

わが国企業の資産売却が株式市場に及ぼす影響とその動機に関する実証研究

わが国企業の資産売却が株式市場に及ぼす影響と その動機に関する実証研究

The Empirical Research about the Impact of Japanese Firm's Asset Sales
in Stock Market and Managers' Motive

太田 裕貴
Yuuki OHTA

(平成29年 9月15日受理)

要旨

企業はなぜ資産売却を行うのか。資産売却の公表に対して市場はどのような評価を行うのか。海外では、これらのリサーチ・クエスチョンに対する証拠が数多く蓄積されているのに対して、わが国企業を対象に、これらの課題に取り組んだ研究は筆者の知る限り存在しない。本稿の目的は、わが国企業の資産売却が市場でどのように評価されるのかを検証するとともに、その動機を実証的に明らかにすることである。企業行動の動機およびそれが市場に与える影響を解明することは、投資家をはじめとする企業外部者が企業を評価する際に必要不可欠なことであり、資産売却もそれに含まれるであろう。本稿は、企業外部者による企業評価に有益な証拠を提供する点で、重要な意義を有するものである。

1. はじめに

企業が有形固定資産¹を取得あるいは更新することがある。これらは設備投資と呼ばれており、企業成長のために必要不可欠なものである。近年、わが国企業の設備投資額は増加傾向にある²。一方、ときに企業は有形固定資産を売却することがある（以下、これを資産売却と表現する）³。

海外では、企業の資産売却に焦点を当てた研究が数多く行われている（たとえば、Alexander et al., 1984; Jain, 1985; Hite et al., 1987; Bartov, 1993; John and Ofek, 1995; Lang et al., 1995; Slovin et al., 1995; Maksimovic and Phillips, 2001, 2002; Poitras et al., 2002; Bates, 2005）。そこでは、主に以下の2点が検証されている。①資産売却は株式市場にどのような影響を及ぼすか。②企業はなぜ資産売却を行うのか⁴。

①については、とりわけ初期の研究で、資産売却の公表に対して市場がポジティブな反応を示すことが明らかにされている（たとえば、Alexander et al., 1984; Jain, 1985; Hite et al., 1987）。その理由は、②企業が資産売却を行う動機と関連している。すなわち、「自社よりも効率的に資産を活用できる企業に資産を売却することにより、資源の効率的配置が達成され、売り手企業はゲインの一部を獲得する」（中野, 2016, 100頁）のである。これは「効率的配置仮説」（efficient deployment hypothesis）と呼ばれる。この仮説では、企業経営者は企業価値最大化を達成するために、あらゆる企業行動をすること

が仮定されている。したがって、資産売却の公表は、非効率な資産を売却し、その代金を有力事業へ活用することで、企業価値をより高めていくことを示唆するのである。これが、市場が資産売却の公表に対してポジティブな評価をする理由である。

Lang et al. (1995) は、企業の資産売却に関して、「効率的配置仮説」とは異なる仮説を定立した。「資金調達仮説」(financing hypothesis) が、それである。この仮説では、負債あるいは株式発行による資金調達が困難な状況下にあるにも関わらず、資金調達を行う必要がある場合に、企業は資産売却を実施するとされている。そして、この仮説に注目して、資産売却の公表に対する市場反応を検証した結果、これまでの先行研究とは異なり、その公表に対して市場は必ずしもポジティブな反応を示すわけではないことが明らかとなった。

このように、海外では、企業の資産売却に関する証拠が数多く蓄積されているのに対して、わが国企業を対象に、これらの課題に取り組んだ研究は筆者の知る限り存在しない。企業行動の動機およびそれが市場に与える影響を解明することは、投資家をはじめとする企業外部者が企業を評価する際に必要不可欠なことであり、資産売却もそれに含まれるであろう。本稿の目的は、わが国企業の資産売却が市場でどのように評価されるのかを検証するとともに、その動機を明らかにすることである。

本稿の構成は、以下に示すとおりである。2節では、資産売却に注目した先行研究を概観する。3節では、資産売却が株式市場に及ぼす影響を、イベント・スタディーを利用して明らかにする。4節では、資産売却の動機の決定要因分析を行う。5節では、本稿の発見事項を要約したうえで、結論と今後の研究課題について言及する。

2. 先行研究の概観

本節では、資産売却に関する海外の先行研究を概観する。具体的には、①Lang et al. (1995)、②Bates (2005)、③Maksimovic and Phillips (2001) を中心に、先行研究で得られた知見を確認する。

2. 1 Lang et al. (1995)

初期の研究において、資産売却の公表に対する市場の評価は一貫してポジティブであることが示されてきた(たとえば、Alexander et al., 1984; Jain, 1985; Hite et al., 1987)。これらの研究が前提としているのは、「効率的配置仮説」である。ここでは、自社の企業価値を最大化させるために、企業経営者はあらゆる企業行動をとると仮定されている。

しかしながら、企業経営者と投資家等の企業外部者の間には「情報の非対称性」(information asymmetry) が存在する。情報の非対称性とは、「経済的な取引が行われるとき、取引の当事者全員に必要な情報が行き渡らず、ごく一部の当事者だけに情報が偏在する現象」のことである(須田, 2000, 13頁)。情報の非対称性の程度が高くなると、企業経営者は自社の規模を拡大させる、あるいは自己の名声を高めるといったインセンティブを有することから、必ずしも企業外部者の利潤最大化につながるとは限らない企業行動を選択することがある(Jensen, 1986)⁵。それでは、情報の非対称性を前提とした場合、企業経営者はなぜ資産売却を行うのであろうか。

Lang et al. (1995) は、企業が資産売却を通じて、資金を調達する可能性がある点を指摘した。これは「資金調達仮説」と呼ばれる。企業経営者と企業外部者の間に存在する情報の非対称性の程度が高い場合、企業経営者は負債および株式発行による資金調達の際に高いコストを要する。このような状況下にある企業が資金調達を必要とする場合、当該企業は相対的に低いコスト負担ですむ内部資金を利用すると考えられる (Myers and Majluf, 1984)⁶。しかしながら、財務的困窮企業の場合、必要となる内部資金でさえ不足している可能性がある。資産売却は、当該企業が資金調達を行うための言わば最後の手段で実施されるのである。

当該企業が資金調達を必要とする理由は何か。Lang et al. (1995) は、その理由として、以下の3点を挙げている。1点目は、資金調達によって財務的困窮の程度を緩和させるためである。資産売却で得られた資金を負債の返済に充てることで、企業の安全性を少しでも向上させる狙いがある。2点目は、株主に対する配当支払いのためである。とりわけ、わが国では、配当が企業経営者の将来業績に対する見通しを伝達するものとして市場で評価されることが先行研究で指摘されている (たとえば、石川, 2010, 2013; 石川・太田, 2011)⁷。したがって、前年度の配当水準を維持できない場合、それは企業経営者の将来業績に対するネガティブなメッセージとして市場で評価されるのである。財務的困窮企業は、これを回避するために資産売却を実施すると考えられる。3点目は、設備投資に必要な資金を確保するためである。財務的困窮企業であっても、企業成長のためには設備投資が必要不可欠である⁸。資産売却は、その原資を確保するために行われる可能性がある。

Lang et al. (1995) は、「資金調達仮説」の妥当性を検証するために、資産売却を行った企業の財務特性を分析した。その結果、レバレッジが高く、業績が悪い企業が資産売却を行っていることが明らかとなった。レバレッジが高く、業績が悪い企業は、まさに財務的困窮企業であると考えることができる。したがって、Lang et al. (1995) の実証結果は、「資金調達仮説」を支持するものであると言える。

それでは、資産売却の公表に対する市場の評価はどうか。Lang et al. (1995) で報告されている結果は興味深いものであった。まず、資産売却で得られた資金を負債の返済に充てた企業群については、資産売却の公表に対して市場はポジティブな反応を示した。この結果は、財務体質の改善に伴う倒産リスクの低減を市場が好意的に評価していることを示唆している。翻って、資産売却で得られた資金を企業内に留保した企業群については、その公表に対して市場はネガティブな反応を示したのである⁹。この結果を解釈する際に重要となるのが、フリー・キャッシュ・フロー仮説である (Jensen, 1986)。すなわち、企業経営者と企業外部者の間に存在する情報の非対称性の程度が高い場合、仮に企業内部に余剰資金があると、企業経営者はそれを企業外部者の利潤最大化には必ずしもつながらない設備投資計画に用いる可能性が高くなるのである¹⁰。このような過剰投資は将来業績を悪化させる可能性がある。市場のネガティブな評価は、これに対する懸念を示唆するものである。Lang et al. (1995) は、資産売却で得られた資金の用途によって、その公表に対する市場反応が異なることを示した点で、従来の先行研究とは一線を画していると言える。

2. 2 Bates (2005)

Bates (2005) は、Lang et al. (1995) と同様に、資産売却で得られた資金の使途に注目した。資産売却で得られた資金の使途は、負債の返済以外にも、①企業経営者の利潤最大化のための企業行動 (Jensen, 1986)、②経営者報酬の増加 (Murphy, 1990)、③企業の多角化 (Amihud and Lev, 1981) 等が先行研究で指摘されてきた。しかしながら、実際のところはどうか。

分析の結果、Bates (2005) は、以下の事実を発見した。①資産売却で得られた資金を企業内部に留保した企業群は、それを負債の返済あるいは利益還元に充てた企業群と比較して、成長機会が多く、かつ売却後の設備投資額が相対的に大きい。②同企業群は、同一産業に属する企業群よりも売却後の設備投資額が相対的に大きい。これらの結果は、資産売却で得られた資金が売却後の設備投資に利用されていることを示している。設備投資に必要な資金を、資産売却を通じて調達しているという点では、「資金調達仮説」を支持する結果であると捉えることもできる。また、資産売却で得られた資金を企業内部に留保した企業群の成長機会が相対的に多いという結果も興味深い。成長機会が豊富に存在する企業は、NPVが正となる設備投資計画を相対的に多く有すると考えられる。これは、将来業績の向上に貢献する可能性が高い。Bates (2005) の結果は、資産売却で得られた資金が、将来業績の向上につながることを期待される設備投資に利用されていることを示唆しているのである¹¹。

2. 3 Maksimovic and Phillips (2001)

Lang et al. (1995) が提示した「資金調達仮説」の妥当性が明らかにされる一方で、「効率的配置仮説」の妥当性もまた John and Ofek (1995) で示された。John and Ofek (1995) は、資産売却後の企業業績が向上することを明らかにしているが、この結果を、企業価値最大化を前提とする資産ポートフォリオの組み換えによるものと解釈したのである。

Maksimovic and Phillips (2001) は、Maksimovic and Phillips (2002) で提示された理論モデルをベースに、「効率的配置仮説」の妥当性を検証し、以下の事実を発見した。①経済がポジティブな需要ショック¹²の状況下にあるときに資産売却が行われる。②資産の生産性が産業ベンチマークを下回るときに資産売却が行われる。③資産売却を実施する部門の生産性が産業ベンチマークを下回るときに資産売却が行われる。④複合企業（コングロマリット）の主要事業に関する資産よりも、それ以外の事業に関する資産が売却される可能性が高い。

①の結果は、企業の資産売却が経済状況に左右されうことを示唆している。②と③の結果は、「効率的配置仮説」を支持するものである。企業価値最大化のために、生産性が低い資産は売却し、経営資源をより生産性が高い事業に集中させる狙いがあるのである。したがって、④の結果で示されているように、売却対象となる資産が主力事業に関する資産であることは稀である。

3. 資産売却の公表に対する市場反応

3. 1 仮説の定立

前節で検討したように、海外の先行研究では、資産売却に対して、市場が概ねポジティブな反応を示すことが明らかにされている。ただし、Lang et al. (1995) は、資産売却で得られた資金を企業内に留保した企業群については、資産売却の公表に対して市場がネガティブな反応を示すことを報告している。このように、資産売却に対して市場がどのような評価を行うかについては実証的課題であると言える。そこで、本節では、以下の帰無仮説を定立する。

仮説1 資産売却の公表に対して、市場は何ら反応を示さない。

仮説2 資産売却額と株式リターンは関連性がない。

3. 2 リサーチ・デザインの設定

仮説1を検証するために、本節では、イベント・スタディーを利用して、資産売却の公表に対する市場反応を調査する。具体的には、マーケット・モデルから算定される異常リターン (AR : Abnormal Returns) に注目する。

まず、企業がウェブ上で資産売却に関する適時開示を行った日¹³をイベント・デイ ($t=0$) として¹⁴、推定期間を $-205 \leq t \leq -6$ の200日、イベント期間を $-5 \leq t \leq 5$ の11日と設定し¹⁵、以下のマーケット・モデルを推定する。

$$r_{it} = \alpha + \beta \cdot rm_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(1)式の r_{it} は*i*社の*t*日における株式リターン (権利落ち調整済みリターン)、 rm_t は*t*日の市場インデックス (TOPIX) の変化率をそれぞれ表している。なお、推定期間は200日であるが、100日以上あれば推定する。イベント期間のARは、(1)式を推定することで得られる $\hat{\alpha}$ と $\hat{\beta}$ を用いて、以下の(2)式と(3)式から算定する¹⁶。

$$ar_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} \cdot rm_t) \quad (2)$$

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_i^n ar_{it} \quad (3)$$

ここで、 ar_{it} は*i*社の*t*日におけるAR、 AR_t は*t*日のAR (*n*社の平均値) をそれぞれ示している。そして、(4)式のようにイベント期間におけるARを累積させることで、累積異常リターン (CAR : Cumulative Abnormal Returns) を求める。

$$CAR_{(-5,s)} = \sum_{t=-5}^s AR_t \quad (4)$$

仮説2の検証には、(5)式で示された重回帰式を用いる。

$$CAR_{k(iyj)} = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot \text{AssetSales}_{iyj} + \alpha_2 \cdot \text{SE}_{iyj} + \beta \cdot \text{Dyear}_y + \varepsilon_{iyj} \quad (5)$$

従属変数 CAR_k は、イベント・デイとその前後 k 日間 ($k=1, 3, 5$) の CAR を表す。独立変数の AssetSales は、適時開示された資産売却額を期首総資産で除したものである。また、資産売却の適時開示の際には、資産売却時に発生した売却損益額が開示されることがしばしばある。したがって、イベント・デイ前後の市場反応が、資産売却額に対するものであるのか、あるいは資産売却損益（特別損益）に対するものであるのかを区別する必要がある。そこで、(5)式には、適時開示された特別損益額を表す SE （期首総資産で基準化する）が、コントロール変数として含まれているのである。特別損益が CAR に与える影響を所与としてもなお、資産売却額と CAR の間に何らかの関連性が見出されるのならば、係数 α_1 の期待符号は正または負となる。

(5)式の Dyear_y は年度ダミーである。また、下添字 i, y, j は企業 i が y 年に j 回の資産売却を公表したことを表している。なお、係数の推定値の標準誤差を算定する際には、White (1980) の手法を用いて、不均一分散に対する修正を施す。

3. 3 サンプルの選択

- 仮説1および仮説2を検証する際に用いるサンプルの抽出要件は、以下のとおりである。
- ①2012年1月1日～2016年3月31日にかけて、「日経500種平均」（2017年7月末時点）¹⁸ に採用されている銘柄の中で、資産売却に関する適時開示をウェブ上でやっている¹⁹。
 - ②イベント・デイと同日に他の情報が開示されていない²⁰。
 - ③分析に必要なデータが『日経NEEDS-FinancialQUEST』（株式会社日本経済新聞社デジタルメディア局）からすべて取得可能である²¹。

上記の抽出要件を満たすサンプルは、81企業年度であり、仮説1の検証には、当該サンプルを用いる。ここで、サンプルサイズが小規模となっている背景には、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」が定める軽微基準によって、固定資産の売却額が純資産の30%以上に及ばない限り、資産売却に関する適時開示が企業の任意となっていることが挙げられる。少なくとも本稿の分析期間では、軽微基準に該当しない倍規模な資産売却はあまり実施されていないことが示唆される。

また、仮説2の検証の際には、資産売却額が必要となることから、それが適時開示で公表されている56企業年度をサンプルとして用いる。

3. 4 仮説1の検証

表1は、イベント・デイ ($t=0$) とその前後5日間の AR および CAR を示したものである。Panel Aは、サンプル全体 ($n=81$) での結果である。Panel Aを見ると、イベント・デイにおける CAR は正を示すものの、統計的にはゼロと有意に異なることがわかる (t 検定)。したがって、仮説1は棄却されない。海外の先行研究とは異なり、わが国企業を対象とした場合、資産売却の公表に対する市場反応は確認されない。

表1 イベント・デイおよびその周辺のARとCAR

■Panel A		
日次	AR	CAR
-5	-0.0010	-0.0010
-4	0.0002	-0.0008
-3	-0.0009	-0.0015
-2	0.0029	0.0036
-1	-0.0003	0.0034
0	-0.0003	0.0041
1	-0.0001	0.0020
2	0.0018	0.0036
3	0.0018	0.0056
4	-0.0025	0.0042
5	0.0011	0.0055

■Panel B					
「効率的配置仮説」を実施理由とするサンプル (n=31)			「資金調達仮説」を実施理由とするサンプル (n=34)		
日次	AR	CAR	日次	AR	CAR
-5	-0.0012	-0.0012	-5	-0.0008	-0.0008
-4	0.0019	0.0031	-4	-0.0022	-0.0033
-3	0.0001	0.0034	-3	-0.0014	-0.0045
-2	0.0038	0.0075	-2	0.0028	-0.0007
-1	0.0006	0.0082	-1	-0.0006	-0.0020
0	0.0025	0.0104	0	-0.0029	-0.0067
1	0.0048	0.0169	1	-0.0075	-0.0140
2	0.0005	0.0171	2	0.0032	-0.0101
3	0.0052	0.0225	3	-0.0001	-0.0110
4	-0.0013	0.0189	4	-0.0025	-0.0143
5	0.0026	0.0196	5	-0.0008	-0.0156

(注1) サンプルは、2012年～2016年にかけて所定の要件を満たす81企業年度である。

(注2) 企業がウェブ上で資産売却に関する適時開示を行った日を日次0として定義する。

(注3) Panel Bでは、適時開示で明記された資産売却の実施理由について、「効率的配置仮説」に関するサンプル (n=31) と「資金調達仮説」に関するサンプル (n=34) に区別した結果が提示されている。

(注4) 検定はゼロと有意に異なるかのt検定である (* : 両側10%水準、** : 両側5%水準)。

適時開示において、企業は資産売却の実施理由をしばしば公表している。Panel Bでは、「効率的配置仮説」に関する実施理由を明記した31企業年度（以下、「Group 1」と略する）と、「資金調達仮説」に関する実施理由を明記した34企業年度（以下、「Group 2」と略する）の2つの企業群ごとに、ARおよびCARを算定した結果を整理している²²。

Panel Bに注目すると、「Group 1」では、イベント・デイおよびその後について、CARが正を示しており、かつそれが統計的に有意な値となっている。この結果は、「効率的配置仮説」に関する実施理由を明記した企業群に対して、市場がポジティブな評価を行っていることを示している。企業経営者が企業価値最大化の達成のために、資産売却を通じて事業の再編等を行うことを、市場は好意的に受け止めていることが示唆される。

一方、「Group 2」では、イベント・デイおよびその後について、CARが負を示している。さらに、イベント・デイ後については、それが統計的に有意な値となっている。

「Group 2」で最も多い実施理由は「財務体質の改善」である。資産売却で得られた資金を負債の返済等に充てなければならないほど、企業の財務健全性が懸念される（倒産リスクが上昇している）ことを市場はネガティブに捉えている。ただし、「Group 2」のなかには、「成長投資の原資とする」ことを資産売却の実施理由として明記している企業も存在する（ $n=8$ ）。これらの企業のイベント・デイおよびその後のCARは正かつ有意であった（表非掲載）。当該企業は将来の企業成長が期待される。市場は、これを好意的に評価しているのである。

このように、Panel Bの結果は、資産売却の実施理由に応じてサンプルを区別した場合、資産売却に対して市場が正あるいは負の評価をしていることを示している。したがって、仮説1は棄却される。

3・5 仮説2の検証

表2は、(5)式の推定結果を提示したものである²³。表2のPanel Aを見ると、従属変数にいずれのCAR（ CAR_1 、 CAR_3 、 CAR_5 ）を用いた場合であっても、AssetSalesの係数 α_1 は正ではあるものの、統計的に有意に推定されていないことがわかる。この結果は、資産売却時に発生する特別損益額を所与としてもなお、資産売却額とその公表日前後の株式リターンの間に、正かつ有意な関連性が析出されないことを示している。したがって、仮説2は棄却されない。

表2のPanel Bは、(5)式に2つのダミー変数（DefficientとDfinancing）およびAssetSalesとの交差項をそれぞれ追加した場合の推定結果を示したものである。Defficient（Dfinancing）は、「効率的配置仮説」（「資金調達仮説」）に関する実施理由を明記した企業であれば1、それ以外の企業であれば0が付与されるダミー変数である。前項では、「効率的配置仮説」（「資金調達仮説」）に関する実施理由を明記した企業群は、公表日に正（負）のCARが検出された。この結果を踏まえると、Defficient（Dfinancing）とAssetSalesの交差項の係数の期待符号は正（負）となる。

Panel Bを見ると、従属変数にいずれのCAR（ CAR_1 、 CAR_3 、 CAR_5 ）を用いた場合であっても、DefficientとAssetSalesの交差項の係数が正かつ有意に推定されていることがわかる。この結果は、「効率的配置仮説」に関する実施理由を明記した企業群は、資産売却額と株式リターンの正の関連性が追加的に強まることを意味している。これは、前項の結果と首尾一貫している。市場は、資産売却を通じて、企業経営者が企業価値最大化の達成のために事業の再編等を行うことを好意的に評価していることが示唆されるのである。

表 2 (5)式の推定結果

■ Panel A							
	CAR ₁		CAR ₃		CAR ₅		
	coe	t value	coe	t value	coe	t value	
AssetSales	0.1385	0.6702	0.1244	0.4288	0.1782	0.5002	
SE	0.1124	0.3946	0.2601	0.6371	-0.2245	-0.4825	
定数項	-0.0050	-0.5450	-0.0051	-0.3426	0.0001	0.0381	
adj. R ²	0.0103		0.0061		0.0052		

■ Panel B									
	CAR ₁		CAR ₃		CAR ₅				
	coe	t value	coe	t value	coe	t value			
AssetSales	0.2371	0.7812	0.3718	0.9681	0.1777	0.3378			
Defficient	0.0370	1.1042	0.0266	1.1315	0.0127	0.9401			
AssetSales×Defficient	0.3539	3.2122	***	0.5518	2.6255	**	0.4718	2.1429	**
Dfinancing	-0.0110	-0.8148		-0.0081	-0.3720		-0.0149	-0.5334	
AssetSales×Dfinancing	-0.2488	-0.8021		-0.5879	-1.9519	*	-0.4366	-0.8639	
SE	-0.0666	-0.2293		-0.0619	-0.1511		-0.5136	-1.0597	
定数項	0.0011	0.0768		0.0007	0.0307		0.0094	0.3290	
adj. R ²	0.0718		0.0682		0.0848				

(注1) サンプルは、2012年～2016年にかけて所定の要件を満たす56企業年度である。

(注2) 変数の定義は文中を参照されたい。

(注3) 年度ダミーの推定結果は省略する。また、係数の推定値の標準誤差を算定する際には、White (1980) の手法を用いて、不均一分散に対する修正を施している。

(注4) * : 両側10%水準、** : 両側5%水準、*** : 両側1%水準

一方、DfinancingとAssetSalesの交差項の係数は、一部ではあるが、負かつ有意に推定されている。この結果は、「資金調達仮説」に関する実施理由を明記した企業群では、資産売却額と株式リターンの正の関連性が追加的に弱まっていることを示している。当該企業群は、資産売却で得られた資金を負債の返済等に充てなければならないほど、企業の財務健全性が懸念される（倒産リスクが上昇する）と考えられる²⁴。市場は、これをネガティブに評価している。

これらの結果を踏まえると、「効率的配置仮説」あるいは「資金調達仮説」に関する実施理由を明記した企業群に注目した場合のみではあるが、仮説2は棄却される。

4. 資産売却の動機の決定要因分析

4.1 仮説の定立

前節の結果は、企業が資産売却を行う動機によって、その公表に対する市場の評価が異なることを示している。しかしながら、前節では、資産売却の公表に対する純粋な市場反応を調査する目的から、資産売却を適時開示で公表した企業だけをサンプルとして用いた。したがって、これらの小規模サンプルからだけでは、わが国企業が資産売却を行う動機を明らかにできたとは言いきれない。そこで、本節では、キャッシュ・フロー計算書から資産売却の実施額に関するデータを取得することで、大規模サンプルを確保し、それらを用

いてわが国企業が資産売却を行う動機の決定要因を分析する。資産売却の動機については、海外の先行研究に依拠して、「効率的配置仮説」と「資金調達仮説」の2つの仮説から検討する。

まず、「効率的配置仮説」に従えば、企業経営者は企業価値最大化を達成するために、非効率な資産を売却し、その代金を有力事業へ活用することが示唆される。Maksimovic and Phillips (2001) は、資産の生産性が産業ベンチマークを下回る場合、その資産が売却される可能性が高くなることを示している。そこで、「効率的配置仮説」に依拠して、以下の仮説を定立する。

仮説 3 所属産業の平均的な収益性を下回る企業ほど、大規模な資産売却を行う。

次に、「資金調達仮説」に従うと、財務的困窮企業であるほど、資産売却が行われる可能性が高い (Lang et al., 1995)。Lang et al. (1995) は、レバレッジが高い企業が資産売却を行っていることを明らかにしている。そして、資産売却から得られた資金は、負債の返済に充てられることが示されている。しかしながら、その資金が魅力的な設備投資計画の原資として利用される可能性もある。すなわち、財務的困窮企業であるものの、成長機会を多く有する企業では、設備投資計画を実行するうえで必要となる資金を企業外部者から調達することが困難であるために、資産売却を通じてそれを確保しようとするのである。これらの点を踏まえて、以下の2つの仮説を定立する。

仮説 4 負債比率が高く内部資金が少ない企業は、より大規模な資産売却を行う。

仮説 5 負債比率が高く成長機会を多く有する企業は、より大規模な資産売却を行う。

4. 2 リサーチ・デザインの設定

仮説3～5を検証するために、本節では以下の回帰式を設定する (iは企業、tは年度をそれぞれ表す)。

$$\begin{aligned}
 AS_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \cdot DROA_{i,t-1} + \alpha_2 \cdot DDEBT_{i,t-1} + \alpha_3 \cdot GROWTH_{i,t-1} \\
 & + \alpha_4 \cdot DDEBT_{i,t-1} \times GROWTH_{i,t-1} + \alpha_5 \cdot CASH_{i,t-1} \\
 & + \alpha_6 \cdot DDEBT_{i,t-1} \times CASH_{i,t-1} + \sum \beta_j \text{Control}_j + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{6}$$

従属変数の AS_{it} は、t期における資産売却額をt期首総資産で基準化したものである。本節では、キャッシュ・フロー計算書の「有形固定資産の売却による収入」に記載されている金額を、資産売却額と定義する。

独立変数の $DROA_{i,t-1}$ は、企業のROA (t-1期における当期純利益をt-1期首の総資産で基準化した値) が所属産業²⁵のその中央値を下回る場合には1、それ以外の場合には0が付与されるダミー変数である。仮説3が支持される場合、係数 α_1 は正かつ有意に推定されることが期待される。

$DDEBT_{i,t-1}$ は、t-1期末時点における負債比率 (t-1期末負債をt-1期末自己資本で

除した値)が所属産業のその中央値を下回る場合には1、それ以外の場合には0が付与されるダミー変数である。仮に負債比率が高い企業が大規模な資産売却を行っているとするれば、係数 α_2 は正かつ有意に推定されるであろう。

GROWTH $_{t-1}$ は、成長機会の多寡の代理変数である。本稿では、成長性が高い企業ほど、NPVが正となる設備投資計画を豊富に有すると仮定して、GROWTH $_{t-1}$ に $t-1$ 期における売上高成長率を用いることにする²⁶。CASH $_{t-1}$ は、 $t-1$ 期末時点において、キャッシュ・フロー計算書の「現金および現金同等物」に記載されている金額を $t-1$ 期首総資産で除すことで算定される。

仮説4および仮説5の検証に際して、注目するのは2つの交差項(DDEBT $_{t-1} \times$ GROWTH $_{t-1}$ およびDDEBT $_{t-1} \times$ CASH $_{t-1}$)の係数(α_4 と α_6)である。負債比率の高低に関係なく、成長機会に恵まれていること、あるいは内部資金の不足が大規模な資産売却を行う動機となっているのならば、係数 α_3 は正かつ有意に、係数 α_5 は負かつ有意にそれぞれ推定されると考えられる。一方、仮説4および仮説5が示すように、これらの関係が負債比率の高い企業においてより析出される場合、2つの交差項の係数のうち、 α_4 (α_6)は正(負)かつ有意に推定されることが期待される。

また、コントロール変数として、本稿では以下の4つの変数を用いる。SIZE $_{t-1}$ は企業規模を表す変数であり、 $t-1$ 期末時点の総資産の自然対数をとることで算定される。企業規模がそもそも小さい企業は売却可能な固定資産の規模も小さいことが予想される。したがって、SIZE $_{t-1}$ の係数の期待符号は正である。INVEST $_{t-1}$ は設備投資の水準を表す変数であり、 $t-1$ 期末時点の設備投資額を $t-1$ 期末の総資産で基準化して算定する。設備投資の水準が低い企業は売却すべき固定資産の規模も小さいと考えられる。これを踏まえると、INVEST $_{t-1}$ の係数の期待符号は正である。残り2つのコントロール変数は、年度ダミーと産業ダミーである。

最後に、係数の推定値の標準誤差は、企業についてクラスター補正を加えたロバスト推定に基づいて算定する。

4. 3 サンプルの選択

仮説3～仮説5を検証する際に用いるサンプルの抽出要件は、以下のとおりである。

- ①2012年度～2016年度²⁷の上場企業(一般事業会社)である²⁸。
- ②前期および当期の会計期間が12ヶ月である。
- ③自己資本簿価が負ではない²⁹。
- ④分析に必要なデータが『日経NEEDS-FinancialQUEST』(株式会社日本経済新聞社デジタルメディア局)からすべて取得可能である³⁰。

以上の①～④の抽出要件をすべて満たすサンプルは15,105企業年度であった。そして、決算年度ごとに(6)式の変数(ダミー変数は除く)の上下1%を外れ値処理としてサンプルから削除した結果³¹、(6)式の推定に用いるサンプルは14,057企業年度となった(pooled sample)。

4. 4 記述統計量と相関係数

表3は、(6)式の変数の記述統計量を示している。表3を見ると、ASの中央値(median)

がゼロを示していることがわかる。これは、分析期間（2012年度～2016年度）において、わが国企業の半数以上が資産売却からキャッシュ・フローを獲得していないことを示す結果である³²。

表3 (6)式の記述統計量

	mean	sd	min	p25	median	p75	max
AS	0.0020	0.0062	0.0000	0.0000	0.0000	0.0010	0.0747
DROA	0.4882	0.4999	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
DDEBT	0.4950	0.5000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
GROWTH	0.0556	0.1412	-0.4463	-0.0152	0.0378	0.1041	1.2181
CASH	0.1925	0.1423	0.0124	0.0928	0.1573	0.2519	1.1253
SIZE	10.5144	1.5947	6.7346	9.4076	10.3940	11.4798	15.3270
INVEST	0.0385	0.0381	0.0000	0.0118	0.0276	0.0536	0.2752

(注1) サンプルは、2012年～2016年にかけて所定の要件を満たす14,057企業年度である。

(注2) 変数の定義は文中を参照されたい。また、meanは平均値、sdは標準偏差、minは最小値、p25は第1四分位点、medianは中央値、p75は第3四分位点、maxは最大値を意味する。

表4は各変数の相関係数である。表4の左下半分はPearson相関係数を、右上半分はSpearman相関係数をそれぞれ示している。また、黒太字は少なくとも両側10%水準で統計的に有意であることを意味している。

表4を見ると、いずれの相関係数であっても、ASとDROAが正かつ有意の相関関係を有することがわかる。この結果は、所属産業内でROAが相対的に低い企業が大規模な資産売却を実施していることを示唆している。ASとDDEBTもまた、正かつ有意の相関関係が確認される。大規模な資産売却は負債比率が相対的に高い企業で行われている可能性が高い。ASとGROWTHの相関関係は、Pearson相関係数（Spearman相関係数）では負（正）となっているが、いずれも統計的に非有意であった。ASとCASHについては、負かつ有意の相関関係を有する。これは、「現金および現金同等物」が相対的に少ない企業において大規模な資産売却が実施されていることを示唆する結果である。2つのコントロール変数（SIZEとINVEST）に関しては、事前の予想通り、いずれもASと正かつ有意の相関関係を有している。ただし、他の変数を所与としてもなお同様の結果が得られるかは、(6)式の推定結果を待たなければならない。

最後に、表4を確認する限りにおいて、変数間における多重共線性を懸念するほどの高い相関係数を示すものは存在しないことが明らかである³³。

表4 変数間の相関係数

	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦
①AS		0.0361	0.0534	0.0079	-0.1392	0.2523	0.1424
②DROA	0.0574		0.2237	-0.2561	-0.2454	-0.0415	-0.1123
③DDEBT	0.0791	0.2237		0.0202	-0.3103	0.0709	0.0321
④GROWT	-0.0284	-0.2136	0.0137		0.1282	0.0308	0.1044
⑤CASH	-0.0766	-0.2282	-0.2757	0.1553		-0.2931	-0.1349
⑥SIZE	0.0354	-0.0300	0.0906	-0.0038	-0.3350		0.2050
⑦INVEST	0.0432	-0.1037	0.0352	0.0706	-0.0884	0.1074	

(注1) サンプルは、2012年～2016年にかけて所定の要件を満たす14,057企業年度である。

(注2) 変数の定義は文中を参照されたい。また、表左下(右上)半分は、Pearson相関係数(Spearman相関係数)を意味する。

(注3) 黒太字は少なくとも両側10%水準で統計的に有意であることを示している。

4. 5 仮説3～5の検証

表5は、(6)式の推定結果を示したものである³⁴。Panel Aに注目すると、2つのコントロール変数のうち、INVESTに関しては、係数が正かつ有意に推定されている。この結果は、相関係数の結果と整合的である。すなわち、設備投資の水準が低い企業は売却すべき固定資産の規模も小さいと考えられるのである。SIZEの係数もまた正を示しているが、統計的には有意ではない。

それでは、これらのコントロール変数の結果を所与として、Panel Aにおける他の変数の結果を確認してみよう。まず、DROAの係数が正かつ有意に推定されている。これは、相関係数の結果と首尾一貫しており、仮説3を支持するものである。「効率的配置仮説」が示唆するように、所属産業内の平均的な収益性を下回る企業の経営者は、企業価値最大化を達成するために、非効率な資産を売却し、その代金を有力事業へ活用しようとするのが示唆される。だからこそ、前節で示されたように、当該企業に対して市場はポジティブな評価を行うと考えられる。

仮説4および仮説5を検証する際に注目すべきは、2つの交差項の係数の結果である。DDEBTとCASHの交差項(DDEBT×CASH)の係数は負かつ有意に推定されている。これは、所属産業内で負債比率が相対的に高い企業では、ASとCASHの間に存在する負の関連性がより強くなることを示しており、仮説4を支持する結果である。すなわち、所属産業内で負債比率が高い状況下で内部資金が相対的に少ない企業は、負債の返済に充てる資金を確保する目的で大規模な資産売却を実施しているのである。

一方、DDEBTとGROWTHの交差項(DDEBT×GROWTH)の係数は負かつ非有意である。これは、仮説5を支持していない。所属産業内で負債比率が相対的に高い企業では、たとえ成長機会に恵まれていたとしても、成長投資のための原資が確保できない可能性が高い。したがって、当該企業は、その原資を資産売却で確保しようとするかもしれない。しかしながら、分析結果は、この予想を支持するものではなかった。わが国企業では、成長投資のための資金調達ではなく、負債の返済に充てるための資金調達が資産売却の動機となっていると考えられる。前節で示されたように、市場はこれを踏まえて、「資金調達仮説」を動機とする資産売却の適時開示に対してネガティブな評価を行うのである。

表5 (6)式の推定結果

	Panel A (DROAおよびDDEBT: 中央値)			Panel B (DROAおよびDDEBT: 3分位)			Panel C (DROAおよびDDEBT: 5分位)		
	con	t value		con	t value		con	t value	
DROA	0.0004	3.5771	***	0.0005	3.6333	***	0.0005	2.9157	***
DDEBT	0.0006	2.9151	***	0.0006	2.7772	***	0.0007	2.3753	**
GROWTH	-0.0002	-0.4654		-0.0001	-0.3449		-0.0002	-0.5566	
DDEBT×GROWTH	-0.0012	-1.4821		-0.0017	-1.7303	*	-0.0023	-1.9936	**
CASH	-0.0022	-5.6843	***	-0.0023	-5.8505	***	-0.0026	-6.3959	***
DDEBT×CASH	-0.0028	-3.3037	***	-0.0022	-2.1492	**	-0.0020	-2.0130	**
SIZE	0.0001	1.2193		0.0001	1.5071		0.0001	1.5399	
INVEST	0.0063	3.5656	***	0.0062	3.5611	***	0.0060	3.4572	***
定数項	0.0010	1.9703	**	0.0011	2.1144	**	0.0013	2.4570	**
adj. R ²	0.0138			0.0142			0.0138		

(注1) サンプルは、2012年～2016年にかけて所定の要件を満たす14,057企業年度である。

(注2) 変数の定義は文中を参照されたい。

(注3) 年度ダミーおよび産業ダミーの推定結果は省略する。また、係数の推定値の標準誤差は、企業についてクラスター補正を加えたロバスト推定に基づいて算定する。

(注4) Panel BとPanel Cは、DROAおよびDDEBTの設定の際に、所属産業の中央値を基準にするのではなく、決算年度および産業ごとの大小に応じて作成されたポートフォリオを基準とした場合の結果を示したものである。

(注5) * : 両側10%水準、** : 両側5%水準、*** : 両側1%水準

表5のPanel BとPanel Cは、DROAおよびDDEBTの設定の際に、所属産業の中央値を基準にするのではなく、決算年度および産業ごとの大小に応じて作成されたポートフォリオを基準とした場合の結果を示したものである。具体的には、DROAは、決算年度および産業ごとの大小に応じて作成された3つ (Panel B) あるいは5つ (Panel C) のポートフォリオのうち、最も下位のポートフォリオに属する企業に対して1、それ以外の企業に対して0を付与するダミー変数である。同様に、DDEBTは、最も上位のポートフォリオに属する企業に対して1、それ以外の企業に対して0を付与するダミー変数である。これらの作業を行う理由は、所属産業内におけるROA (負債比率) がより低い (高い) 企業群に注目した場合であっても、Panel Aの結果が頑健性を有するかを確認したいからである。

Panel BおよびPanel Cの結果を見ると、DROAおよびDDEBTの係数は、Panel Aと同様に、正かつ有意にそれぞれ推定されていることがわかる。したがって、仮説3はやはり支持されるのである。さらに、DDEBTとCASHの交差項 (DDEBT×CASH) の係数も負かつ有意に推定されており、仮説4がPanel Aと同様に支持されることが明らかである。一方、DDEBTとGROWTHの交差項 (DDEBT×GROWTH) の係数は、Panel Aとは異なり、負かつ有意に推定されている。この結果は、所属産業内で負債比率が相対的に高い状況下で、成長性が低い企業が財務健全性を高めるために大規模な資産売却を行っていることを示しているのかもしれない。これは仮説5を支持していない。Panel BおよびPanel Cに注目した場合であっても、資産売却による資金調達、成長投資の原資ではなく、負債の返済に充てることで自社の財務健全性を高めるために実施される可能性が高いのである。

5. 発見事項の要約と今後の研究課題

企業はなぜ資産売却を行うのか。資産売却の公表に対して市場はどのような評価を行うのか。海外では、これらのリサーチ・クエスチョンに対する証拠が数多く蓄積されているのに対して、わが国企業を対象に、これらの課題に取り組んだ研究は筆者の知る限り存在しない。そこで、本稿は、わが国企業の資産売却が市場でどのように評価されるのかを検証するとともに、その動機を実証的に明らかにすることを目的とした。

主要な発見事項は、以下のとおりである。①「効率的配置仮説」に関する実施理由を明記した企業の資産売却に対する適時開示に対して、市場はポジティブな評価を行う。②「資金調達仮説」に関する実施理由のうち、「財務体質の改善」（「成長投資の原資」）を明記した企業の資産売却に対する適時開示に対して、市場はネガティブ（ポジティブ）な評価を行う。③「効率的配置仮説」（「資金調達仮説」）に関する実施理由を明記した企業では、資産売却額と株式リターン間の正（負）の関連性がより強くなる。④所属産業の平均的なROAを下回る企業ほど、大規模な資産売却を行う。⑤負債比率が高く内部資金が少ない企業は、より大規模な資産売却を行う。

①と②の結果は、適時開示情報で明記されている資産売却の実施理由によって、市場の評価が異なることを示している。①「効率的配置仮説」に基づく、企業経営者は企業価値最大化の達成のために、資産売却を通じて事業の再編等を行うと考えられる。④の発見事項は、これを示唆するものである。市場は、これを好意的に受け止めているのである。

一方、②「資金調達仮説」に関する実施理由の中で、「財務体質の改善」が資産売却の実施理由である企業では、資産売却で得られた資金を負債の返済に充てなければならないほど、財務健全性が懸念されると考えられる。⑤の発見事項は、この点を裏付けるものである。市場は、これをネガティブに捉えているのである。ただし、同じ「資金調達仮説」であっても、資産売却の実施理由が「成長投資の原資」である企業は、将来の企業成長が期待される。市場は、これを好意的に評価している。③の結果もまた、これと同様に解釈することができる。

資産売却の動機は複数存在する。重要なのは、その動機によって、市場の評価が異なることである。企業外部者が資産売却を実施した企業を評価する際に、本稿で得られた知見が有用となることが期待される。この点で、本稿は重要な意義を有するのである。

ただし、本稿には残された課題も存在する。まず、資金調達の際に、企業経営者は固定資産を売却する方法以外にも、事業そのものを売却する（スピノフ）方法を選択することも可能である。したがって、本稿の実証結果の頑健性をより向上させるためには、事業売却が与える影響をコントロールする必要がある。次に、本稿では、企業全体の固定資産に注目したが、資産売却の動機および市場に対する影響をさらに詳細に分析するためには、どの事業の固定資産が売却されたのかを明確に区別することが求められる。同じ資産売却であっても、それが生産性の高い主力事業に関するものであると、市場に与えるインパクトがより大きくなるかもしれない。最後に、本稿では、資産売却の実施以降に焦点を当てた分析ができていない。たとえば、「効率的配置仮説」に基づく動機で資産売却を実施した企業では、その後企業パフォーマンスが向上しているはずである。「資金調達仮説」については、資産売却後に負債比率の低下が観察されると考えられる。これらの事実を確認

することで、本稿の実証分析はより精緻なものになると言える³⁵。このように、わが国企業の資産売却に関して、今後取り組むべき研究課題は多い。

注

- ¹ 有形固定資産には、土地、建物、備品、機械、車両、船舶等が含まれる。なお、固定資産には、有形固定資産以外にも無形固定資産が存在する。たとえば、のれんや特許権が、これに該当する。複数の先行研究が、無形固定資産が企業価値形成に重要な役割を果たしていることを指摘している (Guthrie, 2001; 伊藤, 2006; 櫻井, 2011)。本稿は、有形固定資産だけを対象とすることに留意されたい。無形固定資産を包含した研究については、今後の課題としたい。
- ² 対象企業1,104社の設備投資計画額が、前年度比で13.6%増となった (2017年5月29日付け日本経済新聞)。当該比率は、これで8年連続の増加となった。
- ³ 資産売却とは異なり、企業の事業を売却することはスピノフと呼ばれる。スピノフに注目した研究としては、Slovin et al. (1995) や池田・井上 (2015) が挙げられる。資産売却とスピノフに、エクイティ・カーブアウト (子会社上場・公開) を加えた3つは、M&A&Dの「D」(Diverstiture (事業売却および事業撤退の全般を指す)) として、近年注目を集めている。
- ⁴ 資産売却と利益マネジメントの関係に注目した研究も存在する。Bartov (1993) あるいはPoitras et al. (2002) を参照されたい。
- ⁵ 代表的な企業行動として、企業経営者が正味現在価値 (NPV : Net Present Value) が負となる設備投資計画を実行することが挙げられる。先行研究では、このような過剰投資が将来業績の低下を導くことが明らかにされている (Titman et al., 2014; 内川・音川, 2013; 太田, 2017a)。
- ⁶ これは「ペッキング・オーダー理論」と呼ばれる。
- ⁷ これは「配当の収益性シグナリング仮説」と呼ばれる (Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; John and Williams, 1985)。わが国では、この仮説が一貫して支持されている (たとえば、石川, 2010, 2013; 石川・太田, 2011)。
- ⁸ Myers (1977) は、過大な負債を有する財務的困窮企業は、設備投資に必要な資金が返済に回されることを指摘している。これは過剰投資問題を引き起こす可能性がある。一方、Jensen (1986) は、負債による資金調達を行うことで、債権者等の企業に対するモニタリング機能がより働き、それが、企業経営者が企業外部者の利潤最大化につながらない設備投資を抑制する役割を果たすことを指摘している。
- ⁹ ただし、統計的には非有意であった。
- ¹⁰ 企業経営者と企業外部者の間に存在する情報の非対称性の程度が高い企業が、次期以降の設備投資に必要な資金を企業内部から調達するために、資金を企業内部に留保ことが先行研究で指摘されている (たとえば、Harford, 1999; Opler et al., 1999)。また、企業内部の余剰資金を減少させる1つの方法が、増配や自己株式取得等で株主還元を増加させることである。増配の公表が市場でポジティブに受け止められる理由は、増配によって、企業経営者の裁量下にある余剰資金を減少させられるからだと考える

こともできる。詳細は、Grossman and Hart (1980)、Easterbrook (1984)、および Jensen (1986) を参照されたい。

- 11 Bates (2005) では、資産売却で得られた資金を企業内部に留保した企業群と比較して、成長機会が相対的に少なく、かつ設備投資額が相対的に大きい同一産業に属する企業群の株式リターンが相対的に低くなることが報告されている。
- 12 財やサービスに対する需要を一時的に増加させる、あるいは減少させる出来事を需要ショックと言う。換言すれば、総需要曲線をシフトさせるような出来事である。需要ショックをもたらす要因は、税制、政府支出、あるいは金融政策等様々である。
- 13 資産売却に関する情報は、適時開示以外にも有価証券報告書等で開示されることもある。しかしながら、有価証券報告書には、資産売却に関する情報以外にも膨大な情報が記載されており、資産売却の公表に対する純粋な市場反応を分析することが困難である。したがって、本稿では、適時開示情報から資産売却の公表を特定する。
- 14 市場が閉まる15時以降に適時開示が行われた場合は、翌日をイベント・デイとしている。適時開示時間については、TDnet (Timely Disclosure network) から調査した。
- 15 暦日数ではなく、営業日数を用いる。
- 16 市場リターン控除法を用いても、概ね同様の結果が得られた。
- 17 特別損益のうち、特別損失については、その価値関連性が複数の研究で検証されているが (たとえば、Bradshaw and Sloan, 2002; Burgstahler et al., 2002; Brown and Shivakumar, 2003; Doyle et al., 2003; Lougee and Marquardt, 2004; Dechow and Ge, 2006; Landsman et al., 2007; Cready et al., 2010, 2012; 木村, 2007; 新美, 2010)、首尾一貫した結論は得られていない。したがって、SEに関する係数 α_2 の期待符号は不明である。
- 18 分析開始時に合わせている。
- 19 データ収集は手作業で行った。対象企業を「日経500種平均」に採用されている銘柄に限定した理由は、手作業でデータ収集を行うことによる時間的制約が存在するからである。当該銘柄を分析対象にしていることから、本稿のサンプルが大企業に偏っている点は改善すべき課題である。将来研究において分析対象企業を増加させることで、この課題に対処したい。
- 20 たとえば、決算短信や業績予想修正が、これに該当する。
- 21 連結データを優先し、それが存在しない場合は親会社単独データで代用する。
- 22 サンプルのなかには、資産売却の理由を明記していない企業も存在する。このような企業については「Group 1」および「Group 2」に含めていない。また、「効率的配置仮説」と「資金調達仮説」のいずれにも該当しないと思われる理由を明記した企業についても同様である。
- 23 紙面の制約上、基本統計量と相関係数の結果は割愛する。なお、AssetSalesの平均値(中央値)は0.0264 (0.0152)、SEの平均値は(中央値) 0.0060 (0.0066)であった。また、CAR₁の平均値(中央値)は-0.0001 (-0.0022)、CAR₃の平均値(中央値)は-0.0001 (-0.0081)、CAR₅の平均値(中央値)は-0.0005 (-0.0124)であった。また、年度ダミーの推定結果も省略する。
- 24 「成長投資の原資」を実施理由に明記した8企業をサンプルから削除した場合であっ

ても、概ね同様の結果が得られた。また、これらの企業群に対して、Dinvest（「Dfinancing」に属する企業のうち、「成長投資への原資」を資産売却の実施理由として明記した企業であれば1、そうでなければ0が付与されるダミー変数）およびAssetSalesとの交差項を(5)式にさらに追加した場合も分析しているが、DinvestとAssetSalesの交差項の係数は正かつ非有意であった。

²⁵ 産業分類には、東証業種分類を用いる。

²⁶ 太田（2017b）に依拠して、簿価時価比率および総資産変化率を $GROWTH_{i,t-1}$ の代理変数に設定した場合であっても、主要な結果は変わらなかった。

²⁷ たとえば、2016年度には、2015年4月期～2016年3月期の企業が含まれる。

²⁸ 分析開始時点は3節に合わせている。

²⁹ 自己資本簿価が負である企業は債務超過企業としてサンプルから削除する。

³⁰ 分析には連結データを優先的に使用するが、それがいない場合は親会社単独データで代用する。

³¹ ASおよびINVESTについてはゼロを示す企業が多数存在したため、上方1%のみを外れ値処理している。

³² pooled sampleである14,057企業年度のうち、キャッシュ・フロー計算書の「有形固定資産の売却による収入」に記載されている金額がゼロを示した企業は7,921企業年度であった。

³³ 独立変数間のVariance-Inflation Factor（VIF）とCondition Indexを算定した結果、多重共線性のベンチマークとなる[VIF>10] および [Condition Index>30] を示す値は確認されなかった。

³⁴ 年度ダミーと産業ダミーの結果については記載を省略している。

³⁵ 3節で用いた81企業年度を分析対象とした場合、「効率的配置仮説」に基づく動機を資産売却の実施理由に明記した企業では、その後ROAの上昇が確認されなかった。一方、「資金調達仮説」については、資産売却後に負債比率が低下していたが、その変化分はゼロと有意に異ならなかった。

付記

本稿は、平成29年度静岡産業大学特別研究「わが国企業の資産売却が株式市場に及ぼす影響とその動機に関する実証分析」による研究成果の一部である。また、本稿に関するありうべき誤謬は、すべて筆者に帰するものである。

引用文献

池田直史・井上光太郎（2015）「「選択と集中」の経営課題」『証券アナリストジャーナル』第53巻第10号、6-16頁。

石川博行（2010）『株価を動かす配当政策』中央経済社。

- 石川博行 (2013) 「配当政策と将来業績の関連性」桜井久勝・音川和久編著『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社。
- 石川博行・太田裕貴 (2011) 「特別配当の価値関連性と利益予測能力」『会計』180巻第5号、87-99頁。
- 伊藤邦雄編著 (2006) 『無形資産の会計』中央経済社。
- 内川正夫・音川和久 (2013) 「設備投資と将来業績の関連性」桜井久勝・音川和久編著『会計情報のファンダメンタル分析』中央経済社。
- 太田裕貴 (2017a) 「有価証券報告書の設備投資情報に関する実証分析」『環境と経営 (静岡産業大学)』第23巻第1号、105-119頁。
- 太田裕貴 (2017b) 「設備投資に関する適時開示が株式市場に与える影響」『証券アナリストジャーナル』第55巻第8号、65-74頁。
- 木村晃久 (2007) 「特別損失計上後の利益にたいする投資家の評価」『企業会計』第59巻第12号、130-134頁。
- 櫻井通晴 (2011) 『コーポレート・レピュテーションの測定と管理』同文館出版。
- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能』白桃書房。
- 中野誠 (2016) 『戦略的コーポレートファイナンス』日本経済新聞社。
- 新美一正 (2010) 「特別損益情報の有用性を考える－投資家による情報価値評価の実証分析－」『*Business & Economic Review*』20(5), pp. 75-99.
- Alexander, G. J., P. G. Benson and J. M. Kampmeyer (1984), "Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Selloffs," *Journal of Finance* 39 (2), pp. 503-517.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Motive for Conglomerate Mergers," *The Bell Journal of Economics* 12 (2), pp. 605-617.
- Bates, T. W. (2005), "Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds," *Journal of Finance* 60 (1), pp. 105-135.
- Bartov, E. (1993), "The Timing of Assets Sales and Earnings Manipulation," *The Accounting Review* 68 (4), pp. 840-855.
- Bhattacharya, S. (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the Bird in the Hand' Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10 (1), pp. 259-270.
- Bradshaw, M. T. and R. G. Sloan (2002), "GAAP versus the Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings," *Journal of Accounting Research* 40 (1), pp. 41-66.
- Brown, L. D. and K. Shivakumar (2003), "Comparing the Value Relevance of Two Operating Income Measures," *Review of Accounting Studies* 8 (4), pp. 561-572.
- Burgstahler, D., J. Jiambalvo and T. Shevlin (2002), "Do Stock Prices Fully Reflect the Implications of Special Items for Future Earnings?," *Journal of Accounting Research* 40 (3), pp. 585-612.
- Cready, W., T. J. Lopez and C. A. Sisneros (2010), "The Persistence and Market Valuation of Recurring Nonrecurring Item," *The Accounting Review* 85 (5), pp. 1577-1615.

- Cready, W., T. J. Lopez and C. A. Sisneros (2012), "Negative Special Items and Future Earnings Expense Transfer or Real Improvements?," *The Accounting Review* 87 (4), pp. 1165-1195.
- Dechow, P. M. and W. Ge (2006), "The Persistence of Earnings and Cash Flows and the Role of Special Items: Implications for the Accrual Anomaly," *Review of Accounting Studies* 11 (2-3), pp. 253-296.
- Doyle, J. T., R. J. Lundholm and M. T. Soliman (2003), "The Predictive Value of Expenses Excluded from Pro Forma Earnings," *Review of Accounting Studies* 8 (2-3), pp. 145-174.
- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-cost Explanations of Dividends," *The American Economic Review* 74 (4), pp. 650-659.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation," *The Bell Journal of Economics* 11 (1), pp. 42-64.
- Guthrie, J. (2001), "The Management, Measurement and the Reporting of Intellectual Capital," *Journal of Intellectual Capital* 2 (1), pp. 27-41.
- Harford, J. (1999), "Corporate Cash Reserves and Acquisitions," *Journal of Finance* 54 (6), pp. 1969-1997.
- Hite, G. L., J. E. Owers and R. C. Rogers (1987), "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-offs and Total Liquidations," *Journal of Financial Economics* 18 (2), pp. 229-252.
- Jain, P. C. (1985), "The Effect of Voluntary Sell-off Announcements on Shareholder Wealth," *Journal of Finance* 40 (1), pp. 209-224.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76 (2), pp. 323-329.
- John, K. and E. Ofek (1995), "Asset Sales and the Increase in Focus," *Journal of Financial Economics* 37 (1), pp. 105-126.
- John, K. and J. Williams (1985), "Dividend, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance* 40 (4), pp. 1053-1070.
- Landsman, W. R., B. L. Miller and S. Yeh (2007), "Implications of Components of Income Excluded from Pro Forma Earnings for Future Profitability and Equity Valuation," *Journal of Business Finance and Accounting* 34 (3-4), pp. 650-675.
- Lang, L., A. Poulsen and R. Stulz (1995), "Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion," *Journal of Financial Economics* 37 (1), pp. 3-37.
- Lougee, B. and C. A. Marquardt (2004), "Earnings Informatives and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of 'Pro Forma' Earnings," *The Accounting Review* 79 (3), pp. 769-795.
- Maksimovic, V. and G. M. Phillips (2001), "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?" *Journal*

- of Finance* 56 (6), pp. 2019-2065.
- Maksimovic, V. and G. M. Phillips (2002), "Do Conglomerate Firms Allocate Resources Efficiently across Industries: Theory and Evidence," *Journal of Finance* 57 (2), pp. 721-767.
- Miller, M. H. and K. Rock (1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance* 40 (4), pp. 1031-1051.
- Murphy, K. J. (1985), "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 7 (1-3), pp. 11-42.
- Myers, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5 (2), pp. 147-175.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have," *Journal of Financial Economics* 13 (2), pp. 187-221.
- Opler, T., L. Pinkowitz and R. Stulz. (1999), "The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings," *Journal of Financial Economics* 52 (1), pp. 3-46.
- Poitras, G., T. Wilkins and Y. S. Kwan (2002), "The Timing of Asset Sales: Evidence of Earnings Management?," *Journal of Business Finance and Accounting* 29 (7-8), pp. 903-934.
- Slovin, M. B., M. E. Sushka and S. R. Ferraro (1995), "A Comparison of the Information Conveyed by Equity Carve-outs, Spin-offs and Asset Sell-offs," *Journal of Financial Economics* 37 (1), pp. 89-104.
- Titman, S., K. C. J. Wei and F. Xie (2004), "Capital Investments and Stock Returns," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 (4), pp. 677-700.
- Vogt, S. C. (1997), "Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements," *Financial Management* 26 (2), pp. 44-57.
- White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica* 48 (4), pp. 817-838.