	(6. 35)	0. 235	(4. 41)	**	+
R&D/総資産	1. 006	(12. 48)	0. 169	(6.00)	**	0.844	(5. 69)	0. 231	(6. 55)	**	+
予想売上高成長率	1. 000	(12. 43)	0. 181	(5. 38)	**	0. 847	(5. 56)	0. 202	(3. 45)	**	+
総資産成長率	1. 002	(12. 12)	0. 123	(2. 28)	*	0.821	(5. 53)	0. 241	(4. 65)	**	+
売上高成長率	1. 012	(12. 41)	0. 134	(1.86)		0.850	(5. 62)	0. 249	(3. 23)	**	+
配当性向	1. 008	(12. 32)	-0. 031	(-0. 97)		0.854	(5. 61)	-0. 092	(-1.73)		+/-
配当性向(含む自社株買い)						0.854	(5. 61)	-0. 087	(-1. 79)		+/-
無配ダミー	1. 069	(13. 82)	0. 330	(10.07)	**	0. 933	(6. 61)	0. 318	(9. 73)	**	+/-
ボラティリティー	1. 034	(12. 98)	0. 346	(4.71)	**	0.896	(6. 35)	0. 499	(6. 89)	**	+
予想バラツキ度	1. 038	(12. 91)	0. 132	(4. 94)	**	0. 881	(5.80)	0. 112	(3. 65)	**	+
利益変動性	1. 018	(12.83)	0. 038	(1.88)		0.871	(5. 77)	0. 016	(0.60)		+
CF変動性	1. 013	(12. 91)	0. 231	(5. 56)	**	0.873	(5.87)	0. 343	(11. 27)	**	+
設備投資金額変動性	1. 020	(12.61)	0. 223	(10. 52)	**	0.875	(5.71)	0. 220	(7. 31)	**	+
対数時価総額	0. 996	(11.71)	0. 381	(3. 25)	**	0. 838	(5. 03)	0. 674	(6. 45)	**	+/-
財務レバレッジ	1. 021	(16.00)	0. 015	(0. 28)		0. 969	(6. 76)	0. 186	(4. 45)	**	+
支払利息	1.009	(12. 78)	-0. 005	(-0.32)		0.869	(5.80)	0.000	(-0.01)		+
外国人持株比率	0. 947	(10. 24)	0. 201	(2. 98)	**	0. 750	(4. 47)	0. 367	(5. 03)	**	+
機関投資家持株比率	0. 947	(10.02)	0. 213	(2.74)	**	0.743	(4. 28)	0. 421	(4. 50)	**	+
特定株主持株比率	1. 012	(12.74)	0. 035	(1.71)		0.864	(5.89)	-0. 007	(-0. 28)		-
浮動株比率	0. 976	(11.05)	-0. 127	(-2. 17)	*	0.801	(4.85)	-0. 257	(-3.43)	**	-
取締役人数						1. 080	(6. 23)	-0. 091	(-4. 08)	**	-
常務相当以上人数						1.048	(6. 44)	-0. 165	(-3. 57)	**	-
社外取締役比率						1.092	(6.72)	0. 196	(3.90)	**	+
取締役と執行役の兼任比率						1. 083	(6. 36)	-0. 117	(-4. 72)	**	-
執行役員制の採用						1.099	(6. 11)	0. 037	(1. 27)		+
委員会等設置会社						1. 103	(6. 20)	0. 025	(0.47)		+
ストックオプション採用						1. 026	(6. 54)	0. 235	(4. 15)	**	+

図表 5 現金の市場価値評価モデル① (パラメータの推計結果)

(表注) 全期間は1990年 6 月~ 2006年 5 月末。t値はNewey and WestのAutocorrelation and heteroskedasticity consistent standard errorに基づく(ラグ=12)。** 1 %有意、* 5 %有意。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部。



図表 6 平均的企業の現金の市場価値

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。また、実績売上高成長率に関し ては、2000年6月以降のサンプル限定ではあるが、 こちらも有意な結果となっている。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。

取締役会のアカウンタビリティに関しては、取締役人数(対総資産規模)や常務相当役員の人数が少ないほど、社外取締役比率が高いほど、取締役と執行役の兼任比率が低いほど、現金の市場価値は高いという結果となった。ストックオプション制度の採用も、経営者と株主の利害を一致させることによって、エージェンシーコストの削減につながると市場が評価していると解釈できる結果となった。

(iii) マルチファクターモデル

複数の銘柄属性を同時に考慮した現金の市場価値評価モデルを構築する。シングルファクター分析で説明力が確認された指標を四つの観点からスコア化した(注1)。①、②は成長オプション価値に関するスコア、③、④はエージェンシーコストに関するスコアである。スコアが高いほど現金の市場価値が高いと予測されるように符号条件を設定した。

①成長性:設備投資/総資産、R&D/総資産、予想 売上高成長率、実績総資産成長率、無配ダミー

- ②成長機会の不確実性:ボラティリティ、CF変動性、設備投資変動性
- ③株主構成:外国人持株比率、機関投資家持株比率、浮動株比率(-)
- ④取締役会の透明性:取締役人数(一)、常務相当以上人数(一)、社外取締役比率、取締役と執行役の兼任比率(一)、ストックオプション制度の採用

図表7がモデルの推計結果である。取締役会の透明性に関するファクターは、データ取得可能期間の関係で、2003年7月以降の推計にのみ用いた。四つのスコアに対する回帰係数のt値はどれも高く、銘柄属性による現金の市場価値をとらえていると言える結果となった。例えば、株主構成の観点で外部からのモニタリングが働いていると考えられる企業は、スコアにして1標準偏差当たりで平均23.1%現金の市場価値が高いと推計されたということである。-1標準偏差に当たる企業の場合は23.1%ディスカウントされていることになる。

(6) この章のまとめ

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から予測される結果と整合的な実証分析結果が得られた。平均的な企業が保有する現金の市場価値は平均で1.007倍とほぼ簿価程度の評価となっていたが、それ以上に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現金

⁽注1) 合成スコアの算出手順は以下のとおり。1. 構成要素を平均0、標準偏差1になるように基準化。2. 個別スコアを合計。ただし、相関関係が負と予想されるファクター(ファクター名の後に-と表記されているもの)に関してはマイナス1を掛ける。3. 合計されたスコアは再度基準化する。

		全:	期間	2003年		
		係数	t 値	係数	t 値	
	定数項	0. 962	(11.862) *	0. 970	(6. 32)	*
	成長性	0. 278	(7.55) *	0. 282	(7.77)	*
現金	不確実性	0. 356	(6.84) *	0. 398	(5.06)	*
	株主構成	0. 204	(3.19) *	0. 231	(5. 12)	*
	取締役会			0. 174	(3. 64)	*
現金以外の資産	定数項	0. 945	(22. 67) *	0. 887	(14. 14)	*
火 立 以 ア の 貝 性	ROA	0. 194	(9.02) *	0. 296	(7.04)	*

図表7 現金の市場価値評価モデル② (マルチファクター)

(表注) 全期間は1990年6月~2006年5月末。t値はNewey and WestのAutocorrelation and heteroskedasticity consistent standard errorに基づく(ラグ=12)。*1%有意。
 (出所) ゴールドマン・サックス調査部作成。

の市場価値を決定付けると考えられる。どのような企業にとっても増配を行うことが株主価値の向上につながるというわけではない。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、現金が簿価未満で評価されている可能性が高いため、増配を通じて余分な現金を削減することが株主価値の向上につながると考えられる。

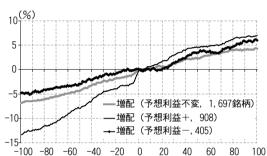
5. 増配発表と株価パフォーマンス

ここでは、シグナリング理論、フリーキャッシュフロー理論双方から得られた増配と株式価値の 関係が短期的な株価パフォーマンスに反映されて いるかを検証する。

(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

図表8 配当上方修正の株価への影響



(図注) 母集団は東証一部、1999年6月以降の東洋経済新報社の今期予想1株当たり配当金の上方修正があった銘柄を分析対象とした。予想変更日の終値を基準に、β調整後対TOPIX超過リターンの累計をCAR(累積異常リターン)と定義した。

(出所) ゴールドマン・サックス調査部作成。

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ろう。 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(図表 8参照)。

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。

インプリケーションは二つある。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 と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(現金の市場価値の平均が1.007と1倍を超え ていたため)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。

(2) 銘柄属性と増配効果

次に、どのような属性の銘柄の場合、増配発表 後のCARが高いのかを分析した。

ここでは、増配発表の影響は予想変更発表後100営業日で織り込まれると仮定し、発表後100営業日時点のCARを、現金の市場価値モデルで使用した銘柄属性で単回帰分析した。図表9が回帰分析の結果である。図表に示した符号は現金の市場価値モデルから予想される回帰係数の符号である。現金の市場価値が低いほど、増配による株主

価値の向上が大きいと考えられるので、現金市場 価値モデルとは反対の符号が予想される。

結果は、理論的に正負どちらの符号もあり得る 4属性を除いた23属性のうち、21属性で回帰係数 の符号は予想と同じになった。また、13の銘柄属 性に関しては、統計的に有意な結果が得られた。 例えば、外国人持株比率や機関投資家持株比率が 低い、社外取締役比率が低い、取締役と執行役の 兼任比率が高いなど、コーポレートガバナンスの 観点から、現金の市場価値が低いと予想される場 合に、増配がもたらすアクティブリターンが高く なっている。それ以外でも、予想売上高成長率等 の成長性が低い企業や成長機会の不確実性が小さ く、成長オプション価値の低さの点から現金の市 場価値が低いと考えられる企業の場合も、増配の 効果は限定的となっている。

エージェンシーコストが高いため、現金の市場価値が低くなっている(と考えられる)企業ほど増配発表による株価の向上度合いが大きいと言える。フリーキャッシュフロー理論が予測するように、余剰資金を減らすことが株主価値の向上につながるという仮説と整合的な結果だと言える。

6. 終わりに

本稿では、配当政策と企業価値の関係に関する シグナリング理論、フリーキャッシュフロー理論 の二つについて実証分析を行った。その結果、両 方をおおむね支持するような結果が得られた。

シグナリング理論の実証分析からは、将来数年間にわたって好業績を継続する自信がある場合に、増配が実施される傾向があるという結果が得られた。この場合、増配という経営者からのシグナルによって、市場が認識する株式価値が上昇したから株価が上昇すると考えられる。将来への

ファクター	符号	定数項	t 値	回帰係数	t 値		R ²	n
設備投資/総資産	-	5. 12	12. 13	-0. 42	-1. 35		0. 001	2097
R&D/総資産	-	4. 60	8. 63	-0. 51	-1. 48		0. 001	1507
予想売上高成長率	-	5. 43	13. 70	-0. 98	-2. 68	*	0. 003	2674
総資産成長率	-	5. 33	13. 52	-1. 04	-2. 52	*	0. 002	2645
売上高成長率	-	5. 57	13. 94	-1. 29	-3. 14	*	0. 004	2645
配当性向	+/-	5. 01	11. 39	1. 01	1. 18		0. 001	2387
配当性向(含む自社株買い)	+/-	4. 57	8. 68	-0. 55	-0. 64		0.000	2387
無配ダミー	+/-	5. 45	13. 23	0. 40	1. 03		0.000	2693
ボラティリティー	-	4. 99	12. 17	-0. 90	-2. 97	*	0. 003	2661
予想バラツキ度	-	4. 11	8. 18	1. 31	1. 14		0. 001	1732
利益変動性	-	4. 51	9. 89	-0. 13	-0. 33		0.000	1908
CF変動性	-	4. 54	7. 10	-2. 51	-2. 50	*	0. 005	1224
設備投資金額変動性	-	4. 05	5. 85	-1. 13	-2. 60	*	0. 006	1188
対数時価総額	+/-	6. 73	13. 27	-1. 33	-4. 39	*	0. 007	2693
財務レバレッジ	-	5. 33	13. 21	-0. 30	-0. 24		0.000	2674
支払利息	-	5. 48	12. 64	-1. 88	-2. 10	*	0. 002	2197
外国人持株比率	-	5. 89	13. 97	-1. 09	-3. 72	*	0. 005	2680
機関投資家持株比率	-	6. 04	13. 80	-1. 04	-3. 72	*	0. 005	2680
特定株主持株比率	+	5. 23	12. 82	-0. 26	-0. 97		0.000	2680
浮動株比率	+	5. 91	13. 98	0. 97	3. 78	*	0. 005	2680
取締役人数	+	4. 70	10. 66	0. 17	0. 56		0.000	1518
常務相当以上人数	+	4. 60	10. 29	0. 46	1. 49		0. 001	1518
社外取締役比率	-	4. 69	10. 71	-1. 08	-3. 12	*	0. 006	1520
取締役と執行役の兼任比率	+	4. 81	10. 98	1. 25	3. 79	*	0. 009	1520
執行役員制の採用	-	4. 79	10. 84	-0. 44	-1. 68		0. 002	1520
委員会等設置会社	-	4. 69	10. 66	-0. 81	-1. 05		0. 001	1520

図表 9 増配発表の株価へのインパクトの銘柄属性による相違

(表注) 100営業日時点の β 調整後対TOPIX超過リターンの累計CAR(累積異常リターン)を、銘柄属性で単回帰した。銘 柄属性は、各データの観測時点の直前の月末に東証一部内で平均0、標準偏差1になるように基準化したものを使用した。t 値欄の*は5%水準で帰無仮説が棄却されることを示している。

10. 68

-0. 46

4. 95

(出所) ゴールドマン・サックス調査部作成。

ストックオプション採用

見通しに変化がなく株主還元を強化するためだけ に増配をしたとしても、株式価値に変化はないの で、株価上昇は期待できないと考えられる(投資 家は経営者からのシグナルの有無を区別できない ので、短期的な株価上昇の要因にはなり得る)。

フリーキャッシュフロー理論の実証分析からは、企業内部(経営者)と外部(投資家)の情報の非対称性の存在によって、企業の余剰金融資産はエージェンシーコストの分だけディスカウントされていることが示された。エージェンシーコストが大きくなっている企業は、株主還元等を通じて余分な現金を減らすことがエージェンシーコストの削減につながり、結果として株式価値を高めることになると考えられる。

増配や自社株買い等の株主還元策そのものが株主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計画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ことがいっそう重要である。また、配当政策に限らず、投資家へのさまざまな情報開示の充実、コーポレートガバナンスの確立等によって、株価をディスカウントする要因となっていたエージェンシーコストを低下させることが、株主価値を向上させると考えられる。

-1.82

0.002

[参考文献]

- Brav, Graham, Harvey and Michaely, 2004, Payout Policy in the 21st Century, Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper. http://ssrn.com/abstract=571046
- Ditmar and Mahrt-Smith, 2005, Corporate Governance and the Value of Cash Holdings, Working Paper .
- Faulkender and Wang, 2006, Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Jensen, 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, and Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership

- structure, Journal of Financial Economics 3, 305-360.
- Miller and Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, pp.411-433.
- Pinkowitz and Williamson, 2002, What is a Dollar Worth?
 The Market Value of Cash Holdings, http://ssrn.com/abstract=355840
- Pinkowitz, Stulz and Williamson, 2005, Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis, *Journal of Finance*, Forthcoming
- 諏訪部貴嗣、2006、企業の余剰金融資産の評価とリアルオプション、第12回SAAJセミナー講義録.