

わが国の株式市場におけるアクティブリターンに影響を与える経営者行動の考察

山田 隆（昭和女子大学）

関 憲治（札幌国際大学）

本研究では、わが国の株式市場に上場している企業（金融・保険業を除く）を対象として、アクティブリターンに影響を与える経営者行動、特にフリーキャッシュフロー・営業キャッシュフロー等の使途について、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（2014）、山田・関（2015）および関・山田（2016）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）および山田・関（2015）を踏まえて行われた関・山田（2016）においては、2001年度～2013年度の東証一部上場企業（金融・保険業を除く）をROEと総還元性向の2つの基準（ROEが8%以上か否か、総還元性向が30%以上か否か）を用いて成長企業と成熟企業に該当する企業を抽出した（成長企業＝ROEが8%以上・総還元性向が30%未満、成熟企業＝ROEが8%未満・総還元性向が30%以上）。その上で、企業価値の代理変数としてエクイティスプレッドを用いた上で、経営者行動が企業価値に与える影響を検証した。しかし、結果として、ライフサイクル仮説は支持されず、成長および成熟段階のいずれの企業においても、景気の動向に代表されるような企業を取り巻く外部環境や時期がキャッシュフロー（フリーキャッシュフロー、営業キャッシュフロー）の使途に影響を与えるものと考えられた。ただし、課題として、分析対象期間とライフサイクルステージの分類方法の再検討が挙げられた。また、エクイティスプレッドを企業価値の代理変数としたことも再考の余地があると思われる。

そこで、本研究では、山田・関（2014）、山田・関（2015）、関・山田（2016）を踏まえ、2010年度以降のデータを用い、企業価値の代理変数をアクティブリターンとし、ライフサイクルステージの分類基準は太田（2017）を参考に売上高変化率、総資産変化率、時価簿価比率とした上で、経営者行動（フリーキャッシュフロー等の使途）が企業価値に与える影響を検証・考察することとする。