

経営幹部のための コーポレート・ファイナンス

一橋大学 教授
中野 誠

makoto.nakano@r.hit-u.ac.jp



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HUB

BUSINESS SCHOOL

前座ネタ1： 米国で起きている現象

Number of listed firms

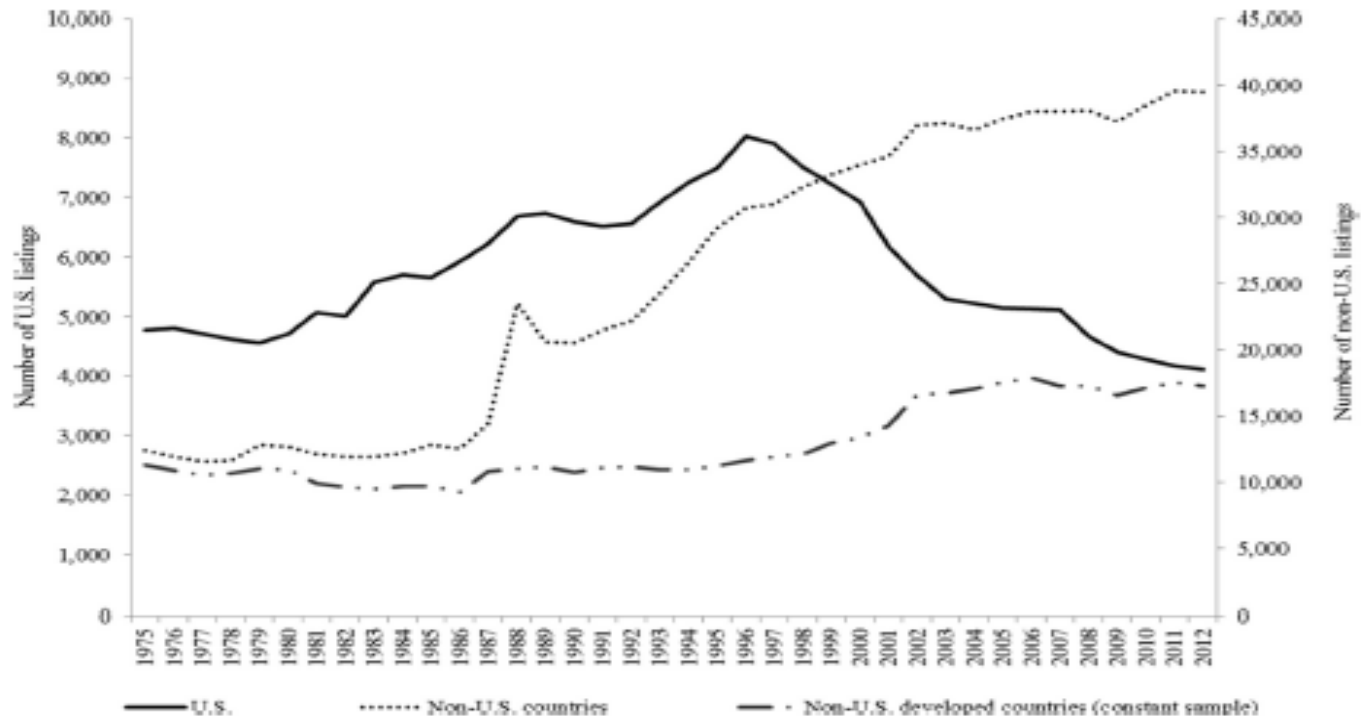
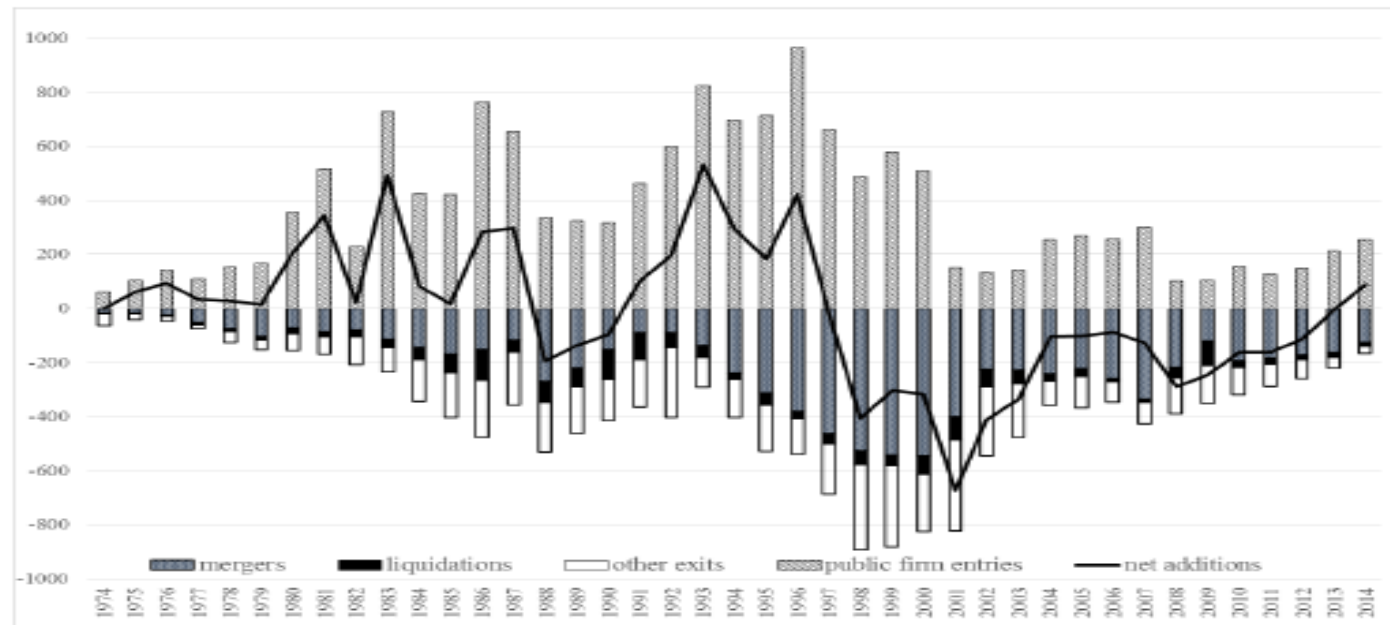


Fig. 1. Listing counts for the U.S. and for non-U.S. countries. This figure shows the number of domestic, publicly listed firms in the U.S. and in non-U.S. countries from 1975 to 2012. Listing counts are from the WDI and WFE databases. Investment companies, mutual funds, REITs, and other collective investment vehicles are excluded. The set of non-U.S. countries comprises the 71 countries included in Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer (2008). Countries are classified as developed based on the MSCI classification scheme as of 2014. There are 13 non-U.S. developed countries in the constant sample.

“The U.S. listing gap” *Journal of Financial Economics*, 123, 2017.
Craig Doidge a , G. Andrew Karolyi b , René M. Stulz

Figure A.3
Entries and Exits in Public Markets

This figure decomposes the changes in the number of public firms into entries and exits, as reported in the CRSP database. Firm exits are further split into mergers (delisting codes 200 through 299); liquidations (delisting codes 400 through 499, 574, and 580); and other exits (all the other delisting codes).



“Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

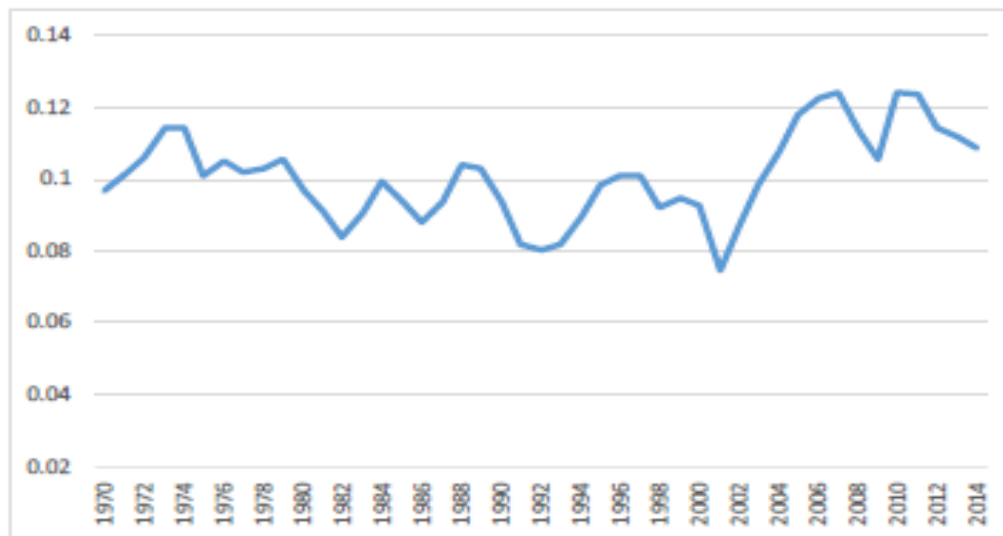
Gustavo Grullon, Yelena Larkin and Roni Michaely, Working Paper, August 2017

売上高営業利益率

Figure 4
Trends in the Aggregate Lerner Index and the Aggregate Asset Utilization:
Non-Financial Firms

Panel A depicts the aggregate *Lerner Index* and *Asset Utilization* for all non-financial firms on the Compustat-CRSP dataset over the period 1970-2014. The aggregate *Lerner Index* is defined as the aggregate operating income after depreciation scaled by aggregate sales, while the aggregate *Asset Utilization* is defined as aggregate sales scaled by the aggregate book value of assets.

Panel A: Aggregate Lerner Index



【価格支配力】

“Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

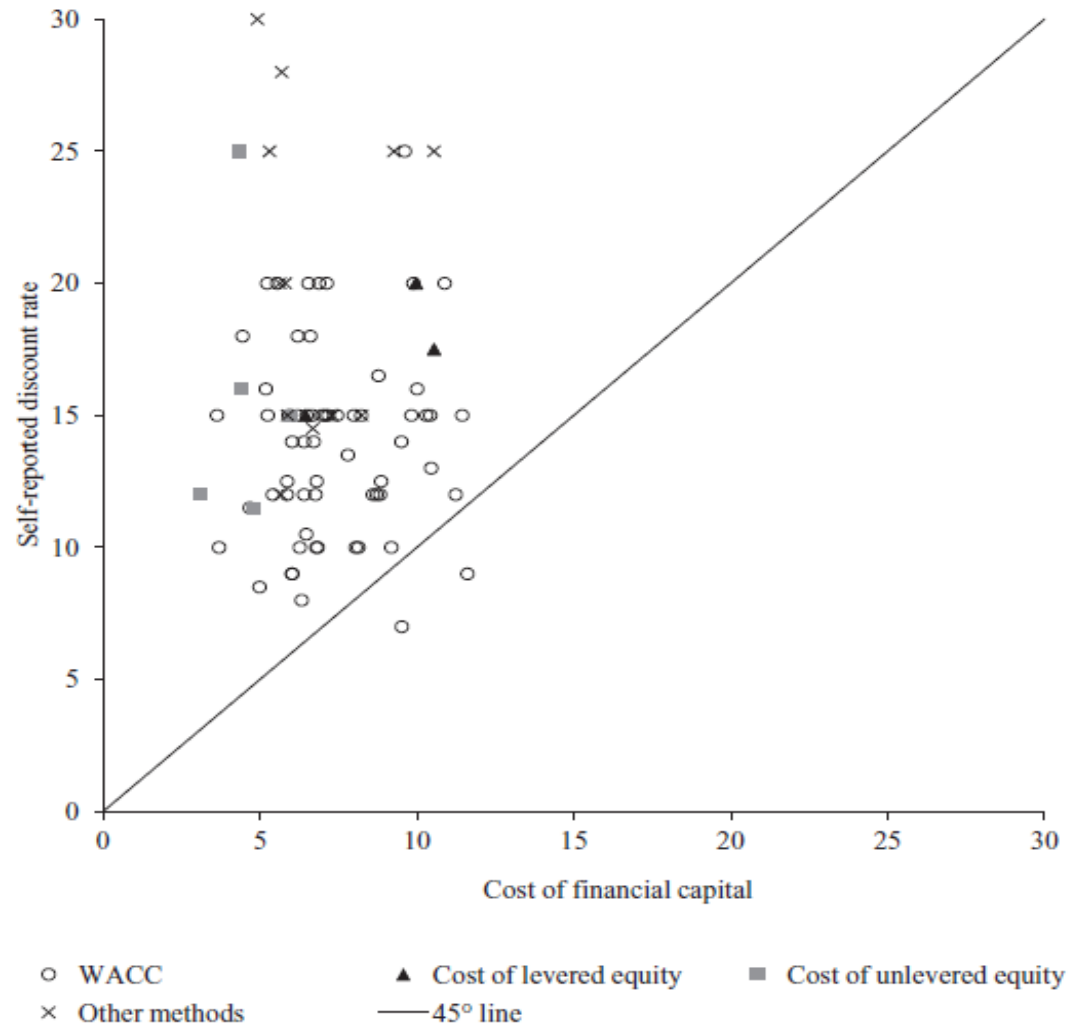
Gustavo Grullon, Yelena Larkin and Roni Michaely, Working Paper, August 2017

前座ネタ2: ハードルレートの謎

R. Jagannathan et al./Journal of Financial Economics 120 (2016) 445–463

経営者感覚ハードルレート
vs.
市場評価WACC

“Why do firms use high discount rates?” *JFE* 120(2016) by Ravi Jagannathan, David A. Matsa, Iwan Meier, and Vefa Tarhan



「経営者感覚ハードルレート」 vs. 「市場評価WACC」

Panel A: Equity risk premium = 3.83%

	Discount rate (%)	Cost of financial capital (%)	Ratio
Mean	15.08	7.05	2.37
Median	15.00	6.62	2.11
25th percentile	12.00	5.68	1.60
75th percentile	16.50	8.70	2.71

Panel B: Equity risk premium = 7.50%

	Discount rate (%)	Cost of financial capital (%)	Ratio
Mean	15.08	9.85	1.70
Median	15.00	9.26	1.51
25th percentile	12.00	7.69	1.17
75th percentile	16.50	11.56	1.89

まず簡単なQuizから

期首のBS

事業資産 100億円	株主資本 100億円
---------------	---------------

Q: 事前の株主資本コストは10%ですが、今期の実現ROEは25%でした。
来期の株主資本コストは、どうなるでしょうか？
今期に20%も稼いでしまったから、上昇するのでしょうか？

もう少し上級のQuiz

- WORDのクイズ(Q1-Q5)を考えてみましょう。

[時価評価されたBS]

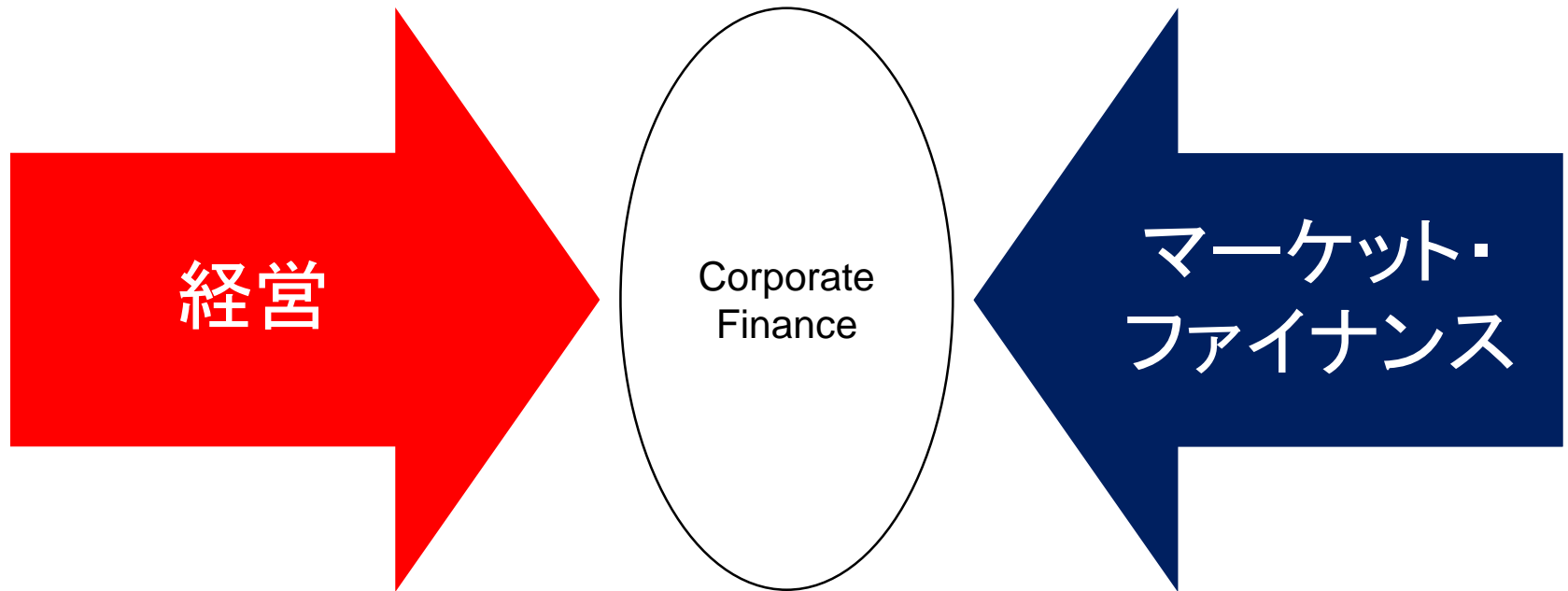
余剰現金 60億円	株式価値 100億円
事業資産 40億円	

Corporate Financeの学問的特質

- 金融の知識
- 財務会計の知識： BS、PL、CF
- 経営学： 全社戦略、ガバナンス
 - 金融論、会計学、経営学の融合領域
 - 大学では従来は等閑視されてきたが、近年はMBAにおいてコア科目
 - 需要 > 供給 状態の学問領域
 - 経営にファイナンスが入り込み、**ファイナンス・センス**が求められてきた

- 経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

コーポレート・ファイナンスの立ち位置



日米欧のROE比較

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	15.44%	15.07%	21.02%	14.85%	12.06%	15.45%	16.24%	30.04%	14.49%	17.63%
JP	8.67%	2.10%	5.25%	7.05%	6.24%	7.12%	9.35%	8.59%	13.70%	9.97%
US	16.30%	13.12%	18.30%	20.35%	19.51%	41.93%	20.35%	24.25%	25.28%	29.86%

データ集計対象:

- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

日米欧の現預金/総資産比率の比較

現預金/総資産	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	7.24%	8.40%	8.48%	7.85%	7.99%	8.03%	7.93%	8.23%	7.81%	8.32%
JP	9.96%	10.90%	11.46%	12.67%	12.34%	13.00%	13.48%	13.83%	14.59%	15.42%
US	8.49%	9.85%	9.88%	9.79%	9.12%	9.38%	9.05%	8.52%	8.54%	8.73%

データ集計対象:

- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

日米欧の株主資本比率の比較

株主資本比率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	31.15%	31.84%	33.77%	33.51%	33.63%	34.70%	34.41%	34.14%	34.63%	35.76%
JP	43.29%	42.31%	43.17%	43.03%	42.77%	43.73%	44.65%	45.64%	45.64%	46.11%
US	38.11%	39.95%	40.34%	39.34%	38.85%	39.44%	37.69%	36.54%	35.31%	35.71%

データ集計対象:

- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

ファイナンスの2つの分野

①コーポレート・ファイナンス【今回扱う領域】

- 事業投資の意思決定
- 資金調達の意思決定
- ペイアウトの意思決定

②インベストメント・マネジメント

- リスクと投資家の選好
- ポートフォリオ選択の理論
- 証券市場の均衡価格

1. 事業投資の意思決定
2. 資金調達の意味決定(資本構成の選択)
3. ペイアウトの意思決定

本日のテーマ

1. M&Aと企業価値
2. 資金調達と企業価値
3. ペイアウトと企業価値
4. 現金保有とリスクテイク

1. M&Aと企業価値



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HUB

BUSINESS SCHOOL

Question 1: M&A

Q1: M&Aを発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？ ただし、上場企業間のM&A案件とする。(一般によく観察できるパターンを想定して下さい。)

Answer:

(買い手)

(売り手)

理由:

2011年以降の日本企業関連の大型買収・統合

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
テルモ	カリディアンBCT(米)	輸血関連	2100億円	2011年3月
武田薬品工業	ナイコメッド(スイス)	製薬	1兆1100億円	2011年5月
キリンHD	スキンカリオール(ブラジル)	酒類	3038億円	2011年8月
新日本製鉄	住友金属工業	鉄鋼	-	2011年9月
電通	イージス・グループ(英)	広告	4000億円	2012年7月
マイクロン・テクノロジー(米)	エルピーダメモリ	半導体	2000億円	2012年7月
ダイキン工業	グッドマン・グローバル(米)	空調機器	2960億円	2012年8月
ソフトバンク	スプリント(米)	通信	1兆8000億円	2012年10月
オリックス	ロベコ(蘭)	資産運用会社	2400億円	2013年2月
三菱東京UFJ銀行	アユタヤ銀行(タイ)	銀行	5600億円	2013年7月
LIXIL, 日本政策投資銀行	グローエ(独)	住宅設備機器	3800億円	2013年9月
アプライドマテリアルズ(米)	東京エレクトロン	半導体製造装置	9200億円	2013年9月
東レ	ゾルテック(米)など2社	炭素繊維、水処理膜	1000億円	2013年9月
サントリー食品インターナショナル	グラクソスミスクライン(英)の2飲料ブランド	飲料	2100億円	2013年9月
ソフトバンク	スーパーセル(フィンランド), ブライトスター(米)	ゲーム、携帯卸	2600億円	2013年10月
NTTデータ	エヴェリスグループ(スペイン)	情報技術	500億円	2013年10月
NTTコミュニケーションズ	バーテラ(米)など2社	データサービス	1000億円	2013年10月

注: 金額は概算

出所: 日経ビジネス 2013年12月2日号

2014年以降の日本企業関連の大型M&A

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
サントリーHD	ビーム(米)	蒸留酒	1兆6420億円	2014年1月
ミツカングループ本社	ユニリーバ(英)の2パスタソース ブランド	食品	2180億円	2014年5月
第一生命保険	プロテクティブ生命(米)	生保	6520億円	2014年6月
三菱ケミカルHD	大陽日酸	化学	1050億円	2014年9月
キヤノン	アクシス(スウェーデン)	ネットワークカメラ	3570億円	2015年2月
旭化成	ポリポア(米)	バッテリーセパレータ	2620億円	2015年2月
ファミリーマート	ユニーグループHD	小売	-	2015年3月
ブラザー工業	ドミノ・プリンティング・サイエンシ ズ(英)	産業用印刷機器	1970億円	2015年3月
日本郵便	トール(豪)	物流	7680億円	2015年4月
東京海上日動火災保険	HCCインシュアランスHD(米)	保険	9030億円	2015年6月
日本経済新聞社	フィナンシャル・タイムズ・グルー プ(英)	新聞	1560億円	2015年7月
NBCユニバーサル(米)	ユー・エス・ジェイ	レジャー施設運営	1810億円	2015年9月
日本たばこ産業	レイノルズ・アメリカン(米)のた ばこブランド	たばこ	6010億円	2015年9月
日本生命保険	三井生命保険	生保	3340億円	2015年11月
三井住友ファイナンス& リース	GEグループの日本におけるリー ス事業	リース	5750億円	2015年12月

注:金額は概算

出所: SPEEDAを基に作成

2014年以降の世界の大型M&Aの例

企業名	買収・統合先	業種	金額	発表時期
サントリーHD	ビーム(米)	蒸留酒	160億ドル	2014年1月
フェイスブック(米)	ワッツアップ(米)	メッセージング・アプリケーション	190億ドル	2014年2月
AT&T(米)	ディレクTV(米)	衛星放送	485億ドル	2014年5月
メトロニック(米)	コビディエン(アイルランド)	医療機器	429億ドル	2014年6月
レイノルズ・アメリカン(米)	ロリロード(米)	たばこ	274億ドル	2014年7月
アクタビス(アイルランド)	アラガン(米)	医薬品	705億ドル	2014年11月
ハインツ(米)	クラフト・フーズ(米)	食品	400億ドル	2015年3月
テバ(イスラエル)	アラガン(アイルランド)の後発医薬品事業	医薬品	405億ドル	2015年7月
エース(米)	チャブ(米)	保険	283億ドル	2015年7月
バークシャー・ハサウェイ(米)	プレジジョン・キャストパーツ(米)	金属部品製造	372億ドル	2015年8月
エナジー・トランスファー・エクイティ(米)	ウィリアムズ(米)	パイプライン運営	377億ドル	2015年9月
デル(米)	EMC(米)	情報技術	670億ドル	2015年10月
ウェルズ・ファーゴ(米)	GE(米)の金融事業の一部	金融	320億ドル	2015年10月
ウエスタン・デジタル(米)	サンディスク(米)	半導体メモリー	190億ドル	2015年10月
ABインベブ(ベルギー)	SABミラー(英)	ビール	1080億ドル	2015年11月
ファイザー(米)	アラガン(アイルランド)	医薬品	1600億ドル	2015年11月
ダウ・ケミカル(米)	デュポン(米)	化学	617億ドル	2015年12月

2015年以降の日本企業関連の大型M&A

企業名	買収・統合先	金額	発表時期
Protective Life Corporation	第一生命保険	約5,750億円	2014/6/4
Avanir Pharmaceuticals, Inc.	大塚HD	約4,243億円	2014/12/2
HCC Insurance Holdings, Inc.	東京海上HD	約9,376億円	2015/6/10
Amlin plc	MS & ADインシュアランスグループ HD	約6,350億円	2015/9/8
Natural American Spirit	日本たばこ産業	約6,000億円	2015/9/29
シャープ(株)	鴻海精密工業股份有限公司	約4,890億円	2016/2/25
東芝メディカルシステムズ(株)	キヤノン	約6,655億円	2016/3/17
Supercell Oy	Tencent HD	約7,700億円	2016/6/21
ARM Holdings plc	ソフトバンクグループ	約3兆円	2016/7/18
Endurance Specialty HD	SOMPOHD	約6,375億円	2016/10/5
Plzeňský Prazdroj a.s, etc.	アサヒグループHD	約8,883億円	2016/12/13
ARIAD Pharmaceuticals, Inc.	武田薬品工業	約6,310億円	2017/1/9
東芝メモリ(株)	Bain Capital	約2兆円	2017/9/28
PT Bank Danamon Indonesia, Tbk.	三菱UFJフィナンシャル・グループ	約4,950億円	2017/12/26
Xerox Corporation	富士フイルムHD	約6,710億円	2018/1/31
Shire plc	武田薬品工業	約7兆円	2018/5/8
Integrated Device Technology, Inc	ルネサスエレクトロニクス	約7,330億円	2018/9/11

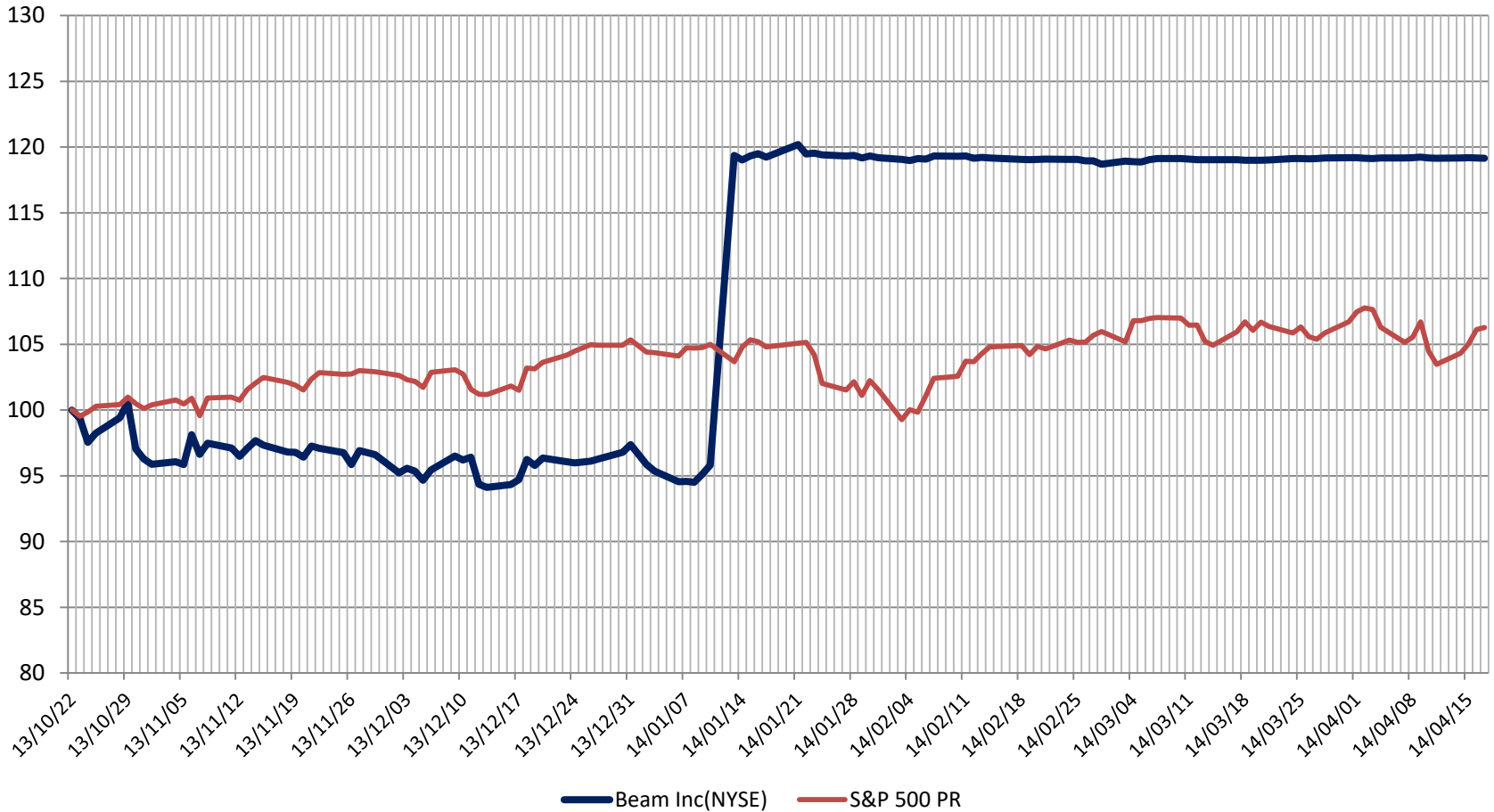
出所：M & Aonlineを基に作成

2015年以降の世界の大型M&Aの例

ターゲット	買い手	業種	取得価格	発表日
Reynolds American Inc(米)	British American Tobacco plc(英)	タバコ	約5.5兆円	2017/1/17
Time Warner Inc.(米)	AT&T Inc.(米)	通信	約12兆円	2016/10/22
Monsanto Company(米)	Bayer AG(独)	農薬	約6.94兆円	2016/9/14
SABMiller plc(英)	Anheuser-Busch InBev SA/NV(白)	アルコール飲料	約13.2兆円	2016/7/26
Alibaba Group Holding Ltd(中)	ソフトバンクグループ(日)	通信	約6.73兆円	2016/3/7
DUPONT E I DE NEMOURS & COMPANY(米)	DOWDUPONT INCORPORATED(米)	化学	約6.80兆円	2015/12/11
Altice Europe NV(仏)	Altice NV(仏)	通信	約8.43兆円	2015/8/6
Time Warner Cable Inc(米)	Charter Communications Inc(米)	通信	約8.57兆円	2015/5/26
BG Group plc(英)	Royal Dutch Shell plc(英)	石油・ガス	約6.47兆円	2015/4/8
Cheung Kong (Holdings) Ltd's property businesses Hutchison Whampoa Ltd's property businesses	Cheung Kong Property Holdings Ltd	不動産	約5.20兆円	2015/1/9
EMC Corporation(米)	Dell Technologies Inc.(米) MSD Capital LP(米) Silver Lake Technology Management LLC(米) TEMASEK HOLDINGS (PRIVATE) LIMITED	IT	約6.80兆円	2015/10/12
Allergan Inc(米)	Actavis plc(愛)	医療	約8.56兆円	2014/11/17
El Paso Pipeline Partners LP(米) Kinder Morgan Energy Partners (米) Kinder Morgan Management LLC(星)	Kinder Morgan Inc(米)	石油・ガス	約8.95兆円	2014/8/10
Covidien PLC	Medtronic Holdings Ltd(愛)	医療	約5.05兆円	2014/6/15
Medtronic Inc.(米)	Medtronic Holdings Ltd(愛)	医療	約7.15兆円	2014/6/15
DIRECTV LLC(米)	AT&T Inc.(米)	通信	約8.32兆円	2014/5/18

出所: speedaを基に作成

サントリーのBeam社買収



TOBプレミアムの例

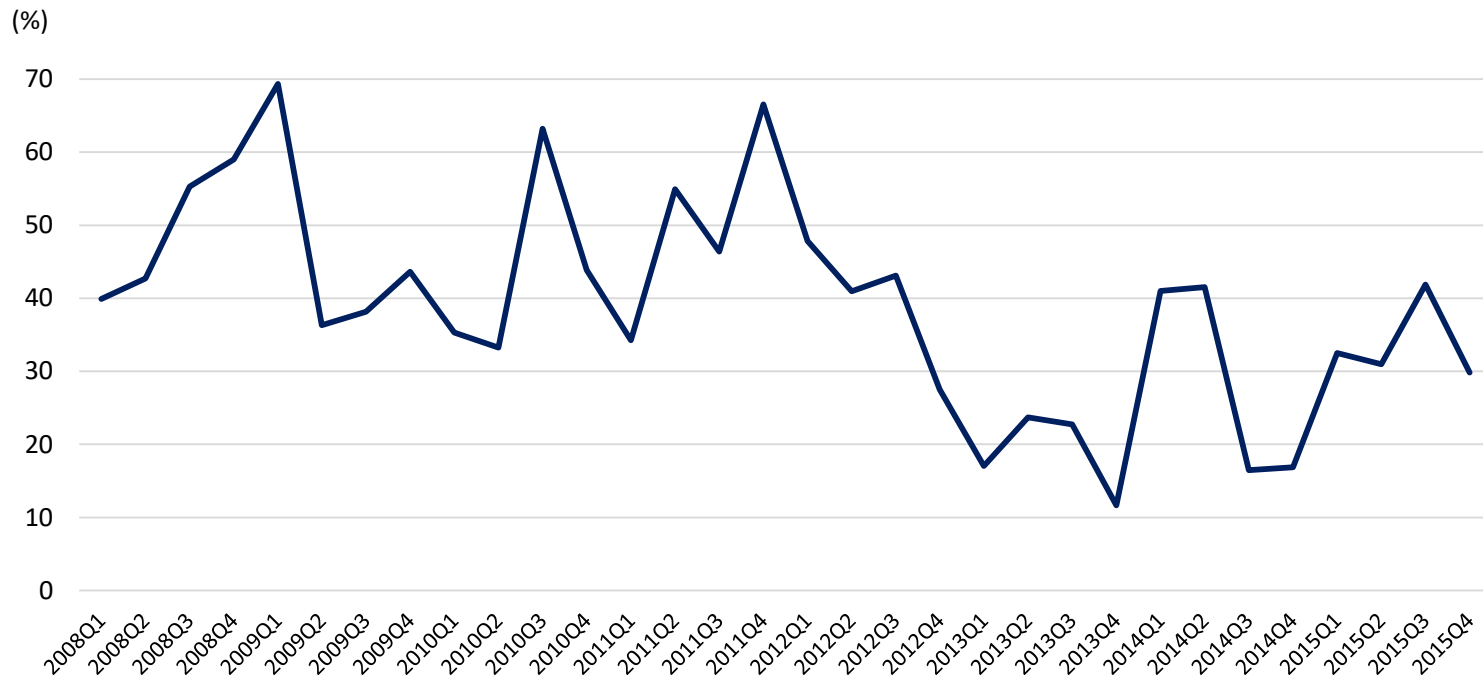
案件概要			買付価格とプレミアム情	
発表日(プレスリリース日)	公開買付者	対象企業	プレミアム/ディスカウ	
			発表前1ヶ月平均	発表前3ヶ月平均
2012/07/05	J. フロント リテイリング株式会社	株式会社パルコ	39.53	41.34
2012/04/27	プラス株式会社	ビズネット株式会社	31.65	36.63
2012/02/16	ユニー株式会社	株式会社サークルKサンクス	36.38	40.09
2012/01/30	株式会社エヌ・ティ・ティ・ドコモ	らでいっしゅぼーや株式会社	38.13	36.63
2011/09/30	株式会社三井住友銀行	プロミス株式会社	47.62	29.46
2011/08/11	エイチ・ツー・オー リテイリング株式会社	株式会社家族亭	44.52	42.18
2011/02/03	株式会社MMホールディングス	カルチュア・コンビニエンス・クラブ株式会社	27.81	35.30
2010/07/29	パナソニック株式会社	パナソニック電工株式会社	21.99	17.04
2010/07/29	パナソニック株式会社	三洋電機株式会社	20.85	9.45
2010/03/09	イオン株式会社	株式会社CFSコーポレーション	33.26	27.71
2010/02/15	住友商事株式会社	株式会社ジュピターテレコム	52.68	61.56
2009/08/14	ひまわり株式会社	株式会社オオゼキ	29.71	39.26
2009/01/14	株式会社日立製作所	株式会社日立国際電気	66.73	76.76
2009/01/14	株式会社日立製作所	日立工機株式会社	74.92	76.73
2008/09/08	株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	アコム株式会社	30.21	27.81
2008/07/15	株式会社ローソン	株式会社九九プラス	45.61	49.02
2008/02/13	富士フイルムホールディングス株式会社	富山化学工業株式会社	26.49	26.27
2008/02/12	大正製薬株式会社	ビオフェルミン製薬株式会社	21.36	15.00

大型海外M&Aの事例と買収プレミアム

年	買い手	売り手	買収金額(10億円)	買収プレミアム
2016	ソフトバンクグループ	アーム・ホールディングス	3,323	42.9%
2014	サントリーHD	ビーム	1,679	24.0
2015	東京海上HD	HCCインシュアランスHD	914	35.8
2018	武田薬品工業	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	900	53.0
2015	日本郵政	トールHD	620	53.0
34社平均			477	48.5
中央値			328	42.8
最小値			53	15.0
最大値			3323	123.0

出所:レコフなど。2005~16年の500億円以上の海外M&A案件のうちプレミアムの判明する34件

日本の買収プレミアム



出所: 買収プレミアムはSPEEDAのデータを基に、発表前1ヶ月平均株価に対する買付価格の超過比率として筆者が算出。四半期ごとに、上下1%の案件を異常値として除外。

買収プレミアム = (買付価格 - 発表前1ヶ月平均株価) ÷ (発表前1ヶ月平均株価)。

LIXILグループのグローエ(独)買収

LIXIL Group Corporation
2013/9/26 12:48



(C) 2013 Yahoo Japan Corporation.

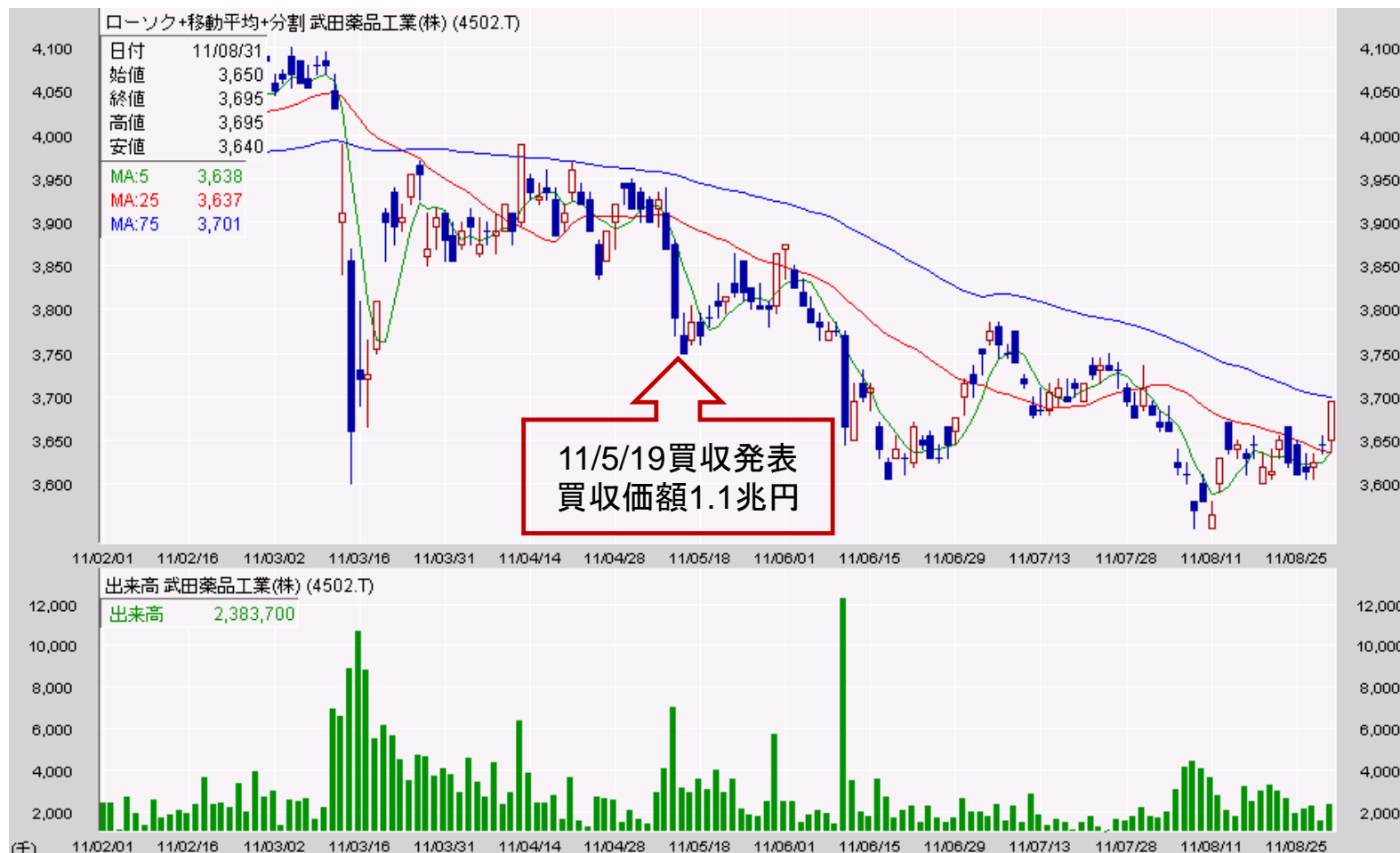
<http://stocks.finance.yahoo.co.jp>

「住設機器大手の独グローエを約4000億円で買収することで最終調整に入った」と伝えた。2013年8月に買収した米衛生陶器最大手アメリカンスタンダード(ASB)の買収額531億円を大きく上回る。投資負担が大きいのではないかという懸念。

ソフトバンクによるスプリント・ネクステル買収



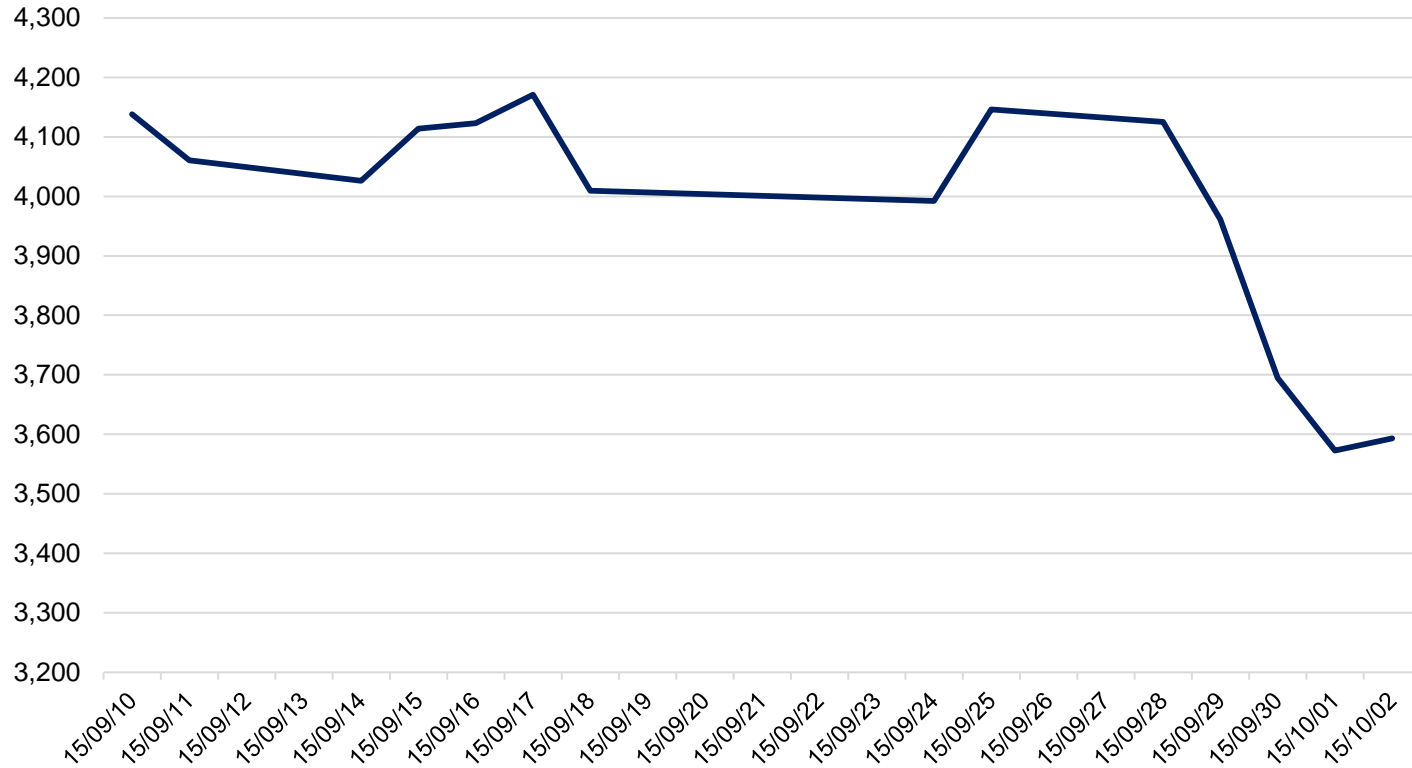
武田薬品工業によるナイコメッド買収



麒麟ホールディングスによるスキンカオール買収



JTによるナチュラル・アメリカン・スピリッツ社米国外たばこ事業買収



JTによるガラハー買収



M&Aに対する株価反応： USA

M&A公表前日から公表翌日までの3日間のCAR

被買収企業

買収企業

ウェイト加重で統合

14.6%

0.7%

1.1%

(出所: Eckbo 2008)

1980年から2005年までの米国のM&A案件が対象

M&Aに対する株価反応：グローバル

M&A時の買収企業に対する株価反応

M&A公表前日から公表翌日までの5日間のCAR

	M&A案件の数	5日間のCAR
合計	37,414	1.44%
ドメスティック	29,324	1.42%
クロスボーダー	8,090	1.50%

(出所: Ellis, Moeller, Schlingemann, and Stulz 2011)

対象期間は1990年から2007年。世界61カ国のM&A案件。

M&Aに対する株価反応： JAPAN

M&A時の買収企業に対する株価反応

M&A公表前日から公表翌日までの3日間のCAR

	M&A案件の数	3日間のCAR
合計	381	0.67%
ドメスティック	232	0.22%
クロスボーダー	149	1.38%

(出所: Ings and Inoue 2012)

対象期間は2000年から2010年。買収企業が日本企業のM&A案件。

M&Aの価値創造効果

買収金額

VIA

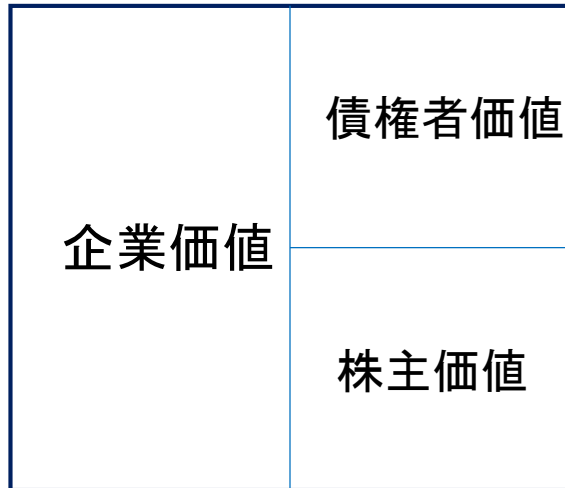
被買収企業の将来
CFの割引現在価値
合計

+

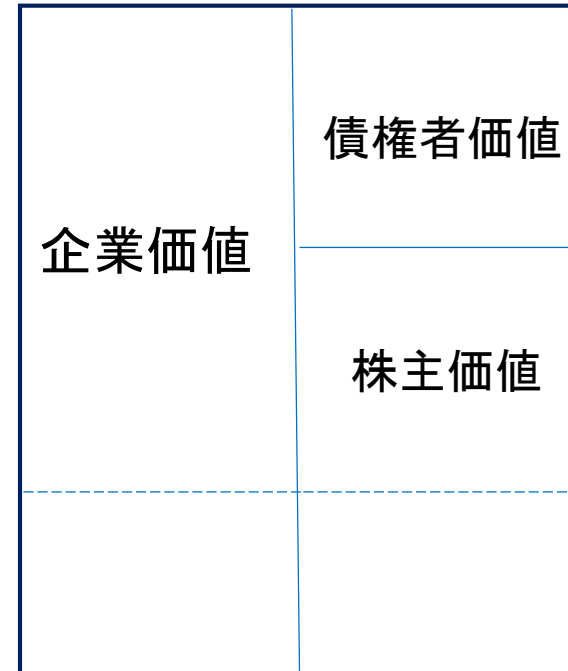
M&Aによって創造され
る将来CFの割引現在
価値合計

株価変動と企業価値の伸縮

M&A公表前



M&A公表後




① M&Aによる企業価値増加

② M&A公表による株価上昇

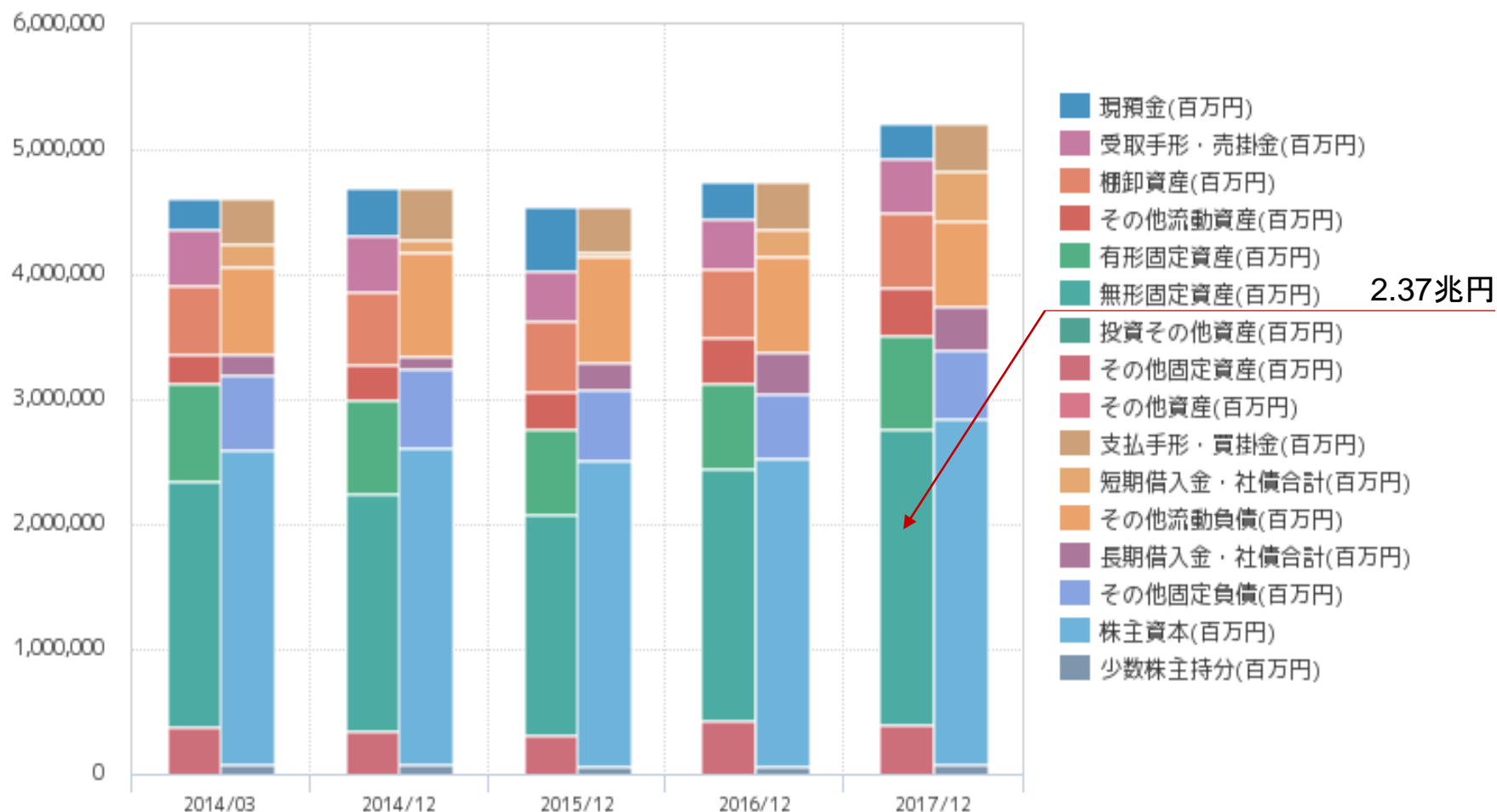
コーポレート・ファイナンスにおける企業価値の定義

- 企業価値 = 株式価値 + 債権者価値
- 企業価値とは事業価値、資産価値を示す。
- 企業価値を株主と債権者が分け合う。

M&Aのリスク増幅効果

	バランスシート						バランスシート		
平均リスク =5%	現金 (リスク=0%)				平均リスク =10%	M&A先事業(リスク=10%)			
	既存事業 (リスク=10%)					既存事業 (リスク=10%)			

貸借対照表の構成比



✓ 費用の期間配分問題であって、CFは変わらない



IFRSを採用する日本企業ののれん金額

1位	ソフトバンク	4兆3025億円
2	J T	1兆8912億円
3	武田薬品工業	1兆 292億円
4	電 通	7981億円
5	KDDI	5266億円
6	三菱ケミHD	3233億円
7	リクルート	3129億円
8	キリンHD	2619億円
9	サントリBF	2540億円
10	大塚HD	2494億円

【注】直近の本決算期末。のれん1項目を掲げている企業のみ対象

日本勢、14兆円減益要因

IASBのハンズ・オブ 本経済新聞の取材で明らかになった。先企業のブランド力など、手企業が買収計上する。日本の会計基準では最長20年で償却し、費用として処理していく。IFRSではのれんの償却は不要な一方、買収先企業の財務が悪化した際などにのれんの価値を一気に引き下げる繰上減損

国際会計基準（IFRS）を適用する国際会計基準審議会（IASB）が、企業買収を巡る会計処理の見直しに着手したことが明らかになった。買収対象のうち相手企業の純資産を超過して支払った「のれん（3期きよりのこと）」と呼ぶ部分について、費用計上義務付けの議論を始め、2022年にも結論を出す。大型のM&A会社買収が相次ぎ、企業財務への影響が強まっていることを考慮した。欧州中心に広がるIFRSを採用企業には業績の押し要因となる。（関連記事19面）

M&A 費用計上検討

買収額の上乗せ分「のれん」

国際会計基準

2. 資金調達と企業価値



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HUB

BUSINESS SCHOOL

Question 2: 公募増資

Q2: 公募増資を発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？

「希薄化」という説明がなされることも多いが、もう少し突っ込んで考えてみて下さい。何が希薄化するのか等。

Answer:

理由:

2014年以降の主な資金調達案件

		エクイティ		IPO	社債	
		企業名	金額(億円)	企業名	企業名	金額(億円)
2014年	2月	日本ペイント	1023	日立マクセル	野村ホールディングス	750
		神戸製鋼	873		九州電力	700
	3月			ジャパンディスプレイ		
				CYBERDYNE		
	4月	九州電力	1000	ジョイフル本田	大和ハウス工業	650
		三井不動産	3452	西武ホールディングス	日産自動車	1200
	6月			レアジョブ	富士通	700
	7月	第一生命保険	2771	VOYAGE GROUP	JR東日本	600
		伊藤忠商事	1024	鳥貴族		
	9月				ブリヂストン	700
	10月	テルモ	500	リクルートホールディングス		
	12月			gumi		
2015年	1月	LIXILグループ	1200		ソフトバンク	4500
	3月	電源開発	1115	サンバイオ	パナソニック	4000
	4月			Gunosy		
	6月	楽天	1898	ヘリオス	セブン&アイ	1200
		トヨタ自動車	4992	中村超硬	三菱商事	2000
	7月	ソニー	4347	デクセリアルズ	JT	1150
	11月	東北電力	1200	日本郵政グループ3社	ソフトバンク	3700

		エクイティ		IPO	社債	
		企業名	金額(億円)	企業名	企業名	金額(億円)
2016年	1月				三菱地所	2,500
	3月	スズキ	2,000	アカツキ		
	4月	シャープ	3,888		日産自動車	1,250
	5月	三菱自動車	2,374		トヨタ自動車	600
	6月			コメダホールディングス		
	7月			LINE Corporation	積水ハウス	800
	9月			串カツ田中HD	パナソニック	4,000
					ソニー	2,000
					ソフトバンク	4,710
	10月			九州旅客鉄道		
2017年	1月				中部電力	800
	2月				富士フイルム	1,500
	3月	三菱ケミカルHD	1,500	マクロミル	ソフトバンク	4,500
		九州電力	1,500	スシローグローバルHD		
	4月			LIXILビバ	ブリヂストン	1,500
					東日本高速道路	1,200
	5月				楽天	1,000
	6月				アサヒGHD	2,800
					NEC	1,000
	7月	出光興産	1,248		東レ	1,000
	8月	ANAホールディングス	1,400		積水ハウス	1,200
	9月			ウオンテッドリー	東京電力PG	1,000
	11月	東芝	6,000	トレードワークス	東日本高速道路	1,000
		中国電力	1,000			
	12月			SGホールディングス	大和ハウス工業	720
2015年	1月				東京電力PG	1,000
	3月			キュービーネットHD		
	5月			ラクスル	ファストリ	2,500
	6月			メルカリ	ソフトバンク	4,500
	8月	山陽特殊製鋼	672		西日本高速道路	1,100
					野村HD	1,000
	9月	LINE	1,481		JT	1,000
		パイオニア	600			

公募増資と株価

公募増資と株価			
社名(発表日)	公募増資額 (億円)	発表翌日の 株価騰落率(%)	主な資金用途
東芝(5月8日)	2,987	7.2	戦略分野への投資、財務体質改善
三井住友FG(5月28日)	8,629	▲ 1.3	自己資本充実
大和証券グループ本社(6月26日)	1,561	▲ 12.1	M&A等への備え
みずほFG(7月1日)	5,160	▲ 0.4	自己資本の充実
全日本空輸(7月1日)	1,392	0.0	省燃費機材の導入加速
オリックス(7月2日)	869	7.1	財務基盤の強化
GSユアサ(7月13日)	300	5.6	リチウムイオン電池工場の建設
エルピーダ(9月1日)	633	▲ 16.4	有利子負債の返済、設備投資
野村HD(9月24日)	4,350	▲ 15.9	海外中心に事業基盤強化、自己資本の充実

社名は一部略。*は売り出し等も含めた手取り概算額の上限。
▲はマイナスは発表翌日に株価が下落した企業

出所: 日本経済新聞2009.11.29

公募増資と株価

公募増資と株価

社名(発表日)	公募増資額 (億円)	発表翌日の 株価騰落率(%)	主な資金用途
マツダ(10月5日)	671	7.6	次世代環境車の研究開発
NEC(11月6日)	1,155	▲ 2.2	クラウドコンピューティングなどに投資
曙ブレーキ工業(11月9日)	133	▲ 9.6	設備投資、借入金返済
*日本郵船(11月12日)	1,424	▲ 3.5	資源エネルギー輸送等への投資
三井化学(11月13日)	407	▲ 13.2	中国でのプラント建設
*日立製作所(11月16日)	4,156	▲ 2.6	重点事業・研究開発への投資、借入金返済
ダイワボウHD(11月16日)	65	▲ 20.9	借入金の返済
*東京建物(11月17日)	456	▲ 16.5	都市開発事業へ投資
*三菱UFJ(11月18日)	10,000	▲ 3.7	自己資本の充実
*森精機製作所(11月20日)	181	▲ 11.2	買収資金、グループへの投融資

社名は一部略。*は売り出し等も含めた手取り概算額の上限。

▲はマイナスは発表翌日に株価が下落した企業

出所: 日本経済新聞2009.11.29

株式資金調達のコスト

受渡日	銘柄	市場	主幹事	発行価格	調達額(億円)	割引率
2009年10月14日	野村HD	東1	野村	568	4,351	4.05
10月22日	マツダ	東1	野、大、GS	213	878	3.18
11月27日	NEC	東1	大和	215	1,156	3.15
12月9日	日本郵船	東1	野、三、メリル	253	1,080	3.07
12月15日	日立	東1	野村、GS	230	2,507	3.36
12月17日	T&DHD	東1	野村	1,857	1,079	3.02
12月22日	三菱UFJ	東1	野村	428	10,002	3.17
2010年1月28日	三井住友FG	東1	日、GS、大、野	2804	9,354	3.01
4月21日	ヤマハ発動機	東1	野村	1,231	677	3.07

公募増資と株価

会社名	業種	増資決議日	株価騰落率
コロプラ(3668)	ゲームソフト	2014/4/1	3.2%
ミクシィ(2121)	ゲームソフト	2014/2/28	15.9%
パンチ(6165)	金型部品	2014/2/21	4.7%
日本一ソフト(3851)	ゲームソフト	2013/10/18	17.7%
Jマテリアル(6055)	特殊ガス	2013/10/2	8.9%
FJネクスト(8935)	不動産	2013/9/30	7.0%
ケネディクス(4321)	不動産	2013/8/30	14.1%
サムティ(3244)	不動産	2013/5/2	4.0%
エレコム(6750)	周辺機器	2013/2/15	8.5%

騰落率は決議日と翌営業日の終値の比較。赤字は取引時間中の発表のため決議日の前日と当日の終値を比較。

出典：日経ヴェリタス2014年4月6日

増資と株価反応の事例

三井不動産の32年ぶり公募増資



三井不動産、新株発行などで3245億円調達

2014/5/27 16:23

小 中 大 保存 印刷 リプリント

三井不動産は27日、新株発行と売り出しで概算3245億円を調達すると発表した。公募増資と追加売り出しに伴う第三者割当増資で計1億1000万株を発行する。調達資金は複合施設などの開発に充てる。〔日経QUICKニュース(NQN)〕

三井不、公募増資の発行価格を3138円に決定 調達額は3289億円

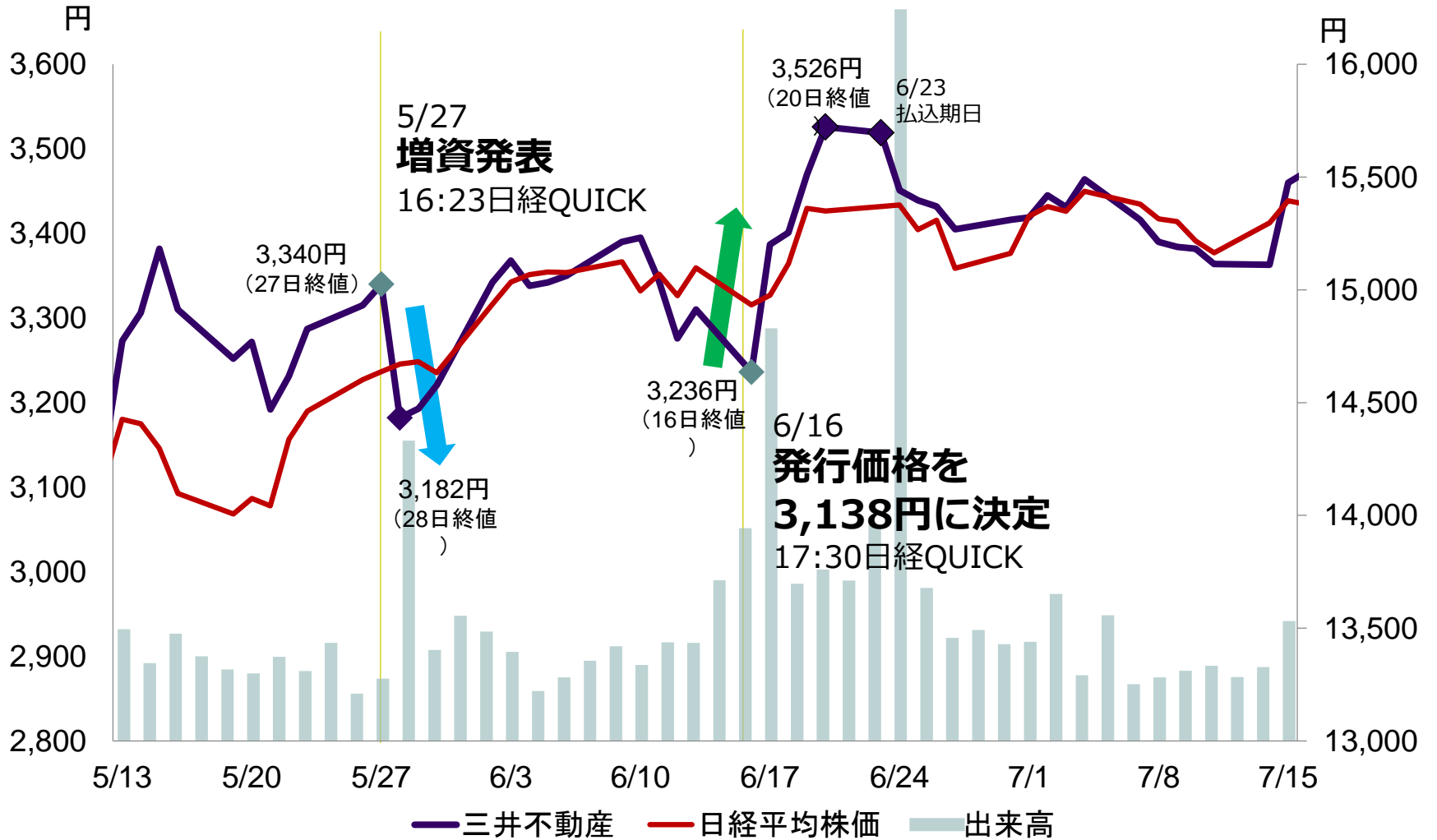
2014/6/16 17:30

小 中 大 保存 印刷 リプリント

三井不動産(8801)は16日、公募増資の発行価格が3138円に決まったと発表した。同日の三井不の終値(3236円)を3%下回る。オーバーアロットメントによる追加売り出しは上限の1000万株となった。払込期日は23日。三井不は5月27日、1982年以来32年ぶりとなる公募増資を発表していた。増資は国内と海外合わせて1億株。

市場からの資金調達額(手取り概算)は最大約3289億円となり、当初の調達見込み額(3245億円)をやや上回った。〔日経QUICKニュース(NQN)〕

* 日本経済新聞電子版より記事引用



増資についてシンプルに考えてみよう

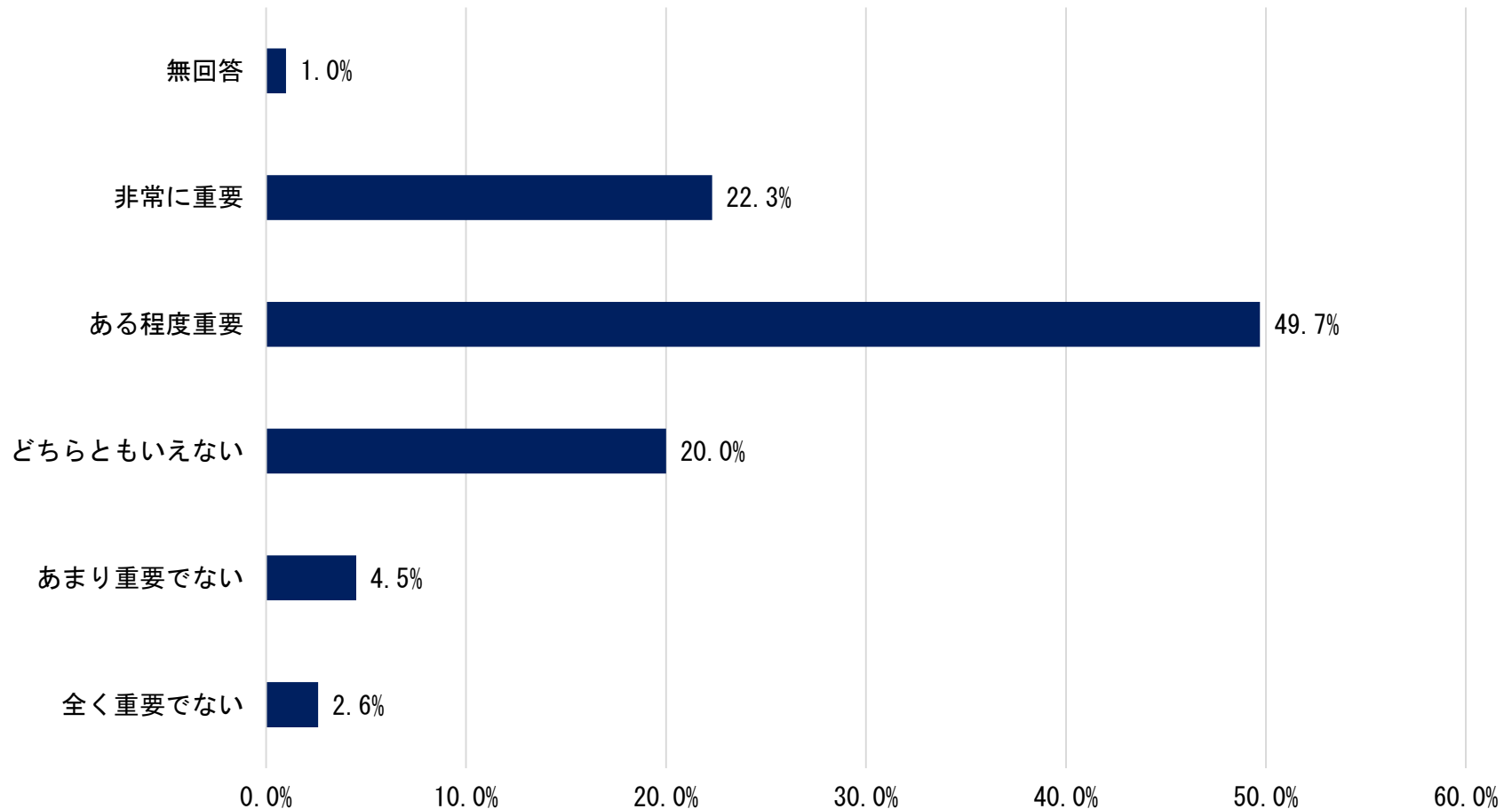
- 普通株式による増資の発表が株価の下落をもたらす点について、「米国の工業株では、この下落は約3%に達している」

ブリーリー、マイヤーズ、アレン著、『コーポレート・ファイナンス第10版』より

なぜSEO時に株価が下落するか？

- (1)マーケット・タイミング仮説
 - 企業経営者は自社の株価の動向を見て、株価が高い時(タイミング)を見計らって増資をするという説明。
 - 同一株数の発行によって、より多くの資金を調達することが可能だから。株価が過小評価されている時に株式を発行しようとする経営者は多くはない。
 - 適正価格よりも過大評価されているタイミングで増資を行うものと、情報劣位の市場参加者は考えることから、公表時に株価が下落するという説明。

株式発行による資金調達に際して、直近の株価上昇は重要か？

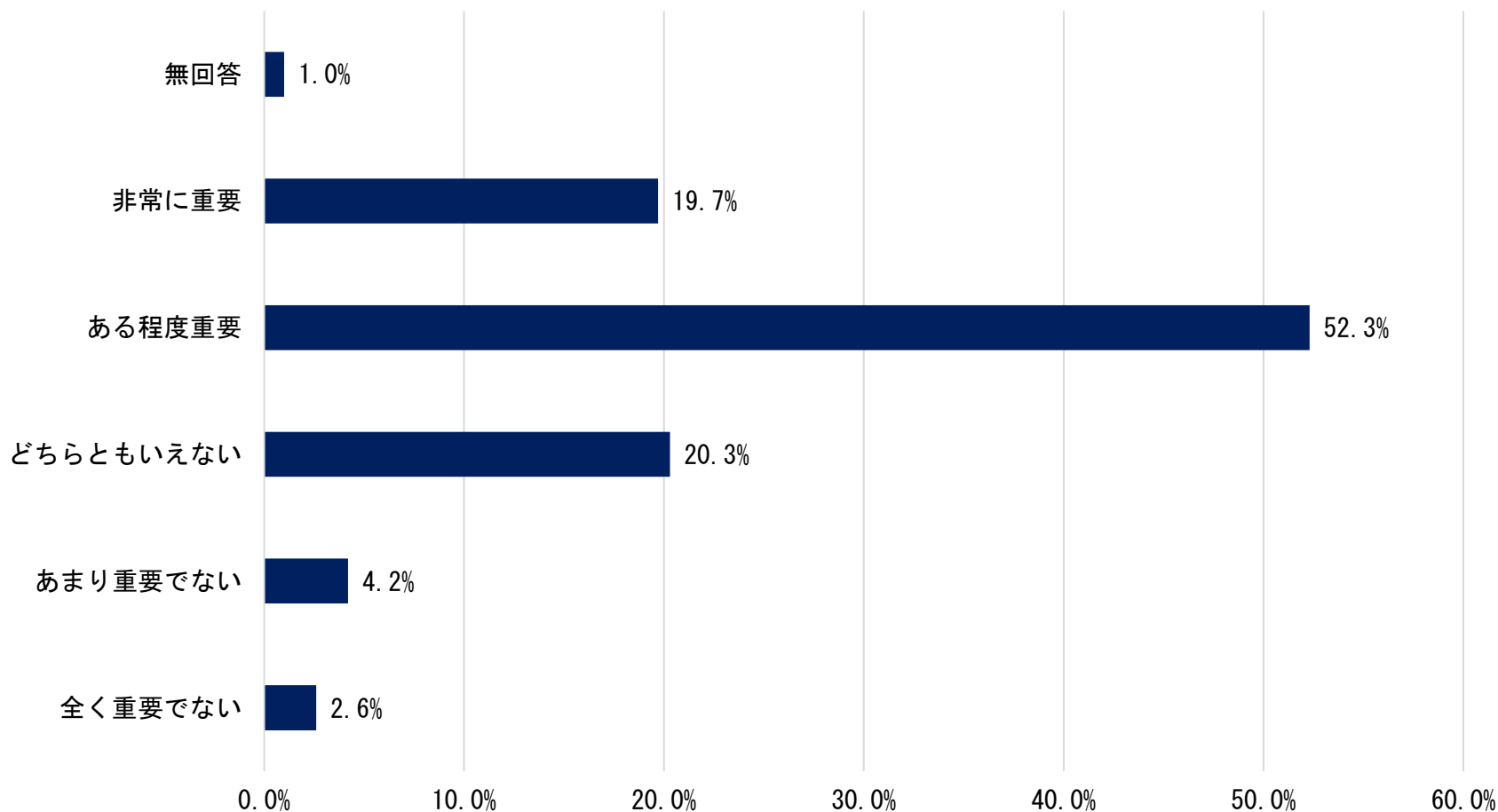


(出所:花枝英樹・佐々木隆文・佐々木寿記、「資金調達・現金保有に関する企業の意識調査 基本集計結果」、2013年)

Dilution?

- (2) 希薄化仮説：
 - 1株当たり利益 (EPS) の希薄化 (dilution) によって株価下落が生じるとする説明
 - EPSは当期純利益を発行済み株式総数で除したものの。増資によって資金調達をした瞬間は、分母の発行済み株式総数が増えるため、EPSは下がる。これを希薄化と呼ぶ。

株式発行による資金調達に際して、EPSの希薄化は重要か？



出所：花枝英樹・佐々木隆文・佐々木寿記、「資金調達・現金保有に関する企業の意識調査 基本集計結果」、2013年

常識を疑え！

(SEO前)

資産100	資本 100
-------	--------

当期純利益 10

$$\text{ROE} = 10/100 = 10\%$$

(SEO後)

100	100
調達現金 100	増資部分100

当期純利益10

$$\text{調達時ROE} = 10/200 = 5\%$$

SEO後のROE = ???

増資と株価反応

- 増資前の資産が100億円、資本100億円、当期純利益10億円という会社があります。
- この会社が増資で新たに100億円の資金調達をしました。増資前のROEは10%です。
- 増資をした瞬間、ROEは5%に低下します。当期純利益は変わらず、資本だけが倍増するからです。
- しかし、よく考えてみましょう。この会社は何らかの用途があって、増資をしたはずです。調達資金を寝かせておくことはありません。
- 実は、増資時の市場での株価変動は、調達資金の期待利益率に依存します。調達資金をどのように活用するかまで検討する必要があります。

ケース1

- 第1のケースは、調達資金を既存事業と同一の利益率の事業に投じる場合です。
- 小売業などで新規店舗をオープンする場合などを想定して下さい。
- 同じ利益率ですから、新規調達資金分のROEは10%です。会社全体のROEも10%で不変です。

ケース2

- 調達資金を利益率が既存事業よりも相対的に低い事業に投下する場合です。
- 例えば、利益率が4%しかあがらない事業に投下したとすると、会社全体のROEは10%と4%の平均値である7%に低下します。
- 既存株主からすると、新規株主の資金が低収益事業に投下されることで、自分たちのROEが希薄化したと感ずることでしょう。

ケース3

- 調達資金の投資先収益率が既存事業よりも高い場合です。
- 非常に有望な事業で利益率が20%だとしましょう。そうすると、会社全体のROEは10%と20%の平均値15%にまで上昇します。
- 既存株主にとってのROEは希薄化されるのではなく、逆に「濃縮化 (concentration)」される。

- 増資に対する株価反応は調達資金の用途・期待利益率によって異質である。



☆財務レバレッジの変化とWACC(法人税がないケース)

低レバレッジ

資産100	負債 20	R_d
	資本 80	R_e

高レバレッジ

資産100	負債 80	R_d'
	資本 20	R_e'

$$R_d < R_d'$$

$$R_e < R_e'$$

レバレッジの変化の影響(法人税がないケース)

● 株式資本コスト:

- 財務レバレッジが高くなると、支払利息という固定的要素が増加し、株主にとってのリスクが上昇。
- 事業リスクは不変なのに、債権者は倒産時以外にはリスクを負担しませんから、株式1単位あたりの負担するリスクが増大。
- 財務諸表分析的に表現するならば、財務レバレッジが上昇するとROEの上下変動幅が大きくなります。
- それゆえ、株主の要求リターンも高まる($r_E < r_E'$)。

● 負債コスト:

- デフォルトリスクが高まると、負債コストは上昇($r_D < r_D'$)。
- レバレッジが高まり、信用リスクが高くなるわけですから、要求する金利は高くなるはず

● WACC:

- 財務レバレッジを上げると、負債コストも資本コストも上昇。
- ただし、相対的にコストの低い負債のウェイト($D/(D+E)$)が大きくなり、全体としての期待収益率(WACC)は変わらない。
- BSの左側すなわち事業は全く変わっていないので、事業リスクも不変。

3. ペイアウトと企業価値



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HUB

BUSINESS SCHOOL

日米欧の配当性向の比較

配当性向	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	75.41%	170.26%	45.33%	87.61%	67.31%	83.06%	72.32%	84.77%	85.81%	58.14%
JP	61.75%	102.43%	72.48%	46.45%	52.31%	59.44%	35.00%	31.30%	37.16%	39.96%
US	133.12%	79.95%	58.94%	47.50%	55.93%	68.92%	49.66%	76.71%	55.45%	73.50%

データ集計対象:

- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

日米欧の総還元性向の比較

総還元性向	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	106.15%	167.58%	54.22%	119.76%	97.74%	113.59%	91.55%	106.17%	98.54%	70.76%
JP	103.73%	130.63%	82.98%	66.84%	60.77%	67.65%	45.02%	43.63%	53.92%	50.43%
US	166.67%	102.43%	86.24%	93.67%	124.50%	123.90%	120.21%	223.95%	120.44%	131.02%

データ集計対象:

- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

Question 3: ペイアウト

Q3: 増配を発表すると、株価は上がるか、それとも下がるか？
(一般によく観察できるパターンを想定して下さい。)

Answer:

理由:

自社株買い・増配を発表した主な銘柄

自社株買い

銘柄名	設定取得枠の規模 (発行済み株式総数比)	発表日	翌営業日の上昇率
アサヒHD	最大4.29%(300億円)	2/13	6%
ヤフー	最大1.4%(200億円)	1/29	17%

増配(年間配当、11年度→12年度)

銘柄名	決算期末	内容	発表日	翌営業日の上昇率(* は当日)
リソー教育	2月	260円→330円	2/14	*3%
青山商事	3月	40円→50円	2/12	4%
サンリオ	3月	40円→45円	2/8	1%
AOKI HD	3月	35円→45円	2/7	3%
横浜ゴム	12月	13年度の配当見通しを22 円に(前期比2円増)	2/14	*12%

出典: 日本経済新聞2013年2月15日

アマダの配当政策

1. 剰余金の配当（期末配当）の決定について

(1) 剰余金の配当（期末）の決定内容

	決定額 (平成26年3月期)	直近の配当予想 (平成25年5月15日公表)	前期実績 (平成25年3月期)
基準日	平成26年3月31日	同 左	平成25年3月31日
1株当たり配当金	13円	7円	4円
配当金総額	4,970百万円	—	1,526百万円
効力発生日	平成26年6月30日	—	平成25年6月28日
配当原資	利益剰余金	—	利益剰余金

(2) 理由

当社は、継続的な成長のための強固な経営基盤を構築し、企業価値の最大化を図っていく方針であります。このために、財務の健全性を維持しながら資本の効率性を高めていくことが重要だと考えております。当社は現在、平成28年3月期を最終年度とした中期経営計画で収益体質の強化に取り組み、利益の最大化を目指しておりますが、同時に純資産額の増加を抑制し資本効率を高めていく方針であります。

具体的にはこれまで30～50%程度としておりました配当性向の目標を50%程度に変更し、また当期純利益の50%程度を目処に自己株式の取得を実施する方針です。

この方針は平成28年3月期までの期間としますが、その後も継続的な資本効率の改善に取り組んでまいります。

当期の年間配当につきましては、この方針に基づき前期より8円増配の1株当たり20円とし、中間配当金を既に7円支払っておりますので、期末配当金は1株当たり13円とさせていただきます。予定であります。

アマダの配当政策（続）

2. 次期配当予想について

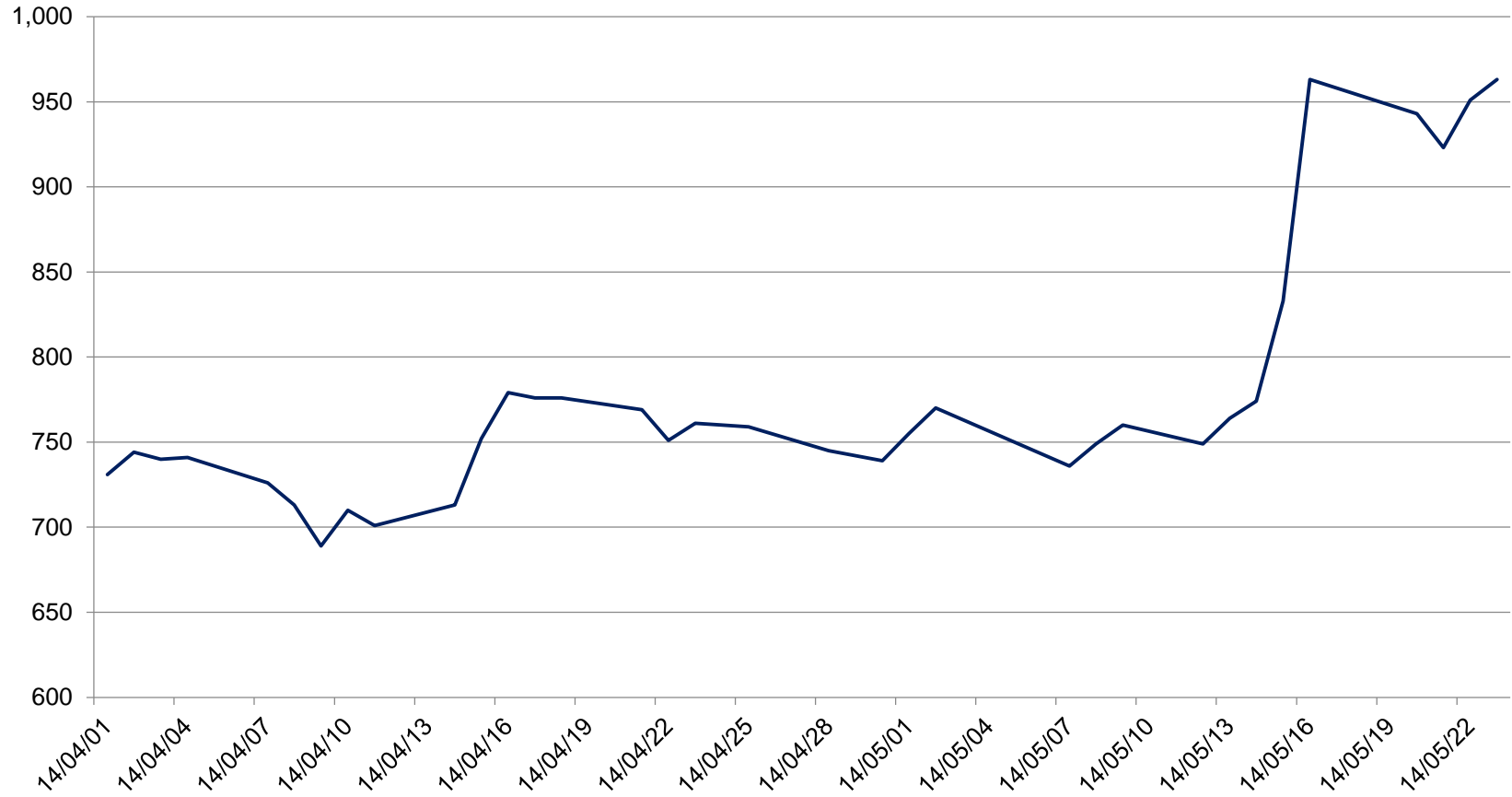
(1) 次期配当予想の内訳

	年間配当金（円）		
	第2四半期（中間）	期 末	合 計
当 期 実 績	円 銭 7.00	円 銭 13.00	円 銭 20.00
次 期 予 想	13.00	13.00	26.00

(2) 理由

前記の方針に基づき、次期の配当予想につきましては、現時点では当期より年間6円増配の1株当たり26円（中間配当金13円、期末配当金13円）を見込んでおります。

アマダの配当政策と市場反応



ペイアウトと株価反応

サンゲツの株主還元策



サンゲツ、今後3年間の株主配分拡充 利益の100%以上に

2014/11/8 0:26

小 中 大 保存 印刷 リプリント

インテリア大手のサンゲツは7日、2017年3月期までの3年間で純利益の100%以上を配当や自社株買いで株主に配分すると発表した。期間利益だけでなく、余剰資金も株主に還元する。株主への利益配分を強化するとともに自己資本を100億～200億円圧縮し、自己資本利益率(ROE)を8～10%に高める。

2. 株式取得に係る事項の内容

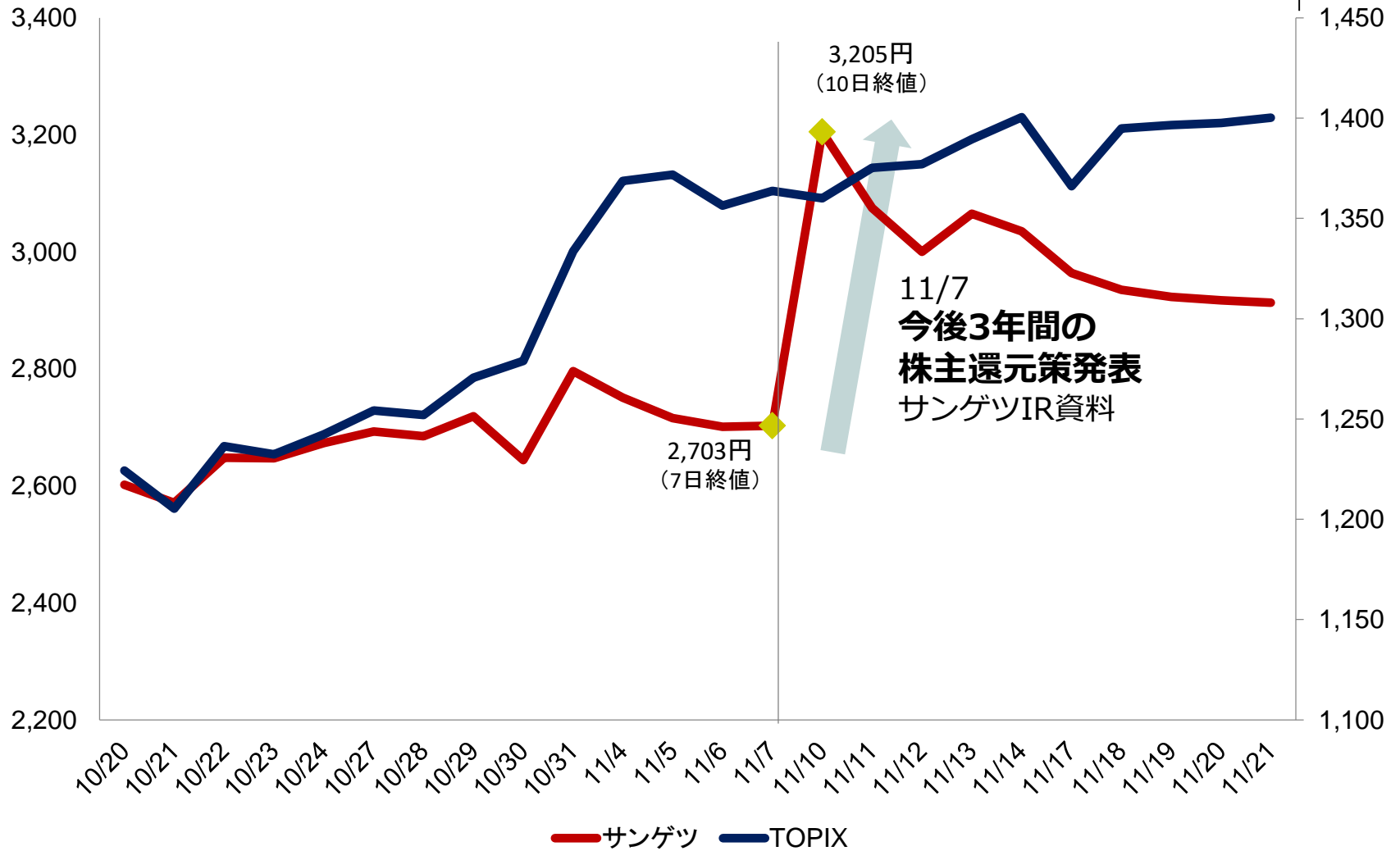
(1) 取得する株式の種類	当社普通株式
(2) 取得する株式の総数	1,100,000株(上限) (発行済株式総数(自己株式は除く)に対する割合2.88%)
(3) 株式取得価額の総額	30億円(上限)
(4) 取得する期間	平成26年11月10日から平成27年4月30日まで
(5) 取得する方法	自己株式立会外買付取引(N-NET3)を含む市場買付

(ご参考) 今回取得する自己株式相当数は取得後、消却する予定です。

3. 自己株式消却の内容

(1) 消却する株式の種類	当社普通株式(現在保有している自己株式)
(2) 消却する株式の総数	2,089,000株 (消却前の発行済株式総数(自己株式は除く)に対する割合5.48%)
(3) 消却予定日	平成26年12月12日

※日経新聞電子版11月8日記事、サンゲツ公式IR資料より引用



無配のAmazon

- Amazonは上場以来一度も配当を支払ったことがありません。なぜでしょうか。
- Amazonは株式時価総額約3150億ドルの大企業です。2015年末時点では、世界で第6位です。日本円にすると約37兆円です。トヨタ自動車が約26兆円と比べると、規模感が分かるでしょう。
- *We intend to retain all future earnings to finance future growth and, therefore, do not anticipate paying any cash dividends in the foreseeable future.*

(出所: Amazon社ウェブサイト、Investors Relationのパートより)

完全な資本市場においては、配当政策は無関係

- 投資家が現金を得るためには、必ずしも配当を必要とはしない。そのため、配当の多い企業の株式を高く評価するというものもない。
- 言い換えると、配当政策は株主の富には影響を与えない。

基本としてのMM配当無関連命題

現金 100億円	株主価値 200億円 発行済株式総 数=1億株
事業資産 100億円	

Q: X社は余剰現金の半分、つまりは50億円全額を配当に回すことにしました。1株あたりでいうと50円の配当です。さて、X社の株価は上がるでしょうか？

[1株当たり株価=200円]

配当後のバランスシート

現金50億円	株主価値 150億円 発行済株式総数 =1億株
事業資産 100億円	

[1株当たり株価 = 150円]

- ・会社の内部に残存している価値は、150億円（1株当たり150円）。
- ・配当として自分のポケットに50億円（1株当たり50円）。
- ・株主の富は合計すると200億円（一株当たり200円）。
- ・これが有名な「MMの配当無関連命題」。
- ・配当に相当する分だけ株価が下落するため、「ペイアウトは株主の富に影響しない」という命題です。（Miller and Modigliani[1961]）

MMの仮定

1. 企業のペイアウト政策が追加的情報をもたらすことはない ……→ 裏を返すとシグナリングに
2. 株式市場は完全市場状態（税金、取引コストは存在しない）
3. 経営者は株主価値を毀損するような行動は選択しない

応用: シグナル効果で事業資産評価が上方改訂される場合



- ・株主は配当として50億円(1株当たり50円)を手に入れます。
- ・企業内部に残っている価値は、170億円(一株当たり170円)です。
- ・株主の富 = 配当50億円 + 株式価値170億円 = 220億円

✓事業資産の価値は会計学的には上方改訂されませんが、DCFで考える企業財務では上方改訂され得ます。資産の経済的な価値を評価するためです。

ROEと企業のペイアウト政策

回答企業917社(全上場企業の25%)のうち、449社が、ROEの引き上げを中期計画に掲げている

■各社の中期計画の目標数値

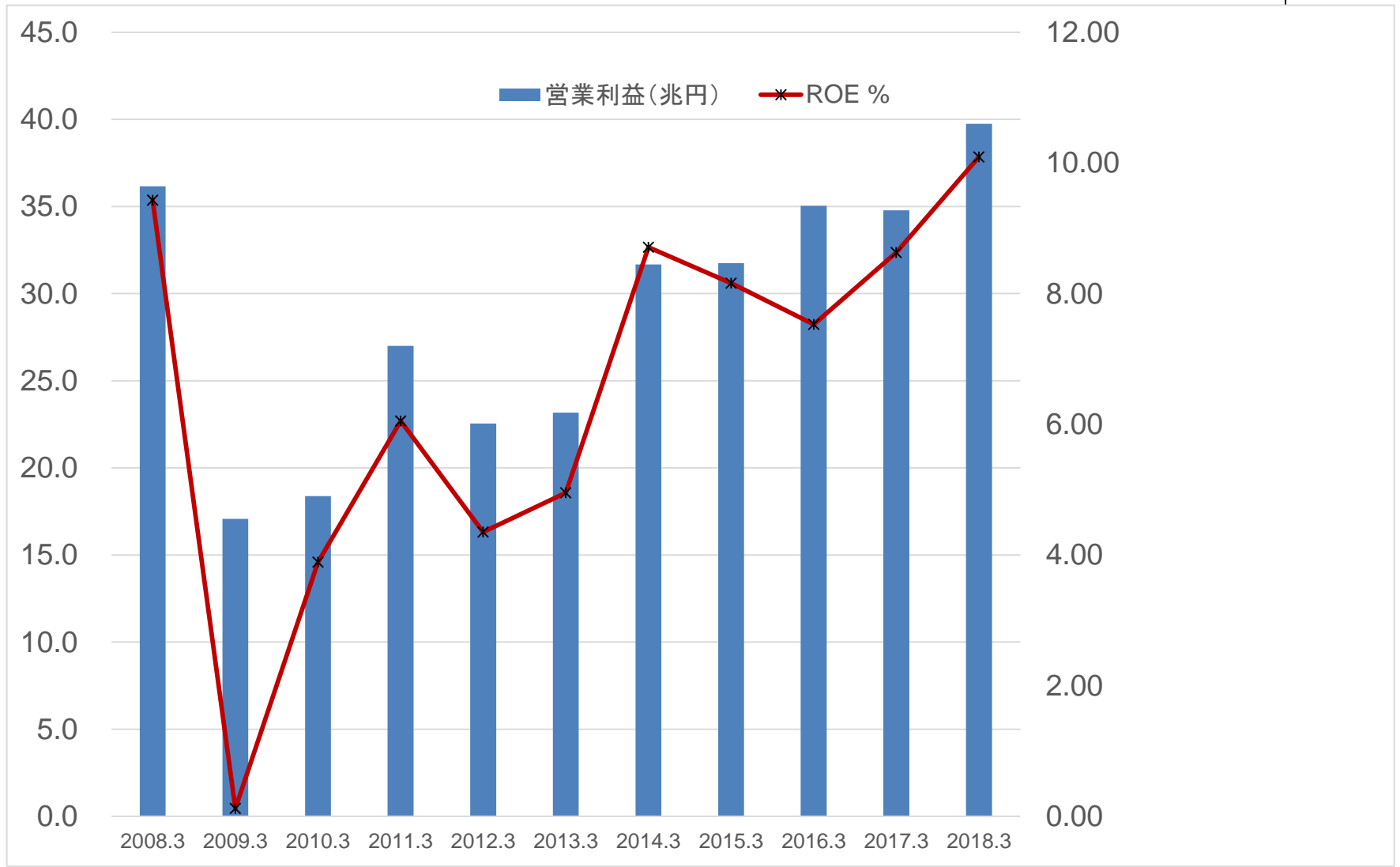
コード	社名	目標 決算期	ROE (%)	売上高 (億円)	営業利益 (億円)	配当 性向 (%)
3382	7&iHD	20.2	10	—	4,500	—
4503	アステラ薬◇	18.3	15以上	—	—	—
4578	大塚HLD◇	18.12	8～10	14,400	2,000	—
6367	ダイキン工	19.3	13.5	25,000	2,700	—
6503	三菱電機○	21.3	10	50,000	8%以上※	—
6594	日本電産◇	21.3	18以上	20,000	15%以上※	—
6758	ソニー○	18.3	10以上	—	5,000以上	—
7269	スズキ	20.3	10	37,000	7%※	15
8058	三菱商事◇	—	10	—	—	—
9020	JR東日本	20.3	10程度	30,210	4,990	33*

注) ◇はIFRS基準、○はSEC基準。目標決算期は達成を目指す決算期。該当欄で特に目標を設定していない場合は—で表した。※は営業利益率、*は配当と自己株買いを合わせた総還元性向。全回答企業のうち株式時価総額上位10社を掲載

- ROEの注目の高まり
- 2014年から、ROEを選択基準の柱とする 株価指数・JPX 日経400 が開始
- 議決権行使助言最大手の米国ISSが、ROE5%を経営者再任の条件に設定
- 業績回復に加え、自己資本を減らす自社株買いなどが広まったことで、全上場企業の平均ROEは上昇傾向にある

(2017年6月 日本経済新聞社プレスリリースより)

東証一部全産業 (営業利益・ROE)



<MMの第2命題>

借入れを行っている企業の株式の期待収益率は、市場価値で示されたD/E比率に比例して増加する

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

4. 現金保有とリスクテイク

4-1 保有現金の価値

4-2 リスクテイクと企業価値



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

HUB

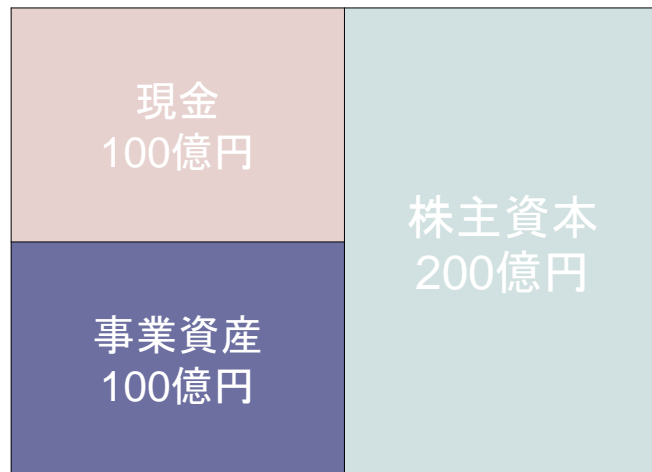
BUSINESS SCHOOL

4-1 保有現金の価値

Q1: 余剰現金の価値は市場ではいくらと評価されているか？

Q2: 事業資産の価値は市場ではいくらと評価されているのか？

財務報告用のBS



市場の評価

PBR=0.6

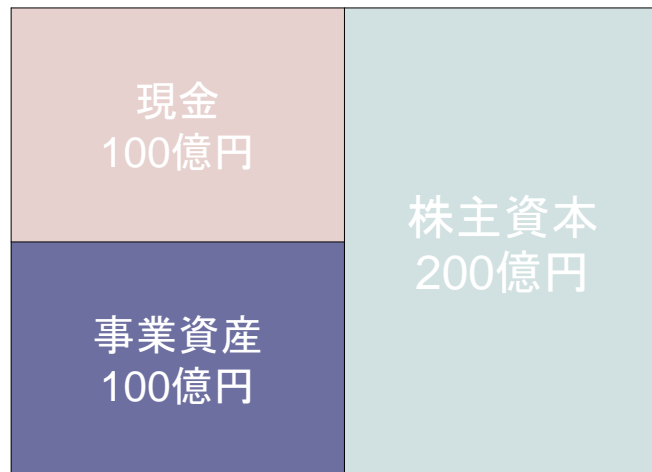


4-1 保有現金の価値(続き)

Q3: 余剰現金の価値は市場ではいくらかと評価されているか？

Q4: 事業資産の価値は市場ではいくらかと評価されているのか？

財務報告用のBS



市場の評価

PBR = 1.5



会社設立して、すぐにIPOしたとすると・・・。

会社設立

現金 100億円	株主資本 100億円 (B)
-------------	----------------------

IPO

PBR=2.0

現金 100億円	株主価値 200億円 (P)
差額100億円	

Q:やはり現金は100億円の価値か？
差額は何だ？

事務机1億円で、すぐにIPOできたとする...

会社設立

現金 100億円	株主資本 100億円 (B)
-------------	----------------------

IPO

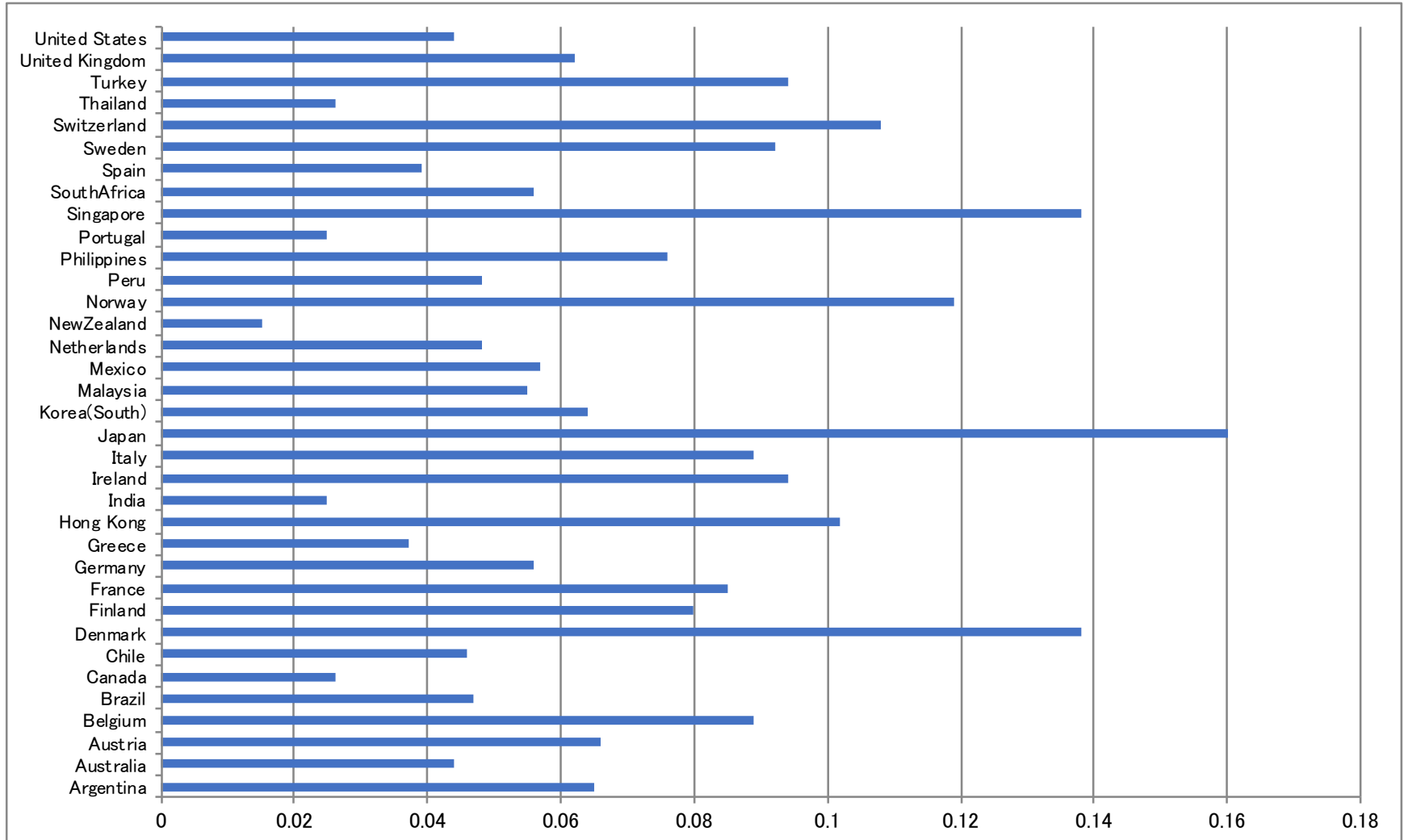
PBR=2.0

現金 99億円	株主価値 200億円 (P)
机1億円 + 差額100億円	

Q: 現金は99億円で、机(事業資産)が101億円?

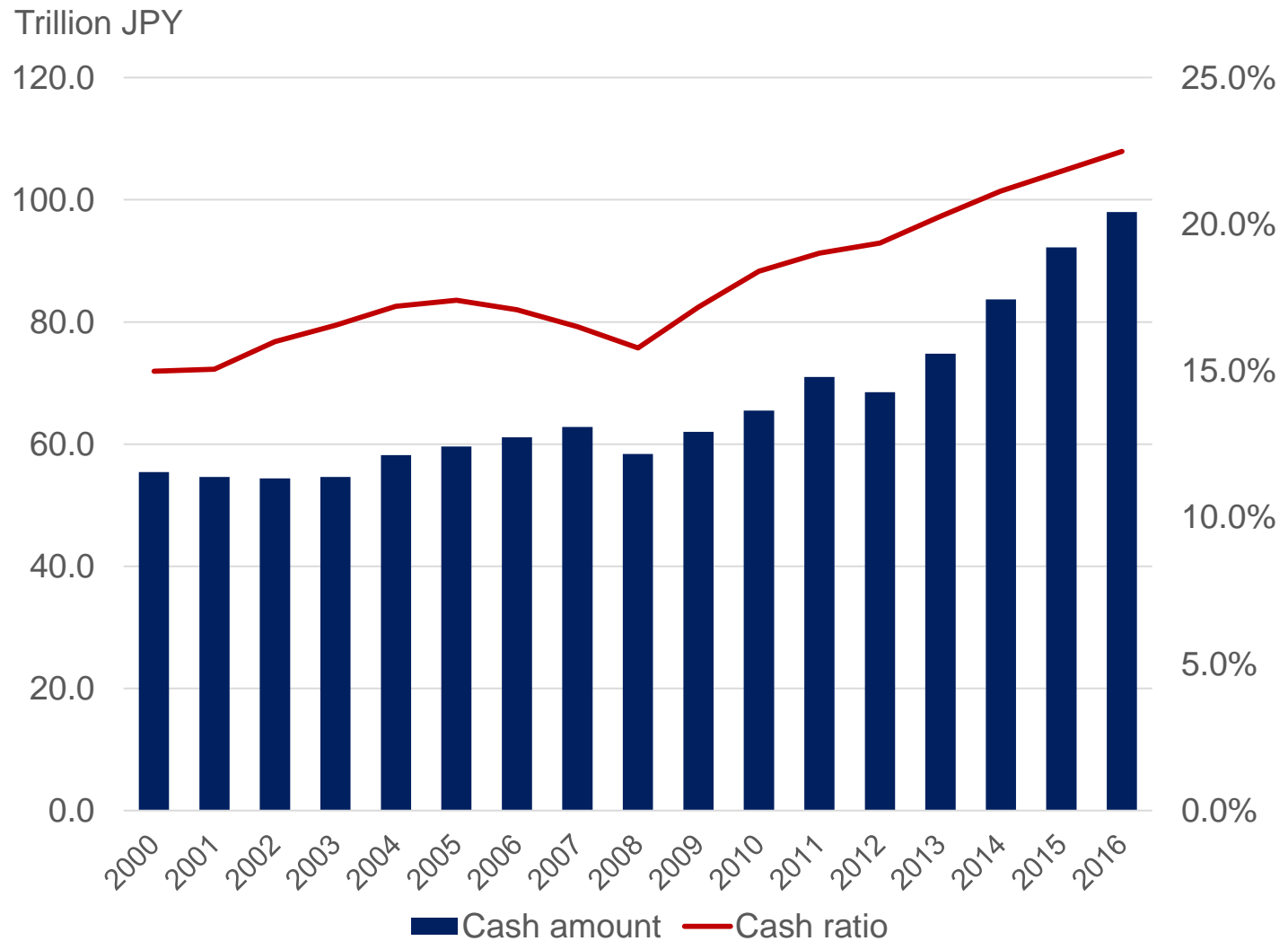
企業が世界一リッチな国は？

(現金預金+有価証券)/総資産



Source: Pinkowitz et al. 2006

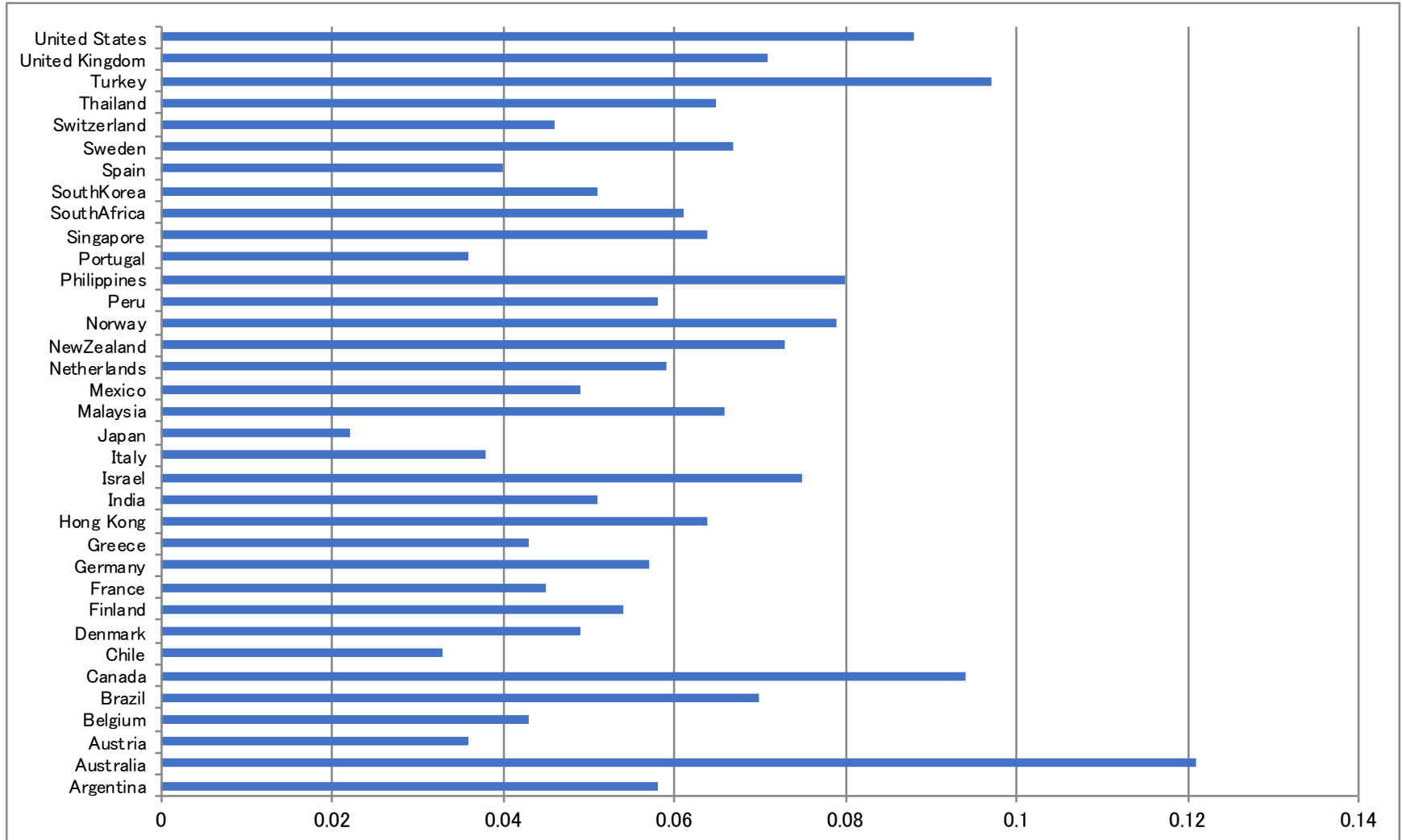
Cash Holding in Japan



Data: NEEDS Financial QUEST 2.0

企業リスクが世界一低い国は？

産業調整した[EBITDA/総資産]の時系列標準偏差(最低8年間)



Source: Acharya et al. 2011

現金保有のリスク低減効果

	バランスシートの資産
平均リスク =7.5%	現金 (リスク=0%)
	投資プロジェクト (リスク=15%)

100億円は誰が持っていても100億円なのか？

- 通常のバリュエーションモデルでの扱い
- FCF(フリー・キャッシュフロー)の現在割引価値合計を算出した後、余剰現金・有価証券を加算して、企業価値合計を算出
 - 暗黙の仮定: 保有現金の価値に関する同質性。
 - どの企業が持っていようが、キャッシュはキャッシュであり、1円は1円、100億円は100億円の価値があるという仮定
 - 清算価値 = 100億円
 - ゴーイングコンサーン価値 = ???

CGが現金の経済的価値に与える影響

- ミシガン大学のDittmar教授らによる研究。
 - CGの優れた企業と脆弱な企業とで、現金の価値を比較し、コーポレート・ガバナンスが企業価値に与える影響について分析
 - CGの脆弱な企業が保有する現金の経済的価値は、1ドル当たり0.42から0.88ドルであるのに対して、CGが優れている企業の現金の経済的価値は1.27から1.62ドルである点を報告

企業特性が現金の経済的価値に与える影響

- ジョージタウン大学のPinkowitz教授らによる研究。
 - 企業特性の異質性と現金の経済的価値に着目した分析。
 - 1965年から2004年までの米国企業を対象として、手元流動性資金(現金及び有価証券)に対する市場の評価を推計。
 - その結果、現金は平均的には額面で評価されているものの、企業間の差異は大きかった。
 - 例えばコンピューター・ソフトウェアや製薬などの成長産業では、現金は額面以上の評価。その一方で、43の産業のうちで15産業では額面以下の評価。
 - つまり、魅力的な成長機会を持つ企業の現金の価値は額面以上に評価され、成長機会が限定されるような成熟企業が保有する現金の経済的価値は額面よりも小さく評価されている。

(まとめ)

- 企業が保有する現金の経済的価値はすべての企業にとって同価値ではないかもしれない。
- 「誰が持っているか」、「どの企業が保有しているか」によって、その価値が異なると、市場では評価しているかもしれない。

4-2 リスクテイクと企業価値

Q: 市場からの評価が高いのは、どのような企業だったか？

- 分析期間: 2001年から2010年
- 分析対象ユニバース: TOPIX構成銘柄
- 対象セクター: GICS Industry GroupのBanks・Insurance・Diversified financialsを除外した全てのセクター

リスク投資 vs. ペイアウト: PBRへの影響

リスク投資	<i>high</i>	1.37	1.57
	<i>low</i>	1.21	1.29
		<i>low</i>	<i>high</i>
		ペイアウト	

- リスク投資は設備投資・R&D投資・M&A投資の合計
- ペイアウトは配当・自社株取得の合計
- **高リスク投資 & 高ペイアウトのPBRが最も高い**

日本企業の課題

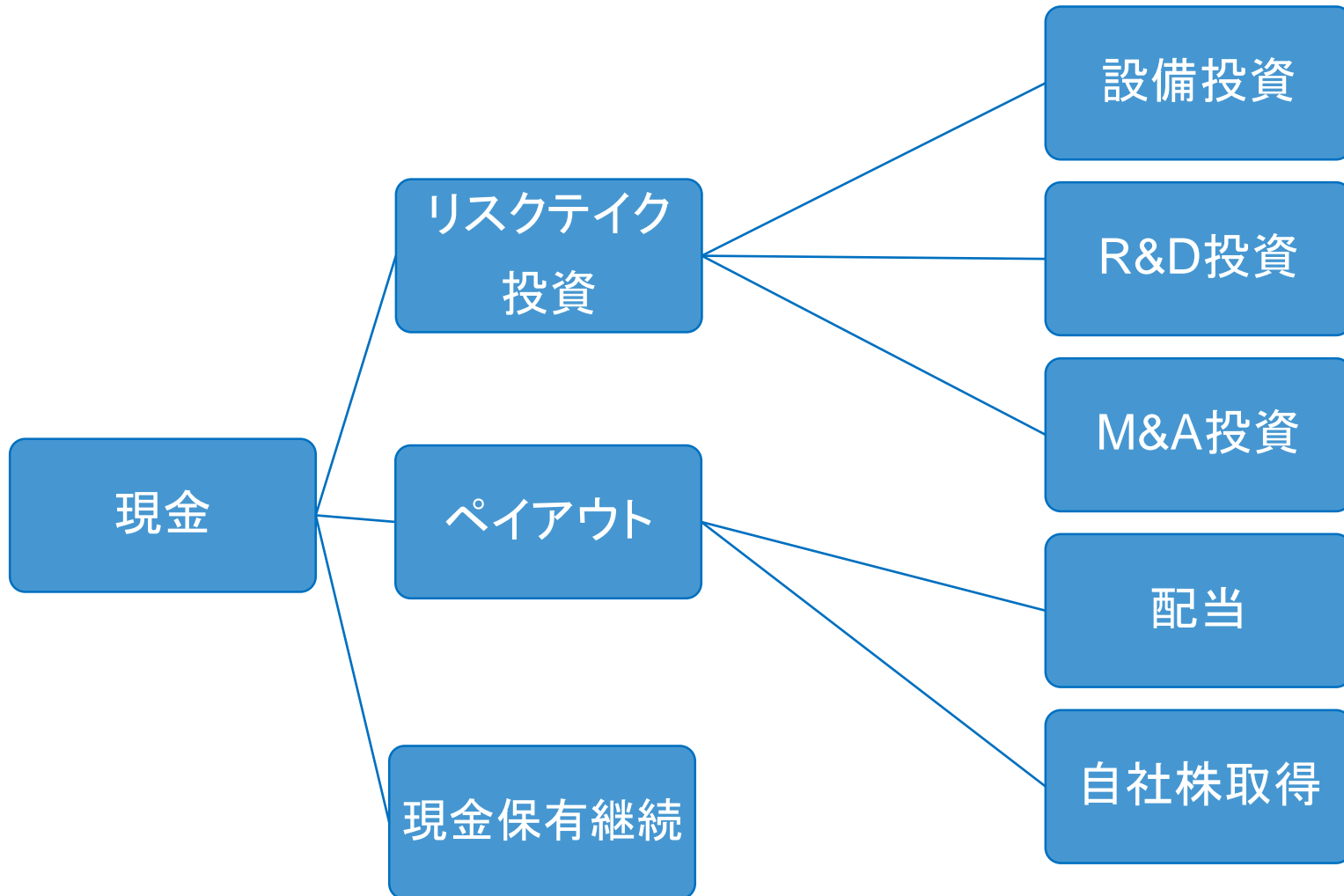
- 伊藤・蜂谷(1993)

- ✓ バブル経済の前後には、日本企業の経営者の資本コスト意識の欠落が、「**過大投資問題**」を引き起こし、低収益率の原因となった点を指摘。“**高い投資水準と低い収益性の並存**”

- 現在

- ✓ 現在は状況が逆。むしろ「**過少投資問題**」が重大な論点。

保有現金投資の選択肢



本日のお土産

- WACCの源泉は資産サイド ← マーケット評価(右側)に偏り過ぎない
- 事業資産の期待収益率を知ること
- 余剰現金の期待リターンに要注意
 - ✓ 純粋に余剰現金のケース ... リスク(WACC)低減効果
 - ✓ 投資枠設定して公表したケース
- レバレッジを上げると、 r_e は上昇する(MM第2命題)
- ペイアウトすると、 r_e は上昇する(MM第2命題)

コーポレート・ファイナンスの立ち位置

