

Title	株主還元を考える : 無形資産と株主還元
Author(s)	山口, 智弘
Citation	年次学術大会講演要旨集, 35: 135-139
Issue Date	2020-10-31
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10119/17422">http://hdl.handle.net/10119/17422</a>
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

## 株主還元を考える —無形資産と株主還元—

○山口智弘（ビジネス・ブレイクスルー大学大学院）  
010yama@gmail.com

### 【概要】

本稿では株主還元策としての無形資産への支出の可能性を示すため、理論的な考察を行い、配当、自社株買い及び無形資産への支出と株式リターンとの関係を実証分析によって示した。無形資産への支出は、各株主還元とその他の株式リターンに影響を与えると考えられる要因をコントロールした上で、長期の株式リターンにはプラスに寄与することが示された。無形資産への支出は株主価値を高めることで、経済的には余剰資金を株主に還元すると見なすことができ、株主重視の枠組みを維持しつつ、ステークホルダーへも報いる可能性を示唆する。

Keyword: 株主還元策・無形資産・株主重視主義・ステークホルダー主義

### 1. はじめに

資本市場において企業の株主重視主義が叫ばれて久しく、配当や自社株買いといった株主還元策が推進されてきた。一方、米経営者団体 Business Roundtable [1] が、2019年に従業員や取引先といったステークホルダー重視を表明したことを始めとして、株主重視主義を修正する動きもみられる。また、2020年のコロナウィルスの蔓延による世界的な景気悪化を受けて、内外の機関投資家からは配当や自社株買いよりも従業員の雇用や福利厚生維持を求める声も聞かれる。

このように、株主還元のあり方について見直しの動きが見られる中、本稿においては無形資産への支出が新たな株主還元策となり得ることを、理論的な整理とともに、上場企業のデータを用いた実証分析によって示す。新たな株主還元策を提案する研究の途中経過であるが、無形資産への支出は株主への資本還元とともに、従業員といったステークホルダーに報いるため、株主とその他の利害関係者との利益の両立を図る処方箋として期待ができよう。

### 2. 株主重視主義とステークホルダー主義

企業経営の立場として、株主の私的所有権としての企業概念を尊重する株主重視主義と、私的所有権を超えた社会的制度として株主のみならず従業員、顧客、取引先や社会といったその他のステークホルダーも尊重するステークホルダー主義との間で、議論が繰り返されてきた。

まず、米国においては、その後の議論のメルクマールともなる Dodge v. Ford Motor Co. [2] による訴訟において、企業は株主利益のために組織し運営されると結審した。そして、Berle [3] が株主利益の極大化こそが企業経営者の受託者責任であるとし、Dodd [4] は企業経営者は株主とともに従業員や顧客にも配慮して経営すべきとして、更に Berle [5] は Dodd [4] の主張を理解するが株主以外の利害関係者への責任について、合理的で強制可能な仕組みができるまでは株主重視を続ける必要があるとして論争を続けた。そして、Friedman [6] は株主の代理人である経営者は、株主利益を最大化すべきと主張して、また Rappaport [7] は株主重視の経営のためには利益というよりも株主価値を高める必要があるとして、株主価値、株主重視経営の嚆矢となった。そして、英国においては Locke [8] の所有理論に示される私的所有権としての株主の権利、株主重視主義が根底にあるものの、1980年の会社法改正において取締役の一般義務に株主のみならず従業員の利益も考慮しなければならないとした。

また、日本においても双方の議論が進むが、竹内 [9] は企業が株主への責任を果たした上で社会的責任が要求されるが、一般規定として明文化することは困難として、その他の法規制によって社会的責任を実現すべきとした。そして、江頭 [10] は会社法の観点から経営者に大きな裁量権を与えることになるため株主重視の原則を採用せざるを得ず、広範なステークホルダーの利益は労働法、独占禁止法、消費者法、環境法といったその他の法領域から総合的に支えるべきとした。

これまでの議論から、詰まるところは企業の社会的制度としての役割は公知であるものの、それを明文化することは難しく、制度上は株主の所有たる株主重視の企業概念に行き着く。一方、知識経済の進展に伴い、企業にとって人的資産、技術、ブランドや顧客との関係といった無形資産の重要性が高まり、

すなわち社会的制度としての役割も高めることが長期的な収益の源泉となりつつあるため、本稿では株主重視主義の枠組みを維持しつつ、ステークホルダー主義の要素も取り入れた考え方を示す。

### 3. 株主還元策再考

企業の株主還元とは、有益な投資を行った後に残るキャッシュである余剰資金を原資として (Jensen [9])、資本を株に還元することであるが、MM 理論 (Miller & Modigliani [12]) の配当無関連命題が示すように本質的には株主価値とは無関連である。しかしながら、経営者と株主の利益相反によって余剰資金が棄損するリスクに対するコストであるエージェンシー・コストの緩和 (Jensen[9]) や、経営者の業績に対する自信や株価が割安と考えていることを示すアナウンスメント効果、資本効率改善による株主価値の向上を図るために、企業は株主還元を適宜実施している。

主な株主還元策は、図 1、図 2 にバランスシートとして示す通り、配当と自社株買いである。各々余剰資金を株主に還元するため資本が減少するが、効果としてまず配当は ROE (株主資本利益率) が上昇するが、理論株価となる BPS (一株当たり資本) は低下する。MM 理論の通り配当により株主に還元された分、株価が低下するため株主が受ける価値は中立である。そして、自社株買いについても ROE (株主資本利益率) が上昇して、EPS (一株当たり利益) も上昇、BPS は変化がない。したがって、従来の株主還元策については、個々の株主が受ける理論的な価値には変化はないが、ROE 上昇といった資本効率の効果が示される。

図 1. 配当とバランスシートのイメージ

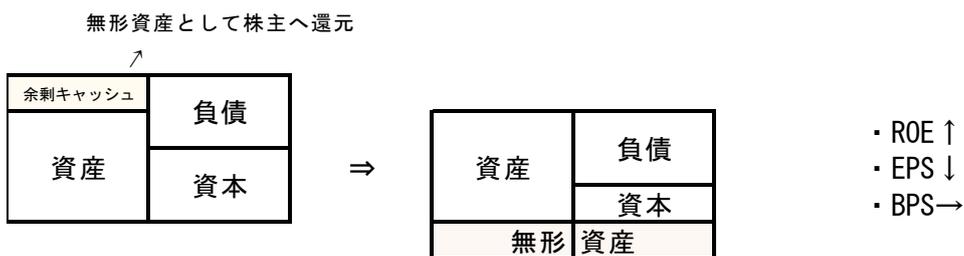


図 2. 自社株買いとバランスシートのイメージ



次に、その他の株主還元策として無形資産の支出について図 3 に示す。まず、余剰資金を無形資産に支出するため資本は減少する。また、利益については会計上減少するものの、ファイナンスの観点からは無形資産の支出は自己に対するため、社外に流出するコストではないと見なすと変化がなく、ROE は上昇して、EPS には変化がない。そして、BPS については資本が低下するものの無形資産が加わるため変化がない。無形資産の支出は研究開発費、広告宣伝費、従業員への報酬といった技術、ブランド、人的資産を高める支出であり、従業員や消費者の価値を高める。企業によっては、環境や地域社会への支出もあろう。

図 3. 無形資産とバランスシートのイメージ



これらの支出は無形資産といった株主への還元となるが、同時に従業員や消費者といったその他のステークホルダーにも報いる。尚、ここでは無形資産への支出に制約はないと仮定するが、実際給与の引き上げを実施したり、広告宣伝、研究費への支出については、土地・建物といった不動産や機械への有形資産投資、プロジェクトへの投資と比べて余剰資金からの支出に制約は受けがたいと考えられる。

#### 4. 実証分析

次に株主還元の効果が資本市場で実現しているかを分析して、理論を反映しているか検証する。配当、自社株買い、無形資産への支出と、株主価値の動向を示す株式リターンの関係を実証分析によって示す。

事前の想定としては、まず配当が多い程 BPS が低下するため株式リターンが低くなり、自社株買いは BPS に変化がないため中立となることが考えられる。また、無形資産への支出についても BPS に変化はないが、無形資産は成果にラグを有しており(拙稿[13])、時間をかけて市場が無形資産を価値として認識するため長期の株式リターンが高まると想定する。

分析方法としては、被説明変数を当年度、翌年度、翌3年度の株式リターン、説明変数を配当(配当金総額)、自社株買い(自社株買い金額)、無形資産への支出(研究開発費・広告宣伝費・人件費の和、各説明変数は前年度総資産でデフレート)、コントロール変数を規模(対数株式時価総額)、リスク(株式ベータ)、株価の割安度(PBR:株式純資産倍率)、利益(営業利益、前年度総資産でデフレート)とするモデルを推計する。東証一部上場企業、2009、2012、2015 各年度のデータを SPEEDA より取得して用いた。各年度の変数を基準化して、基準化後の各年度のデータを合算して更に変数を基準化した。

尚、コントロール変数については Fama & French [14] の3ファクターモデルに対応した3要素に利益を加えて、株式リターン影響を与えると考えられるその他の要因をコントロールした。また、株主還元に関連する実証分析としては、Ikenberry, et al. [15] が米国市場において自社株買いをアナウンスした企業の株価リターンは有意にプラスとなり、わが国市場においては諏訪部 [16] が増配をアナウンスした企業の利益が増益基調になるといったアナウンス効果についての分析が多く、石川 [17] は配当と利益の関係の他、株主優待制度と個人株主や収益性の動向、自社株買い企業の財務的特徴の分析を行うが、株主還元策の比較をして理論に対する実証分析を行う研究は多くない。

ここで、変数間の相関係数について、株主還元と株式リターンとの関係の分析に問題を及ぼすような、説明変数間での大きな相関は見られず(表1)、次に分析結果を示す。

表1. 変数間の相関係数

	当年度 株式リターン	翌年度 株式リターン	翌3年度 株式リターン	配当	自社株買い	無形資産	規模	リスク	割安度	利益
当年度株式リターン	1.000									
翌年度株式リターン	-0.060	1.000								
翌3年度株式リターン	-0.030	0.485	1.000							
配当	0.059	-0.022	0.070	1.000						
自社株買い	0.027	0.028	0.072	0.238	1.000					
無形資産	0.099	0.047	0.173	0.254	0.087	1.000				
規模	0.055	-0.196	-0.203	0.085	0.035	-0.205	1.000			
リスク	0.126	0.090	-0.002	-0.144	-0.035	-0.137	0.049	1.000		
割安度	0.284	-0.042	0.030	0.323	0.161	0.209	0.100	-0.004	1.000	
利益	0.272	0.043	0.095	0.578	0.211	0.292	0.086	-0.124	0.419	1.000

表2. 全体の分析結果

	当年度リターン		翌年度リターン		翌3年度リターン	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
配当	-0.159	-10.242 ***	-0.047	-2.853 ***	0.014	0.849
自社株買い	-0.028	-2.210 **	0.034	2.535 **	0.055	4.096 ***
無形資産	0.039	2.881 ***	0.009	0.622	0.114	8.004 ***
規模	0.025	1.971 **	-0.200	-14.765 ***	-0.188	-13.956 ***
リスク	0.143	11.301 ***	0.110	8.283 ***	0.035	2.652 ***
割安度	0.210	15.110 ***	-0.063	-4.324 ***	-0.018	-1.232
利益	0.286	17.692 ***	0.118	6.911 ***	0.070	4.160 ***
調整済R <sup>2</sup>	0.149		0.058		0.068	
サンプル数	5,564		5,564		5,564	

(注)\*\*5%水準, \*\*\*1%水準で統計的に有意

まず、各年度のデータを合算したプールデータによる全体の分析結果（表2）を見ると、配当の当年度、翌年度リターンの係数は有意にマイナス、自社株買いの当年度リターンの係数はマイナス、翌年度、翌3年度のリターンの係数は有意にプラスである。そして、無形資産への支出の当年度、翌3年度株式リターンの係数は有意にプラスである。

更に年度別に分割したクロスセクションデータによる分析を行ったが（表3）、配当の当年度リターンが各年度有意にマイナス、無形資産への支出の翌3年度リターンは各年度有意にプラスとなり、ロバストな関係を示す。したがって、各株主還元とその他の株式リターンに影響を与えると考えられる要因をコントロールした上で、事前の想定通り配当は株主価値の動向を示す株式リターンへマイナスの影響、自社株買いは中立、無形資産の支出は長期の株式リターンにはプラスに寄与した。ステークホルダーに関連する支出である無形資産への支出は、Rappaport [7] の通り株主重視経営の指標となる株主価値を高めることになり、株主重視主義の枠組みを維持しつつ、ステークホルダー主義も満たす可能性を示唆する。

表3. 年度別の分析結果

2015年度

	当年度リターン		翌年度リターン		翌3年度リターン	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
配当	-0.152	-5.926 ***	-0.037	-1.319	0.005	0.197
自社株買い	-0.051	-2.411 **	0.001	0.028	-0.029	-1.264
無形資産	0.001	0.063	-0.010	-0.401	0.049	2.073 **
規模	0.027	1.391	-0.178	-8.229 ***	-0.171	-8.069 ***
リスク	-0.188	-9.507 ***	0.091	4.195 ***	-0.013	-0.611
割安度	0.292	12.223 ***	-0.143	-5.451 ***	-0.054	-2.099 **
利益	0.278	9.718 ***	0.083	2.656 ***	0.208	6.745 ***
調整済R <sup>2</sup>	0.205		0.058		0.072	
サンプル数	1,990		1,990		1,990	

(注)\*\*5%水準, \*\*\*1%水準で統計的に有意

2012年度

	当年度リターン		翌年度リターン		翌3年度リターン	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
配当	-0.205	-8.158 ***	-0.086	-3.085 ***	0.029	1.016
自社株買い	-0.007	-0.337	0.076	3.322 ***	0.041	1.780 *
無形資産	0.079	3.574 ***	0.049	1.993 **	0.152	6.109 ***
規模	0.034	1.628	-0.138	-5.960 ***	-0.116	-4.986 ***
リスク	0.179	8.742 ***	0.147	6.449 ***	0.022	0.972
割安度	0.247	11.028 ***	0.009	0.358	0.024	0.945
利益	0.383	14.573 ***	0.212	7.272 ***	0.026	0.868
調整済R <sup>2</sup>	0.252		0.081		0.054	
サンプル数	1,833		1,833		1,833	

(注)\*10%水準, \*\*5%水準, \*\*\*1%水準で統計的に有意

2009年度

	当年度リターン		翌年度リターン		翌3年度リターン	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値
配当	-0.112	-4.507 ***	-0.018	-0.658	-0.023	-0.868
自社株買い	-0.009	-0.421	0.029	1.242	0.142	6.193 ***
無形資産	0.012	0.541	-0.014	-0.556	0.132	5.414 ***
規模	0.034	1.547	-0.268	-11.004 ***	-0.256	-10.766 ***
リスク	0.477	22.233 ***	0.095	3.978 ***	0.090	3.863 ***
割安度	0.067	2.950 ***	-0.048	-1.923 *	-0.023	-0.921
利益	0.249	9.884 ***	0.070	2.490 **	0.019	0.681
調整済R <sup>2</sup>	0.257		0.076		0.121	
サンプル数	5,564		1,741		1,741	

(注)\*10%水準, \*\*5%水準, \*\*\*1%水準で統計的に有意

## 5. まとめ

株主還元のある方については長年議論が繰り返される中、近年は株主重視主義が強まっていたが、米経営者団体 Business Roundtable [1]では見直しが提起されていた。しかしながら、これまでの議論では株主以外のステークホルダーを考慮することは重要と認識されるものの、制度上はその定義付けが困難であり、株主重視主義の枠組みを維持する必要があると概ね帰結していた。一方、2020年のコロナウィルス蔓延を受けた世界的な景気悪化により、多くの企業が事業継続を脅かされるような状況に直面する中、株主を第一とした従来通りの配当、自社株買いに対する見直しが進んだことは公知であろう。また、知識経済が進展する中、企業が競争力を高めるためには、株主以外のステークホルダーにも関係する無形資産への支出が重要となる。

したがって、本稿においては無形資産への支出が新たな株主還元策となり得ることを、理論的な整理とともに、上場企業のデータを用いた実証分析より示した。無形資産への支出は、各株主還元とその他の株式リターンに影響を与えると考えられる要因をコントロールした上で、長期の株式リターンにはプラスに寄与することを示した。すなわち、無形資産への支出は株主価値を高めることで、経済的には余剰資金を株主に還元すると見なすことができよう。本稿は新たな株主還元策として提案する研究の途中経過であるが、無形資産への支出は株主重視の枠組みを維持しつつ、ステークホルダーへも報いる可能性を示唆し、株主とその他の利害関係者との利益の両立を図る処方箋として期待ができよう。

## 参考文献

- [1] Business Roundtable, **Statement on the Purpose of a Corporation** (2019)
- [2] Dodge v. Ford Motor Co., **104 Mich. 459, 170 N.W.**, 668-684 (1919)
- [3] Berle, A. A. Jr., Corporate powers as powers in trust, **Harvard Law Review**, **44**, 1049-1076 (1931)
- [4] Dodd, E. M. Jr., For whom are corporate managers trustees? **Harvard Law Review**, **45** (7), 1145-1163 (1932)
- [5] Berle, A. A., For whom corporate managers are trustees: A note, **Harvard law review**, **45** (8), 1365-1372 (1932)
- [6] Friedman, M., **Capitalism and freedom**, University of Chicago Press (1962)
- [7] Rappaport, A., **Creating Shareholder**, Value, Free Press (1986)
- [8] Locke, John, **Two Treatises of Government**, ed. Peter Laslett, Cambridge University Press (1988)
- [9] 竹内昭夫, 企業の社会的責任に関する商法の一般規定の是非, **商事法務**, **722**, 33-45 (1975)
- [10] 江頭憲治郎, **株式会社法**, 有斐閣, (2006)
- [11] Jensen, M. C., Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, **The American economic review**, **76** (2), 323-329 (1986)
- [12] Miller, M. H., and Modigliani, F., Dividend policy, growth, and the valuation of shares, **The Journal of Business**, **34** (4), 411-433 (1961)
- [13] 山口智弘, 無形資産価値評価モデルの構築, **証券アナリストジャーナル**, **44** (6), 113-128 (2006)
- [14] Fama, Eugene F., French, Kenneth R., Common risk factors in the returns on stocks and bonds, **Journal of Financial Economics**, **33** (1), 3-56 (1993)
- [15] Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., Market underreaction to open market share repurchases, **Journal of financial economics**, **39** (2-3), 181-208 (1995)
- [16] 諏訪部貴嗣, 株主価値を向上させる配当政策 (特集 企業財務と株式市場), **証券アナリストジャーナル**, **44** (7), 34-47 (2006)
- [17] 石川 博行, **会社を伸ばす株主還元**, 中央経済社, (2019)