

# 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](mailto:makoto.nakano@r.hit-u.ac.jp)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

**HUB**

BUSINESS SCHOOL

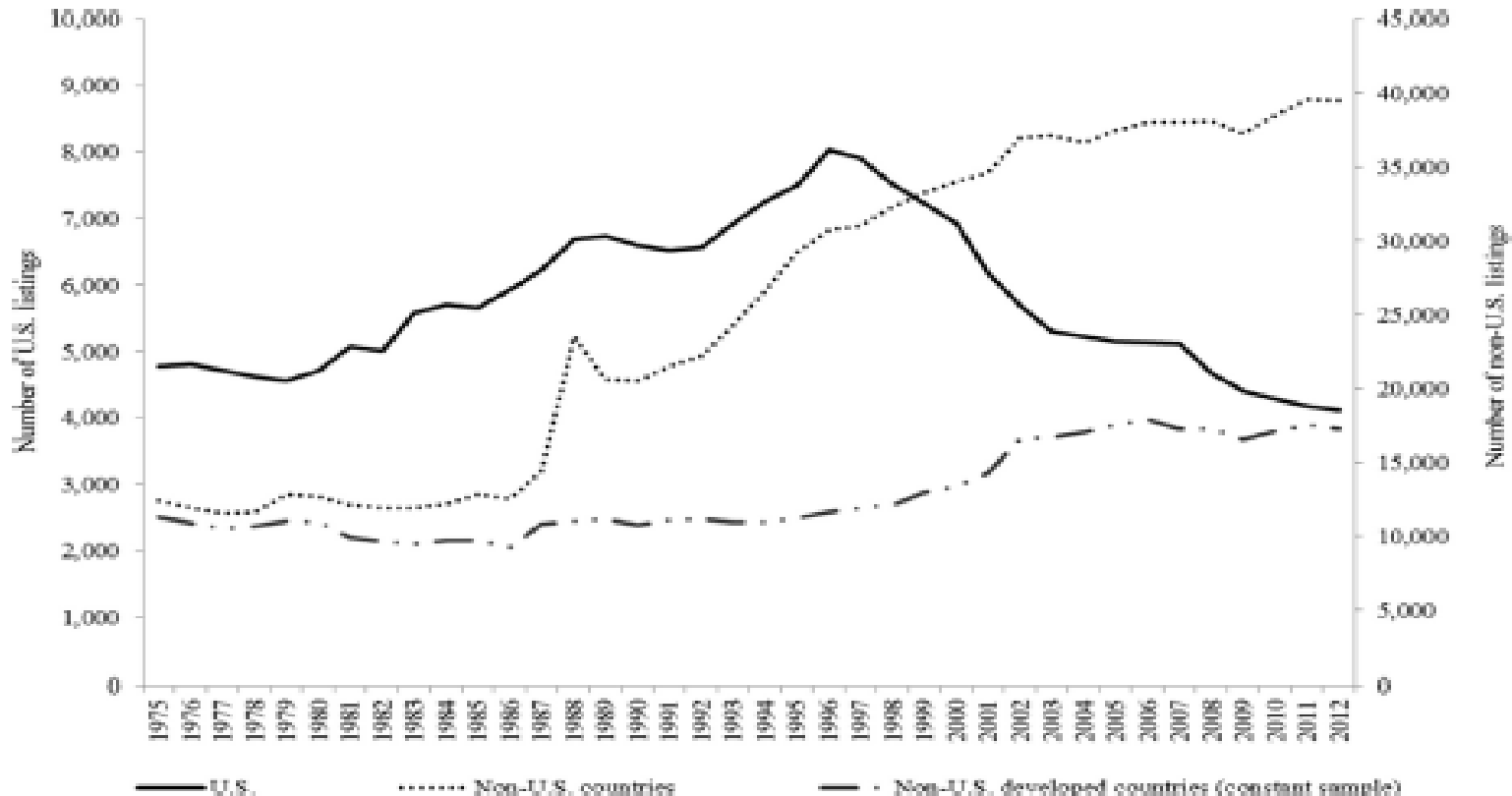


# 米国で起きている現象

# Number of Listed Firms

## “The U.S. listing gap”

*Journal of Financial Economics, 123, 2017. Craig Doidge a , G. Andrew Karolyi b , René M. Stulz*

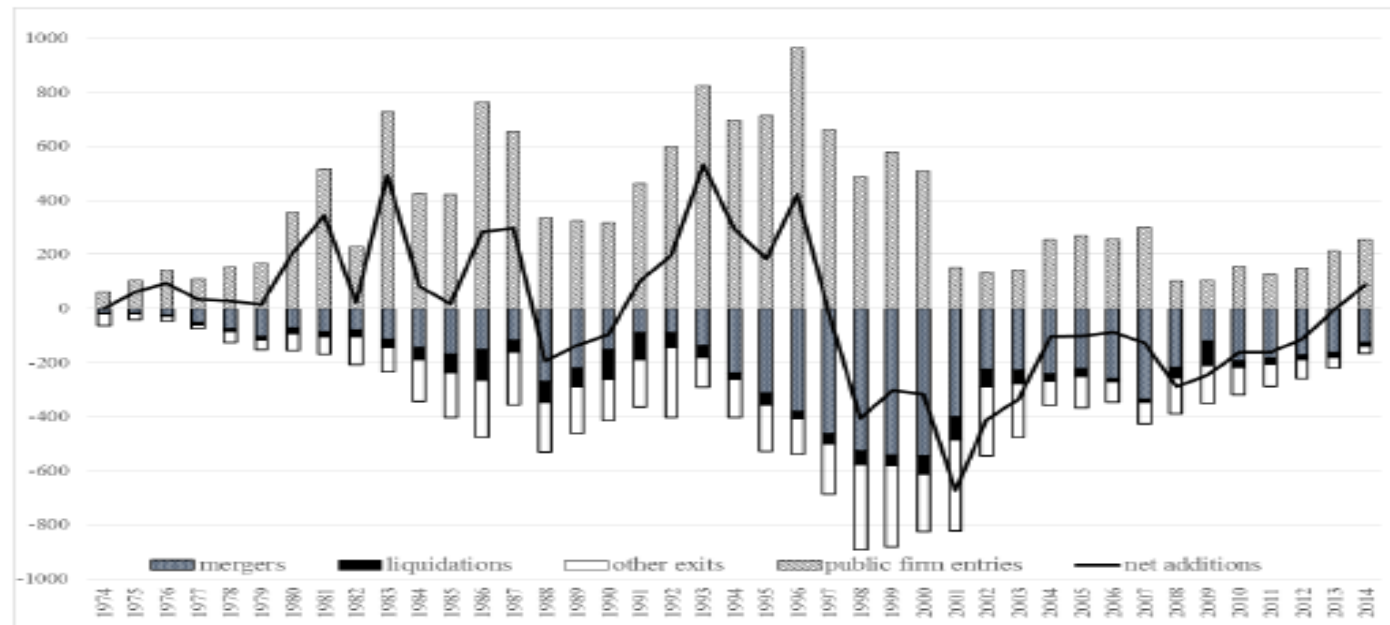


**Fig. 1.** Listing counts for the U.S. and for non-U.S. countries. This figure shows the number of domestic, publicly listed firms in the U.S. and in non-U.S. countries from 1975 to 2012. Listing counts are from the WDI and WFE databases. Investment companies, mutual funds, REITs, and other collective 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.



**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【価格支配力】

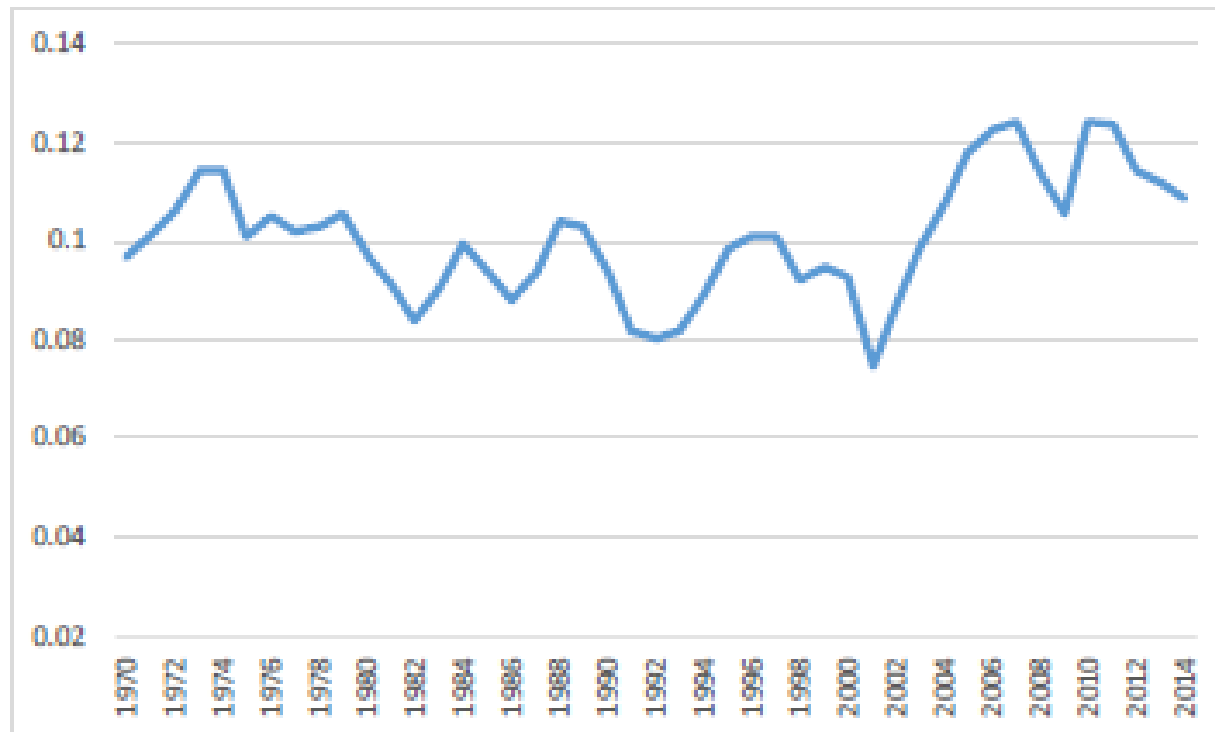
## “Are U.S. Industries Becoming More Concentrated?”

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

### 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



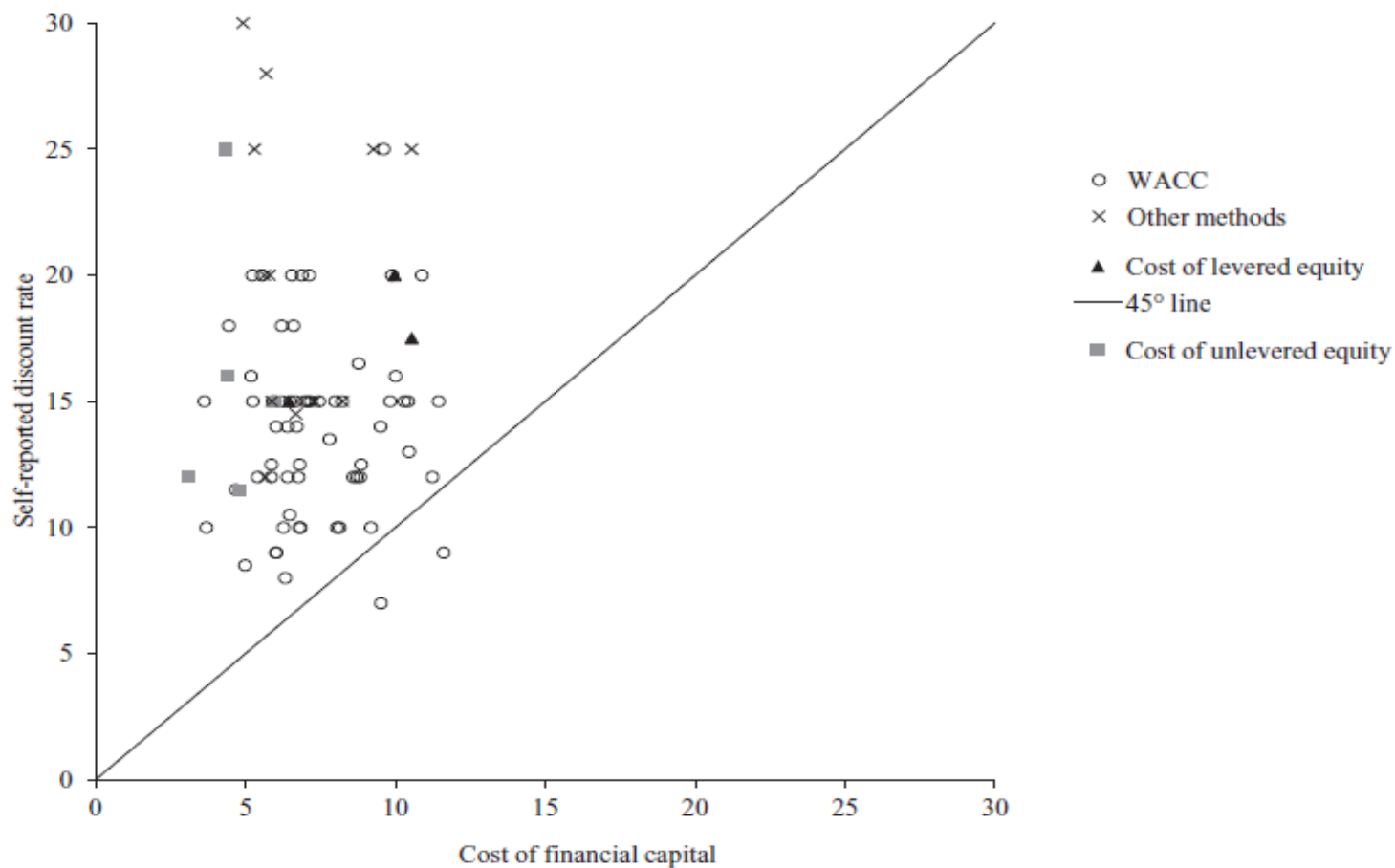
# ハードルレートの謎

# 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

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

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





# 人的資源の会計

価値創造の源泉は、

**モノ・カネ** から **ヒト・情報** へ

- 経済のサービス化
- 知識産業化の進展



伊藤 (2006): 「無形資産の会計」 JAA特別委員会

**世界におけるPBRの上昇・アセットライト現象**

Google 26.1倍、Amazon 20.1倍、Facebook 23.4倍、Apple 8.2倍、  
Netflix 25.7倍 (2019.8.7時点)



- GAFに代表されるアセットライト企業のPBR水準（2020年8月末）

社名	PBR(倍)
Google	5.3
Amazon	26.6
Facebook	13.7
Apple	22.4
ZOOM	98.3



# 見過ごされる人的資源の会計

- 高PBRの要因の一つに、**Bの過小表示問題**  
R&D (IFRS)の資産計上によって部分的には解消
- 現代の経済社会における最大の価値創造源泉である**人的資源**については、ほとんど手つかず



英国のサッカークラブを事例として検討…

事例1. Manchester United

事例2. Juventus Football Club



# 事例 1 : Manchester United 社

## Manchester United (MANU)

- 1992年/1993年のシーズンからの26年間で**13回**もプレミアリーグ優勝を果たしている名門
- ホームグラウンドはオールド・トラッフォード・スタジアム（「シアター・オブ・ドリームズ（夢の劇場）」）
- かつて香川真司選手も所属
- ニューヨーク証券取引所、ミュンヘン証券取引所、ロンドンインターナショナル市場に上場
- 株式時価総額：**30億ドル**≒**3200億円**（2019.0802時点）



**1**

**Sponsorship revenue through sponsorship relationships**

**2**

**Retail, merchandising, apparel & product licensing revenue through product sales**

**3**

**Broadcasting revenue, Champions League/ Europe League prize money**

**4**

**Matchday revenue through ticket sales**



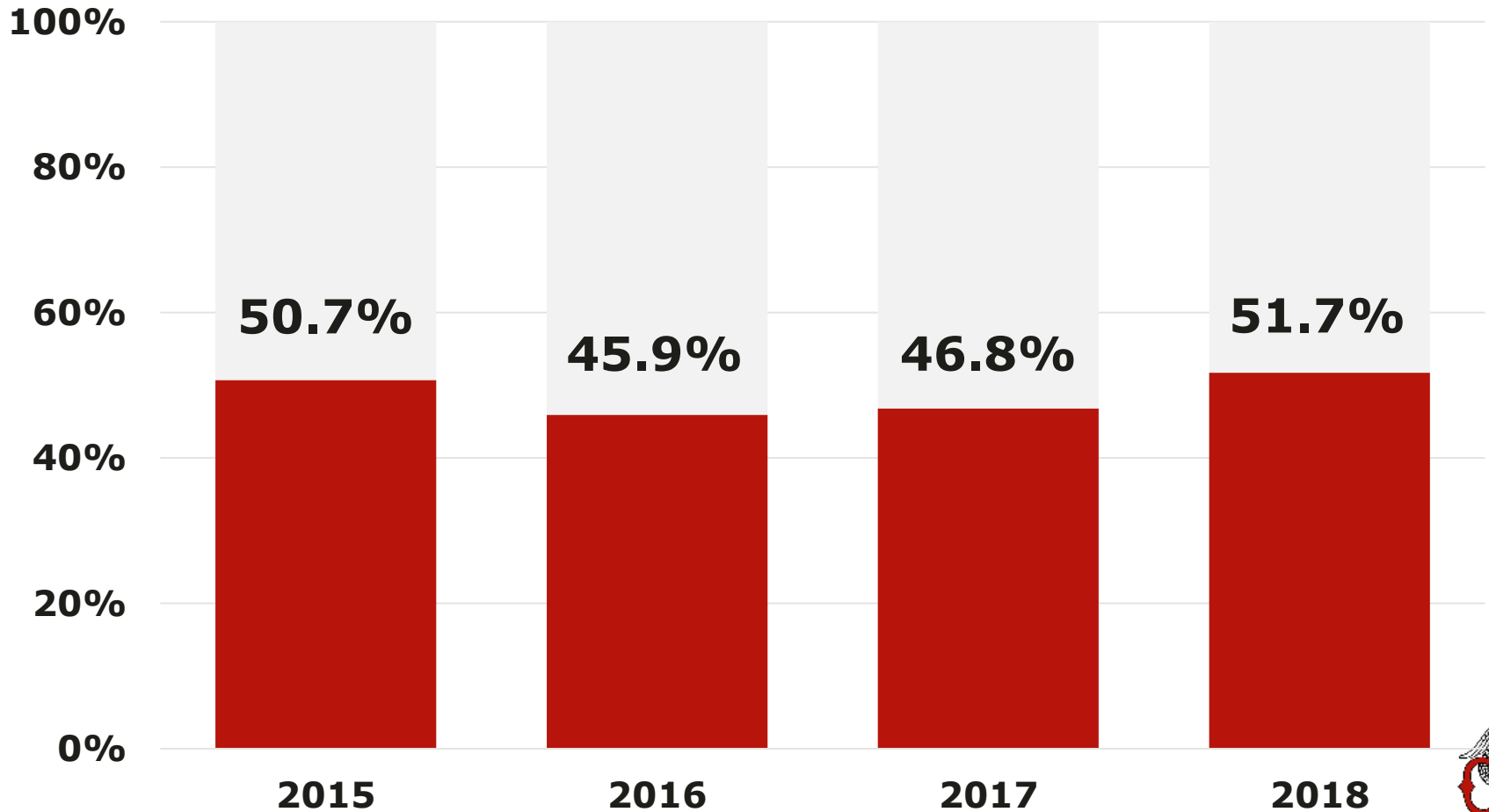
# サッカークラブの基本事業とは？

1. 選手を内部で指導・育成する活動
2. チケット販売、テレビ放送、スタジアムでの飲料・グッズ販売スポンサーシップ獲得
3. **選手契約の取得および売却などの取引活動**

▶ 財務諸表の観点から興味深いのは**3**

***"Player Registration"***

(Goodwill + *Player Registration* + Other IA) / Total Assets





## 2018年9月4日時点でのMANUトップチーム所属選手リスト 32名

As of 4 September 2018, our first team<sup>(1)</sup> was comprised of the following players:

Player	Position	Nationality	Age	Apps <sup>(2)</sup>	Caps <sup>(3)</sup>
David de Gea	Goalkeeper	Spanish	27	319	33
Lee Grant	Goalkeeper	English	35	0	0
Joel Castro Pereira <sup>(4)</sup>	Goalkeeper	Portuguese	22	3	0
Sergio Romero	Goalkeeper	Argentinian	31	38	94
Eric Bailly	Defender	Ivorian	24	59	30
Diogo Dalot	Defender	Portuguese	19	0	0
Matteo Darmian	Defender	Italian	28	86	36
Timothy Fosu-Mensah <sup>(4)</sup>	Defender	Dutch	20	21	3
Phil Jones	Defender	English	26	193	27
Victor Lindelof	Defender	Swedish	24	33	25
Marcos Rojo	Defender	Argentinian	28	107	59



## 2018年9月4日時点でのMANUトップチーム所属選手リスト 32名

Player	Position	Nationality	Age	Apps <sup>(2)</sup>	Caps <sup>(3)</sup>
Luke Shaw	Defender	English	23	70	7
Chris Smalling	Defender	English	28	291	31
Axel Tuanzebe <sup>(4)</sup>	Defender	English	20	8	0
Antonio Valencia	Defender	Ecuadorian	33	332	92
Ashley Young	Defender	English	33	203	39
Marouane Fellaini	Midfielder	Belgian	30	160	87
Frederico Rodrigues de Paula Santos (Fred)	Midfielder	Brazilian	25	3	8
Ander Herrera	Midfielder	Spanish	29	163	2
Jesse Lingard	Midfielder	English	25	134	18
Scott McTominay	Midfielder	English	21	26	2
Juan Mata	Midfielder	Spanish	30	188	41
Nemanja Matic	Midfielder	Serbian	30	51	43
Andreas Pereira	Midfielder	Belgian	22	15	0
Paul Pogba	Midfielder	French	25	99	60
Angel Gomes	Forward	English	18	2	0
Romelu Lukaku	Forward	Belgian	25	55	75
Anthony Martial	Forward	French	22	137	18
Marcus Rashford	Forward	English	20	126	25
Alexis Sanchez	Forward	Chilean	29	21	121

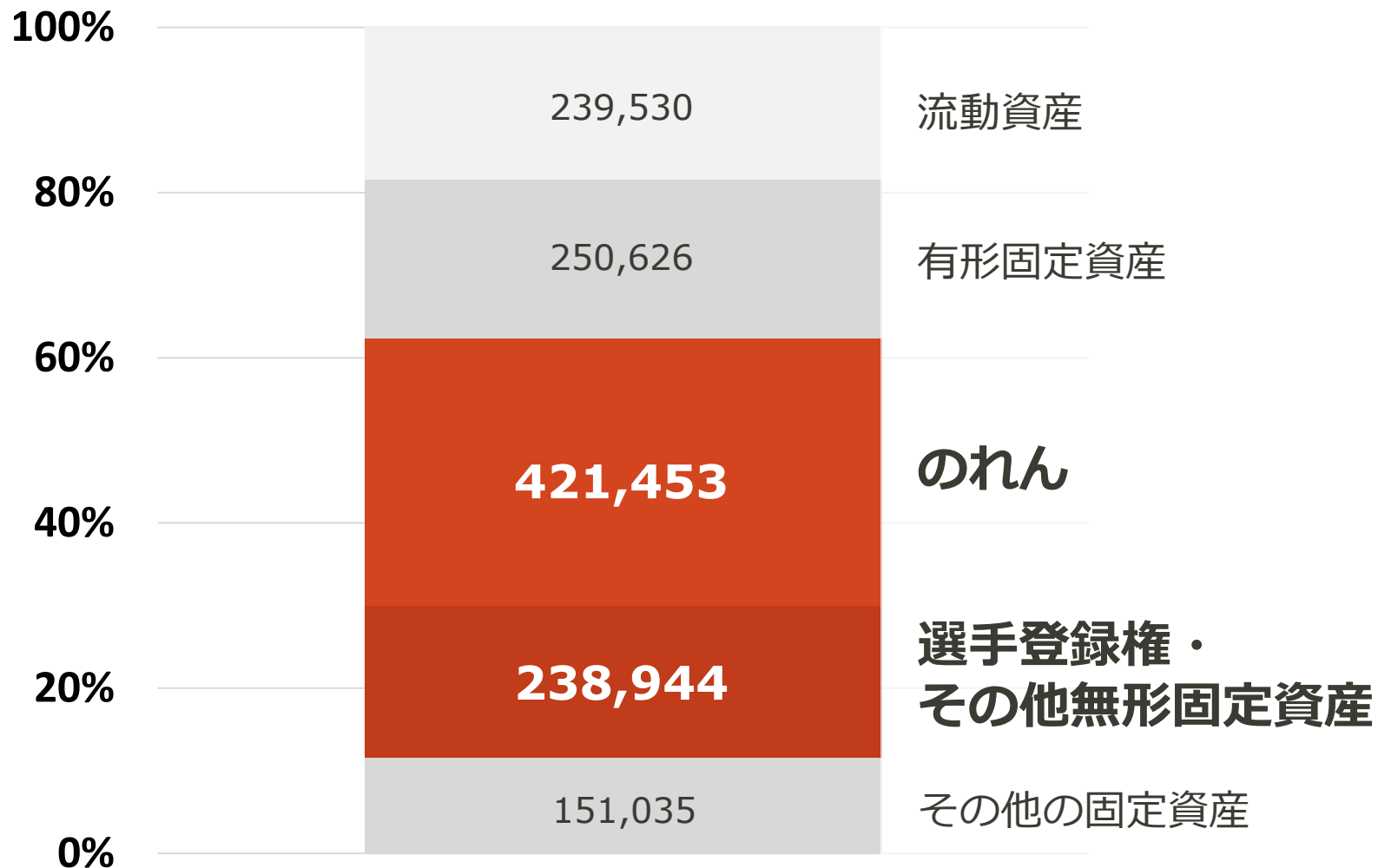
(1) The table includes all first team players as of 4 September 2018.

(2) Apps means appearances for our first team through 4 September 2018.

(3) Caps means appearances for senior national football team through 4 September 2018.

(4) Currently out on loan at other clubs.

# MANUの資産構成



(単位：1000英ポンド) 2015年6月末

# PL,CF表におけるPRの存在感 (2015年度)

## PL

- 営業利益3,165万ポンド
- うち**選手登録権売却利益** 2,365万ポンド

営業利益の**75%**

## CF

### 【営業CF】

- 設備投資：547万ポンド
- スタジアム及びトレーニングセンター改修費
- **選手登録権購入額**：1.2億ポンド

設備投資の**21**倍

「Di Maria, Fellaini, Depay, ShawのPR獲得金額からWellbeck, KagawaのPR売却金額を控除」(MANU Annual Report 2015)

▶ Di MariaやFellainiは新戦力として獲得され、Kagawa選手は放出されたという意味。選手は明らかに事業資産的な扱い

# Player Registrationの会計処理

英国のサッカークラブでは、

**選手登録権 (Player Registrations: PR)**の獲得に要した金額は**無形固定資産**として貸借対照表上に計上

- 契約期間中、契約選手を独占的にプレーさせる権利
- 他チームにレンタルしてレンタルフィーを稼ぐことも可能

無形固定資産だから

- 個々の選手毎に契約期間にわたって**償却**
- **減損処理**の対象にも  
"career-threatening or career-ending injuries"
- PRを売買した場合、営業損益に計上  
"Profit (loss) on disposal of Player registration"



# 事例 2 : Juventus Football Club

## Juventus Football Club

- イタリア・セリエAのビッグ3の一角
- セリエA優勝回数は最多の**32回**（ACミラン、インテルは共に18回）
- アレッサンドロ・デル・ピエロ選手（FW1993-2012）、ジャンルイジ・ブッフオン選手（現役GK）などの著名選手
- 2018年夏、クリスティアーノ・ロナウド(Dos Santos Aveiro Cristiano Ronaldo)選手をレアル・マドリッドから獲得。1億ユーロ、4年契約（2018年度の重要な後発事象）
- イタリア取引所、ミュンヘン証券取引所、メキシコ証券取引所、ロンドンインターナショナル市場に上場
- 株式時価総額：**15億ユーロ**≒**1770億円**（2019.0815時点）



# Players Registrationの帳簿価額

選手個人ベース FY2019

	選手名	取得原価	償却累計額	正味残高	契約期間	契約終了日
# 1	Barzagli Andrea	711	711	-	1 year	30/06/19
# 2	Bentancur Colman Rodrigo	12,514	4,425	8,089	5 years	30/06/23
# 3	Bernardeschi Federico	39,411	15,764	23,647	5 years	30/06/22
# 4	Bonucci Leonardo	34,946	6,989	27,957	5 years	30/06/23
# 5	Can Emre	15,861	3,965	11,896	4 years	30/06/22
# 6	Cavaco Cancelo Joao Pedro	39,694	7,939	31,755	5 years	30/06/23
# 7	Chiellini Giorgio	7,984	7,857	127	2 years	30/06/20
# 8	Costa de Souza Douglas	44,616	11,703	32,913	4 years	30/06/22
# 9	Cuadrado Bello Juan Guillermo	19,940	13,531	6,409	4 years	30/06/20
# 10	De Sciglio Mattia	12,141	4,856	7,285	5 years	30/06/22
# 11	<b>Dos Santos Aveiro Cristiano Ronaldo</b>	<b>115,822</b>	<b>28,956</b>	<b>86,866</b>	<b>4 years</b>	<b>30/06/22</b>
# 12	Dybala Paulo Exequiel	41,439	24,784	16,655	5 years	30/06/22
# 13	<b>Kean Bioty Moise</b>	-	-	-	<b>3 years</b>	<b>30/06/20</b>
# 14	Khedira Sami	1,300	1,083	217	3 years	30/06/21
# 15	Lobo Silva Alex Sandro	26,275	17,867	8,408	5 years	30/06/23
# 16	Mandzukic Mario	23,396	18,007	5,389	3 years	30/06/21
# 17	Matuidi Blaise	22,926	15,284	7,642	3 years	30/06/20
# 18	Perin Mattia	14,224	3,556	10,668	4 years	30/06/22
# 19	Pinsoglio Carlo	806	806	-	2 years	30/06/20
# 20	Pjanic Miralem	35,001	17,489	17,512	5 years	30/06/23
# 21	Rugani Daniele	3,905	2,750	1,155	5 years	30/06/23
# 22	Szczesny Wojciech	15,074	7,367	7,707	4 years	30/06/21
	トップチーム合計	527,986	215,689	312,297		



# Player Registration売却によるキャピタルゲイン

選手個人ベース FY2019

選手名 / 売却先クラブ名	金額
Leonardo Spinazzola /A.S. Roma S.p.A.	25,898
Mattia Caldara/A.C. Milan S.p.A	21,582
Emil Audero Mulyadi/U.C. Sampdoria S.p.A	18,993
Rolando Mandragora/Udinese Calcio S.p.A	13,662
Stefano Sturaro /Genoa Cricket And F.C. S.p.A	13,615
Riccardo Orsolini /Bologna F.C. 1909 S.p.A.	11,049
Alberto Cerri/Cagliari Calcio S.p.A	8,077
Erik Mattias Andersson /Olympique Des Alpes SA	3,778
Rogério Oliveira da Silva /U.S. Sassuolo Calcio S.r.l.	3,495
Andrés Felipe Tello Muñoz /Benevento Calcio S.p.A	1,894
Matteo Pinelli /U.S. Sassuolo Calcio Sr.l.	1,809
Roman Macek /F.C. Lugano SA	1,634
Cendrim Kameraj /F.C. Lugano SA	559
Pol Garcia Tena /Koninklijke St-Truidense Voetbalvereniging	252
Alberto Brignoli /U.S. Citta' Di Palermo S.p.A	199
Simone Emmanuello /F.C. Pro Vercelli 1892 S.r.l.	84
合計金額	126,580



# まず簡単なQUIZから

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、どうなるのでしょうか？ 今期に25%も稼いでしまったから、上昇するのでしょうか？ なお、事業内容・事業規模は不変と仮定します。

## 期首のBS

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



## 期末のBS

事業資産 100億円	株主資本 100億円
余剰現金 25億円	株主資本25億円

「余剰現金(内部留保)への期待リターンをどうとらえるか?」という問題

# 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



# Corporate Financeの学問的特質

- **金融論・会計学・経営学の融合領域**

- ・ **金融**
- ・ **財務会計**：BS、PL、CF
- ・ **経営学**：全社戦略、ガバナンス

- **大学では従来等閑視されてきたが、近年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・センスが求められるように**



- 【原則5 – 2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

2018年6月1日版

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。



経営

マーケット・  
ファイナンス

**Corporate  
Finance**

# 日米欧のROE比較

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>EU</b>	15.44%	15.07%	21.02%	14.85%	12.06%	15.45%	16.24%	30.04%	14.49%	17.63%
<b>JP</b>	8.67%	2.10%	5.25%	7.05%	6.24%	7.12%	9.35%	8.59%	13.70%	9.97%
<b>US</b>	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
<b>EU</b>	31.15%	31.84%	33.77%	33.51%	33.63%	34.70%	34.41%	34.14%	34.63%	35.76%
<b>JP</b>	43.29%	42.31%	43.17%	43.03%	42.77%	43.73%	44.65%	45.64%	45.64%	46.11%
<b>US</b>	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

## 今回扱う内容 **ファイナンス**

### コーポレート・ ファイナンス

- 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

### 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**の意思決定

**3. パイアウト**の意思決定

- 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



37

# Question 1 : M&A

**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。)**

<p><b>買い手</b></p>	<p><b>売り手</b></p>
<p><b>理由</b></p>	<p><b>理由</b></p>



# 2015/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 & A Dインシュアランスグループ HD	約6,350億円	2015/9/8
Natural American Spirit シャープ(株)	日本たばこ産業 鴻海精密工業股份有限公司	約6,000億円 約4,890億円	2015/9/29 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	S O M P O H D	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. 東芝メモリ(株)	武田薬品工業 Bain Capital	約6,310億円 約2兆円	2017/1/9 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 & A onlineを基に作成



# 2015年以降の世界の大型M&Aの例

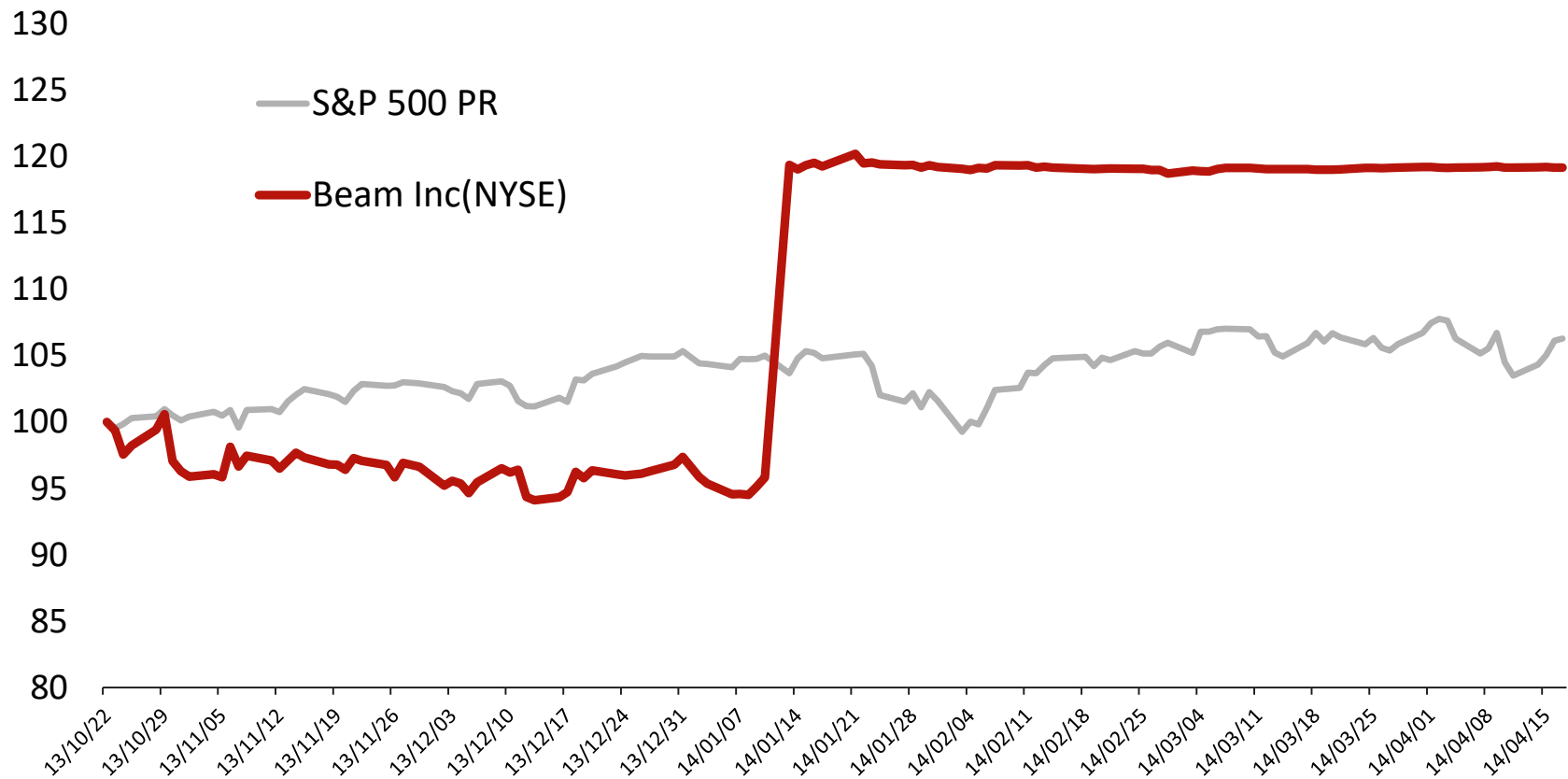
出所：speedaを基に作成

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	I T	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	2014/6/16
Medtronic Inc. (米)	Medtronic Holdings Ltd (愛)	医療	約7.15兆円	2014/6/16
DIRECTV LLC (米)	AT&T Inc. (米)	通信	約8.32兆円	2014/5/13





# 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CFSC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



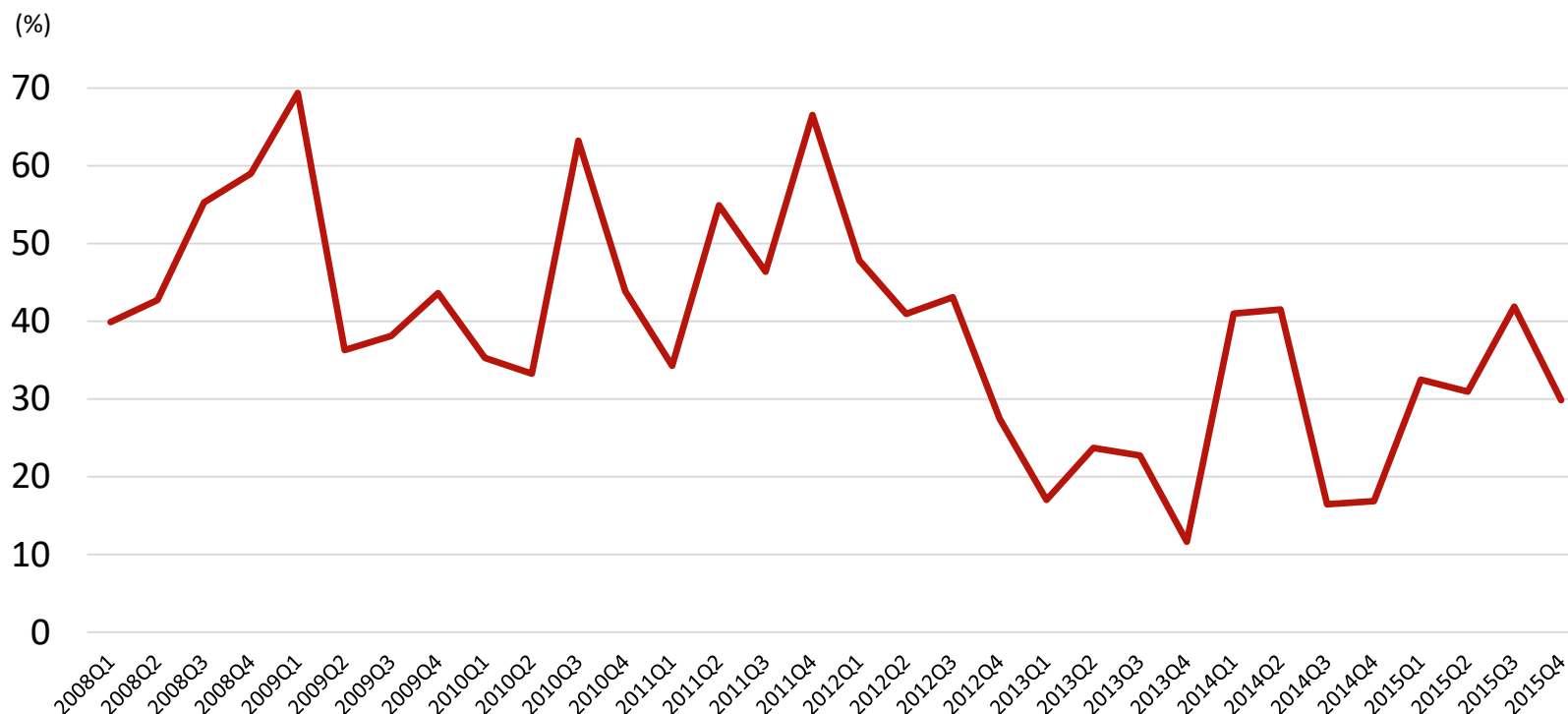
# 大型海外M&Aの事例と買収プレミアム

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  
(Sources: 日経新聞 2016/6/6)



# 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リオール買収

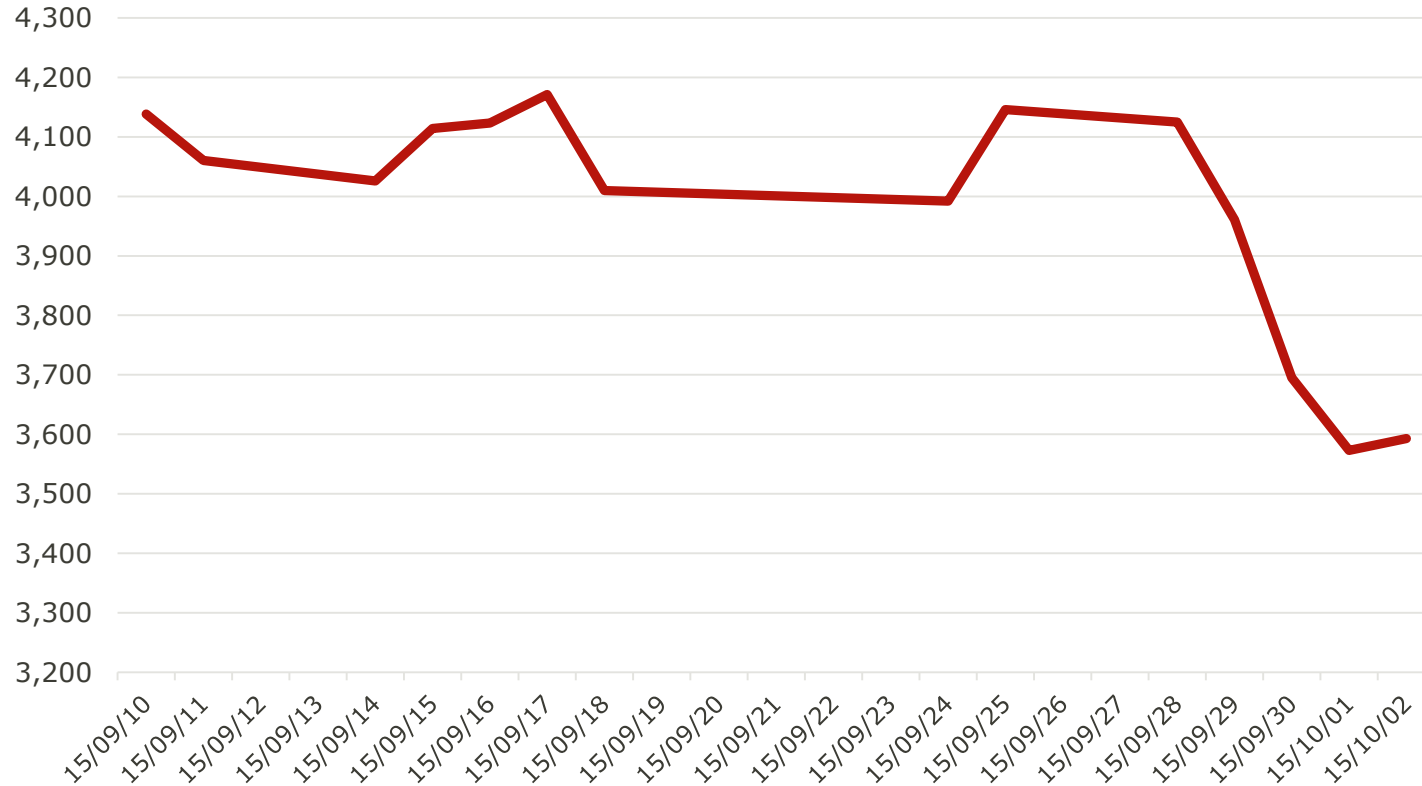
11/8/2 子会社化発表  
投資額1988億円(50.05%株式取得)

12/11/4  
完全子会社化発表  
投資額1050億円





# 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によるガラハ一買収



# M&Aに対する株価反応： USA

“M&A時の買収企業に対する株価反応”

*Eckbo 2008*

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%

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”

*Ellis, Moeller, Schlingemann, and Stulz 2011*

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%

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： 日本

“M&A時の買収企業に対する株価反応”

*Ings and Inoue 2012*

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%

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によって創造  
される将来CFの割引  
現在価値合計

+

被買収企業の将来CF  
の割引現在価値合計

VIA ?

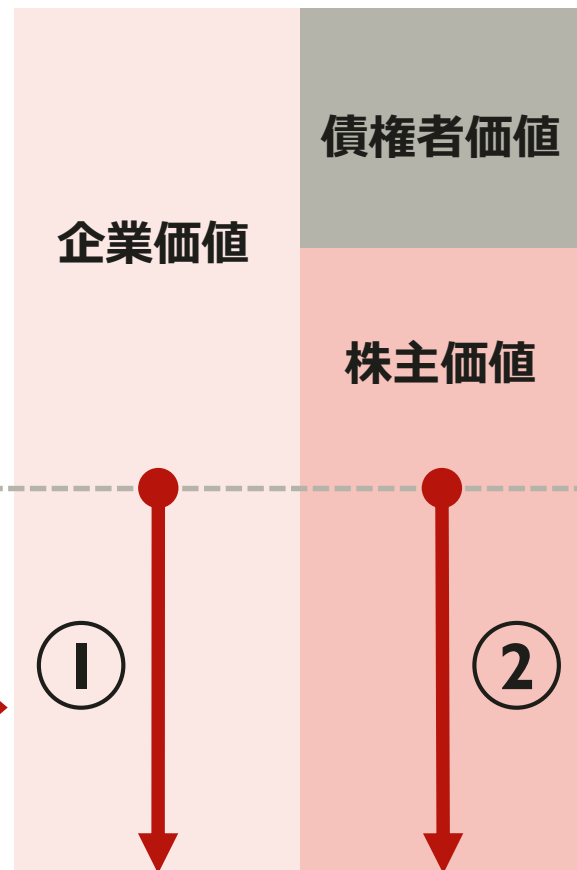
買収価格

# 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



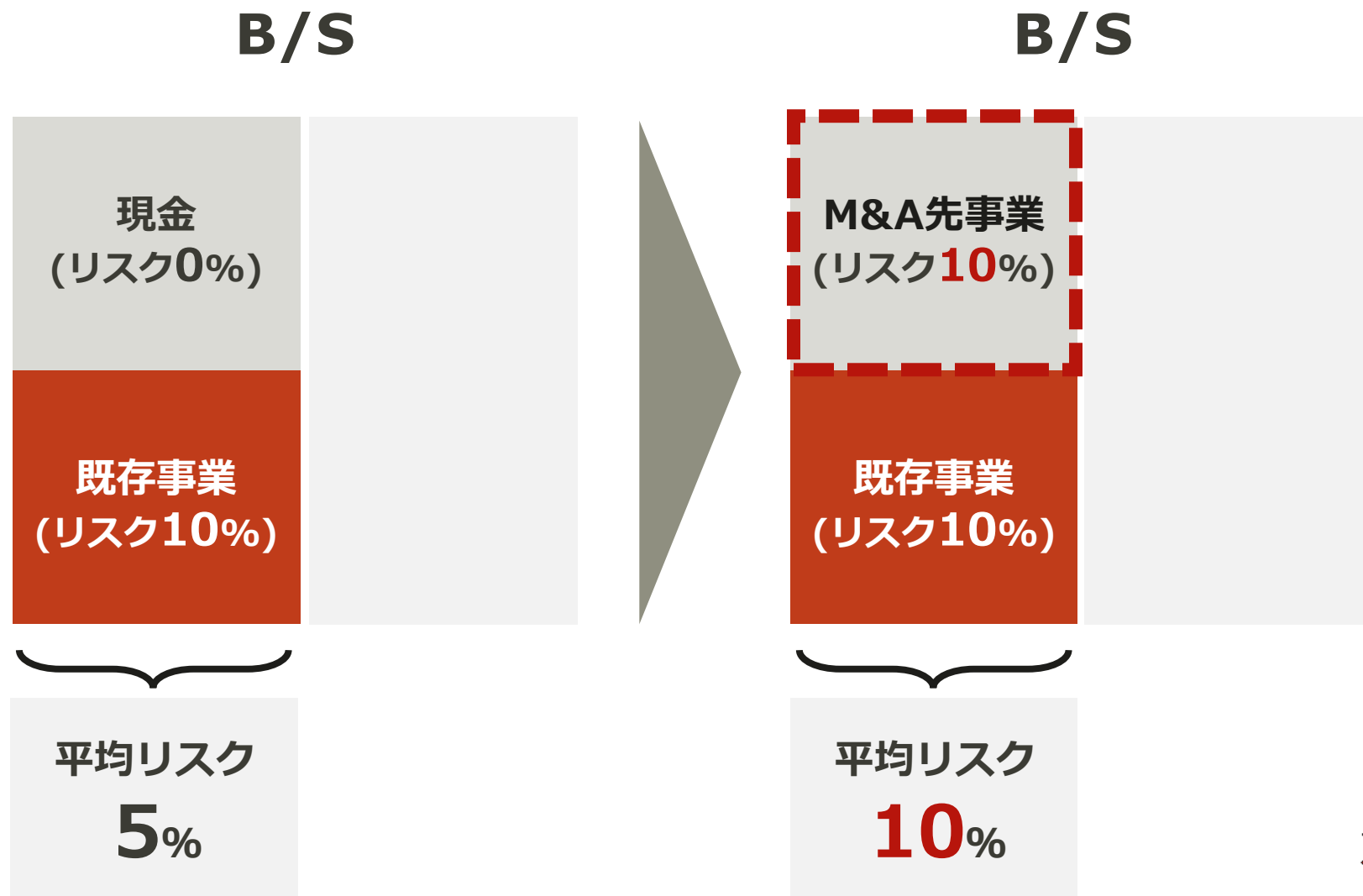
# コーポレート・ファイナンスにおける企業価値の定義

$$\text{企業価値} = \text{株式価値} + \text{債権者価値}$$

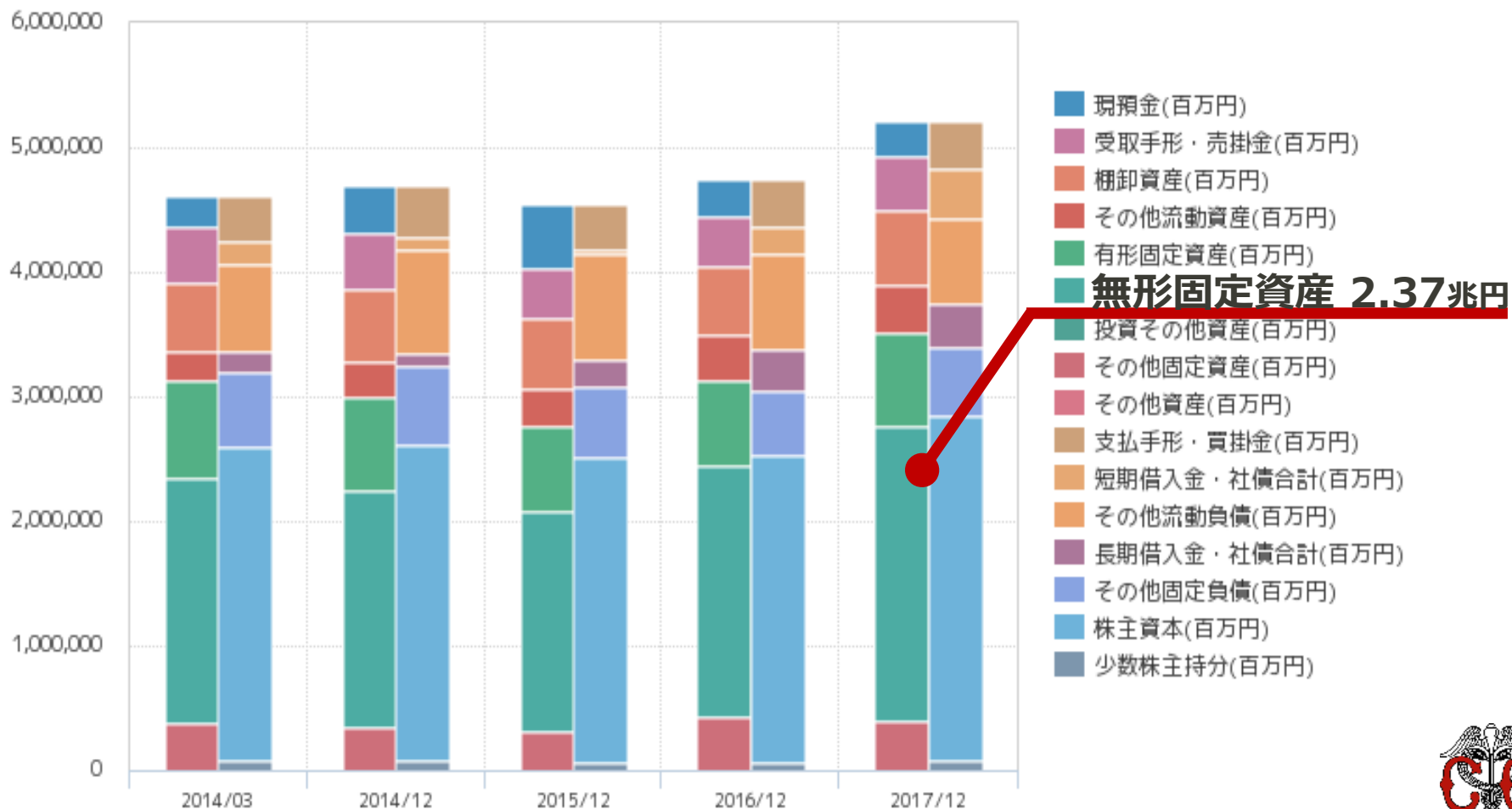
- 企業価値とは、事業価値・資産価値
- 企業価値を株主と債権者が分け合う



# M&Aのリスク増幅効果

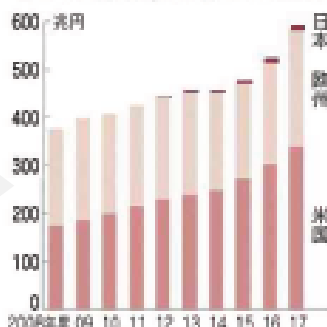


貸借対照表の構成比



費用の期間配分  
問題であって  
CFは変わらない

のれんは世界的に増加している



(注)日本はIFRS採用企業、米国はS&P500指数、欧州はSTOXX500指数を構成する企業企業

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	サントリーBF	2540億円
10	大塚HD	2494億円

(注)商社の本決算期末、のれん「項目」を掲げている企業のみ対象

IFRSのハンズ・アップ 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「のれん」は買収の対価と解釈され、買収の対価として計上される。IFRSではのれんの「ガート」が日かした。のれんは買収の対価と解釈され、買収の対価として計上される。

## 日本勢、14兆円減益要因

国際会計基準(IFRS)を指定する国際会計基準審議会(IFRSB)が、企業買収差額を会計処理の見直しに着手したことが明らかになった。買収代金のうち相手企業の純資産を控えて支払った「のれん」( goodwill)の「のれん」の増減について、費用計上義務付けの議論を始める。2012年にも議論を出す。大塚のM&A(合併)が相対的、企業財務への影響が顕著していることなど考慮した。欧州中心に広がるIFRS採用企業には差額の下押し要因となる。(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

出所：日本経済新聞 2018.09.14



## 2. 資金調達・資本構成



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

**HUB**

BUSINESS SCHOOL



## Question 2 : 公募増資

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。

答え

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
		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			ウォンテッドリー	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			
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

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

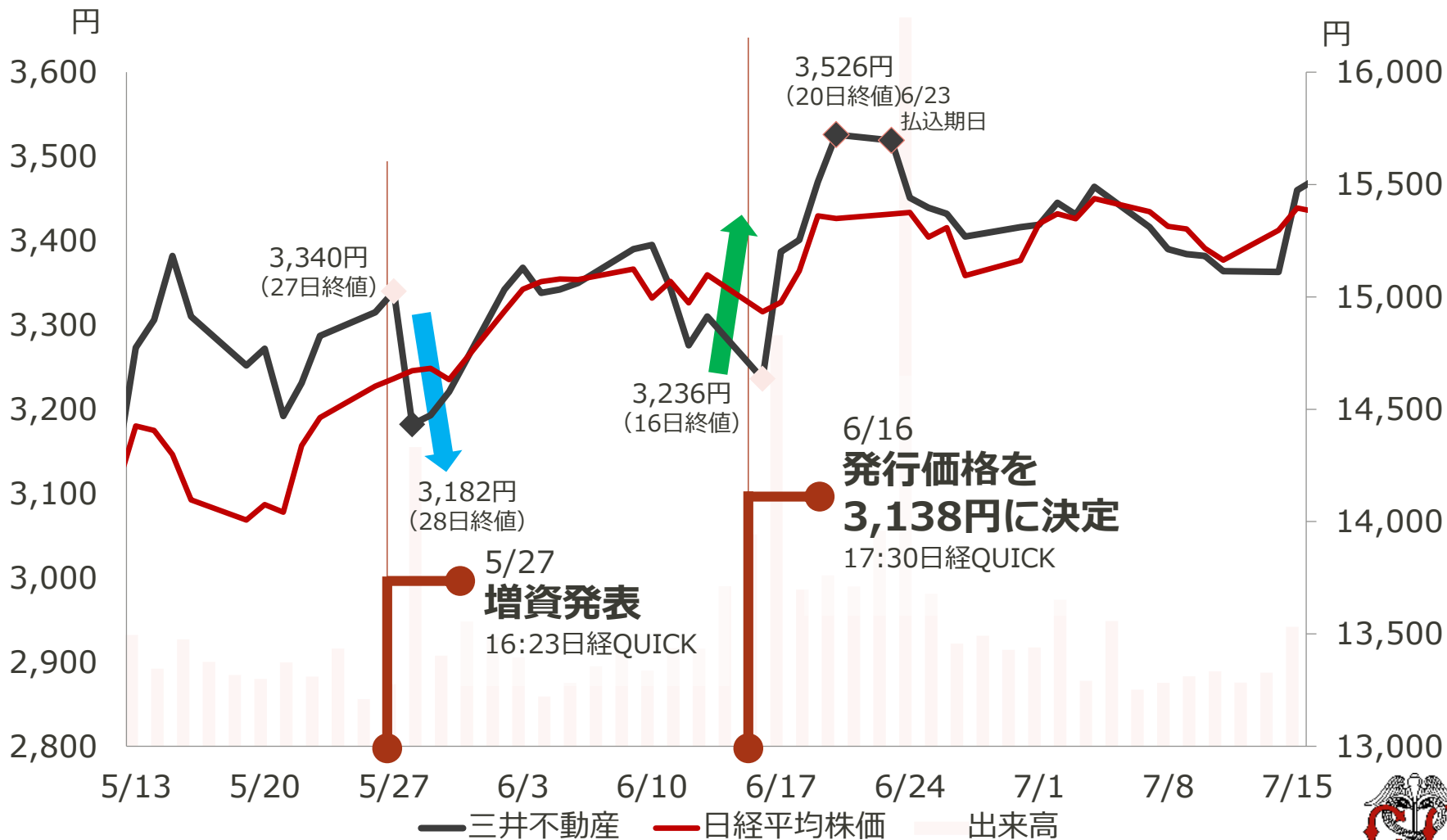
小 中 大 保存 印刷 リプリント

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

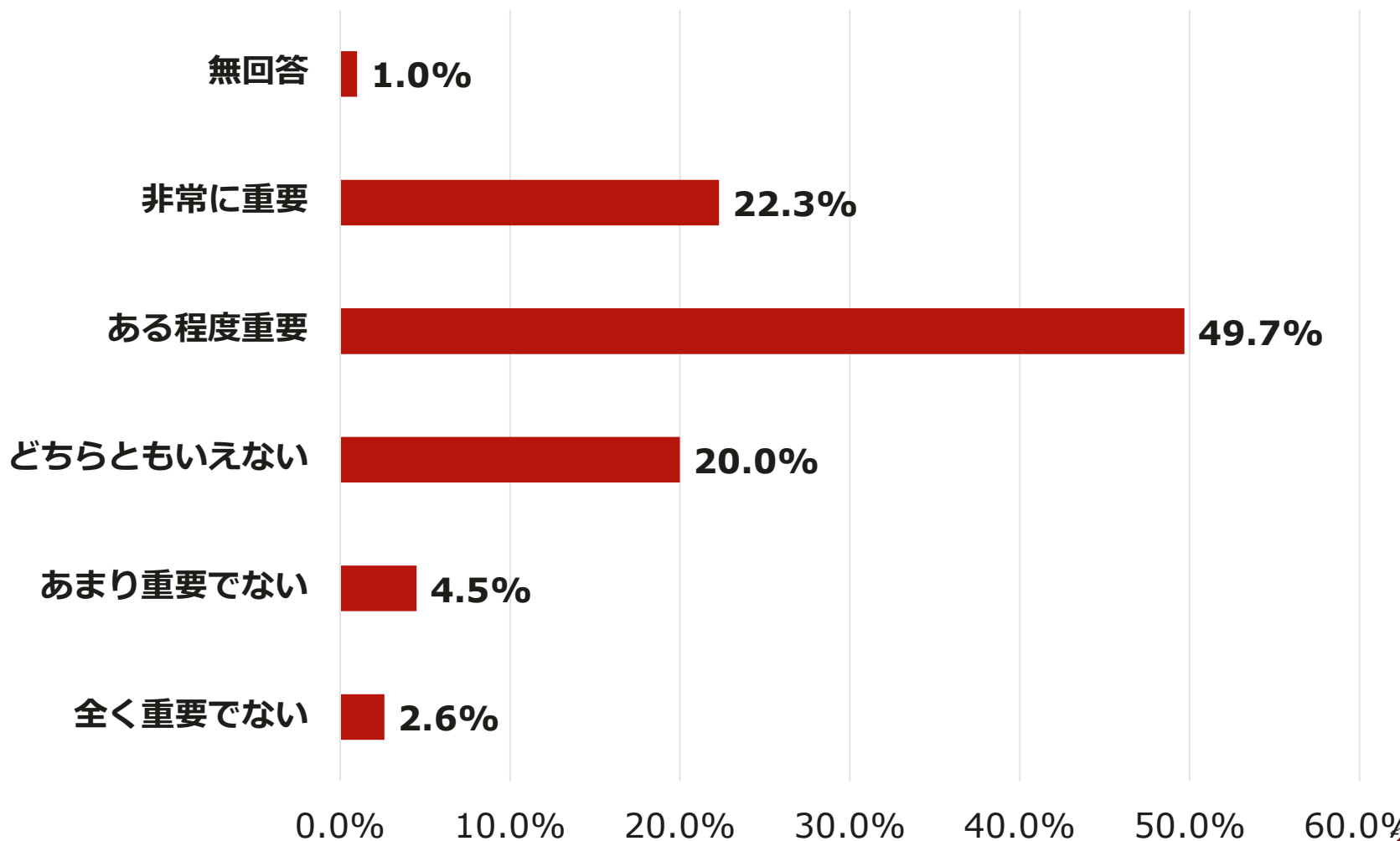
企業経営者は自社の株価の動向を見て株価が高い時（タイミング）を見計らって増資をするという説明

- 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)





## 2

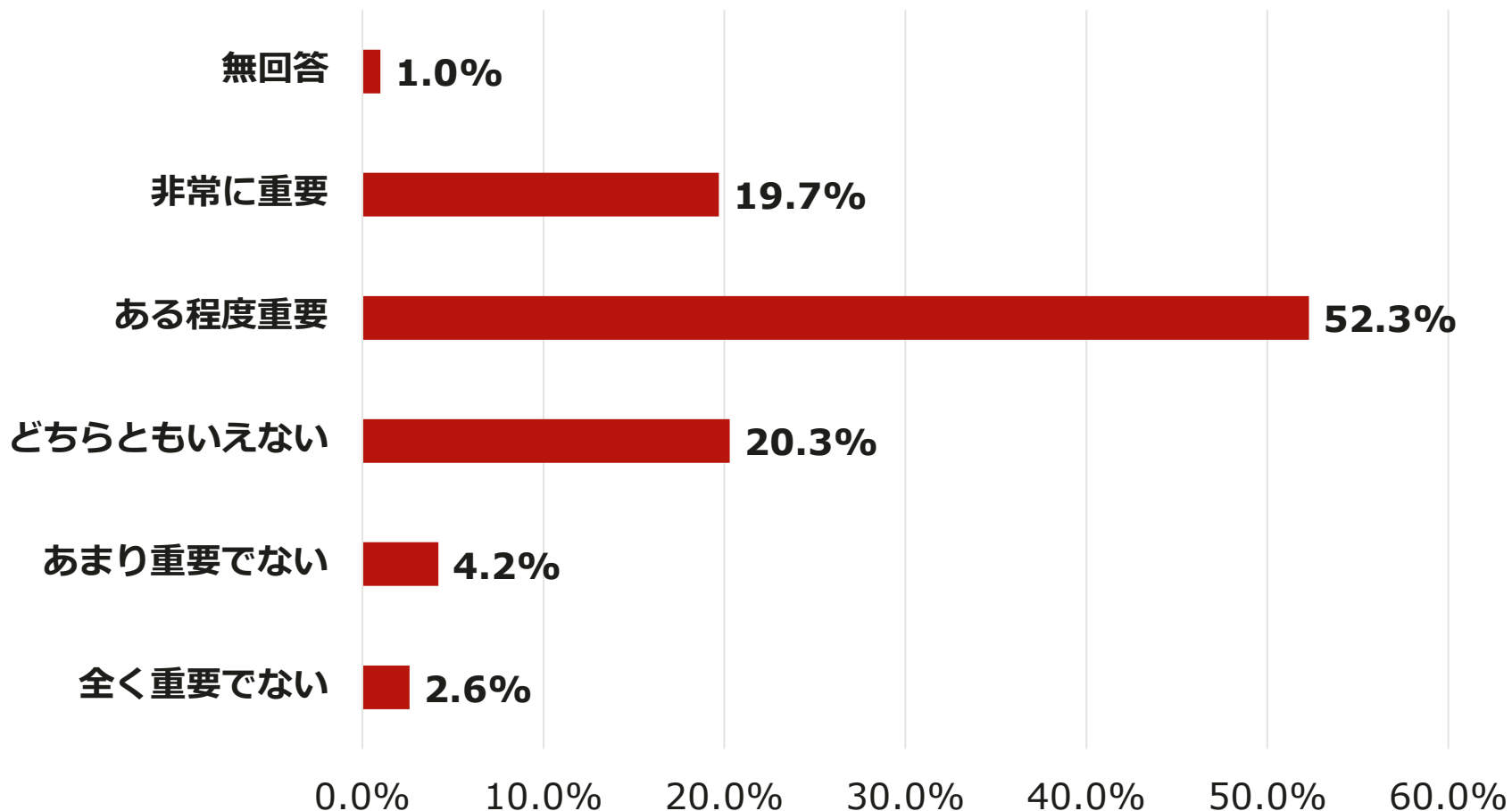
## 希薄化仮説

**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	負債 100
-----------	-----------

純利益 = 10

$$\text{調達前ROE} = 10/100 = 10\%$$

## SEO後

資産 100	負債 100
調達現金 100	増資部分 100

$$\text{調達時ROE} = 10/200 = 5\%$$

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
  - ・ 当期純利益は変わらず、資本だけが倍増するから

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が、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。



## 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

- ・ 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
- ・ 調達資金分のROEは10%。会社全体のROEも10%で不変です

## 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

- 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



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

## 調達資金の投資先収益率が既存事業よりも高い場合

- ・ 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、  
調達資金の使途・期待利益率によって異なる

希薄化

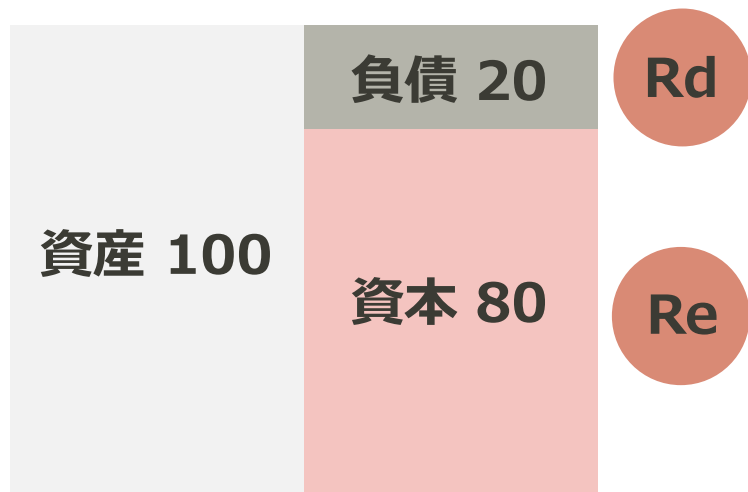
中立

濃縮化

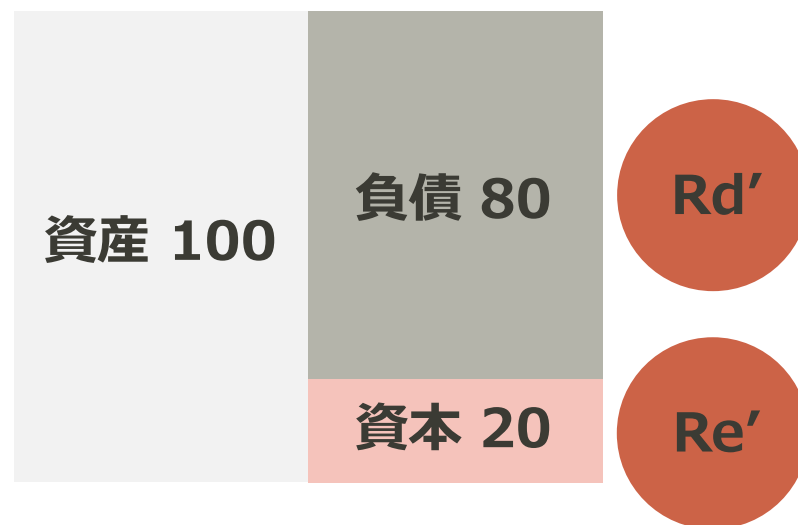


# \* 財務レバレッジの変化とWACC (法人税がないケース)

低レバレッジ



高レバレッジ



$$R_d < R_d'$$

$$R_e < R_e'$$



# レバレッジの変化の影響 (法人税がないケース)

## 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) は不変

**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**

## 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

## 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側のリスクが上昇  
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ないため株式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る。それゆえ、株主の要求リターンも高まる ( $r_E < r_E'$ )



# <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

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

# The American Economic Review

VOLUME XLVIII

JUNE 1958

NUMBER THREE

THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE  
AND THE THEORY OF INVESTMENT

*By* FRANCO MODIGLIANI AND MERTON H. MILLER\*

# MM Proposition II

*Proposition II.* From Proposition I we can derive the following proposition concerning the rate of return on common stock in companies whose capital structure includes some debt: the expected rate of return or yield,  $i$ , on the stock of any company  $j$  belonging to the  $k$ th class is a linear function of leverage as follows:

$$(8) \quad i_j = \rho_k + (\rho_k - r) D_j / S_j.$$

That is, the expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate  $\rho_k$  for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-to-equity ratio times the spread between  $\rho_k$  and  $r$ . Or equivalently, the market price of any share of stock is given by capitalizing its expected return at the continuously variable rate  $i_j$  of (8).<sup>12</sup>



# 3. ペイアウトと企業価値



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

**HUB**

BUSINESS SCHOOL



86

# 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
<b>EU</b>	106.15 %	167.58 %	54.22 %	119.76 %	97.74%	113.59 %	91.55%	106.17 %	98.54%	70.76%
<b>JP</b>	103.73 %	130.63 %	82.98 %	66.84%	60.77%	67.65%	45.02%	43.63%	53.92%	50.43%
<b>US</b>	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

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。)

答え

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



## 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。



# 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

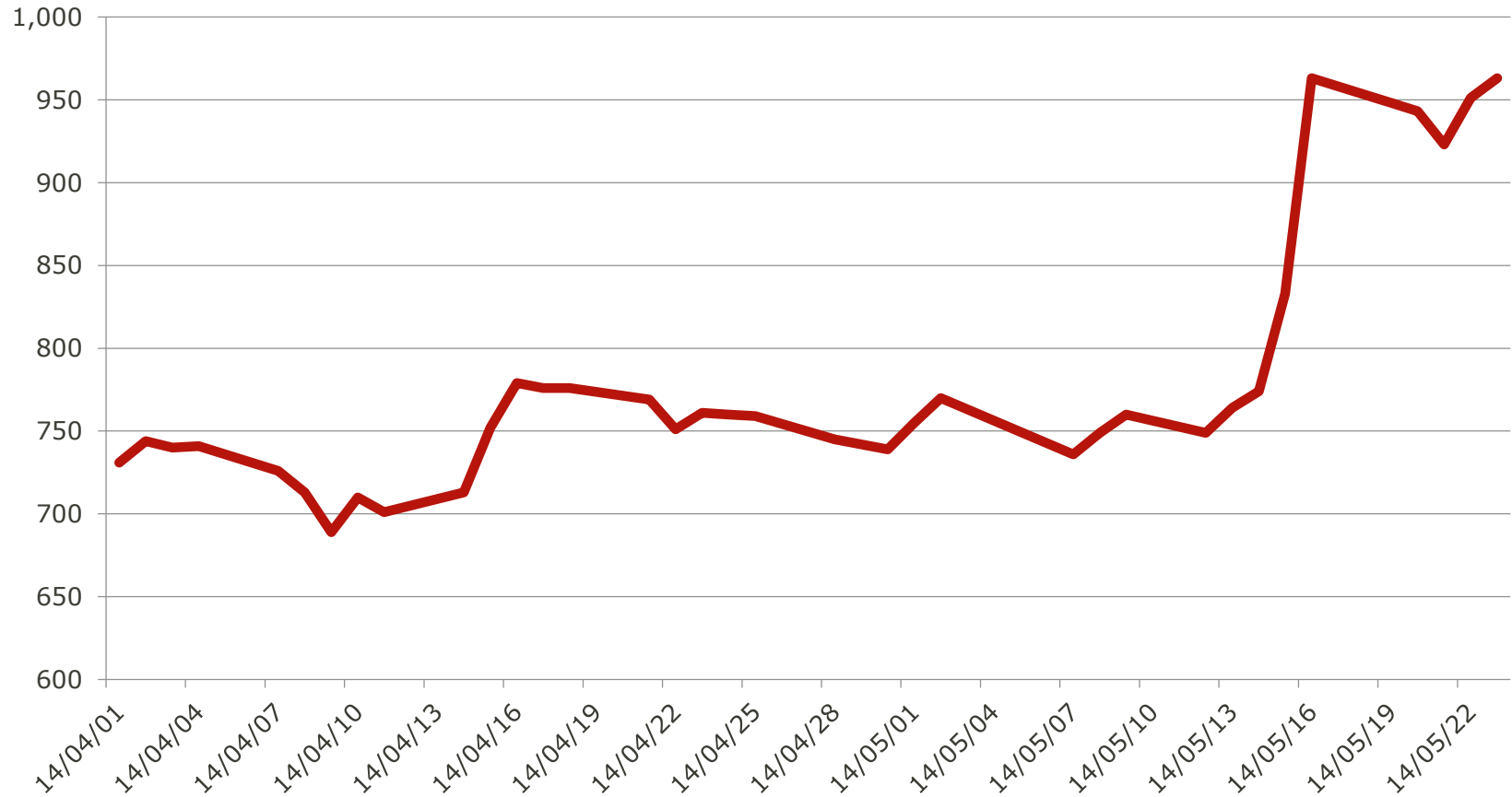
	年間配当金 (円)		
	第2四半期 (中間)	期 末	合 計
当 期 実 績	円 銭 7.00	円 銭 13.00	円 銭 20.00
次 期 予 想	13.00	13.00	26.00

### (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



# 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  **SANGETSU**

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。

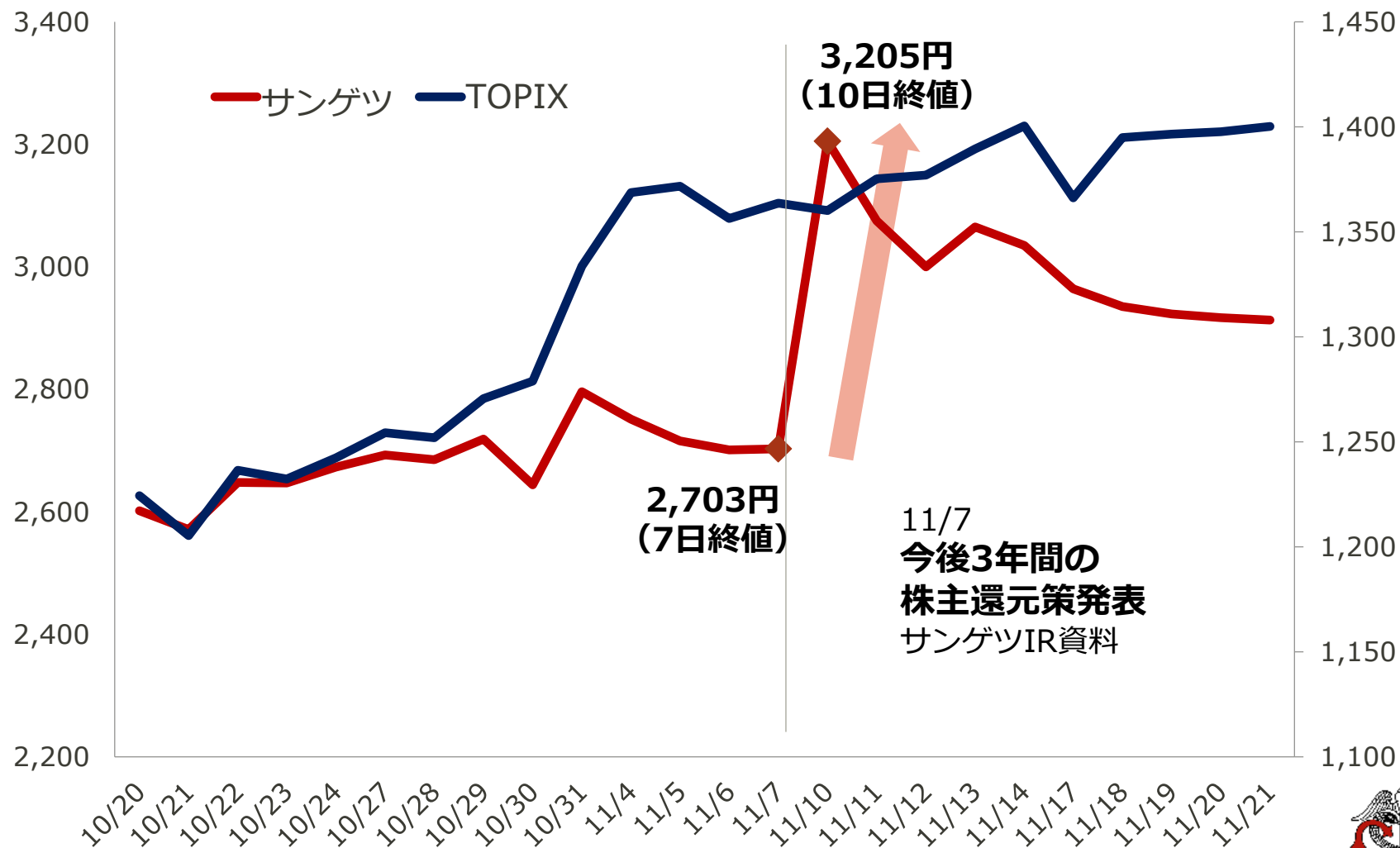
## 3. 自己株式消却の内容

(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



# サンゲツのペイアウトと株価反応



**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)





- 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

X社は余剰現金の半分、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]

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



# 配当後のバランスシート

[1株当たり株価 = 150円]

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	

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**  
（1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（**Miller and Modigliani[1961]**）



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 (=シグナリング)

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

現金 50億円	株主価値 170億円 発行済株式総数 = 1億株
事業資産 120億円	

[1株当たり株価 = 170円]

株主は配当として50億円  
(1株当たり50円) を手にする

企業内部に残っている価値は  
170億円 (一株当たり170円)

**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。



# 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**

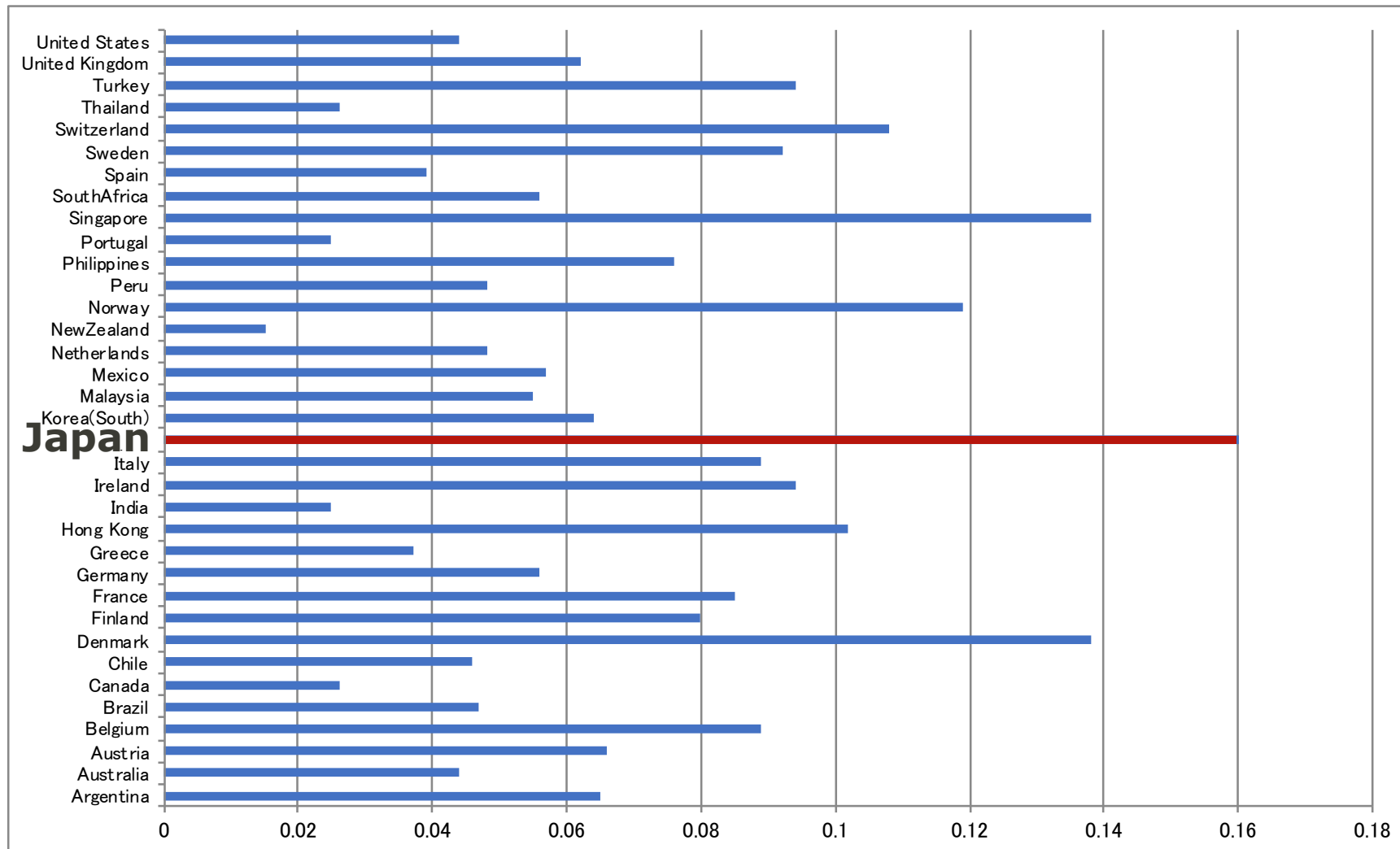
BUSINESS SCHOOL



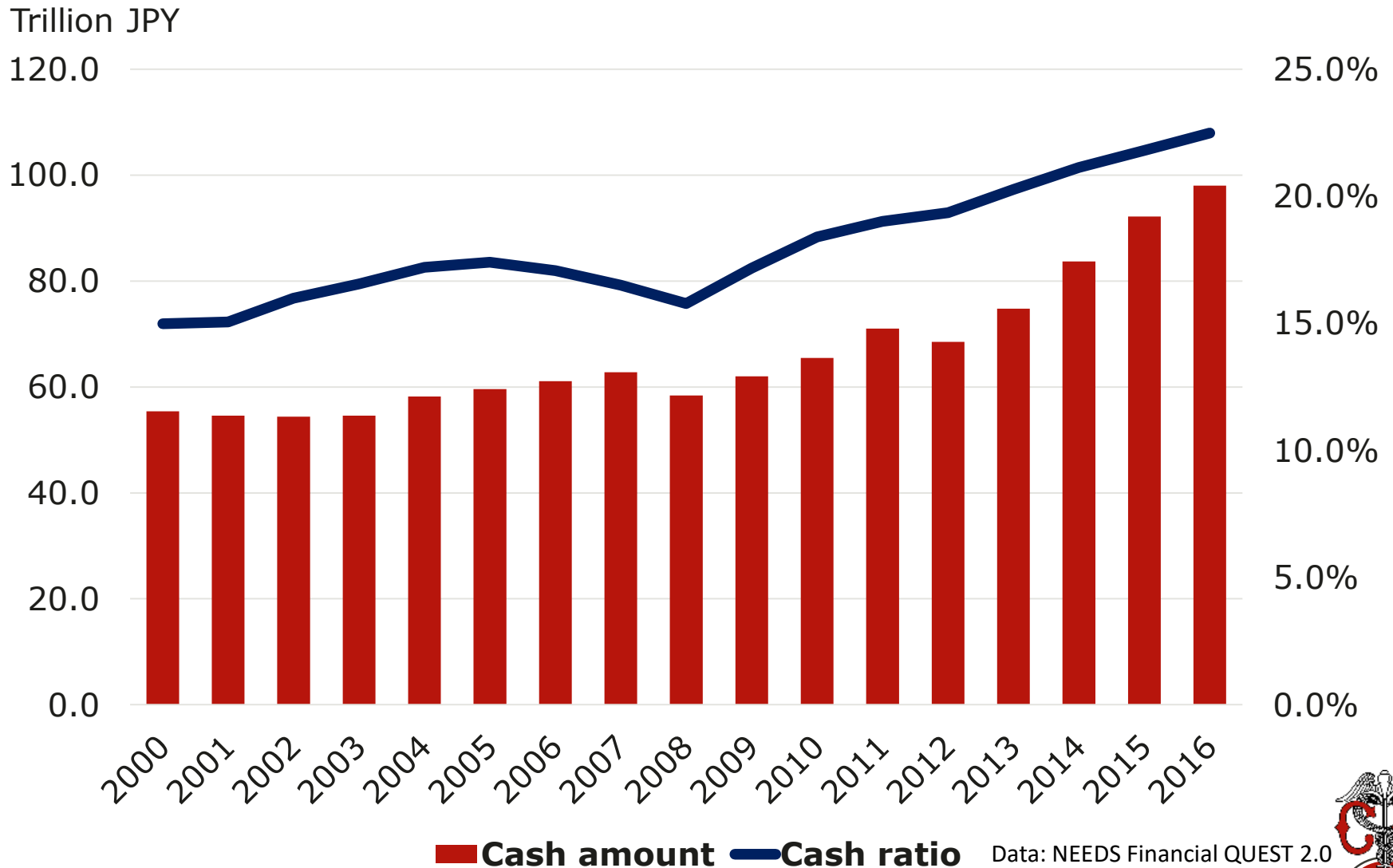
# 企業が世界一リッチな国は？

(現金預金+有価証券) / 総資産

Source: Pinkowitz et al. 2006



# Cash Holding in Japan

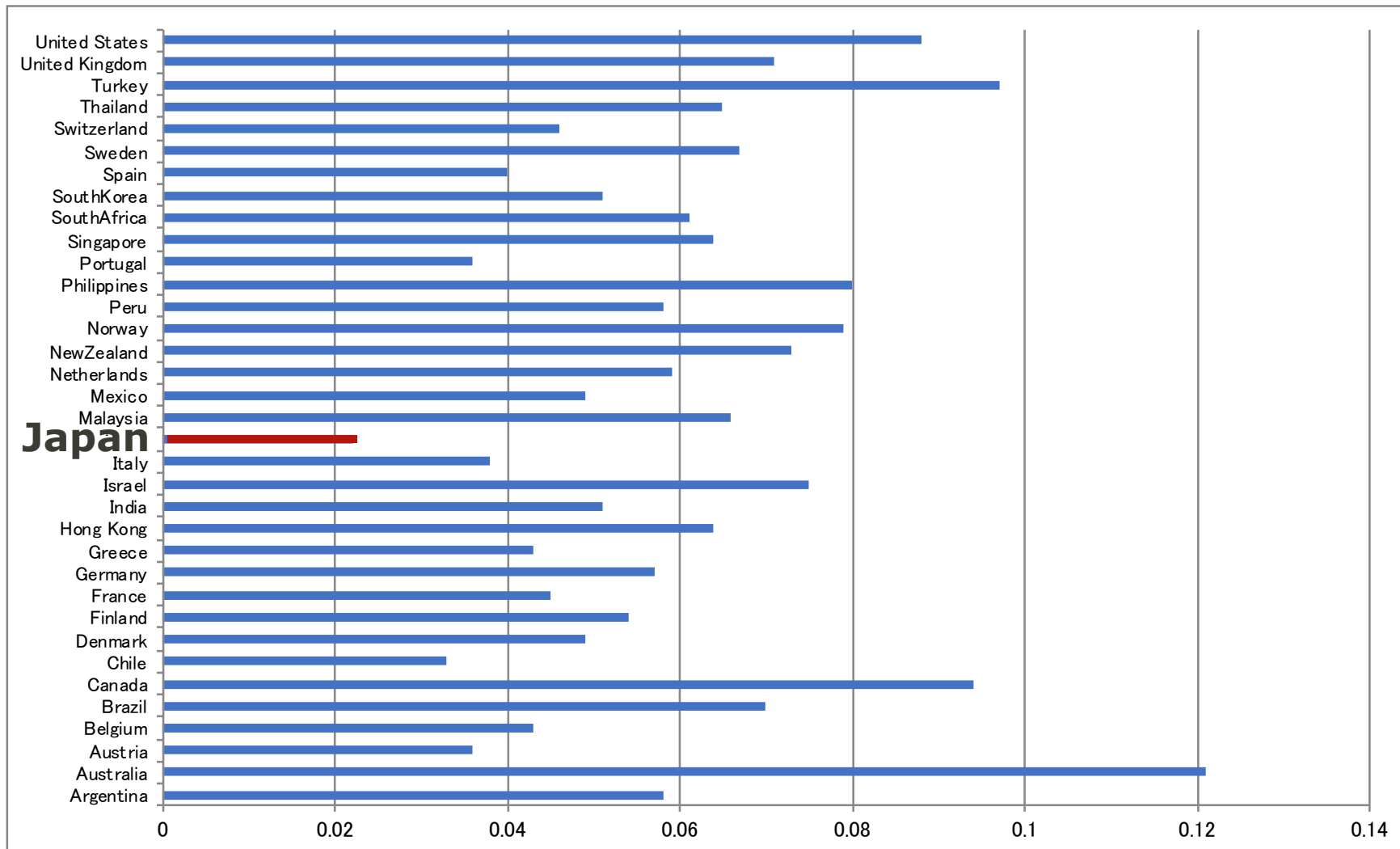




# 企業リスクが世界一低い国は？

産業調整した[EBITDA/総資産]の時系列標準偏差（最低8年間）

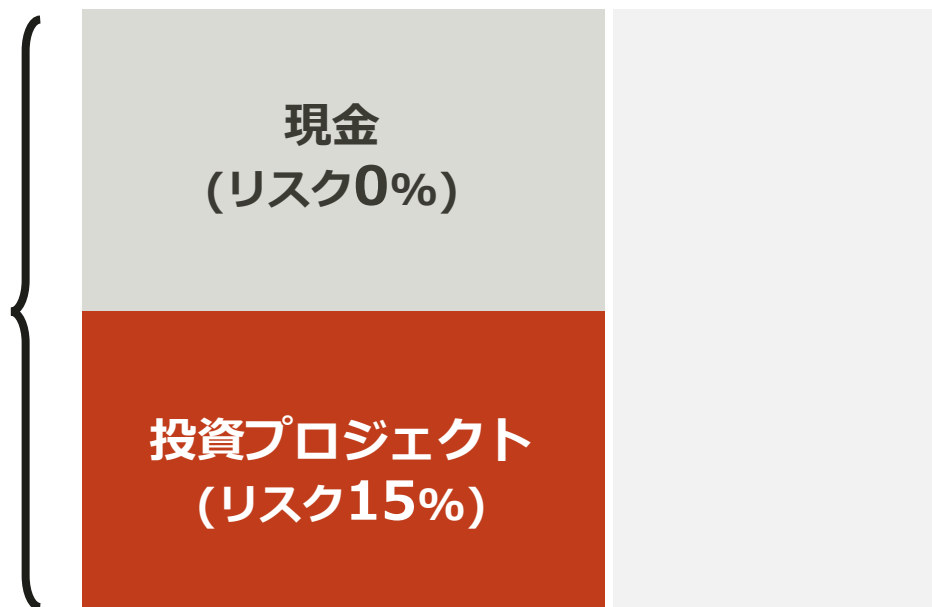
Source: Acharya et al. 2011



# 現金保有のリスク低減効果

## B/Sの資産

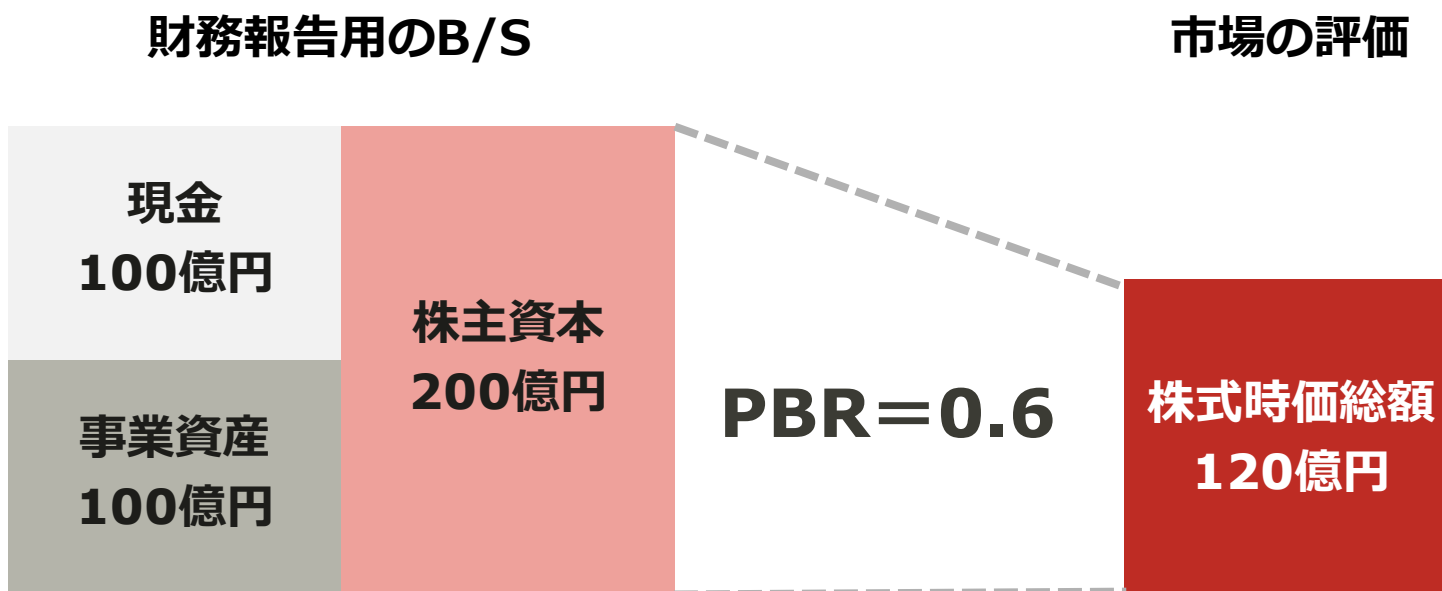
平均リスク  
**7.5%**



# 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かと評価されているか？

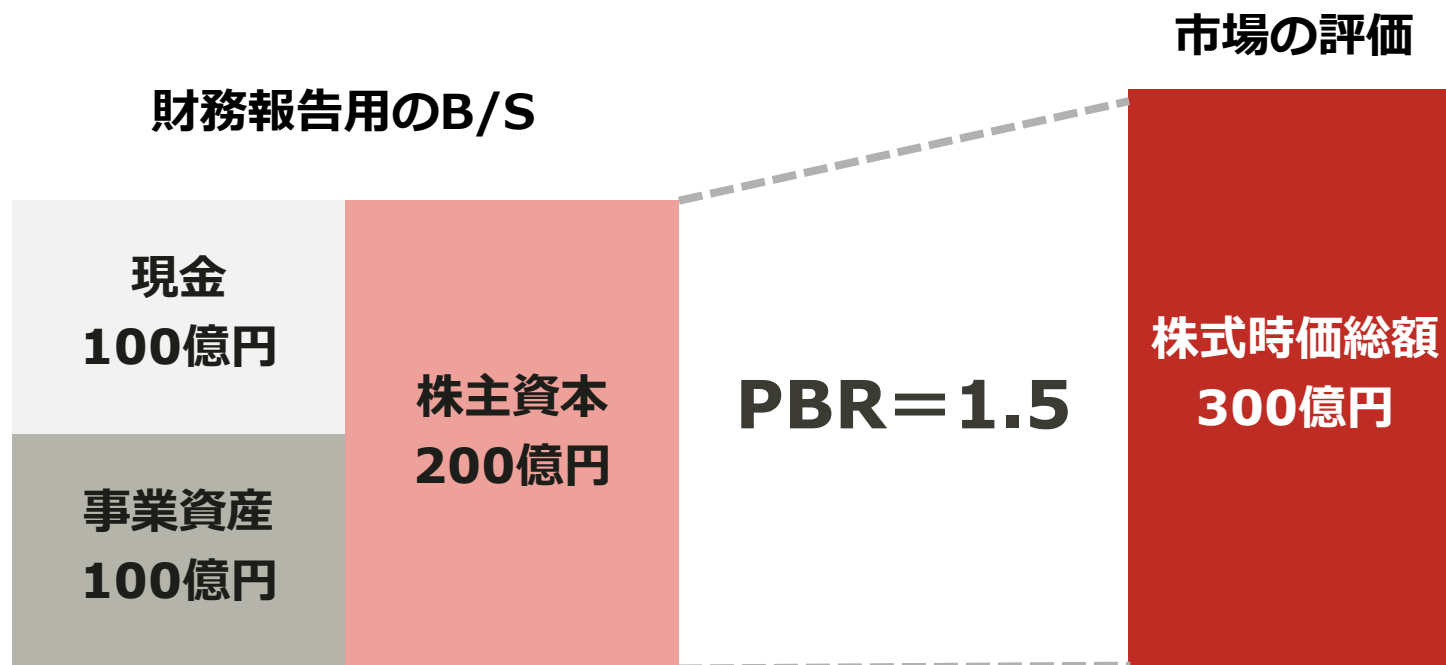
Q2: 事業資産の価値は市場ではいくらかと評価されているか？



# 4-1 保有現金の価値（続き）

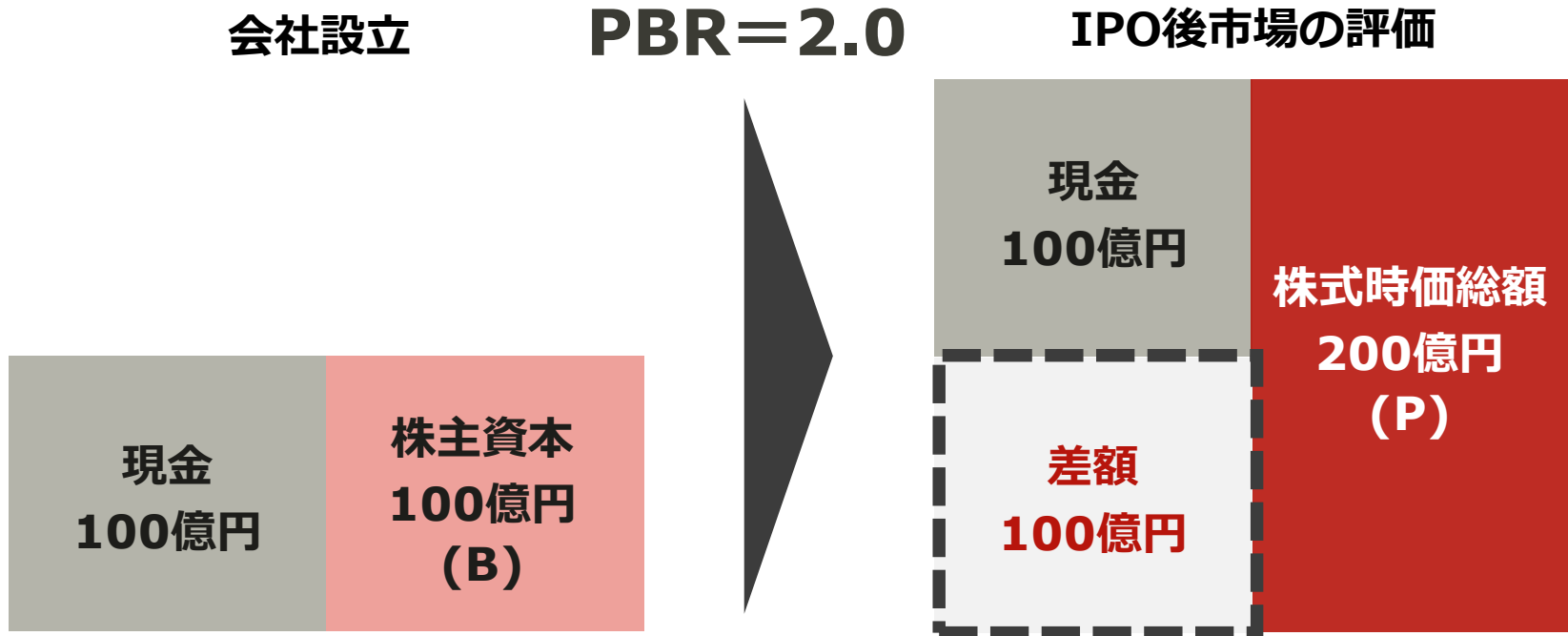
Q3: 余剰現金の価値は市場ではいくらかと評価されているか？

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か？



# 会社設立してすぐにIPOしたと仮定...

Q: これでもやはり現金は100億円の価値か？ **差額**は何だ？



# 事務机1億円ですぐにIPOできたと仮定...

Q: 現金は99億円で机（事業資産）が101億円？

会社設立

PBR=2.0

IPO後市場の評価



# 100億円は誰が持っていて100億円か？

## 通常のリユ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**  
“どの企業がも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 = ???



## 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を分析

- 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
- それに対して、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





## 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

- ▶ 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、成長産業では、現金を額面以上に評価
  - 一方で、43の産業のうちで15産業では額面以下の評価

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以下に評価されている



- 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**：全セクター  
(GICS Industry GroupのBanks・Insurance・Diversified financialsを除く)



# リスク投資 vs ペイアウト

## PBRへの影響：

高リスク投資&高ペイアウトのPBRが最も高い

リスク投資	<i>high</i>	1.37	<b>1.57</b>
	<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

## 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**”

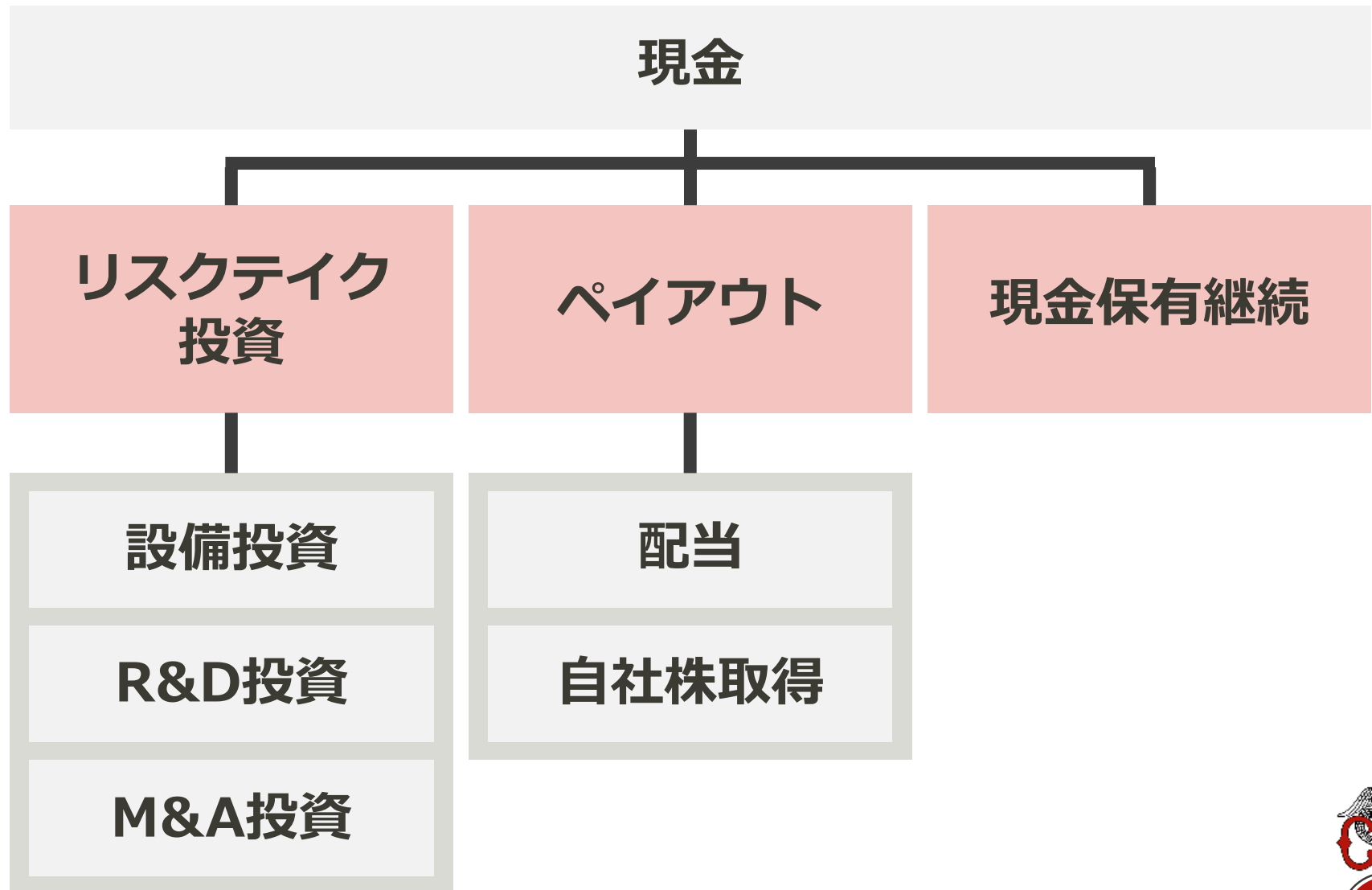


## 現在

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
- **内部者は情報有意にあるから、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**
  - ・純粹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）**



経営

マーケット・  
ファイナンス

**Corporate  
Finance**