

別紙 4

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

主 論 文 の 要 旨

論文題目 Three Essays in Corporate Financial Policy
(企業金融政策に関する3論文)

氏 名 RABBANI Naheed

論 文 内 容 の 要 旨

研究の背景

財政方針はコーポレートファイナンスで最もよく研究されている分野の1つです。財政方針の効果を説明するために数多くの理論とアイデアが生み出されてきました。企業価値への影響については意見が分かれているものの、市場の不完全性が存在する以上、財政方針が重要なのは明らかです。この論文には企業財政方針に関する3本のエッセイを収録しています。1本目のエッセイでは、コーポレートファイナンスの難題の1つである資本構成の決定要因について論じます。実証研究のほとんどが公開企業を対象としているため、本稿の2本目のエッセイでは非公開企業の資本構成の決定要因について論じます。3本目のエッセイは、現金配当の変更がダッカ証券取引所の株価に与えるアナウンス効果について論じます。

資本構成の決定要因：日本のデータから

他社よりも高いレバレッジを利用しようとする企業があるのはなぜでしょうか。企業の資本構成の決定に影響を与える要因は何でしょうか。資本構成の決定を説明するために数多くの理論とアイデアが使われていますが、これらの理論のいずれも、多くの経験的事実を同時に説明できる統一的な枠組みとなっておりません。さらに、最近のデータでは、レバレッジ比率のばらつきがほとんどが非観測因子によって説明されるということが示されています。

この研究の目的は、日本企業の資本構成を決定する要因を検討することです。1980～2014年に東京証券取引所第一部および第二部に上場されていた非金融企業をサンプルとしています。最終的なサンプルは 45419 社年 (firms' year observations) です。データは日経 NEEDS データベースから収集しました。

Lemmon, et al. (2008) の方法論に従い、日本企業のレバレッジ比率の長期的トレンドを検討しました。この分析は、日本企業のレバレッジ比率についていくつかの興味深い特徴を明らかにしています。ポートフォリオ構築の初期には、下記の 4 つのポートフォリオのレバレッジ比率には大きな差が存在します。この時点で、最も高いグループと最も低いグループとのレバレッジ比率の差が最大になります。平均レバレッジ比率は、帳簿上のレバレッジ比率が 50%程度、市場のレバレッジ比率が 52%程度です。時間の経過に伴い、レバレッジの非常に高いポートフォリオ、高いポートフォリオ、中くらいのポートフォリオのレバレッジ比率が低下し、レバレッジの低い企業のレバレッジ比率が上昇するため、この差は縮小します。時間とともに 4 つのポートフォリ

の平均値は目に見えて収斂していきます。しかし、これらのポートフォリオを横断的に検討すると、差は持続しています。

レバレッジ比率が持続するという事は、企業の将来のレバレッジ比率が過去のレバレッジ比率によって決まることを示唆します。回帰分析では、企業の初期のレバレッジ比率が将来のレバレッジ比率と有意に正の関係にあることが示されています。時間によって変化するその他の決定要因をこのモデルに含めたとしても、この関係の有意性は高いままです。これは、初期のレバレッジ比率の一部が長期的に固定されたままであることを示唆します。

時間によって変化する決定要因のうち、収益性はレバレッジと有意に負の関係にあり、ペッキングオーダー理論と一致します。またトレードオフ理論のとおり、レバレッジ比率は業界のレバレッジ比率の中央値、企業の規模、有形固定資産比率と有意に正の関係にあります。事業年数はレバレッジと正の関係にあり、古い企業ほどレバレッジが高くなります。系列関係を示すダミー変数は正の関係にあり、日本企業の制度的枠組みが企業のレバレッジ比率に有意な影響を与えていることを意味します。従来からの資本構成の決定要因を独立変数、レバレッジを従属変数とする回帰分析の自由度調整済み決定係数は、モデルの内容に応じて 25~39%の範囲内です。これに対し、企業の固定効果を独立変数、レバレッジを従属変数とする回帰分析の自由度調整済み決定係数を見ると、レバレッジ比率のばらつきの 70%は企業の固定効果のみで説明できることが分かります。レバレッジ比率のばらつきのほとんどは従来からの資本構成の決定要因では説明で

きず、非観測因子によって説明されるのです。

資本構成の決定要因：非公開企業の分析から

資本構成の理論では、資金調達の決定の違いは企業固有の複数の特徴と関連するとされています。企業固有の特徴という点では公開企業と非公開企業に違いはないかもしれませんが、非公開企業は資金調達源が限られています。公開企業は外部の資本市場を利用して一般市民から自己資本を調達できます。非公開企業は外部の株式・債券市場を限定的にしか利用できません。非公開企業は情報が開示されないため、情報の非対称性が公開企業よりかなり大きくなります。非公開企業によく見られる情報の非対称性と所有権の集中により、非公開企業の借り入れコストも増加するでしょう。そのため、こうした違いが非公開企業と公開企業の資本構成に影響を与えるかどうかを検討することが重要です。

この研究の目的は、日本の非公開企業が下す資本構成の決定に影響を与える要因を見つけ出すことです。企業が外部の株式市場にアクセスできることは資本調達の選択にどのような影響を与えるでしょうか。この研究では、日経 NEEDS データベースから取得した非公開企業のデータと、1980～2014年に東証一部に上場されていた公開企業をサンプルとしました。

この研究では、レバレッジの非常に高いポートフォリオ、高いポートフォリオ、中くらいのポートフォリオ、低いポートフォリオのレバレッジ比率がいずれも長期間にわたって安定していることが分かりました。レバレッジが非常に高いポートフォリオと低いポートフォリオとのレ

レバレッジ比率の差は、初期に最大になります。レバレッジが低いポートフォリオを除き、すべてのポートフォリオのレバレッジ比率に減少傾向が見られます。非公開企業のレバレッジ比率は公開企業より高い持続性を示します。

回帰分析の結果によると、初期のレバレッジは将来のレバレッジ比率と有意に正の関係にあります。非公開企業のレバレッジ比率のばらつきのうち約 48%は初期のレバレッジ比率で説明できます。従来からの資本構成の決定要因のうち、収益性はレバレッジと負の関係にあり、企業の規模、有形固定資産比率、事業年数、業界のレバレッジの中央値と正の関係にあります。企業の将来の成長機会を示す代理変数である売上高成長率は、レバレッジと有意に正の関係にあります。「非公開企業」の標示変数は有意に正の関係にあり、非公開企業のレバレッジ比率が公開企業のレバレッジ比率より有意に高いことを示します。レバレッジ比率のばらつきは、従来からの資本構成の決定要因によって説明できる範囲の2倍以上が非観測因子によって説明されます。

現金配当の変更が株価に与えるアナウンス効果：ダッカ証券取引所のデータから

配当支払いの背後にある動機は非常に曖昧です。多くの場合、配当に掛かる税はキャピタルゲインに掛かる税より高くなります。株主から見ると、配当は投資家の富を減らすため、配当よりキャピタルゲインの方が好ましいはずですが、初期の経験的データによると、配当の支払いは株価に甚大な影響を与えます (Pettit, 1972; Aharony and Swary, 1980)。増配が発表されると株価が上がり、減配では下がります。このような株式市場の反応の背後にある原理は、情報シグナリン

グ仮説とフリーキャッシュフロー仮説という 2 つの有名な仮説で説明されてきました。

この研究の目的は、ダッカ証券取引所に上場されている企業の配当の発表に対して株価がどう反応するかを確かめることです。ダッカ証券取引所に上場されている企業の経営者と株主との間の情報の非対称性を減らすための効果的なツールとして配当を使用できるかどうか注目します。

現金配当の変更が株価に与えるアナウンス効果を調べるために、イベントウインドウを配当発表日の前後3日間として標準的なイベントスタディの方法論を使用しました。研究の結果、増配が発表されても発表日に有意な異常収益は見られませんでした。増配の発表日に株主が正常収益しか得ていないことはまったく予想に反しており、シグナリング仮説に矛盾します。発表日に有意な正の異常収益が見られないことは、バングラデシュ企業の集中的な所有権構造と関係している可能性があります。所有権の集中によって株主と経営者との間の情報の非対称性が小さくなれば、配当の発表が株価に有意な影響を与えないと予想されます。ただしCAR (-20、-1) を見ると、投資家が発表前の期間に有意な正の異常収益を得たことが分かります。これは、発表前に何らかの情報が実際にリークされていることを示します。

減配は発表日の有意な負の反応と関連しており、シグナリング仮説と一致します。発表前の期間に有意な異常収益は見られません。負の異常収益は減配の発表から20日間も持続し、準強度の市場効率性に反します。この研究は、配当の情報内容がバングラデシュなどの新興市場では小さな

説明力しか持たないことを示しています。