

## 「フリーキャッシュフロー問題」の実証分析

明治大学大学院商学研究科 呉東錫

本報告の目的は、2000年代以降の日本企業の「フリーキャッシュフロー問題」を検証することにある。「フリーキャッシュフロー問題」とは、企業が過剰に流動性資産を増やせば、経営者は非効率的な M&A や設備投資を行い、かえって企業価値を下げる可能性があると言う問題である。その意味から、企業の過剰な流動性資産保有はエージェンシコストを発生させる。

本報告の実証分析は、流動性資産増加が企業価値に与える影響を分析した **Faulkender and Wang(2006)**モデルに依拠する。本稿の分析の特徴は、「フリーキャッシュフロー問題」が発生する条件を明らかにし、**Faulkender and Wang(2006)**モデルにそれら条件を満たすダミー変数を追加して推定を行う。

フリーキャッシュフローが起きる条件として、成長性が低いにも関わらず、過剰な流動性資産を持っている企業として定義する。過剰な流動性資産保有は実際の企業の流動性資産保有比率が最適比率を超える場合として定義する。したがって、最適比率を超える場合に流動性資産保有比率の上昇は企業価値評価にとってマイナス、それを下回る場合に流動性資産保有比率の上昇は企業価値にとってプラスになる。最適流動性資産保有比率は平均回帰モデルでの推定値を適用する。

実証分析の結果、企業にフリーキャッシュフロー問題が起きた場合、流動性資産増加の限界価値は低くなるだけでなく、企業の株式リターンに負(-)の影響を与える場合もある。また、そのフリーキャッシュフロー問題により、増加した流動性資産が低く評価される傾向は中小企業より大企業で顕著である。その原因として、大企業は中小企業と比べ、株主の数も多くて株式の保有関係が複雑である場合が多いことを取り上げることができる。