

# 持続的増配分を含む配当支払とフリー・キャッシュ フローのエージェンシー・コスト削減効果

——仮説およびモデルの整理——

上 木 敏 正

はじめに

- I Jensen(1986a)による増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説ならびに関連する先行実証研究のレビュー
  - 1 Jensen(1986a)による増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説
  - 2 Jensen(1986a)の仮説に関連する先行実証研究のレビュー
- II Jensen(1986a)の仮説に内在する諸問題点に関する解決策の検討
- III フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト
  - 1 フリー・キャッシュフローと非収益的な資産
  - 2 フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題、エージェンシー・コスト、および経営者がエージェンシー・コスト削減を意図する理由
- IV 持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和  
方法
- V 補論
  - 1 持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む方法の  
柔軟性
  - 2 一度のみ配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込むケース

おわりに

はじめに

2020年12月現在、本邦および世界全体が武漢ウイルスとも揶揄された新型コロナウイルス(SARS-CoV-2あるいはCOVID-19)による、所謂「コロナショック」の対応に追われており、本邦においては目下の所、それに派生して生じた景気後退に対する各種経済対策が医学・公衆衛生的対応などと天秤にかけられる形で喫緊の課題となっている。

一般に、景気後退に際して企業には余剰資産が生じ、それに関連して企業内のフリー・キャッシュフロー(free cash flow)の取扱いに関する問題が生じうる。ここで、経営財務に

におけるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題に関する先駆的研究者である Jensen(1986a)によると、フリー・キャッシュフローとは、「適切な資本コストでキャッシュ・フローを割り引いたときにNPV(Net Present Value)が正になるプロジェクトのすべてに資金調達することに必要な金額を上回る余剰資金」のこととされる<sup>(1)</sup>。詳細は後述するが、端的に言えば、企業によるこのフリー・キャッシュフローの取扱いに付随する株主と経営者との間の利害対立問題をフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題と呼ぶ。そして、これには必然的に損失やコストが伴われる。それらを、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストと呼ぶ。上木(2001b, 2004)では、従来の諸研究を踏まえ、そのフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減する諸手段を提示し、それらに一定の現実的妥当性の論拠があることを示した。本稿では、いくつかの追加的な議論や必要に応じての内容の加筆・修正などと共に、その上木(2001b, 2004)に取り上げている持続的増配分を含む配当支払とフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果の議論を体系的にまとめることによる、より詳細な実証研究を実施するための仮説ならびにモデルの事前的整理を行うことにしたい<sup>(2)</sup>。

## I Jensen(1986a)による増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説ならびに関連する先行実証研究のレビュー

### 1 Jensen(1986a)による増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説

Jensen(1986a)は、企業経営におけるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の影響の大きさを指摘すると共に、その問題とさまざまな財務取引との間にある関連性について指摘している。

Jensen(1986a)は、「株主への支払は、経営者の支配下にある資源を削減し、それによって経営者の権力を削減し、企業が新規資本を得ねばならないときに行われる資本市場によるモニタリングをいっそう強化する」と述べている<sup>(3)</sup>。また、「経営者がキャッシュを資本コスト以下のプロジェクトに投じることや組織的非効率性(organization inefficiencies)<sup>(4)</sup>に浪費することよりも、むしろそれを支出する(disgorge)よう経営者を動機づける方法がフリー・キャッシュフローの利用に関する問題になる」と考えている<sup>(5)</sup>。そして、株主に対するフリー・キャッシュフローの支払手段の1つとしての増配および自社株買入消却の利用を提示している。それに関するJensen(1986a)の記述は、以下のとおりである<sup>(6)</sup>：

「かなりのフリー・キャッシュフローを有する企業の経営者は、増配や自社株の買入消却をすることができ、これらによって低収益のプロジェクトに投じられたり浪費されたりしかねない現在のキャッシュを支出することができる。このことは、将来のフリー・キャッシュフローの利用にわたる支配権を持つ経営者に任されているが、彼は、

“持続的”増配をアナウンスすることで将来のキャッシュ・フローを支出する約束をすることができる。そのような約束は希薄なものである。というのも、配当は将来削減しうるためである。資本市場が大幅な株価低下をもって減配を罰することがあれば、それはフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題と一致する。」

したがって、Jensen(1986a)が提示した増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説(以降、増配のケースを中心に、適時「Jensen(1986a)の仮説」と略記する)とは、経営者が株主へのフリー・キャッシュフローの還元手段として増配を用いること(ならびに、減配によって経営者の利用可能な資金が増加すること)である。ただし、通常、その記述については、「増配により、株主と経営者の利害対立に付随して生じるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が緩和される(ならびに、減配により、株主と経営者の利害対立に付随して生じるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が悪化する)」という、拡張的な解釈がなされている<sup>(7)</sup>。

## 2 Jensen(1986a)の仮説に関連する先行実証研究のレビュー

経営財務において、増配(配当変更)の経済的効果に関する実証研究についてはさまざまなものが行われてきているが、それらのうちでJensen(1986a)の仮説に関連づけて行われた先行実証研究に相当するものは、Lang and Litzenberger(1989；以降、「LL」と略記する)による「増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説」に関する実証研究である。

LL(1989)の研究は、アナウンスメント効果(announcement effects)を中心にして行われたそれまでの配当変更の経済的効果等に関する一連の実証研究に対するフリー・キャッシュフロー仮説による再検討として位置づけられる<sup>(8)</sup>。すなわち、LL(1989)は、情報シグナリング仮説(information-signaling hypothesis)による解釈が主流であった“通常”の配当変更(単なる増配・減配)のアナウンスメント効果において市場へ伝達される情報の内容が企業による過大投資(overinvestment)の程度の変化ないし投資政策の変更であると考え<sup>(9)(10)</sup>、そのアナウンスメント効果に関する実証的解釈を捉え直そうとした。

LL(1989)は、Jensen(1986a)の仮説を直接実証することの困難性を克服するために、それを「過大投資仮説(overinvestment hypothesis)」に変換して実証研究を行った<sup>(11)</sup>。そこで実施したさまざまな調査・分析の結果により、LL(1989)は、キャッシュフロー・シグナリング仮説(情報シグナリング仮説と同義)が支持されず、概ね過大投資仮説が支持されると結論づけている。このLL(1989)の実証結果と解釈を受ける形で、Howe, He, and Kao(1992；以降、「HHK」と略記する)とDenis, Denis, and Sarin(1994；以降、「DDS」と略記する)がJensen(1986a)の仮説に関する実証研究を実施している<sup>(12)</sup>。

まず、HHK(1992)は、配当変更や自社株買入消却のアナウンスメント効果に関する先行実

証研究をレビューして、それらの中で有力視されているもしくは支配的な仮説が情報シグナリング仮説であることを指摘する<sup>(13)</sup>。次いで、“通常の配当変更”のアナウンスメント効果に関するLL(1989)の実証研究をレビューし、これに関連づける形で、HHK(1992)は、自己の研究の目的が株主への現金引渡取引という意味では同義で、より大掛かりな再起性の薄い財務取引、すなわちSDD(specially designated dividend; 臨時配当)や自社株買入消却のアナウンスメント効果に対するLLの議論の拡張であることを述べている<sup>(14)</sup>。そして、そこで実施したさまざまな調査・分析により、HHK(1992)は、そのSDDについて、LL(1989)とは対照的に、情報シグナリング仮説の実証的支持があり、過大投資仮説の実証的支持がせいぜい部分的なものに留まることを結論づけている。

一方、次のDDS(1994)は、最初に配当変更アナウンスメントと株式価格の変化(stock price changes)との間のポジティブな関連性がよく実証的に提示されることに触れて<sup>(15)</sup>、それを説明する3つの仮説、すなわちキャッシュフロー・シグナリング仮説、過大投資仮説、そして配当顧客仮説(dividend clienteles hypothesis)について検討することを述べている<sup>(16)</sup>。キャッシュフロー・シグナリング仮説と過大投資仮説に関連付けて言えば、DDS(1994)の実証研究は、LL(1989)の調査に対する相対的に大きなサンプル数での再調査に相当する。そして、そこで実施したさまざまな調査・分析の結果により、DDS(1994)は、自己の諸調査結果がキャッシュフロー・シグナリング仮説と配当顧客仮説を支持するが、過大投資仮説をほとんど支持しないものであると解釈した。

以上に示したLL(1989)、HHK(1992)、およびDDS(1994)の実証研究には、増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説の実証可能な形式への変換と、増配(配当変更)のアナウンスメント効果に関する実証研究としての貢献という意義がある一方で<sup>(17)</sup>、いくつかの問題点を有している。すなわち、まず、実証研究の対象となるJensen(1986a)の仮説に内在する問題点として、経営者がエージェンシー・コスト削減を図る動機を明示していないこと、ならびに増配とエージェンシー・コスト削減効果との間の因果関係が詳細かつ明確な論理構造をもって示されていないことなどがあり、そして、諸実証研究において、Jensen(1986a)の仮説に内在するそれらの問題点が克服されていないこと、それゆえに「増配がフリー・キャッシュフローの支出と何らかの関連を有している可能性があること」以上に有益な推論を提供するに至っていないことなどの問題点がある<sup>(18)</sup>。

また、上記の先行実証研究は欧米のそれらであるが、本邦においても増配(配当支払)とフリー・キャッシュフローとの間の関係を考慮した実証研究が報告されている。ここでは、上野・馬場(2005)、牧田(2006)、石川(2007)、および花枝・芹田(2008)について、端的に取り上げることにしたい。

まず、上野・馬場(2005)は、1990年代以降の東京証券取引所第1部上場企業による配当政

策を含む株主還元策の決定要因を分析しようとした。そこで行った総資産営業利益率や有利子負債比率などの調査・分析の結果、上野・馬場(2005)は、(上野・馬場が想定する)フリー・キャッシュフロー仮説が配当政策について整合的な解釈の可能なものであることを結論づけている。

次の牧田(2006)は、1991年度から2000年度の東京証券取引所第1部上場企業を対象として、配当政策変更の決定要因を実証的に分析しようとした。そこで実施した統計的分析により、牧田(2006)は、増配については(牧田が想定する)フリー・キャッシュフロー仮説を支持しない結果が得られたとしている。

また、石川(2007)は、本邦企業の配当政策が株式市場に及ぼす影響を実証的に分析しようとした。端的に述べると、その1984年から1998年までの東京証券取引所第1部上場企業における3月期決算企業を対象とした調査・分析により、石川(2007)は、(石川が想定する)フリー・キャッシュフロー仮説による説明が可能なケースもあるという結果を得ている。

そして、花枝・芹田(2008)は、2006年3月15日時点での本邦上場企業を対象に、財務政策(戦略的に最も重要視する財務的目標など)とペイアウト政策(payout policy; 配当や自社株買いなど)に関するアンケート調査を行い、その内容を分析した。その結果、花枝・芹田(2008)は、配当についてはフリー・キャッシュフロー仮説を支持しない結果が得られたとしている。

このように、本邦においてもさまざまな観点からフリー・キャッシュフローと増配(配当支払)に関連した実証研究が実施されているが、それらにおいても前述したJensen(1986a)の仮説に内在する問題点ならびにLL(1989)、HHK(1992)、およびDDS(1994)の研究に内在していた実証研究上の諸問題点が解決されることはなかった<sup>(19)</sup>。

## II Jensen(1986a)の仮説に内在する諸問題点に関する解決策の検討

前述したように、増配(配当変更)とフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の関係について検討した前掲先行実証研究において、Jensen(1986a)の仮説に内在する2つの問題点が解決されることはなかった。端的に言えば、それら2つの問題点とは以下のものである：

問題点Ⅰ：Jensen(1986a)の仮説においては、経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を緩和する動機が示されていないこと。

問題点Ⅱ：Jensen(1986a)の仮説においては、増配とフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の緩和との間の因果関係が詳細かつ明確な論理構造をもって示されていないこと。

当然ながら、講じるべきフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段は、上記諸問題点を克服した内容でなければならない。それを示すためにはまず、問題点Ⅰを解

決することが必要になる。なぜなら、問題点Ⅰが解決されてはじめて問題点Ⅱの克服を試みることができるためである。より具体的に言えば、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を緩和することに対する経営者の動機がなければ問題緩和手段が講じられることはなく、また実行動機のない問題緩和手段を講じても意義が生じないため、まず、企業に生じうるフリー・キャッシュフローとの間の関連性を考慮しつつ、経営者によるその実行動機を示すことが必要になる。そして、この問題点Ⅰを解決するためには、従来明示されていなかったフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを明確に定義すること、更にはフリー・キャッシュフローの定義を再検討することが必要になる。なぜなら、Jensen(1986a)は、「フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト」の用語を用いているにもかかわらず、それがいかなるものであるかを明確に定義していない、つまりJensen(1986a)の論文においては、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の緩和を検討する際の中心的検討事項である、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが明確に定義されていないためである。

これについて、「Jensen(1986a)はキャッシュ(cash；現金)としてのフリー・キャッシュフロー自体がエージェンシー・コストであることを暗黙的な定義としている」と見なしても、以下に示す議論からすると、そのようなキャッシュのみからなることを前提としたフリー・キャッシュフローにそのエージェンシー・コストを限定することは適切になると考えられる<sup>(20)</sup>。すなわち、前章に示したように、Jensen(1986a)は、経営者が増配と自社株買入消却の必要資金にフリー・キャッシュフローを用いることができ、それによってNPVが負となる非収益的な(投資)プロジェクトへ投じられたり浪費されたりしかねない現在のキャッシュを支出しうることを述べている。また、Jensen(1986a)は、純粋な新規負債発行による資金調達を、経営者の下に新たな「余剰資金」を追加することを意味しうるために、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を悪化させる財務取引になることも述べている<sup>(21)</sup>。それらの記述は、「Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローが実質的にキャッシュに限定されていることを暗黙的に示している」という解釈をもたらすものである。しかしながら、現実の企業は通常、そのキャッシュを投下した後の投資プロジェクトからなる状態にあると考えられうるが、Jensen(1986a)の定義からはより現実的な状況である投資プロジェクトに既に投下されているその状態について言及することができない。必然的に、フリー・キャッシュフローが非収益的な投資プロジェクトに既に投下されている場合と状況について、更に、事実その投資プロジェクトがエージェンシー・コストに該当する場合と状況についても言及することができない。現実には、企業が資金投下後の投資プロジェクトからなる状態にあることを前提にすると、「適切な資本コストでキャッシュ・フローを割引いたときにNPVが正になるプロジェクトのすべてに資金調達することに必要な金額を上回る余剰資

金」と、その余剰資金が投下される「NPVが非正になるプロジェクト」は実質的に同じものであり、またキャッシュでない場合に「NPVが非正になるプロジェクト」も流動化しうることを前提にすると、投下された「事後」の状態を検討対象とすることは本質的な問題にはならないと考えられることにもかわらず、である。

したがってまず、Jensen(1986a)によるキャッシュのみからなるとするフリー・キャッシュフローの「事前的な状態」の定義を改善し、Jensen(1986a)において定義されていなかったそのエージェンシー・コストを明確に定義することが必要である。それから、経営者がなぜフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する行動をとるのかについての理由と状況を明示する。これらを、次章において検討する。その後、それらの議論に基づいて、持続的増配分を含む配当支払を用いたフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段を講じる。すなわち、持続的増配分を含む配当支払を利用することにより、経営者は、一定の効果の生起と共にフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減しうることを明示する。

### III フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト

#### 1 フリー・キャッシュフローと非収益的な資産

先に述べたように、Jensen(1986a)によれば、フリー・キャッシュフローとは、「適切な資本コストでキャッシュ・フローを割り引いたときにNPVが正になるプロジェクトのすべてに資金調達することに必要な金額を上回る余剰資金」のこととされる。これは、企業が投資プロジェクトに「キャッシュ」を投下する前の「事前的な状態」におけるフリー・キャッシュフローの定義にほかならない。しかしながら、企業が現実にはキャッシュのみならず多種多様な物的個別資産により構成されることを考えると、それは、現実の状況下において企業に内在する資産(投資プロジェクト)のうち<sup>(22)</sup>、NPVが非正になる非収益的な資産と同義のものであると見なすことができる。

すなわち、Jensen(1986a)のフリー・キャッシュフローの定義は、企業の保有する投資プロジェクトとその収益性(NPV)を選択基準とする、投資プロジェクトに投下する前の事前的なキャッシュとしての定義にほかならない。その定義が前提にする企業の構造をJensen(1986a)は示していないが、それは、企業の請求権の部分を単なる資金表示に置き換えた貸借対照表的形式の構造の図、つまりJensen(1986a)が前提にしている資金(キャッシュ)の側面に加えてストックの側面を持つ二面的構造の図に表すことができる。具体的に示すならば、それは、以下の図3.1(a)のように表すことができる：

図3.1(a) フリー・キャッシュフローの二面的構造

<u>ストック</u>	<u>資金</u>
収益的な資産 (A)	
非収益的な資産 (F)	Jensen(1986a)の 定義するフリー・ キャッシュフロー (f)

ただし、ストックについて、以下のことを仮定している：

- (i) ストックは、多数の企業内資産(投資プロジェクト)からなる。
- (ii) 任意の企業内資産  $A_g$  と  $A_i$  ( $g \neq i$ ) について、それらの獲得しうる収益間に相関関係はなく、また次に示す例外以外は分離可能なものである。すなわち、その例外とは、他の企業内資産における個別資産と分断しがたい個別資産であり、その分断しがたいものを含む、他の任意の企業内資産または個別資産の獲得しうる収益に何ら影響を及ぼすことのないものである<sup>(23)</sup>。
- (iii) 任意の企業内資産の NPV は、任意の時点で測定ないし推定可能である。

ストックと資金それぞれの価額を面積もしくは縦の長さによって表す形で併記したこの図3.1(a)は、Jensen(1986a)の定義が前提にしている企業の構造を端的に表している。なぜなら、ストック側がそれに述べられている「(投資)プロジェクト」に対応し、資金側がそれに述べられている「キャッシュ・フロー」に対応するためである。この図は転じて、資金を資産に投下する前の状態(事前;資金側)と投下した後の状態(事後;ストック側)を併記した図と



見なすことができる<sup>(24)</sup>。この図 3.1(a)において、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローは、NPV が正になる収益的な資産に投下する資金ではない部分の資金( $f$ )に相当する。そして、対応するストック側の部分、すなわち NPV が非正になる非収益的な資産( $F$ )は、そのフリー・キャッシュフロー( $f$ )が投下されることによって具体化される資産(投資プロジェクト)であることが示されている。

図 3.1(a)の内容は更に、企業内資産を一定時点における清算価値として表記した状況であると換言することができる<sup>(25)</sup>。しかしながら、それは、企業が継続体であるときの、その資産を「一定時点で評価する場合」においても同じことである。そして、継続体として存続しているとき、通常、企業は投下前の資金からなる状態ではなく、それを投下した後の資産からなる状態にある。したがって、Jensen(1986a)の定義における、(投資)プロジェクトに投下する前の事前的なキャッシュ(・フロー)としてのフリー・キャッシュフローは、資産ないし投資プロジェクトからなる現実の継続体企業に内在する、投下後の「事後的な」非収益的な資産と同義のものであると見なすことができる。本稿では、上述した議論より導かれる、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローとの同義性の下で資産ないし投資プロジェクトからなる現実の継続体企業に内在する非収益的な資産を実質的な検討対象として取り上げる。なお、当然ながら、この議論は、非収益的な資産がキャッシュ(現金)の形態をとることもありうることを暗黙的に示している<sup>(26)</sup>。

そして更に現実的な観点を取り入れると、この非収益的な資産は、収益性の性質に関し、少なくとも2つのタイプに分類しうるということが示されうる。すなわち、非収益的な資産において、十分な資源(労力や資金など)を投下することによって収益的な資産に転化する資産が存在する可能性がある。それは、その性質からして、潜在的に収益的な資産あるいは擬似的に非収益的な資産と呼ぶことができる。本稿の以降の議論に関連づけて換言すると、この潜在的に収益的な資産とは、次章に提示する「経営者管理効果」が生じた結果として収益的な資産に転化する資産のことである。ただし、この潜在的に収益的な資産は、上記経営者管理効果のような何らかの作用を受けて収益性を回復する前の状態では完全に非収益的な資産と変わるところがないので、フリー・キャッシュフローのカテゴリーに分類されるものである。その一方で更に、その企業においてはいかようにしても収益性が回復されない完全に非収益的な資産も存在しうる。これこそが、真の意味でフリー・キャッシュフローに対応する非収益的な資産である。

以上に述べたような非収益的な資産に分類される2種類の資産が存在することを前提にすると、前掲図 3.1(a)は、次の図 3.1(b)のように書き換えることができる：

図3.1(b) 細分化したフリー・キャッシュフローの二面的構造

<u>ストック</u>	<u>資金</u>
収益的な資産 (A)	
潜在的に 収益的な資産 (PFCF)	擬似的フリー・ キャッシュフロー (Pfcf)
完全に 非収益的な資産 (FCF)	真実のフリー・ キャッシュフロー (fcf)

図 3.1(b)において、非収益的な資産に分類される潜在的に収益的な資産および完全に非収益的な資産は、それぞれストック側の PFCF と FCF のように位置づけられる。その一方で、それらに対応する投下前資金、すなわち Jensen(1986a)の定義したフリー・キャッシュフローに相当する2種類の資金も存在する。それらは、資金側の Pfcf および fcf に位置づけられるものであり、それぞれ対応する投下後資産の特徴に関連づけて、擬似的フリー・キャッシュフローおよび真実のフリー・キャッシュフローと呼ぶことができる。

したがって、本稿では、フリー・キャッシュフローを検討対象とするものの、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローとの同義性の下で資産ないし投資プロジェクトからなる現実の継続体企業に内在する2種類の非収益的な資産を実質的な検討対象として取り上げる。以降の議論において明らかになるが、これによって、フリー・キャッシュフローのエンジェンシー・コストが削減されるとはいかなる意味と内容のものであるかなどが明示できるようになる。なお、議論の内容の関係上、以降では、潜在的に収益的な資産と擬似的フリー・キャッシュフローならびに完全に非収益的な資産と真実のフリー・キャッシュフローの対応する各用語について、議論の文脈に合わせてそれぞれを適時、代替的に用いてゆく。

そして、本稿では、貸借対照表の構造下で、上記図 3.1(b)の左半面の構造をなすストックを借方に有し、かつ資金ではなく任意の請求権(株式のみ、あるいは株式と負債)を貸方に有する企業をフリー・キャッシュフロー保有企業として定義する。ここで、このフリー・キャッシュフロー保有企業の任意の時点における総資産(価額)は、以下のように表すことができる：

$$V_A = A + \text{PFCF} + \text{FCF} \quad \dots(3.1)$$

ただし、

$$\begin{aligned} V_A &: \text{企業の総資産} & A &: \text{収益的な資産}^{(27)} \\ \text{PFCF} &: \text{潜在的に収益的な資産(擬似的フリー・キャッシュフロー)} \\ \text{FCF} &: \text{完全に非収益的な資産(真実のフリー・キャッシュフロー)} \end{aligned}$$

なお、議論の単純化のため、以降では、PFCF と FCF の NPV が非正ではなく負であることを仮定する。

また、資本構成を所与とするとき、このフリー・キャッシュフロー保有企業の任意の時点における総資本ないし総資産の価額は、それぞれ以下のように表すことができる：

$$V_{C,U} = S_U = V_{A,U} \quad \dots(3.2)$$

$$V_{A,U} = A_U + \text{PFCF}_U + \text{FCF}_U \quad \dots(3.2)'$$

$$V_{C,L} = B + S_L = V_{A,L} \quad \dots(3.3)$$

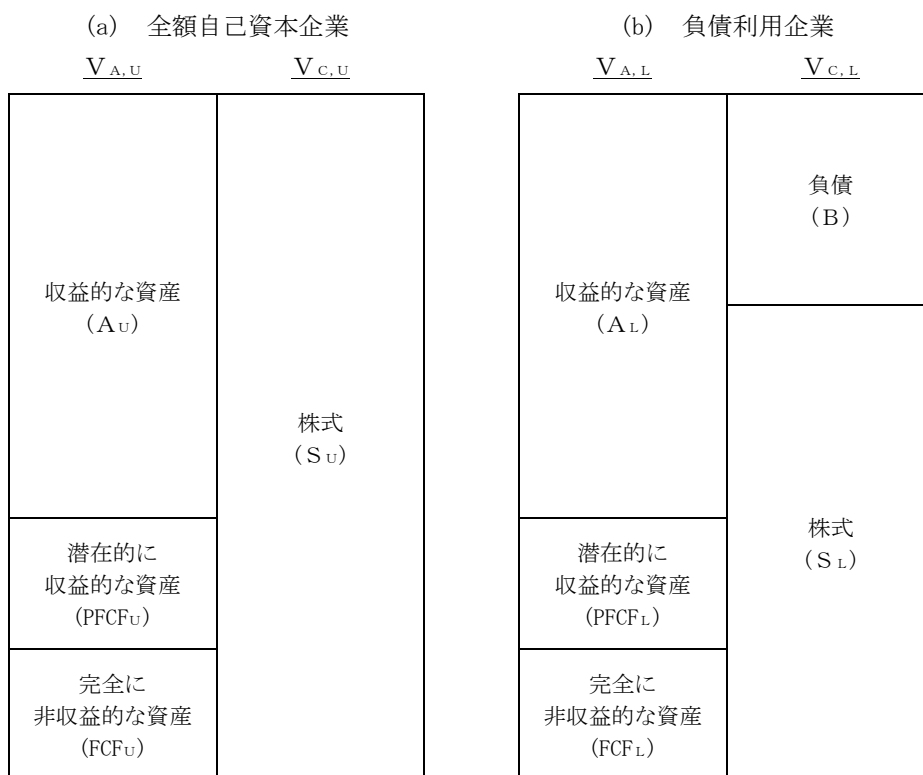
$$V_{A,L} = A_L + \text{PFCF}_L + \text{FCF}_L \quad \dots(3.3)'$$

ただし、

$$\begin{aligned} V_C &: \text{企業の総資本} & B &: \text{負債(価値総額)} & S &: \text{株式(価値総額)} \\ V_{C,U} &: \text{全額自己資本企業の総資本} & V_{A,U} &: \text{全額自己資本企業の総資産} \\ V_{C,L} &: \text{負債利用企業の総資本} & V_{A,L} &: \text{負債利用企業の総資産} \end{aligned}$$

ここで、記号の添え字UとLは、それぞれ全額自己資本企業(Unlevered Firm)と負債利用企業(Levered Firm)に関する内容であることを表している。なお、貸借対照表の構造下におけるこれらの企業に関する資本・資産の状況は、次の図 3.2(a)・(b)のように表すことができる：

図3.2 フリー・キャッシュフロー保有企業



ただし、負債利用企業の資本構成は任意の水準である。

## 2 フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題、エージェンシー・コスト、および経営者がエージェンシー・コスト削減を意図する理由

前節において、本稿では、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローとの同義性により、企業内の非収益的な資産を検討対象とすることを述べた。本節ではまず、一般的に認識されているものであると思われるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストの定義を示し、それから前節に提示した企業構造に基づく、具体的なフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを定義する。

すなわち、一般に、フリー・キャッシュフローは、企業設立当初から存在するものではなく、経営活動の結果として生じるものである。例えば、企業の収益獲得に直接影響を与える外部環境の変化や経営活動の質的低下などに起因して収益性を失った投資プロジェクトに投じられるものがそれである。本来、フリー・キャッシュフローは、その所有権保有者のための収益的利用ないし適切な分配に充てられるべきであるが、それを利用することのさまざ

まな誘因に影響されるために<sup>(28)</sup>、企業により、収益性の回復もなく利用ないし保有され続ける。このような企業の行動は、資源の過剰利用を意味することから「過大投資」として特徴づけられるが、以下のような問題をもたらす<sup>(29)</sup>：

- (i) 経営活動における弊害。
- (ii) フリー・キャッシュフローの所有権保有者にとっての損失。

企業におけるそのようなフリー・キャッシュフローの非収益的利用に起因する問題は、経営活動に携わる人々の利害関係と密接に関連する。とりわけ、直接的かつ最も深く関与するものは、多くの場合において利害の対立した関係にある、企業の経営者(エージェント；agent)と株主(プリンシパル；principal)のエージェンシー関係である<sup>(30)</sup>。なぜなら、フリー・キャッシュフローの取扱いに関する裁量的な意思決定権や実行権(支配権)が実質的に経営者にある一方で、企業内資産(フリー・キャッシュフローを含む)に対する残余請求権が株主にあるためである<sup>(31)</sup>。そして、各自がフリー・キャッシュフローの利用をもって自己の富もしくは効用を高めようとするとき、フリー・キャッシュフローを利己的に利用することによって相手の効用を高めることなく自己の効用を向上させることからその両者の利害対立が生じるものと考えられる。

したがって、これまでの議論の内容から、以下のことが言えよう。すなわち、フリー・キャッシュフローを創出した企業において、収益性回復の見込みがない場合や適切な利用機会がない場合などでは、フリー・キャッシュフローは、残余請求権保有者たる株主の富として適切な取扱いに処すべきである。しかしながら、経営者は、自己の効用を高めたいがためにそれを行わず、収益性を無視してでも利己的に利用する。そして、そのような経営者の行動を認識した場合、株主は、何らかの対抗措置によって経営者にペナルティを課すと考えられる。このような状況を、一般にフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題と呼ぶ。そして、これまでの議論から推察されるように、この問題が生じるときには、さまざまな損失やコストが生じるものと考えられる。それらを、一般にフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストと呼ぶ。

上述したフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とそのエージェンシー・コストの定義は抽象的な認識内容に関する定義であり、分析対象としての具体性を欠くものである。その具体性ある定義は、前節に定義した企業構造を用いて示すことができる。

すなわち、まず、フリー・キャッシュフロー(PFCF, FCF)の存在しない当初、企業は、収益的な資産のみで構成される以下の状態にあることが示されうる：

$$V_{A,U} = A_U + A_{U,PFCF} + A_{U,FCF} \quad \dots(3.2)''$$

$$V_{A,L} = A_L + A_{L,PFCF} + A_{L,FCF} \quad \dots(3.3)''$$

ただし、 $A(\cdot)_{PFCF}$ と $A(\cdot)_{FCF}$ は、それぞれ収益性喪失前のPFCFとFCFに相当する。そして、企業における収益的な資産は、外部環境の変化などの影響を受けてその収益性を喪失したときに、PFCFやFCFに転化する。

いま、外部環境の変化などにより、フリー・キャッシュフローを保有するに至った企業を想定する。たとえ非収益的利用になろうとも、企業の経営者は、裁量的な意思決定権や実行権(支配権)を行使してそれを自己の効用を高めるために利用しようとする。しかしながら、効率的な資本市場(企業の株主)は、企業の収益獲得状況の変化等からフリー・キャッシュフローの存在を認識してその相当額(PFCF+FCF)を株価から差し引くよう作用することが考えられる<sup>(32)</sup>。なぜなら、セミストロング型の効率的市場(the efficient market of semi-strong form)であるとき<sup>(33)</sup>、資本市場は、フリー・キャッシュフロー総額(PFCF+FCF)の真実の価額を測定しえなくとも、経営者が認識しているフリー・キャッシュフロー総額の測定値ないし推定値、あるいはそれを差し引いた後の株価(後記 $S_{U,FCF}$ ないし $S_{L,FCF}$ )については少なくとも近似的に推定しようと考えられるためである<sup>(34)(35)</sup>。

すなわち、経営者はフリー・キャッシュフロー総額を測定ないし推定しようとしても、企業との間に情報の非対称性が存在する場合、あるいは経営者と同質の情報を得ていない場合、資本市場は、その価額を完全には測定しえない。しかしながら、公表された企業の収益獲得状況等の情報からフリー・キャッシュフローが保有されていることを認識するとき、資本市場は、最初に総額の見当を付けて、株価よりそれを差し引く。この株価控除額が自己の測定値に対して過小であるとき、経営者はメリットを有するので(例えば、自己の測定値と控除額との差額を利的に利用しうること)、それらの関係に関する情報を資本市場へ伝えない。ところが、この伝達情報のないことの意味(控除額過小)を理解しているとき、資本市場は、情報が伝えられるまで連続的に控除額を増加してゆく。一方、対照的に、控除額が過小でなければ、経営者は、それが自己の測定値に対する近似値や過大推定値であることを資本市場へ伝える。更にそのケースのうち、控除額が過大である場合、前記と同様の理由により、資本市場は経営者の測定値に等しくなるまで連続的にそれを削減してゆく。したがって、いずれのケースにおいても、資本市場による「暫定的」評価値は、最終的に経営者の測定値に収束することが期待される。しかも、情報の虚偽(自己の測定値に等しくなろうとも、控除額が過大であるという虚偽の情報を資本市場へ伝えること)が資本市場に露呈した場合にペナルティが課されることを前提とすれば、これは、虚偽の情報を伝える誘因が経営者に存在する場合でさえ実現されうる。

したがって、フリー・キャッシュフローの保有されていることが資本市場に認識され、その相応額が控除される結果として、企業の株式は実際の資産価値よりも低い水準の評価を与えられる<sup>(36)</sup>。そして、そのときの企業の株価は以下のように表される：

$$S_{U,FCF} = V_{A,U} - (PFCF_U + FCF_U) = A_U \quad \dots(3.4)$$

$$S_{L,FCF} = V_{A,L} - (PFCF_L + FCF_L) - B = A_L - B \quad \dots(3.5)$$

ただし、

$S_{U,FCF}$  : フリー・キャッシュフローの存在に起因して下方修正された全額自己資本企業の株価

$S_{L,FCF}$  : フリー・キャッシュフローの存在に起因して下方修正された負債利用企業の株価<sup>(37)</sup>

ここで、将来にわたって獲得される収益の割引現在価値として資産の価値を表すときの表記形式を定義することにしたい。すなわち、その形式で記される場合の(3.4)式と(3.5)式は、それぞれ以下のように「'」を付して表すこととする：

$$S'_{U,FCF} = A'_{U} \quad \dots (3.4)'$$

$$S'_{L,FCF} = A'_{L} - B' \quad \dots (3.5)'$$

このように、一定時点での清算価値に関するこれまでの表記形式に加えて割引現在価値による表記形式も取り入れるのは、前述したように、企業内資産の収益性が任意の時点で評価される時、その割引現在価値方式で評価されることを前提としていることから、表記形式も区別する必要が生じているためである。なお、割引現在価値表記を行う場合においても、前述した資本市場と経営者の行動様式を前提にする限り、株価は、フリー・キャッシュフローが保有されていることを反映し、経営者が測定ないし推定する値を対象にして最終的に適切に評価される(つまり、下方修正される)ものと考えられる。

上述したように、企業がフリー・キャッシュフロー(PFCF, FCF)を保有するに至り、経営者がそれを利己的に利用していることに起因して株価が下方修正された状況は、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が現出したことを表している。すなわち、企業がフリー・キャッシュフローを保有するに至り、経営者がそれを利己的に利用していることに起因して株主(資本市場)が企業の本来的資産価値に等価であった株価からフリー・キャッシュフロー相当額(PFCF, FCF)を差し引く状況は、そのフリー・キャッシュフロー相当額をエージェンシー・コストとするエージェンシー問題が生じた状況であると見なされうる<sup>(38)</sup>。そして、最終的に、プリンシパルがエージェントにそのエージェンシー・コストを負担させる状況がもたらされるものと考えられる。なぜなら、株価下方修正の後に、以下のようなことが生じうるので、経営者は、最終的に自己の効用低下のペナルティを課されると考えられるためである：

- (i) 株式発行による将来の資金調達時における条件悪化の可能性生起。
- (ii) テイクオーバーされる可能性の増大<sup>(39)</sup>。

この最終的な結果を予測するとき、経営者は、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減するよう動機づけられる。換言すると、株主の効用を高めるようにフリー・

キャッシュフローを取り扱うよう動機づけられる。

したがって、企業にフリー・キャッシュフロー(PFCF, FCF)が生じ、経営者がそのエージェンシー・コスト削減を意図するに至るまでのプロセスは、以下のように述べることができる。すなわち、フリー・キャッシュフローを保有するに至った企業の経営者は、フリー・キャッシュフローを利己的に利用することによって自己の効用を高める。しかしながら、効率的市場であるとき、資本市場(企業の株主)は、公的に利用可能な情報からそれが保有されていることを認識し、企業の株価を下方修正する。その資産価値よりも低く株価が評価されることによって引き起こされるさまざまな効用低下要因により、経営者の効用は低下してゆく。それゆえに、経営者は、株主の効用を高めるようにフリー・キャッシュフローを取り扱うことによって自己の効用低下の進行を抑えようとする。

なお、換言すると、上述した状況は、フリー・キャッシュフローを保有するに至った企業においては、資本市場の効率性を前提として、株主と経営者の利害一致が「結果的に」生じることを示している。すなわち、経営者は、自己の効用低下進行を抑えるべく、フリー・キャッシュフローを株主にとっての適切な利用に資するような行動を採用する。これは、株主とは利害の対立する経営者が株主の効用向上のための行動を採ることによって自己の効用低下幅を最小化すること、つまり利己的に利用していたときよりも低下することに変わりないがフリー・キャッシュフローを株主のために適切に取り扱う場合の自己の効用がそれを行わない場合よりも高くなることに起因して行われるものである。そして、そのようなフリー・キャッシュフローの取扱いが制度的に株主の所有物とされる企業内資産の取扱いとしての意義を認められるに至ることから、株価は上方修正される。一方、株主は、経営者にフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを負担させるべく、フリー・キャッシュフロー相当額を株価より控除する行動を採る結果として、株価を下方修正する。しかしながら、株主にとってのフリー・キャッシュフローの収益的な利用に繋がるような経営者による自己の効用低下進行を抑制するための行動の採用と実施によってその収益的な利用が期待されるようになるので、株主は転じて株価を上方修正する。したがって、上記諸要因・状況が生起し作用するプロセスにおいて、株価の上方修正が株主と経営者の共通の行動目標となり、両者はそれを実現させるよう行動していることになる。この意味で、結果的な株主と経営者の利害一致が生じていると言いうる。ただし、この利害一致が生じるか否かは、株価評価機能の良否、すなわち資本市場が効率的であるか否かに依存する。

ここで、これまでの議論における重要なポイントのいくつかを整理することにしよう。すなわち、議論の帰結までのプロセスを含めて包括的に言えば、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とは、公的に利用可能な情報により企業内にフリー・キャッシュフローが保有されていることを認識するとき、資本市場(株主)がその相当額(PFCF, FCF)の株価下方



修正をすることである。また、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストとは、その株価下方修正額であるフリー・キャッシュフロー相当額のことである。そして、これまでに述べた状況は、前述したJensen(1986a)の仮説に内在する問題点の1つが解決されたことを示している。すなわち、経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する理由が、資本市場による株価下方修正によって生じる自己の効用低下の進行を抑えることにあることが明示されている。

以上、フリー・キャッシュフローについてのJensen(1986a)の定義の改善、Jensen(1986a)の論文において示されていなかったフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストの定義、そして経営者がなぜフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する行動を採るのかについての理由と状況などを明示した。その後続く検討事項として、経営者がそのエージェンシー・コストを削減する手段としてどのような方法を採用するのかが取り上げられるが、経営財務では、一般に、企業の財務取引に関連づける形でのエージェンシー・コスト削減手段を検討することが多い。その理由の1つは、企業による外部への情報伝達の議論においても同様のことが言いうるが、「可能な限り付随して生じるコストを抑える」というものである。次章では、その議論の範疇に漏れず、企業の財務取引に関連づける形でのフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段の議論を提示する。具体的に言えば、持続的増配分を含む配当支払を用いたフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段を提示する。Jensen(1986a)の仮説の内容(以降においてより丁寧に取り上げる)と比較するとより明白になるが、本稿の議論は、そこで論じられていたものよりも明確な定義づけと因果関係の提示を志向したものとなっていることが認識されよう。

#### IV 持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法

本章では、持続的増配分を含む配当支払に関連づけたフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段を検討する。その導入として、まず、Jensen(1986a)の仮説との間の「境界線」を明示する。

すなわち、第I章の記述引用部分に示したように、Jensen(1986a)は、フリー・キャッシュフローを増配に用いることやそれが将来のフリー・キャッシュフローの利用にわたる支配権を持つ経営者に任されていること、ならびに経営者が“持続的”増配をアナウンスすることによって将来のキャッシュ・フローを支出する約束をしうることを述べている(ただし、「そのような約束は希薄なものである」ともしている)。しかしながら、増配とフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果との間の関係について、それ以上のことは述べていない。したがって、仮説自体は適切であったとしても、それらからは、以下の事項に

対する明確な答えが述べられていないことの問題点が生じている。

- (i) フリー・キャッシュフローの対象がキャッシュに限定されていると考えられるため、そのみを増配に含めて株主に還元することが本当の意味でフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減したことになるのか？
- (ii) 経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する理由が述べられていないため、増配にそれを用いること自体、行われるのか？
- (iii) フリー・キャッシュフローを配当支払に織り込み株主に還元することに一定の「保証」が付けられていないので、本当にそのエージェンシー問題が緩和される方向に向かうのか？

ただし、上記問題点(ii)ならびに問題点(iii)は、前述したJensen(1986a)の仮説に生じている2つの問題点I・IIのそれぞれを改めて詳述した形のものである。

本章では、Jensen(1986a)の「増配にフリー・キャッシュフローを織り込むことができる」という仮説の続きの議論、つまり関連して生じさせることになった諸問題点を克服した内容のエージェンシー・コスト削減手段が講じられうることを示す。より丁寧に言えば、前章において、経営者が自己の効用低下の進行を抑えるためにフリー・キャッシュフロー(PFCF+FCF)のエージェンシー・コストを削減するよう動機づけられることを明示しているので、上記問題点(i)ならびに問題点(ii)の一部(経営者の動機)については解決済みである。したがって、本章では、主として問題点(ii)の残りの部分と問題点(iii)が解決されうること、つまりフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減するために増配に関連付けた方法が用いられうること、そしてそれによっていかなる状況ないし効果が生じてフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが削減されるのかを明示する。すなわち、経営者は、真実のフリー・キャッシュフロー(完全に非収益的な資産)を持続的増配分を含む配当支払に織り込んで株主に還元する方法を実行することにより、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減しうることを明示する<sup>(40)</sup>。

前述したように、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が認識されてそのエージェンシー・コストを株価の下方修正という形で負担させられた後、適正な株価評価を回復させるために経営者が採りうる手段の1つは、実際にフリー・キャッシュフロー(PFCF+FCF)を株主に還元することである。例えば、フリー・キャッシュフローを流動化して一時点ですべて株主に還元した状況を想起されたい。フリー・キャッシュフローは企業内より除去されるため、下方修正された株価は、残る収益的な企業内資産に対応する適切な水準の価額になっているはずである。そのような株主への還元によって自己の効用低下の進行を抑えようとする誘因を有する一方で、経営者は、一時点でフリー・キャッシュフローの全額を還元するこ

とがその時点においてフリー・キャッシュフローの支配権の全部を手放すことを意味するために、一時点での全額の還元を嫌忌する誘因を有していることが考えられる。したがって、経営者は、自己の効用低下の進行を抑えるための努力を強いられる状況と自己の効用を維持しないし向上させたいと欲する状況の両方に直面する。しかしながら、経営者は、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込むことにより、このような状況に対応することができる。

すなわち、経営者は、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローの一部を織り込み徐々に株主に還元して行くことにより、その取扱いに関する裁量的な意思決定権や実行権(支配権)を将来の相応期間にわたって相応に保有し続ける(それらは真実のフリー・キャッシュフローの還元と共に徐々に減少して行くことになるが)という状況を作り出すことができる。ここで、この問題緩和方法における各期の配当支払額については、配当支払額の構造形式やその設定理由などの相違により、以下のような3つのタイプを想定することができる：

$$\begin{aligned}
 [1] \quad D_t &= D_{R,t} + \delta_t = K && (\delta_t > 0) \\
 &&& (t = 1, 2, \dots, T) \\
 [2] \quad D_t &= D_{R,t} + \delta_t + \varepsilon_t = K + \varepsilon_t && (\varepsilon_t \geq 0) \\
 [3] \quad D_t &= D_{R,t} + \delta_t + \sum_{j=1}^t \tau_j = K + \theta_t && (\tau_j > 0) \\
 &&& (j = 1, 2, \dots, t) \\
 &&& (\sum_{j=1}^t \tau_j = \theta_t) \\
 &&& (\theta_t > 0)
 \end{aligned}$$

ただし、

$D_t$  : 支払額変更アナウンス後の各  $t$  期における配当支払額<sup>(41)</sup>

$D_{R,t}$  : 各  $t$  期の利益から支払う妥当な純配当額<sup>(42)</sup>

$K$  : 真実のフリー・キャッシュフロー還元額を含む支払配当の基準額

$T$  : 持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込んで株主に還元する方法の実施期間最終期<sup>(43)</sup>

$\delta_t$  :  $D_{R,t}$ に加えて  $K$ を達成するための、各  $t$  期における真実のフリー・キャッシュフロー還元額

$\varepsilon_t$  : 配当支払額[2]の各  $t$  期において、可変的な金額で付加的に支払う真実のフリー・キャッシュフロー還元額

$\sum_{j=1}^t \tau_j$  : 配当支払額[3]の各  $t$  期において、追加的に支払う真実のフリー・キャッシュフロー還元額

そして、これら3つのタイプの配当支払額に基づく問題緩和手法(配当支払方法)は、それぞれ以下のように明記することができる<sup>(44)</sup>：

方法[1]：妥当な純配当額( $D_{R,t}$ )に真実のフリー・キャッシュフローの一部( $\delta_t$ )を付加した一定の支払基準額( $K$ )を、1期から $T$ 期まで毎期支払う方法。

方法[2]：毎期何らかの条件に依存する可変的な還元額( $\varepsilon_t$ )を $K$ に加えて支払う方法。

方法[3]：一期毎の還元増分額( $\tau_j$ )を累積させた金額( $\theta_t$ )を毎期 $K$ に加えて支払う方法。

因みに、配当支払額の構造形式からは、方法[2]が一般的な形式であると言うことができる。なぜなら、方法[2]における $\varepsilon_t = 0$ のケースが方法[1]であり、方法[2]における $\varepsilon_t = \theta_t$ のケースが方法[3]になるためである<sup>(45)</sup>。

先に述べたように、企業内にフリー・キャッシュフローが保有されていることを資本市場が認識した当初、真実のフリー・キャッシュフローは、その利用を方向づける立場において優位にある経営者の占有物と見なされていた。しかしながら、株主への還元が約束(アナウンス)されたために、資本市場は、これを株式評価の対象資産に加え戻すことが期待される<sup>(46)</sup>。

この状況について、通常は減配に対する制度的なペナルティが存在しないので、一見配当支払額の維持はまったく保証のない不確実なものであるように見受けられる。しかしながら、以下の諸理由により、その維持は暗黙的に保証されているものと考えられる。すなわち、減配時には再度の株価下方修正が予測されるので、経営者は、この方法の実施決断時において既に支払額の維持を動機づけられている。また、資産収益性低下の結果として純配当額( $D_{R,t}$ )を削減する必要が生じるときにおいても、還元額( $\delta_t$ )の増加をもってそれを補填することができる。

そして、もし、毎期における真実のフリー・キャッシュフロー還元額( $\delta_t$ )が予想外に増加するのであれば、経営者が真実のフリー・キャッシュフローから得ている効用は低下することになる。これに対して、経営者は、予め純配当額( $D_{R,t}$ )を増加させて真実のフリー・キャッシュフロー還元額( $\delta_t$ )を低水準に抑制することにより、還元期間にわたって弾力的に対応することができる<sup>(47)</sup>。ただし、他の企業内資産( $A, PFCF$ )の予期せぬ収益性低下、あるいは非収益的資産への転化(収益性低下の極端なケース；フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト再発生)が予想外の還元額増加の原因になるので<sup>(48)</sup>、純配当額の増加は、収益的であることを条件とした各資産の収益性向上に裏づけられなければならない。それゆえに、経営者は、潜在的に収益的な資産の収益性回復更には収益的な資産の収益性向上(最高の収益性が実現されていないために向上可能であれば)を試みると考えられる<sup>(49)</sup>。それらを実現するために、経営者は、経営活動において効率性指向の行動を採るよう動機づけら

れる。これを「増配の持続に向けての経営者管理効果」と定義する<sup>(50)</sup>。

一般に、経営者の経営努力水準が高ければ高いほどその成果(資産収益性)の水準もますます高くなるために、資本市場は、収益性回復の期待される潜在的に収益的な資産(PFCF)も株式評価の対象資産に加え戻すと考えられる<sup>(51)</sup>。結果として、フリー・キャッシュフローの存在に起因して相当額(PFCF+FCF)を下方修正された株価は、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法の実施がアナウンスされた時点で、それらを評価対象に加え戻した実際の企業の資産価値に対応する適正な水準に修正される<sup>(52)</sup>。換言すると、その時点で、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストは削減される。

ここで、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果を整理しよう：

効果Ⅰ：経営者が真実のフリー・キャッシュフロー(完全に非収益的な資産)を株主のために適切に取り扱うこと。

効果Ⅱ：財務取引(ここでは、増配、すなわち持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む方法)の実施によって更なる収益獲得の必要性が生じるために、経営活動において効率性指向の行動を採るよう経営者が動機づけられる結果として、潜在的に収益的な資産の収益性回復更には収益的な資産の収益性向上(最高の収益性が実現されていないために向上可能であれば)が期待されること。

言うなれば、効果Ⅰは、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを直接的に削減するものであり、効果Ⅱは、それを間接的に削減するものである<sup>(53)(54)</sup>。なお、改めて述べるが、先の問題点Ⅰが解決された旨の議論を考慮すると、この問題緩和方法(配当支払政策)の実施により効果Ⅰ・Ⅱが生起する結果としてフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが削減されるという議論において、以下のように、前述した問題点Ⅱが克服されていることを認識することができる：

「経営者が資本市場(株主)による株価下方修正によって生じる自己の効用低下の進行を抑えるために持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法を実施することにより効果Ⅰと効果Ⅱが生じる結果として、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが削減される」

そして、これらの効果の生起によって修正された株式評価の対象資産について、実際に効果Ⅱの生じた後では、その収益的な資産や潜在的に収益的な資産の収益性は高められていると期待される<sup>(55)</sup>。したがって、資本市場が効果Ⅰ・Ⅱ生起後の状態を評価に織り込むとき、アナウンス時における企業の総資産価値( $V_{A,DIV}$ ;  $DIV = \text{dividend}$ )は、以下のように表す

ことができる<sup>(56)</sup>：

$$V_{A, DIV} = A_{DIV} + A_{PFCF, DIV} + FCF_{DIV} \quad \dots (4.1)$$

ただし、

$A_{DIV}$ ：経営者管理効果の生起によって収益性が向上するという期待を織り込んで評価される、アナウンス時の収益的な資産の市場価値 ( $A_{DIV} \geq A$ )

$A_{PFCF, DIV}$ ：経営者管理効果の生起によって収益性が向上した結果、収益的な資産へ転化するという期待を織り込んで評価される、アナウンス時の潜在的に収益的な資産の市場価値 ( $A_{PFCF, DIV} > PFCF$ )

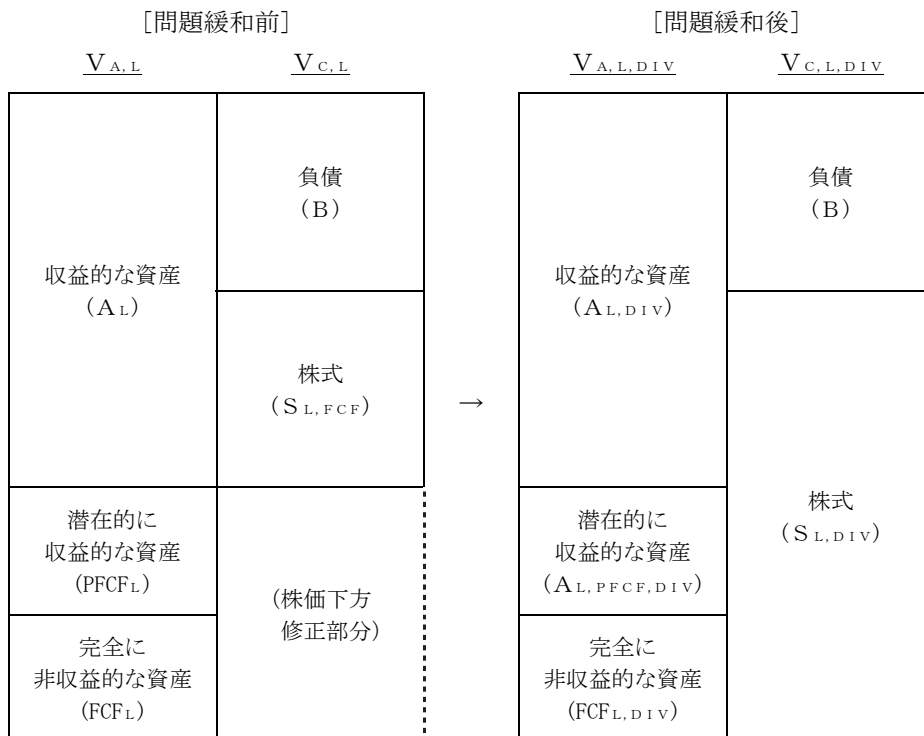
$FCF_{DIV}$ ：配当支払に織り込む方法による還元を約束された真実のフリー・キャッシュフローの市場価値 ( $FCF_{DIV} < FCF$ )

因みに、効果Ⅰ・Ⅱ生起前後、すなわちこの問題緩和手段実行前後における企業内資産と株式の価値の変化状況は、上記の内容に基づく次の図4.1(a)・(b)のように表すことができる：

図4.1(a) フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題緩和前後における企業内資産と株式の価値の変化状況(全額自己資本企業)

[問題緩和前]			[問題緩和後]	
$V_{A,U}$	$V_{C,U}$		$V_{A,U,DIV}$	$V_{C,U,DIV}$
収益的な資産 ( $A_U$ )	株式 ( $S_{U,FCF}$ )	→	収益的な資産 ( $A_{U,DIV}$ )	株式 ( $S_{U,DIV}$ )
潜在的に 収益的な資産 ( $PFCF_U$ )	(株価下方 修正部分)		潜在的に 収益的な資産 ( $A_{U,PFCF,DIV}$ )	
完全に 非収益的な資産 ( $FCF_U$ )			完全に 非収益的な資産 ( $FCF_{U,DIV}$ )	

図4.1(b) フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題緩和前後における  
企業内資産と株式の価値の変化状況(負債利用企業)



そして、将来にわたって獲得する収益の割引現在価値によって資産が評価されるとき、先の(4.1)式は、次の(4.2)式のように書き換えることができる：

$$V'_{A,DIV} = A'_{DIV} + A'_{PFCF,DIV} + FCF'_{DIV} \quad \dots(4.2)$$

ここで、 $FCF'_{DIV}$ は、配当支払に織り込む形で還元されるFCF(先の注(5.2)に示したように、効果Iによって内容ないし質を変化させられうる)の、株主にとっての割引現在(市場)価値である<sup>(5.7)</sup>。因みに、この割引現在価値の表記方法を用いると、各配当支払方法における真実のフリー・キャッシュフローの価額と配当織込価額との間の関係は、それぞれ以下のように表すことができる：

$$\text{方法[1]} \quad FCF'_{DIV} = \sum_{t=1}^T \frac{\delta_t}{(1+\rho)^t}$$

$$\text{方法[2]} \quad FCF'_{DIV} = \sum_{t=1}^T \frac{\delta_t + \varepsilon_t}{(1+\rho)^t}$$

$$\text{方法[3]} \quad \text{FCF}'_{\text{DIV}} = \sum_{t=1}^T \frac{\delta_t + \theta_t}{(1 + \rho)^t}$$

ただし、

$\rho$  : 割引率として用いられる資本コスト

以上、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフロー(完全に非収益的な資産)を織り込んで株主に還元することは、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段になることを示した。その議論が先に述べた Jensen (1986a) の仮説に生じている問題点 (i)・(ii)・(iii) を解決したものとなっていることは明らかである。すなわち、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が資本市場に認識され株価が下方修正された後、経営者は、自己の効用低下の進行を抑えるために、フリー・キャッシュフローを株主にとって適切な利用に資することを動機づけられている。その方法の1つとして、フリー・キャッシュフローをすべて一時点で株主に還元することが考えられるが、経営者は、最終的には全額を還元するとしても、その支配権の少なくとも一部を可能な限り保有し続けたいという誘因も少なからず有している。それらの兼ね合いから、フリー・キャッシュフローの段階的な還元を図る(徐々に還元してゆこうとする)ことも考えられうるが、その具体的な方法として、経営者は、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込んで株主に還元する方法を用いることができる。この方法には、将来にわたっての真実のフリー・キャッシュフローの還元を株主に約束し(最終的にはその全額を還元することになるが)、かつ企業の本来的利益の一部を含むものとなることから、将来にわたる一定の拘束力と実行可能性の保証された方法という意味が生じる。したがって、それを実施することには、効果 I が生起する、すなわち企業のすべての株主に対して真実のフリー・キャッシュフローが還元されると共に、収益性低下に起因する減配や債務不履行の生起可能性を低めるべく、付随的な効果 II、すなわち経営者をしてその予備的防御行動である効率性指向の行動を採るよう動機づける効果が生じる結果として潜在的に収益的な資産の収益性回復更には収益的な資産の収益性向上(最高の収益性が実現されていないために向上可能であれば)が期待されることから、企業の株価は、真実のフリー・キャッシュフローの価額に加え更に潜在的に収益的な資産の価額を含むその資産価値に対応した適切な水準に評価替えされると考えられる。換言すると、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題が緩和された状態になる。

## V 補論

### 1 持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法の柔軟性<sup>(58)</sup>

持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法



を実行した時、現実的には、任意の  $h$  期末において本来的配当（純配当額）と支払配当の基準額が少なくとも近似的に等しくなる“ $D_{R,h} \doteq K$ ”という状況、すなわち真実のフリー・キャッシュフロー還元額が近似的にゼロになる“ $\delta_h \doteq 0$ ”という状況が生じうる<sup>(59)</sup>。例えば、方法[1]においては、 $D_h \doteq D_{R,h}$ となる状況である<sup>(60)</sup>。 $h$ 期の一期のみならず多期にわたって生じることも考えられるこの状況は、株主に対する真実のフリー・キャッシュフローの還元を念頭においた配当支払を無意味なものにさせうる。しかしながら、このような状況が生じて、その問題緩和方法は、問題緩和効果の本質的な部分を損なうことなく実行することができる。

すなわち、企業の収益獲得状況と配当支払額の相対的な関係などから資本市場が  $\delta_h \doteq 0$  を見抜くこと、あるいは資本市場が適当な期間をとって企業の収益と配当支払額の関係から  $\delta_e$  の平均的な値を推定しているために  $\delta_h \doteq 0$  の状況を見抜くことができることを前提にする時、経営者が前章記載の行動に準じる、すなわち  $T$  期までに真実のフリー・キャッシュフローをすべて還元することを株主に保証しかつそれを実行する限り、 $\delta_h \doteq 0$  となる状況が生じたとしても、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題は緩和されうる。ここで、例えば、 $\delta_h \doteq 0$  となる状況が一時的である場合、経営者が前章記載の行動に準じて  $T$  期までに真実のフリー・キャッシュフローを全て還元することを株主に保証しかつそれを実行する限り、当初行っていたとおりの真実のフリー・キャッシュフローを本来的配当（純配当額）に加えて株主に還元する方法の有効性に大きな影響は与えられないものと思われる。また、相応に多期にわたって  $\delta_h \doteq 0$  と同じ状況が継続する場合においては、再度、資本市場が未還元の真実のフリー・キャッシュフローの価額を企業の評価値から除去することも考えられうるが、その場合、再び“自己の効用の低下”というペナルティを課される危険に晒されることから、経営者は、必要に応じて、状況に応じた何らかの明示的対応をするものと思われる。その“ $\delta_h \doteq 0$ ”の状況が相応に多期にわたるような場合において経営者が採りうる明示的対応策の1つは、更に配当支払額を増額すること（ならびに、それを資本市場にアナウンスすること）である。具体的に言えば、それは、以下に示すような真実のフリー・キャッシュフローの支出額増額を前提として新たに設定される新規支払基準額 ( $K'$ ) に基づいた配当支払額が「支払額改訂後」に支払われてゆくようなケースの実行である：

$$\begin{aligned} K' &= D_{R,e+1} + \delta_{e+1} \\ &> D_{R,e} + \delta_e \end{aligned}$$

ここで、 $e$  は支払額改訂期の一期前であり、 $e+1$  は支払額改訂期を表す。ただし、それぞれ以下に示す条件に制約される<sup>(61)</sup>：

$$h \leq e \leq T-1$$

$$h+1 \leq e+1 \leq T$$

つまり、上記  $e$  に関する条件は支払額改訂期の一期前となりうる期の範囲を表し、 $e+1$  に関する条件は支払額改訂の実行可能期の範囲を表している。

したがって、 $\delta_h \neq 0$  の状況が一時的に生じるとしても多期にわたって生じるとしても、経営者が前章記載の行動に準じる、すなわち  $T$  期までに真実のフリー・キャッシュフローをすべて還元することを株主に保証し、かつ必要に応じて支払基準額を変化させるなどの柔軟な対応をして持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む方法を実行する限り、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題は緩和されうる。

## 2 一度のみ配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込むケース

現実的観点からすると可能性としてありうることであるが、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法には、将来に向けた複数期間にわたってそれを配当支払に織り込むケースのみならず、一度のみそれを配当支払に織り込むことができるようなケースも含まれている。すなわち、真実のフリー・キャッシュフローの価額が多期にわたって配当支払に織り込むには相対的に少額であった場合など、経営者が一度の配当支払に全額それを織り込んで株主に還元することを動機づけられるようなケースである。前章の議論を踏まえると、そのようなケースにおける配当支払額ならびに真実のフリー・キャッシュフロー価額は、それぞれ方法[1]に準じた以下のような形式([1]')で表すことができる：

$$[1]') \quad D_1 = D_{R,1} + \delta_1$$

$$FCF'_{DIV} = \frac{\delta_1}{1 + \rho}$$

このような、見方によっては特殊な状況にも見えるケースが含まれていることも、ここで明記しておくことにしたい。なお、それと同じもしくは類似する状況において、経営者は、真実のフリー・キャッシュフローを本来的配当に加えることなくそのまま単独で株主に配当として支払う問題緩和方法を採用することもできる。その場合は、HHK(1992)におけるSDD、すなわち、所謂「臨時配当」や「特別配当」と呼ばれるものに相当する。

## おわりに

本稿では、いくつかの追加的な議論や必要に応じての内容の加筆・修正などと共に、上木(2001b, 2004)に取り上げている持続的増配分を含む配当支払とフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果に関する議論を体系的にまとめた。それは、Jensen(1986a)

が提示した増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説(本稿では、増配のケースを中心に、適時「Jensen(1986a)の仮説」と略記した)に内在し、かつそれを取り入れて実施された先行実証研究においても解決されることのなかった諸問題点を克服した内容となっている。

最初に、第Ⅰ章では、Jensen(1986a)が提示した増配(配当変更)のフリー・キャッシュフロー仮説を提示し、欧米と本邦におけるそのJensen(1986a)の仮説を取り上げたさまざまな先行実証研究の内容を端的にサーベイした。ここで、Jensen(1986a)の仮説とは、以下のものである：

「経営者が株主へのフリー・キャッシュフローの還元手段として増配を用いること(ならびに、減配によって経営者の利用可能な資金が増加すること)」

また、Jensen(1986a)の仮説に内在する諸問題点とは、以下の2つのものである：

問題点Ⅰ：Jensen(1986a)の仮説においては、経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を緩和する動機が示されていないこと。

問題点Ⅱ：Jensen(1986a)の仮説においては、増配とフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の緩和との間の因果関係が詳細かつ明確な論理構造をもって示されていないこと。

次の第Ⅱ章では、上記Jensen(1986a)の仮説に内在する2つの問題点に関する解決策を検討した。そこではまず、問題点Ⅰの解決の必要性を述べた。なぜなら、問題点Ⅰが解決されてはじめて問題点Ⅱの克服を試みることができるため、より具体的に言えば、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題を緩和することに対する経営者の動機がなければ問題緩和手段が講じられることはなく、また実行動機のない問題緩和手段を講じても意義が生じないためである。ただし、問題点Ⅰを解決するためにはフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを明確に定義すること、更に元を辿りフリー・キャッシュフローの定義を改善することが必要であることを述べた。なぜなら、Jensen(1986a)の論文では「フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト」の用語が用られているにもかかわらず、それがいかなるものであるか具体的に定義されていないためである。また、「Jensen(1986a)はキャッシュとしてのフリー・キャッシュフロー自体がエージェンシー・コストであることを暗黙的な定義としている」と見なしても、現実の企業は通常、そのキャッシュを投下した後の投資プロジェクト(資産)からなる状態にあるため、その定義からはより現実的な状況である投資プロジェクトに既に投下されている状態について言及することができないことも、その理由の1つである。

続く第Ⅲ章では、まず、第1節において、第Ⅱ章に述べた第1の検討事項である

Jensen(1986a)のフリー・キャッシュフローの定義を改善した。すなわち、Jensen(1986a)は示していないが、そのフリー・キャッシュフローの定義が前提にする企業の構造は、貸借対照表で言うところの貸方に資金(キャッシュ)の側面を有し、借方にストックの側面を有する二面的構造により表すことができる。それは、転じて、資金を資産に投下する前の状態(事前；資金側)と投下した後の状態(事後；ストック側)を併記した形の企業構造と見なすことができる。この企業構造において、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローは資金側に属するNPVが正になる収益的な資産に投下する資金ではない部分の資金に相当するが、対応するストック側の部分において、フリー・キャッシュフローが投下されることによって具現化される、NPVが非正になる非収益的な資産(投資プロジェクト)もまた併存する。その上更に現実的な観点を取り入れると、非収益的な資産において、労力や資金などの十分な資源を投下することによって収益的な資産に転化する資産(潜在的に収益的な資産)やいかようにしても収益性が回復されない資産(完全に非収益的な資産)が存在し、かつこの2種類の非収益的な資産に対応する、Jensen(1986a)のフリー・キャッシュフローに相当する2種類の資金、つまり擬似的フリー・キャッシュフローと真実のフリー・キャッシュフローが併存する状況が示されるに至る。このような議論の結果、本稿では、フリー・キャッシュフローを検討対象とするものの、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローとの同義性の下で資産ないし投資プロジェクトからなる現実の継続体企業に内在する2種類の非収益的な資産を実質的な検討対象として取り上げることにした。そして、本稿では、貸借対照表の構造下で、収益的な資産、潜在的に収益的な資産、および完全に非収益的な資産からなるストックを借方に有し、かつ資金ではなく任意の請求権(株式のみ、あるいは株式と負債)を貸方に有する企業をフリー・キャッシュフロー保有企業として定義した。

また、その第2節では、一般的に認識されているものであると思われるフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とエージェンシー・コストの定義を示し、それから前節に提示した企業構造に基づく、具体性あるそのエージェンシー問題とエージェンシー・コストを定義した。すなわち、一般的に、フリー・キャッシュフローを保有するに至った企業において、多くの場合に利害の対立した関係にある企業の経営者と株主との間のエージェンシー関係に生じるフリー・キャッシュフローの取扱いに関する利害対立問題をフリー・キャッシュフローのエージェンシー問題と呼び、この問題に付随して生じるさまざまな損失やコストをフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストと呼ぶものと考えられるが、それらは抽象的な認識内容に関する定義であるために、分析対象としての具体性に欠けている。しかしながら、前節に定義した企業構造を用いると、具体的に、以下のことが言いうようになる：

「効率的市場(セミストロング型)であるとき、資本市場(株主)は、企業の収益獲得状況の変化等からフリー・キャッシュフロー(非収益的な資産)の存在を認識して、そ

の相当額を株価より差し引くよう作用する。その結果として、企業の株式は、実際の資産価値よりも低い水準の評価を与えられる。そして、この株価下方修正の後に、株式発行による将来の資金調達時における条件が悪化する可能性やテイクオーバーされる可能性が増大することなどから、経営者は、自己の効用低下のペナルティを課される。この最終的な結果を予測するとき、経営者は、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減するよう動機づけられる、つまり株主の効用を高めるようにフリー・キャッシュフローを取り扱うことによって自己の効用低下の進行を抑制しようとする。」

このような状況が言いうるようになった結果として、以下のような具体的な定義を示すことができた：

- (i) 問題の帰結までのプロセスを含めて包括的に言えば、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題とは、公的に利用可能な情報により企業内にフリー・キャッシュフロー(非収益的な資産)が保有されていることを認識したとき、資本市場(株主)がその相当額の株価下方修正をすることである。
- (ii) フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストとは、その株価下方修正額であるフリー・キャッシュフロー相当額のことである。

それから、ここまでの議論を受け、次の第IV章において、Jensen(1986a)の仮説との間の「境界線」を明示しながら、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法を提示し、その内容について検討した。そこではまず、本稿の議論との間の境界線を明示するべく、Jensen(1986a)の仮説を再度端的に取り上げると共に、それに内在する諸問題点を提示した。すなわち、Jensen(1986a)の仮説には、先行実証研究においても解決されることのなかった以下の3つの問題点があることを明示した：

- (i) フリー・キャッシュフローの対象がキャッシュに限定されていると考えられるため、そのみを増配に含めて株主に還元することが本当の意味でフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減したことになるのか？
- (ii) 経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する理由が述べられていないため、増配にそれを用いること自体、行われるのか？
- (iii) フリー・キャッシュフローを配当支払に織り込み株主に還元することに一定の「保証」が付けられていないので、本当にそのエージェンシー問題が緩和される方向に向かうのか？

ただし、上記問題点(ii)・(iii)は前述した問題点I・IIを改めて詳述した形のものであり、しかも問題点I、つまり問題点(ii)の一部(経営者の動機)ならびに問題点(i)については第III

章において既に解決している。したがって、本章では、残る問題点Ⅱ、つまり問題点(ii)の残りの部分と問題点(iii)を克服した内容であり、かつJensen(1986a)の仮説の続きの議論に相当する、持続的増配分を含む配当支払に関連づけたフリー・キャッシュフローのエージェンシーコスト削減手段を検討した。すなわち、経営者は、持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフロー(FCF)を織り込むことにより、一定の効果の生起と共にフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減しうることを明示した。この手段においては、以下に示す2種類のフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果が作用する：

効果Ⅰ：経営者が真実のフリー・キャッシュフロー(完全に非収益的な資産)を株主のために適切に取り扱うこと。

効果Ⅱ：財務取引(ここでは、増配、すなわち持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法)の実施によって更なる収益獲得の必要性が生じるために、経営活動において効率性指向の行動を採るよう経営者が動機づけられる結果として、潜在的に収益的な資産の収益性回復更には収益的な資産の収益性向上(最高の収益性が実現されていないために向上可能であれば)が期待されること。

なお、上述したエージェンシー・コスト削減手段が前掲の問題点Ⅰ・Ⅱを克服したものとなっていることは、それぞれ以下の点に端的に表れている：

- (i) 経営者がフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減を意図する理由が、資本市場による株価下方修正によって生じる自己の効用低下の進行を抑えることにあること。
- (ii) 経営者が資本市場による株価下方修正によって生じる自己の効用低下の進行を抑えるために真実のフリー・キャッシュフローを持続的増配分を含む配当支払に織り込むことにより効果Ⅰ・Ⅱが生じる結果として、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが削減されること。

そして最後に、第Ⅴ章において、第Ⅲ章および第Ⅳ章の議論を補足・補強する議論を提示した。具体的に言えば、毎期の真実のフリー・キャッシュフローの還元額が近似的にゼロになるような状況においても持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和方法は柔軟に対応することができること、ならびに一度のみ配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込むケースに関する議論である。

本稿の冒頭に述べたように、第Ⅳ章の議論の内容を中心とする本稿には、より詳細な実証研究実施のための仮説ならびにモデルの事前的整理という意味がある。更なる検討と共に、

以降、本稿に整理した仮説ならびにモデルを対象とする実証研究を実施する所存である。

## 注

- (1) Jensen, 1986a, p. 323.
- (2) したがって、本稿各章・各節の議論の多くは、上木(2001b, 2004)に依存している。その内訳は、以下のとおりである。
  - (i) 上木(2001b, 2004)に多くを依存している章・節：第I章第1節、第II章全体、第III章全体、第IV章全体。
  - (ii) 上木(2001b, 2004)に一部を依存している章・節：第I章第2節。
- (3) Jensen, 1986a, p. 323.
- (4) Jensen(1986a)は、この組織的非効率性の定義を示していない。しかしながら、その論文における以下の記述内容からすると、これは、組織的に非効率的な活動を行っている企業それ自体を表していると考えられる。

すなわち、Jensen(1986a, p. 324.)は、その論文のセクション1の「組織活性化を動機づけることにおける負債の役割」において、条件付きでの負債発行とフリー・キャッシュフローとの間の関係に関する次のことを論じている：

「負債のエージェンシー・コストは広く検討されているが、経営者やその組織を活性化しよう動機づけることの負債の便益(benefit)は無視されてきた。私は、これらの効果を負債発行による“統制仮説(the “control hypothesis” for debt creation)”と命名する。…(省略)…。証券発行によって得た資金を留保することのない負債発行は、将来のキャッシュ・フロー支出の約束を効果的に保証する手段を経営者に与える。…(省略)…。株式と交換で負債を発行することにより、経営者は、単純な増配ではなしえない方法で、将来のキャッシュ・フローを支払うという約束を保証する。そうすることによって、経営者は、負債を受け取る株主(shareholder recipients of the debt)に、利子と元本を支払うという約束を維持しない場合に企業を破産裁判(bankruptcy court)に持ち込む権利を与える。したがって、負債は、経営者の裁量で費やすことのできるキャッシュ・フローを削減することによって、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを削減する。…(省略)…。」
- (5) Jensen, 1986a, p. 323.
- (6) Jensen, 1986a, p. 324.
- (7) ただし、「エージェンシー問題の緩和」と「エージェンシー・コストの削減」は同義であることに留意されたい。なお、それゆえに、以降では、それらを代替的に用いてゆく。
- (8) 端的に言えば、アナウンスメント効果とは、経営者が資本市場に何らかのアナウンスを行っ

たときに自社の1株の価格(この用語については、注(35)を参照されたい)が通常は見受けられないような予想外の変化を示す現象のことである。

- (9) 情報シグナリング仮説とは、例えば、「企業が増配の実施を資本市場へアナウンスすることには、企業の将来の見込みもしくは企業のキャッシュ・フロー獲得に関する経営者から投資家への情報伝達の意味がある」とする仮説である。
- (10) LL(1989, pp. 181-182)は、Fama, Fisher, Jensen, and Roll(1969)、Pettit(1972)、Aharony and Swary(1980)の実証研究をレビューして、配当によって市場へ伝達される情報の内容に決定的なものがない当時の実証結果の概況等を述べている。
- (11) 端的に言えば、過大投資仮説とは、「トービンの平均のq値(Tobin's Average q)が1以下となる企業においては、余剰資本が存在する、つまり資金が収益的な投資機会以外の非収益的な投資機会にも投資されているという意味で過大な投資が行われている状態にある」という仮説である。ここで、LL(1989, p. 185)によると、このトービンの平均のq値(実証的推定値)とは、「資産の取替コスト(replacement cost)に対する企業(株式と負債)の市場価値の比率」として定義される。
- (12) これらHHK(1992)およびDDS(1994)に関するサーベイの詳細は、上木(2001a)を参照されたい。
- (13) HHK(1992, pp. 1963-1964 and foot note 1)は、その例としてAsquith and Mullins, Jr. (1983)とRichardson, Sefcik, and Thompson(1986)の実証研究を取り上げ、また関連する実証研究としてAharony and Swary(1980)、Brickley(1983)、Dielman and Oppenheimer(1984)、Kwan(1981)、Pettit(1972)、Watts(1973)、Woolridge(1983)の実証研究を取り上げている。
- (14) HHK, 1992, p. 1964. 因みに、このSDDのアナウンスは、「臨時配当」あるいは「特別配当」に関するものであり、過去2年間で同様のSDDが行われていない企業によるものである(HHK, 1992, p. 1965 and foot note 3)。
- (15) DDS(1994, p. 567, foot note 1)は、その例としてAharony and Swary(1980)、Asquith and Mullins, Jr. (1983)、Brickley(1983)、Dielman and Oppenheimer(1984)、Eades, Hess, and Kim(1986)、Kaley and Loewenstein(1985)、Pettit(1972)を取り上げている。
- (16) 先行実証研究の例として、DDS(1994)は、配当シグナリングモデル(配当変更による情報シグナリング仮説; 注(9)参照)ではHealey and Palepu(1988)やOfer and Siegel(1987)などを、過大投資仮説ではLL(1989)、配当顧客仮説ではBajaj and Vijh(1990)、更にトービンのq値と配当に関連のある文献などを取り上げて、それぞれの内容をレビューする(DDS, 1994, pp. 567-569)。なお、端的に言えば、配当顧客仮説とは、例えば、「高配当利回りである企業にはそれを選好する投資家が集うので、企業はその投資家のために配当を変更する」という仮説である。
- (17) その内容の詳細は、上木(2001b, 2004)を参照されたい。なお、本稿の議論の参考になると考えられるため、ここで諸実証研究の意義として取り上げた前者の内容についてももう少し詳しく



触れておくことにしたい。すなわち、一般に、企業と資本市場との間の情報の非対称性 (asymmetry of information) に起因するフリー・キャッシュフローの価値の観察困難性のために、Jensen(1986a)のフリー・キャッシュフロー仮説は、直接的な実証テストが困難であるとされている。それに代えて、過大投資企業とフリー・キャッシュフロー保有企業の同一性を前提にした過大投資仮説が用いられる。実証テストにおいて更に、この仮説は、情報内容が過大投資削減であるか否かの仮説に置き換えられる。これらの変換によりJensen(1986a)の仮説に対する直接的な実証研究としての意味は薄れるけれども、代わりに、それらの実証研究は、実証可能な形式で検討したことの意義や過大投資削減という情報内容のテストとしての意義を含むものとなっている。

- (18) これらの研究の後も欧米において増配(配当変更)とフリー・キャッシュフローの関係を取り上げた実証研究は行われている。例えば、Guay and Harford(2000)、Grullon and Michaely(2002)、DeAngelo, DeAngelo, and Skinner(2004)、DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006)、John, Knyazeva, and Knyazeva(2011)などがそれである。ただし、それらにおいても、上木(2001b, 2004)に示したJensen(1986a)の仮説に内在する2つの問題点は解決されていない。
- (19) 事実、本稿に提示した本邦の先行実証研究のいずれも欧米のいくつかの先行実証研究に見られるような、フリー・キャッシュフロー仮説による解釈を当てはめてみた形式の実証分析にはかならず、Jensen(1986a)の仮説に内在する2つの問題点ならびにLL(1989)、HHK(1992)、DDS(1994)の実証研究に内在している諸問題点がそこで解決されることはなかった。
- (20) なお、Jensen は、後続論文(Jensen, 1986b, p. 12)において、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを「企業のフリー・キャッシュフローの支払いにわたる経営者と株主の利害対立に関連して発生するエージェンシー・コスト」としている。しかしながら、Jensen(1986b)によるそのような抽象的なフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストの定義は、事実、彼が(キャッシュからなる)フリー・キャッシュフローのみにエージェンシー・コストを限定する意図を有していないことを示すものとなっている。
- (21) すなわち、Jensen(1986a, pp. 324-325)は、その論文のセクション2の「資本構成の再構築(financial restructuring)からの論拠」において、Jensen and Smith, Jr. (1985)の表2およびSmith, Jr. (1986)の表1と表3に整理された資本構成変更取引のアナウンスメント効果に関する諸実証研究のサーベイ結果を引用しつつ、次のことを論じている：

「…(省略)…。単純な(財務)レバレッジ変更ルール(the simple leverage change rule)の例外は、特定株主からの自社株買入消却と、負債(全種類)や優先株の発行である。これらは、予想外の(株式)価格低下(そのいくつかは有意ではないが)と関連する。…(省略)…。負債や優先株の発行に関連する価格低下は、フリー・キャッシュフロー理論に一致する。なぜなら、これらの発行によって、経営者の支配下に新たな資金がもたらされるためであ

る。…(省略)…。」

(22) この(企業内)資産は、貸借対照表の勘定科目に記される多種多様な物的個別資産の組み合わせからなる有機的結合体と同じ意味で用いられることに留意する必要がある(詳細は、上木(2006)の第V章の議論を参照されたい)。企業内資産にせよ、諸個別資産の結合体にせよ、投資プロジェクトと同義とするからには、収益生成に必要な要素(人的資源など)が加えられることを前提としている。この点に関連する議論については、若杉・斎藤・丸山(1998, 36頁)も参照されたい。因みに、彼らは、企業内資産ではなく、事業ないし収益源泉と呼ぶ。

なお、抽象度の高いレベルで検討する場合には、個別資産まで考慮することなく、企業のストックが投資プロジェクトからなるとする構造でも差し支えない。しかしながら、下記の諸ケースのように、個別資産を企業のストックの中で位置づける必要性が生じるときや、個別資産と投資プロジェクトとの間の関係を明示する必要性が生じるとき、企業は資産からなるとする想定の方が有益になると考えられる(関連する議論として、次の注(23)や上木(2006)の第V章も参照されたい)：

- (i) より現実的なものに近づけた抽象度の低いレベルで企業構造を捉えようとする場合。
- (ii) ある投資プロジェクトの実行から生じたが、その投資プロジェクトに再投資されないような個別資産が生じる場合。
- (iii) 収益性(NPV)の有無を確認できるが、企業の長期経営計画の下では投資プロジェクトと同義のものであるとは見なされない個別資産が存在する場合。

(23) この仮定(ii)について、上木(2001b, 2004)では、企業内資産毎の分離可能性ならびにそれらの収益間に相関関係がないことのみを仮定していた。しかしながら、上木(2006)の第V章に述べたように、現実性を考慮して抽象度を下げる方向に議論を拡張するとき、より一般的に「事業部や工場毎に投資プロジェクトが分断されていない場合の現実の企業のように、複数の投資プロジェクトに共通で用いられている個別資産が存在する場合」を考慮する必要性が生じる。本稿では、このケースも検討対象に組み込むべく、仮定の緩和を実施した。なお、仮定(ii)本文内の「…(省略)…、他の企業内資産または個別資産の獲得しうる収益に何ら影響を及ぼすことのないものである」において「個別資産」も考慮している理由は、個別資産単独で収益を得ることのできるものが存在し(例えば、保有しているのみで収益をもたらす有価証券)、かつそのような個別資産ないしそれのみからなる投資プロジェクトが存在する場合(それらが単数であるか複数であるかに関係なく)も想定しているためである。

(24) この図は、Jensen(1986a)の定義するフリー・キャッシュフローが「事前的」と言われる所以、すなわち、企業内資産に投下する前の段階のキャッシュの状態であることを端的に表している。

(25) ただし、当然のことであるが、企業を清算するか否かは別の問題である。

(26) この点については、上木(2006)の第V章の議論も参照されたい。

- (27) 収益的な資産については、資金との関係を表す記号ではなく、単に資産(asset)を意味する記号「A」を用いている。
- (28) 例えば、外部資金調達時において証券発行費用や企業内部との情報の非対称性に起因して生じる費用などが大きなものになるとき、企業は、外部の資金調達源泉よりも内部の源泉(ただし、流動的でない資産については換金可能性を前提としている)を構築して利用する誘因を持つ。これは、一般に、資金調達源泉のペッキング・オーダー理論(pecking order theory)と呼ばれる。調達源泉を更に細分化して内部源泉、負債発行、および株式発行が利用可能であるとするとき、この理論によると、企業は内部源泉を最優先に、次に負債発行、最後に株式発行からの順序で資金調達するものとされる。
- (29) 前者の例は、企業がフリー・キャッシュフローの利用に際して追加的な資源を投下することであり、後者の例は、従来どおりの非収益的な利用を続ける場合のフリー・キャッシュフローの割引現在価値低下や(「PFCFやFCFのNPVが負」の仮定より)、その所有権保有者が企業外部の収益的な運用先への利用機会を逃すことなどである。
- (30) 経営財務におけるエージェンシー問題のフレームワークでは、経営者は企業行動の意思決定者と見なされている。本稿の議論もそれに倣い、企業主体に関して「経営者」と「企業」を代替的に用いている。
- (31) なお、本稿では、負債利用企業の場合、株主が残余請求権保有者であること(加えて、企業清算時には収益的な資産ほど換金性ならびに換金価値が高く、それゆえに上位請求権保有者である債権者が優先的にそこから分配を受ける可能性が高いことや、収益的な資産ほど企業の債務不履行時に債権者の支配下に移行されて存続される可能性が高いことなど)を論拠にして、資本市場が企業評価の際にフリー・キャッシュフローを株主の富の一部と見なすことを仮定する。ただし、担保権が設定されている場合や、それをもって債務を返済することが想定されている場合など、フリー・キャッシュフローの所有権が債権者にあると見なされるケースは例外である。
- (32) 本稿では、一貫して企業外部からの経営者の努力水準の観察困難性や企業外部と内部の情報の非対称性が存在する世界を仮定する。この世界において、セカンド・ベスト以下の水準で経営者が努力を投じているのであれば(Barnea, Haugen, and Senbet (1985)の第3章、あるいは翟(1991)の第1章を参照されたい)、努力水準次第で収益性の回復する非収益的な資産(潜在的に収益的な資産)の存在することが考えられる。
- (33) 本稿において想定するセミストロング型の効率的市場とは、公的に利用可能なすべての情報が瞬時に証券価格に反映される市場のことである。なお、以降、本稿では一貫してこのタイプの効率的市場を仮定する。
- (34) ここで示す株価評価修正プロセスの詳細は、上木(2006)の第V章の議論を参照されたい。
- (35) ここで用いている用語「株価」とは、前記した株式の(市場)価値ないし価額の総額のこと

あり、以降も一貫してその意味で用いてゆく。なお、1株あたりの価値ないし価格については、「1株の価額」、「1株の価値」、「1株の価格」、「1株あたり…」のいずれかで記すことにしたい。ただし、株式価額総額と1株の価格は発行済み株式総数を考慮したものであるか否かの違いがあるのみであるため、いずれを用いても議論の本質に変化が生じることはないことに留意されたい。

- (36) 因みに、収益性喪失時(収益性変化時)、ならびに以降に述べる持続的増配分を含む配当支払に真実のフリー・キャッシュフローを織り込む問題緩和手法実施後の将来の状態が予測されて評価されるときに、その実際の資産価値(清算価値)自体は変化しないのであれば、表記記号の相違はあるけれども、価額としては「 $A_{PFCF}=PFCF$ 」、「 $A_{FCF}=FCF$ 」である。
- (37) ただし、この $S_{L,FCF}$ の評価時には、 $B$ (負債価値)が $PFCF_L$ や $FCF_L$ ではなく $A_L$ より差し引かれることを想定する(先の注(31)を参照)。なお、その評価時の株価がゼロかマイナスの値になるケース(つまり、 $A_L \leq B$ になるケース)は例外とし、本稿の議論の対象とはしない。
- (38) したがって、本稿におけるフリー・キャッシュフロー( $PFCF, FCF$ )のエージェント・コストは、その利用機会に関する機会コスト(*opportunity cost*)の意味が含まれている。
- (39) なぜなら、資産価値が過小評価されているために、買収試行者は、その企業を資産価値と株価の差額分、より安価に買収することができるためである。なお、実際のテイクオーバーの成否は、資本市場の効率性や企業を取り巻く環境に依存する。例えば、買収の開始から完了までの時間に一定の制約が存在する場合や、それが「会社乗っ取り」として良くないイメージを持つ場合、テイクオーバーが阻害される可能性がある。
- (40) ただし、 $FCF$ が流動的な資産でない場合、それを原資とするにあたり、買叩きなどによる当該流動化対象資産の価値減耗は生じないことを仮定する。
- (41) ただし、
- (i) 配当変更のアナウンスが第1期の期間内に実施されること
  - (ii) 配当支払時点が各期の期末であること
  - (iii)  $D_0 < D_{R,1} + \delta_1$

などが前提である。ここで、 $D_0$ は、アナウンス実施期の前期末、つまり0期末の配当支払額である。

- (42) 各期の収益獲得状況や企業の配当政策に依存するので、この純配当額は所与のものとする。
- (43) この真実のフリー・キャッシュフローを持続的増配分を含む配当支払に織り込む方法の実施期間は株主(資本市場)の許容範囲以内である必要があり、経営者もその許容範囲があるということ認識している上で配当支払に織り込む方法の実施をアナウンスする必要がある。もし、実施期間が株主の許容範囲を超えるのであれば、株価の上方修正は行われず、逆に、それが株主の許容範囲以内であれば、株価の上方修正が行われる。したがって、この問題緩和手法の実

行可能性は、株主の許容範囲とその実施に関するアナウンスの“仕様”にも制約を受けることになる。すなわち、世界が情報の非対称性下にあることを前提とすれば、仮に、この方法の実施が複数回のアナウンスによって行われる場合、株価の上方修正が行われるか否かを株主の許容範囲期間に関するシグナルとして認識することにより、経営者は、株主の許容範囲期間の限界(ボーダーライン)に至るまでアナウンスを繰り返し実施することにより、その実施期間を限界に設定することができる。しかしながら、この方法の実施が一度のみのアナウンスで行われる場合、経営者は、そのアナウンスする実施期間が株主の許容範囲期間の限度であるか否かを事前に認識していないのであれば、株価が上方修正されない可能性を嫌忌してその許容範囲期間を過少に見積もってしまい、許容範囲期間の限界よりも過少な実施期間を設定しアナウンスする可能性がある。ただし、最終的には真実のフリー・キャッシュフローのすべてを株主に還元することが前提であるため、また、(株主にとっては有益になるものの)経営者にとっては効用を減少させることになるが経営者自身納得した上で設定するはずの実施期間であるはずであるため、そのような許容範囲期間の限界よりも過少な実施期間を設定する可能性は、この問題緩和方法の実行と有効性に大きな影響を与えないものと考えられる。

(44) ただし、議論の単純化のため、真実のフリー・キャッシュフローの現物が時間の経過と共に減耗しうることや、経営者によって最終消費されうことは考慮していない。

なお、前提条件(配当支払額の規模等)が相違しうるので、これらの方法間における経営者の一般的な採用選好順序を示すことはできない。しかしながら、経営者が以下に示すことを選好順序決定の際に重視するときの端例を示すことはできる：

(i) 自己の効用水準と配当支払の性質に関する自己の選好。

(ii) 株主の効用水準と配当受取の性質に関する株主の選好。

すなわち、例えば、(i)について、経営者が自己の効用水準を尊重しつつ各期の配当支払の安定性を重視するとき、最良のものから順に方法[1], 方法[3], 方法[2]となり、経営者が自己の効用水準を尊重しつつ支払の変化、つまり支払基準額以上であるが每期多くも少なくも支払いうることを重視するとき、最良のものから順に方法[1], 方法[2], 方法[3]となる。また、(ii)について、経営者が株主の効用水準を尊重しつつ受取の安定性に関する株主の選好順序を重視するとき、最良のものから順に方法[3], 方法[2], 方法[1]となり、経営者が株主の効用水準を尊重しつつ受取の変化に関する株主の選好順序を重視するとき、最良のものから順に方法[2], 方法[3], 方法[1]となる。

(45) これら3種類の方法を「配当支払政策」としての観点から換言すれば、方法[1]は安定配当政策、方法[2]は一般的な増配政策、そして方法[3]は一定額配当成長政策の見解をベースとしていると言うことができる。

(46) なお、企業と債権者の利害対立も考慮する複雑な議論になるので取り上げないが、現実には、

銀行借入などによる追加的な借入資金をもって配当支払額を補填するケースが生じうる。

- (47) なお、方法[2]では、経営者は、還元総額( $\delta_t + \varepsilon_t$ )が変化しないように $\varepsilon_t$ を削減して、還元額( $\delta_t$ )の予想外の増加の必要性に対応することもできる。しかしながら、経営者は、その支出を極力抑える誘因を持つので、方法[2]の実施時においても、予め純配当額( $D_{R,t}$ )を増加させるよう動機づけられるものと思われる。
- (48) エージェンシー・コストの再発生に対して、資本市場は、経営者の効用を更に低下させるような追加的なペナルティ(経営者の評判の低下や企業の格付け降格など)を課すことも考えられる。
- (49) 上木(1999)では、経営者が最大の努力を投じていない可能性やフリー・キャッシュフローが生じるような経済・経営環境を考慮して、収益的な資産の収益性も最大ではないことが暗黙的に仮定されている。しかしながら、この仮定を緩めた一般的な状況下では、収益的な資産に属す企業内資産の中で最高の収益性を実現したものがありうる。本論では、この一般的な状況を前提にしている。なお、潜在的に収益的な資産の収益性回復のみならず収益的な資産の収益性向上さえも試みられるとする理由は、本論に述べたように、資産の予期せぬ収益性低下等に対する予備的防御行動を採る誘因を経営者が有していると考えられるためである。
- (50) 先の注(4)に示したように、Jensen(1986a)は、配当支払ではなく、特定の状況下や条件付きでの負債発行により、経営者に対する効率性指向行動の動機づけ効果もたらされることを主張している。ただし、それらについてはいくつかの問題点がある。その議論の詳細は、上木(1999)を参照されたい。
- (51) 経営者が自己にとっての不効用(効用低下要因)を意味する追加的な努力を投じてまでも潜在的に収益的な資産を企業内に留める理由は、2つの対象について生じる。1つは自己の利益(効用)、もう1つは株主の利益である。前者の一例は、企業によるその保有が企業規模(資産の大きさや成長)に関連する経営者の誘因を満たすことである(Murphy(1985)、Jensen(1986a, p. 324)、あるいはBaker, Jensen, and Murphy(1988, p. 609)を参照)。後者の一例は、企業による収益的運用が、還元された場合に株主が行うポートフォリオ組みなおしや新規運用先発見のための調査などに充当される費用(株主が負担)節約の投資案に相当することである。
- (52) 一般に、企業に真実のフリー・キャッシュフローを残すことを認めるエージェンシー・コスト削減手段は、追加的な資源投下とその所有権保有者にとっての損失の問題(注(29)を参照)を完全には払拭しないので、関連する損失や費用の発生を暗黙のうちに認めたものになる。したがって、本稿で検討するフリー・キャッシュフローのエージェンシーコスト削減手段は、それらを上回る収益もしくは便益の発生を前提にしている。因みに、そのようなエージェンシー・コスト削減手段はまた、FCFの内容ないし質が変化させられうることも前提にしている。なぜなら、それによって、多期にわたるエージェンシー・コスト削減手段として相対的に有効かつ実行可能になるケースがあるためである。配当支払に織り込む方法について例を挙げると、資金の形で

還元するためには流動化(換金)の必要な個別資産を含みアナウンスの時点で100億円の価値を有するようなFCFについて、流動化も実施して毎期還元するときの支払資金の現在価値が90億円になるケース(質を変化させて還元するケース)と、従来通りの非収益的な利用を続けて収益を獲得すると共に毎期還元するときの支払資金の現在価値が1億円になるケース(質を変化させずに収益から還元するケース)の、いずれを株主は有効なケースと見なすのかを考えられたい。当然ながら、株主が有効であると見なさなければ、実施しても効果はない。

- (53) ただし、厳密に言えば、各効果の大きさは、基準となる配当支払額( $K$ )や追加的支払額( $\varepsilon_t$  や  $\theta_t$ )の規模に依存する。
- (54) 所謂配当の情報効果(informational content of dividend)の観点からすると、ここで提示した方法の情報効果は、効果Ⅰと効果Ⅱを内容とする情報の伝達である。
- (55) 効果Ⅱが実際に生じたか否かを外部から観察することは一般に困難である。しかしながら、それに代わる次のことが期待される。すなわち、前述した「一般に、経営者の経営努力水準が高ければ高いほどその成果(資産収益性)の水準もますます高くなる」ことを前提にすると、資本市場は、資産収益性の向上ないし回復の有無を配当支払実施後の任意の時点で公表される情報(収益獲得状況の変化等)により推測し、その結果によって効果Ⅱ生起の有無を推測ないし判定する。
- (56) なお、資産と資本に共通の添え字「DIV」は、エージェンシー・コスト削減効果の種類との関連を表す。例えば、 $A_{PFCF, DIV}$ と後掲の図4.1(a)における $S_{U, DIV}$ は、それぞれ真実のフリー・キャッシュフローを配当支払に織り込む方法の実施によって効果Ⅰと効果Ⅱが生じることを前提にした場合の潜在的に収益的な資産と全額自己資本企業の株式であることを意味する。また、注(36)に述べたように、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段実行後の状態を予測して評価するときはその資産価値(清算価値)自体は変化しないのであれば、価額としては「 $A_{DIV} = A$ 」、「 $A_{PFCF, DIV} = PFCF$ 」、「 $FCF_{DIV} = FCF$ 」である。
- (57) このように、割引現在価値表記を導入することによって、「実際の取扱いの場合」か「評価の場合」かのケース毎に適した表記ができるようになる。すなわち、資産を実際に流動化して株主に還元する場合などでは清算価値で記し、資産を評価するときあるいは評価値を基準にしてその価額を特定する場合などでは割引現在価値で記すことができるようになる。この2つの表記および表記の使い分けは、清算価値と割引現在価値との間の価額ないし価値の差を考慮して記す場合に必要不可欠なものである。因みに、清算価値と割引現在価値で区別して記す必要性の生じる具体的なケースは、負債発行を伴う自社株買入消却によるフリー・キャッシュフローのエージェンシーコスト削減手段である。その議論は、上木(2001b, 2004, 2008)を参照されたい。
- (58) ここでの議論は、上木(2000)をベースにしている。
- (59)  $D_{R, h} \equiv K$ における $\delta_h (\equiv 0)$ がどのような価額であるかについて厳密に示すことは困難である。そのため、抽象的ではあるが、本文の状況は、「 $\delta_h$ が近似的にゼロであると資本市場が推

定している場合」あるいは「資本市場が実質的に、配当支払額に真実のフリー・キャッシュフローが織り込まれていないと見なしている場合」として定義することにしたい。なお、 $\delta_h = 0$ 、つまり  $D_{R,h} = K$  の状況は  $D_{R,h} \doteq K$  の状況に準じたものであり同様の議論になるため、以降では、 $D_{R,h} \doteq K$  の状況のみを取り上げ検討してゆく。

- (60) なお、方法[2]や方法[3]が実施されているときにこの  $D_{R,h} \doteq K$  ( $\delta_h \doteq 0$ ) となる状況が生じた場合、経営者が真実のフリー・キャッシュフローを  $h$  期より後に  $\delta_t$  ではなく  $\varepsilon_t$  や  $\theta_t$  によって還元終了期  $T$  期までにすべて株主へ還元することを資本市場にアナウンスしかつ資本市場がそのような変更を許容するのであれば、これまでの議論と同様の論理の下で、フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題は緩和されるものと考えられる。
- (61) 制約を受ける「条件」という観点から「 $K'$  の価額」について改めて明記すると、真実のフリー・キャッシュフローの支出額増額を前提としていることから、 $\delta_{e+1}$  は、少なくとも近似的にゼロであると資本市場には見なされない価額となっている必要がある。換言すると、 $K'$  は、単に増額された配当支払額ではなく、実質的に真実のフリー・キャッシュフローの還元額を  $\delta_{e+1}$  に改めて明示的に反映させていると資本市場に認識されるものである必要がある。

## 参考文献

- 石川博行、『配当政策の実証分析』中央経済社、2007。
- 上野 陽一・馬場 直彦、「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証研究」日本銀行ワーキングペーパーNo. 05-J-6, 2005. 4, <http://www.boj.or.jp/type/ronbun/ron/wps/data/wp05j06.pdf>。
- 上木 敏正、「フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の特性と問題緩和手段に関する一考察 — M. C. ジェンセンの所説を中心として —」『経営総合科学』愛知大学経営総合科学研究所 第72号, 1999, 197-231頁。
- 上木 敏正、「フリー・キャッシュフローのエージェンシー問題の特性と問題緩和手段に関する一考察 — 拙稿(1999)の補足的議論と新たな発見点について —」『経営総合科学』愛知大学経営総合科学研究所 第74号, 2000, 157-192頁。
- 上木 敏正、「配当変更とフリー・キャッシュフロー — 諸実証研究の内容サーベイ —」『愛知論叢』愛知大学大学院 第70号, 2001a, 117-141頁。
- 上木 敏正、「フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減に関する一考察」日本経営財務研究学会編『経営財務戦略の解明』第8章所収, 中央経済社, 2001b, 173-208頁。
- 上木 敏正、「フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減手段に関する一考察 — 増配、新規負債、および自社株買入消却の利用を中心として —」博士論文, 愛知大学大学院, 2004。
- 上木 敏正、「企業内資産の再構築を伴う自社株買入消却におけるフリー・キャッシュフローのエージェン



- ンシー・コスト削減効果 —仮説およびモデルの整理— 『三重法経』三重短期大学法経学会 第128号, 2006, 49-95頁。
- 上木 敏正, 「負債発行を伴う自社株買入消却におけるフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減効果 —仮説およびモデルの整理—」『三重法経』三重短期大学法経学会 第131号, 2008, 73-118頁。
- 翟 林瑜, 『企業のエージェンシー理論』同文館, 1991。
- 花枝 英樹・芹田 敏夫, 「日本企業の配当政策・自社株買い —サーバイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』日本ファイナンス学会 第24号, 2008, 129-160頁。
- 牧田 修治, 「わが国上場企業の配当政策変更の決定要因に関する実証分析」『証券経済研究』日本証券経済研究所 第54号, 2006.6, 85-104頁。
- 若杉 敬明・斎藤 進・丸山 宏, 『経営財務』有斐閣, 1998。
- Aharony, Joseph, and Itzhak Swary, “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders’ Returns: An Empirical Analysis.” *The Journal of Finance* 35, 1980, pp.1-12.
- Asquith, Paul, and David W. Mullins, Jr., “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth.” *The Journal of Business* 56, 1983, pp.77-96.
- Bajaj, Mukesh, and Anand M. Vihj, “Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes.” *Journal of Financial Economics* 26, 1990, pp.193-219.
- Baker, George P., Michael C. Jensen, and Kevin J. Murphy, “Compensation and Incentives: Practice vs. Theory.” *The Journal of Finance* 43, 1988, pp.593-616.
- Barnea, Amir, Robert A. Haugen, and Lemma W. Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting*, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1985.
- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely, “Payout Policy in the 21st Century.” *Journal of Financial Economics* 77, 2005, pp.483-527.
- Brickley, James A., “Shareholder Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study.” *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp.187-209.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings.” *Journal of Financial Economics* 72, 2004, pp.425-456.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and René M. Stulz, “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory.” *Journal of Financial Economics* 81, 2006, pp.227-254.
- Denis, David J., Diane K. Denis, and Atulya Sarin, “The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles.” *Journal of Financial and*

- Quantitative Analysis* 29, 1994, pp. 567-587.
- Dielman, Terry E., and Henry R. Oppenheimer, "An Examination of Investor Behavior during Periods of Large Dividend Changes." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19, 1984, pp. 197-216.
- Eades, Kenneth M., Patrick J. Hess, and E. Han Kim, "Market Rationality and Dividend Announcements." *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 581-604.
- Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, and Richard Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information." *International Economic Review* 10, 1969, pp. 1-21.
- Grullon, Gustavo, and Roni Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis." *The Journal of Finance* 57, 2002, pp. 1649-1684.
- Guay, Wayne, and Jarrad Harford, "The Cash-Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases." *Journal of Financial Economics* 57, 2000, pp. 385-415.
- Healey, Paul M., and Krishna G. Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions." *Journal of Financial Economics* 21, 1988, pp. 149-175.
- Howe, Keith M., Jia He, and G. Wenchi Kao, "One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends." *The Journal of Finance* 47, 1992, pp. 1963-1975.
- Jensen, Michael C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review* 76, 1986a, pp. 323-329.
- Jensen, Michael C., "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence." *Midland Corporate Finance Journal* 4, 1986b, pp. 6-32.
- Jensen, Michael C., and Clifford W. Smith, Jr., "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory." in Edward I. Altman and Marti G. Subrahmanyam eds., *Recent Advances in Corporate Finance*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, 1985, pp. 93-131.
- John, Kose, Anzhela Knyazeva, and Diana Knyazeva, "Does Geography Matter? Firm Location and Corporate Payout Policy." *Journal of Financial Economics* 101, 2011, pp. 533-551.
- Kalay, Avner, and Uri Loewenstein, "Predictable Events and Excess Returns." *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 423-449.
- Kwan, Clarence C.Y., "Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 16, 1981, pp. 193-206.
- Lang, Larry H. P., and Robert H. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics* 24, 1989, pp. 181-191.

- Murphy, Kevin J., "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics* 7, 1985, pp.11-42.
- Ofer, Aharon R., and Daniel R. Siegel, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends." *The Journal of Finance* 42, 1987, pp. 889-911.
- Pettit, R. Richardson, "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency." *The Journal of Finance* 27, 1972, pp.993-1007.
- Richardson, Gordon, Stephan E. Sefcik, and Rex Thompson, "A Test of Dividend Irrelevance Using Volume Reactions to a Change in Dividend Policy." *Journal of Financial Economics* 17, 1986, pp. 313-333.
- Smith, Jr., Clifford W., "Investment Banking and the Capital Acquisition Process." *Journal of Financial Economics* 15, 1986, pp. 3-29.
- Watts, Ross, "The Information Content of Dividends." *The Journal of Business* 46, 1973, pp. 191-211.
- Woolridge, J. Randall, "Dividend Changes and Security Prices." *The Journal of Finance* 38, 1983, pp. 1607-1615.