

関憲治(札幌国際大学)

山田隆(昭和女子大学)

本研究では、東証一部上場企業(金融業を除く)を対象として、エクイティスプレッドに影響を与える経営者行動について、ライフサイクル仮説の視点を活用し検証・考察を行う。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。

山田・関(2015)および山田・関(2014)では、ライフサイクルに応じた適切な経営者行動を株式市場は評価しているかを検証してきた。具体的には、山田・関(2014)を踏まえて行われた山田・関(2015)においては、2001年度～2012年度のわが国の上場企業(金融業を除く)を売上高成長率と総資産規模の2つの基準を用いて4つのライフステージ(成長企業・成長持続企業・成熟企業・成長鈍化企業)に分類した。その上で、ライフステージが移行した企業を中心に、経営者行動(営業キャッシュフローに対するペイアウトや設備投資の割合)に対する株式市場の評価を株式リターン(株価)によって検証した。その結果、一部に想定した(ライフステージに応じて適切と思われる)経営者行動を評価している結果を得られたものの、ごく短期的なものであった。なお、これらの結果と併せて、ライフステージに応じた適切と思われる経営者行動よりも、いわゆるキャッシュリッチな企業が評価されていると思われる結果が得られた。

ここで、山田・関(2015)および山田・関(2014)には、検討課題が2つ指摘できる。まず、株式市場の評価として株式リターンを用いていることが適切かどうかという点である。次に、ライフステージに分類する基準が適切かどうかという点である。

そこで、本研究では、様々な要因によって短期的に大きく変動する株式リターンではなく、一定期間のエクイティスプレッドを使用し、間接的に市場評価を検証することとする。また、ライフステージの分類基準には、近藤・柳(2013)を参考として、ROEと配当性向(もしくは総還元性向)を用いることとする。その上で、ライフステージに応じて適切と考えられる経営者行動が、エクイティスプレッドに与える影響を検証することとする。