

企業のライフサイクルに応じた営業キャッシュフローの使途が株式リターンに与える影響

山田 隆 (名古屋商科大学)

関 憲治 (自由が丘産能短期大学)

本研究では、企業のライフサイクルステージにおける営業キャッシュフローの使途が株式リターンにどのような影響を与えるのかを検証する。分析にあたっては、ペイアウト政策における仮説のひとつである「ライフサイクル仮説」に基づいた上で、投資家へのペイアウトのみではなく、設備投資などの投資行動にまで広げた検証を行うことが本研究の貢献である。

ライフサイクル初期のステージである成長段階にある企業は豊富な投資機会を有しているものの、資金的な制約を抱えている。そのため、この段階にある企業は事業活動により獲得したキャッシュを優良な投資機会に活用し、投資家に対してのペイアウトは基本的に行わない。一方で、成熟段階にある企業は、事業活動により創出されるキャッシュを回すような豊富な投資機会を有していないことが多いため、投資家へのペイアウトを積極的に行うことが多い。このようなライフサイクルとペイアウト政策に関する研究は、Jensen(1984)、Fama and French(2001)、Grullon,Michaely,and Swaminathan(2002)、DeAngelo,DeAngelo,and Stulz(2006)、Bulan and Subramanian(2008)などにみられる。

本研究における仮説は以下の2つである。

仮説1として、成長段階にある企業においては、営業キャッシュフローの使途として、投資家に対するペイアウトにウエイトを置くよりも、設備投資にウエイトを置いた方が市場評価は高まる。

仮説2として、成熟段階にある企業においては、営業キャッシュフローの使途として、投資家に対するペイアウトにウエイトを置いた方が市場評価は高まる。

これらを検証するために、主に以下のような実証分析を行う。

はじめに企業のライフサイクルステージを総資産成長率および企業規模によって「成長企業」と「成熟企業」に分類する。次に、それぞれに分類された企業をさらに設備投資および投資家へのペイアウトの観点から分類することで、ライフサイクルステージ、設備投資、投資家へのペイアウトを基準としたポートフォリオを複数構築する。その上で、それぞれのポートフォリオにおける株式リターンを比較する。

本研究においては、ペイアウト政策に加えて投資行動も企業行動として考え、企業が置かれている各ライフサイクルステージと企業行動のフィットネスを勘案しながら、市場評価を高める営業キャッシュフローの使途のあり方を考察していく点に独自性が見出せる。