

解題

— 総括論文を兼ねて —

証券アナリストジャーナル編集委員会

第二小委員会委員 太田浩司

1. はじめに

百花繚乱という美しい響きを持つ言葉がある。種々の花が咲き乱れている様を表現するのに用いられる熟語であるが、今月号の特集テーマである「ペイアウト政策と資本市場」を形容するのにもふさわしい言葉である。それというのも、企業のペイアウト政策に関する仮説は実に多種多様であり、それらはいずれもわれわれの直観に訴えるものであるからである。

本稿の目的は、特集テーマである企業のペイアウト政策について概観した後、今月号の特集論文の解題を行うことである。そこで、本稿の前半部分では、わが国のペイアウト政策の現状と、ペイアウト政策に関するさまざまな仮説の特徴について概説する。そして後半部分では、4本の特集論文の要旨について述べ、最後に本稿を総括する。

2. わが国のペイアウト政策の現状

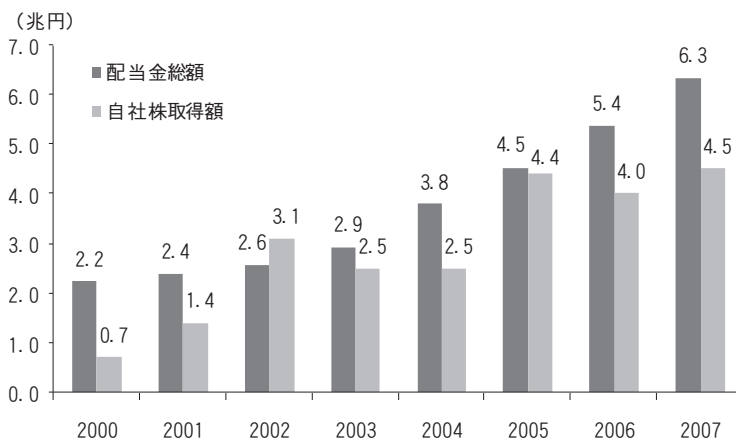
ペイアウト政策とは、企業の株主に対する現金還元政策のことであり、具体的には、現金配当と自社株買いの二つの方法によって実施される(注1)。株主へのペイアウト方法として、米国

では、古くから現金配当と自社株買いの両方が用いられてきた。一方、日本では、従来、商法の規定により自己株式の取得が原則的に禁止されていたので、ペイアウト方法は現金配当に限定されていた。それが、1994年、97年の商法改正により自己株式取得規制の緩和が漸次なされ、その後2001年の商法改正によっていわゆる金庫株制度が解禁となり、会社が目的を定めずに自己株式を一定の制約の下で取得したり継続して保有したりすることが認められるようになった。さらに03年の商法改正によってそれまでの株主総会決議による自己株式取得に加えて、あらかじめ定款に記載すれば、取締役会決議だけで機動的に自己株式を取得できるようになった。このように、現在ではわが国においても、従来の現金配当のみならず、自社株買いによるペイアウトも制度上可能となっている。

それでは、実際、企業はどの程度現金配当と自社株買いを行っているのであろうか。図表1は、2000～07年の東証一部・二部企業の配当金総額と自社株取得額の推移を表している。この時期に景気が回復基調であったこともあってか、配当金

(注1) ペイアウト方法としては、現金配当と自社株買い以外にも株主優待があるが、本稿では議論の焦点を絞るために取り扱っていない。

図表 1 配当金総額と自社株取得額の推移



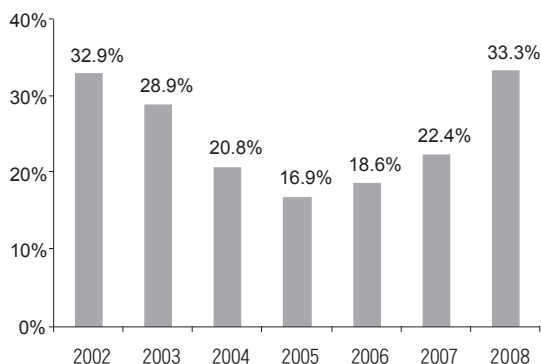
(出所) 東京証券取引所と生命保険協会の調査データに基づいて筆者作成。なお調査対象は東証一部・二部上場企業。

総額、自社株取得額ともに大きく右肩上がりが増加している(注2)。2000～07年の8年間の累計額では、配当金総額が30.1兆円、自社株取得額が23.1兆円であり、その比率はほぼ4：3である。つまり、企業は平均的に、支払配当金の75%程度の資金を自社株買いに用いていると言える。

次に図表2は、02～08年の期間における、自社株買い実施企業の比率の推移を表している。年ごとにかなりばらつきが見られるが、7年間の平均で24.8%であり、毎年ほぼ4社に1社が自社株買いを実施していると言える。これらのことから、近年の日本では、自社株買いも、配当には及ばないまでも、株主へのペイアウト方法の一つとしてかなり一般に普及していると判断することができよう。

また、企業の株主への利益配分を示す指標としては、

図表 2 自社株買い実施企業比率の推移



(出所) 02～05年は畠田・相馬 [2009]、06～08年は東京証券取引所の調査データに基づいて筆者作成。なお02～05年の調査対象は金融業を除く東証一部・二部上場企業であり、06～08年の調査対象は東証上場全企業である。

$$\text{配当性向} = \frac{\text{現金配当}}{\text{当期利益}} \times 100\% \quad \text{と}$$

$$\text{総還元性向} = \frac{\text{現金配当} + \text{自社株買い}}{\text{当期利益}} \times 100\%$$

の二つがある(注3)。配当性向の方は、新聞、雑

(注2) ただし、2009年6月24日付けの日本経済新聞では、金融危機による業績悪化の影響を受けて、08年度に3兆7,000億円あった自社株取得額が、09年度には半分以下に減る見通しであるという予測が報じられている。

(注3) この二つ以外にも、現金配当を株主資本で除した株主資本配当率という指標も近年注目を浴びている。

誌等のメディアでランキングが掲載されたり、通常の銘柄スクリーニング項目の一つとなっているなど、一般投資家にとっても大変なじみのある指標であるが、総還元性向については、いまだ人口に膾炙しているとは言い難い。しかしながら、**図表1**および**図表2**に見られるように、自社株買いによるペイアウトが一般的になりつつある現在では、配当性向よりもむしろ総還元性向の方が、企業間比較を行う際の株主への利益配分指標として、より適切であると思われる。

ちなみに、生命保険協会が毎年行っている、時価総額上位1,200社を対象に調査した結果によると、04年に配当性向および総還元性向を利益還元目標として公表した企業は、それぞれ89社(7.4%)と1社(0.1%)であったが、08年に行われた同様の調査では、それぞれ321社(26.8%)と32社(2.7%)に増加している。

このように、最近では、総還元性向を公約として掲げる企業も少なからず出てきており、今後は、現金配当に自社株買いを加えたペイアウトという

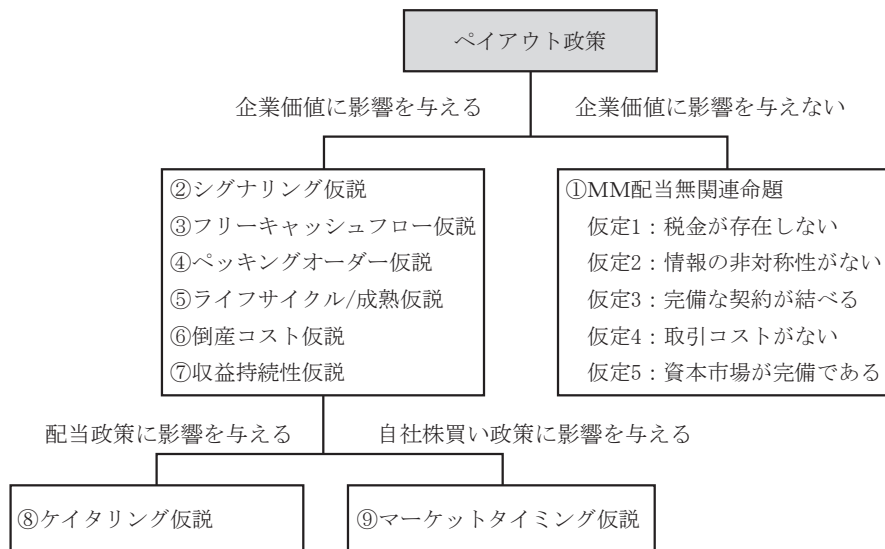
概念が、米国同様わが国でも浸透することが十分に予想される。

3. ペイアウト政策に関するさまざまな仮説

本章では、企業のペイアウト政策に関するさまざまな仮説の特徴について概説する。冒頭でも述べたが、企業のペイアウト政策に関する仮説はまさに百花繚乱であり、本稿でもその代表的な仮説を紹介するに過ぎない。**図表3**は、本稿で紹介する一つの命題と八つの仮説を分類して図示したものである。

最初に、企業のペイアウト政策を論じる際の出発点となるのが、ペイアウト政策は企業価値に影響を与えないという、**図表3**①のModigliani and Miller (MM) の配当無関連命題である。もしこのMM配当無関連命題が実際に成り立つならば、ペイアウト政策に関する議論の余地はほとんど残っていない。しかしながら、MM配当無関連命題は、厳しい仮定の下でのみ成立する命題であり、現実の世界で観察される事象は必ずしもそれを

図表3 ペイアウト政策に関するさまざまな仮説



(出所) 筆者作成

支持していない。図表3②～⑨の仮説の多くは、MM配当無関連命題の仮定を緩和することによって、現実世界で観察される事象の説明を試みるものである。以下では、これらの命題と仮説の特徴について概説する。

①MM配当無関連命題

Miller and Modigliani [1961] は、一定の仮定の下では、企業価値を決定するのは投資政策のみであり、ペイアウト政策は企業価値に影響を与えないという命題を理論的に導き出している。この一定の仮定とは、(i)税金は存在しない、(ii)情報の非対称性は存在しない、(iii)完備な契約が結べる、(iv)取引コストは存在しない、(v)資本市場が完備である、の五つである。

②シグナリング仮説

経営者と投資家の間には、企業の将来業績に関して情報の非対称性が存在している。シグナリング仮説とは、経営者は、増配や自社株買いを実施することによって、将来業績に対する自信や確信を市場に伝えているという議論である。

③フリーキャッシュフロー仮説

手元に余剰資金を潤沢に保有する経営者は、それを必ずしも株主価値最大化のために用いるとは限らず、拡大志向のために非効率な投資案件に過剰投資を行ったり、私的便益のために必要以上に福利厚生施設に支出を行う可能性がある。フリーキャッシュフロー仮説とは、そのような余剰資金を有する企業が、配当や自社株買いを通じてそれを株主に還元することによって、経営者と株主の利害対立に絡んだエージェンシー問題を回避することができるという議論である。

④ペッキングオーダー仮説

ペッキングオーダー仮説は、企業と投資家の間には情報の非対称性が存在するので、資金を調達する際に、コストの高い外部金融（借入、社債、

増資）よりもコストの低い内部金融（内部留保）を選好するという仮説である。この仮説が企業のペイアウト政策に与えるインプリケーションは、利益率が高く有利子負債比率が低い企業ほど、負債との対比で潤沢な内部留保を有しているので、配当や自社株買いの形で内部留保を株主に還元しやすくなるというものである。

⑤ライフサイクル／成熟仮説

ライフサイクル初期の成長期にある企業は、有望な投資案件を多く持つものの、資本市場へのアクセスには強い制約があるので、事業活動からのキャッシュをそれらの投資機会に投下して、株主へのペイアウトを行わない。一方、これらの企業が時を経て成熟期に入ると、業績が安定して事業活動から豊富なキャッシュが生み出されてくるが、それを再投資するほどの投資機会を有さなくなる。そのような余剰資金を持つことは、フリーキャッシュフロー仮説同様のエージェンシー問題を生じさせるので、それを回避するために成熟企業は株主へのペイアウトに積極的になる。このように創業初期の成長期を脱して成熟期に近づいた企業ほど、株主還元に対して強いインセンティブを持つという議論が、ライフサイクル仮説または成熟仮説と呼ばれる仮説である。

⑥倒産コスト仮説

企業が倒産すると、清算や更生のための法的および管理コスト、債権者の利害を調整するコスト、営業基盤や顧客を喪失するコストといった倒産コストが発生する。そのため、倒産確率の高い企業ほど、内部留保による資金の確保を優先させて、株主へのペイアウトを控えるという議論が倒産コスト仮説である。

⑦収益持続性仮説

減配は市場にとって非常にバッドニュースとなるので、配当を実施することは、企業にとつてり

スクであり強いコミットメントとなる。一方、自社株買いは、買い取りプログラムを公表してもそれを実行しないことも可能であるし、たとえそれを実行したとしても、それは次の新たな自社株買いを実施することに対するコミットメントとはならない。収益持続性仮説とは、企業は、持続的な利益のペイアウトには配当を用い、一時的な利益のペイアウトには自社株買いを用いるという議論である。

⑧ケイタリング仮説

投資家の配当に対する評価は時代によって変化する。投資家は、何らかの理由によって、ある時期には配当を高く評価して配当企業の株価にプレミアムを付け、またある時期にはそのような配当プレミアムを付けなくなる。ケイタリング仮説とは、企業は投資家の配当に対するその時のニーズに応じて、配当を実施したりしなかったり、あるいは配当を増減させるという議論である。

⑨マーケットタイミング仮説

経営者と投資家の間には、真の企業価値に関して情報の非対称性が存在する。マーケットタイミング仮説とは、経営者は、自社の企業価値が市場で過小評価されていると感じたときに機会主義的に自社株買いを実施するという議論である。マーケットタイミング仮説はシグナリング仮説と似ているが、シグナリング仮説が、経営者は、情報劣位の投資家に企業の将来業績に関する正しい情報を伝えるために配当や自社株買いを実施すると主張しているのに対し、マーケットタイミング仮説は、経営者は、むしろ情報劣位の投資家からの富の移転を目論んで、機会主義的に自社株買いを行うと主張している点が異なっている。

以上、本稿の前半部分では、わが国のペイアウト政策の現状と、企業のペイアウト政策に関する代表的な仮説について論じた。以下の後半部分で

は、これらの基礎的知識に基づいて、本誌の特集テーマとして掲載されている4本の論文についての解説を行う。

4. 特集論文の解題

特集論文の第1は、花枝・芹田論文「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」である。この論文は、花枝・芹田 [2008] で行った、ペイアウト政策に関する日本企業へのサーベイ調査の結果をベースとし、その主要な調査結果を要約している。また日本における結果を、米国企業を対象として同様のサーベイ調査を行ったBrav *et al.* [2005] の調査結果と比較して、ペイアウト政策に対する日米企業の財務担当者の、意識や考え方の類似点や相違点を明確にしている。花枝・芹田論文の主要な結果は以下の通りである。

- (i) 投資計画とペイアウト政策のどちらを優先するかについて、日米企業ともに、減配してまで投資計画を優先させないが、自社株買いよりは投資計画の方を優先させるという意識がある。
- (ii) 配当と自社株買いの代替性について、日本企業には、配当の代わりに自社株買いで利益還元を行うという意識がほとんどないが、米国企業には、配当の代わりに自社株買いで利益還元を行うという意識がある。
- (iii) 利益とペイアウト政策との関係について、配当に関しては、日米企業ともに、多少の減益でも減配を避けようとし、また増益でもそれが長期的に持続可能であるときに初めて増配しようとする意識がある。一方、自社株買いに関しては、日本企業は一時的な利益や余剰資金でもって自社株買いを行うという意識をあまり持っていないが、米国企業にはそのような意識がある。

(iv)ペイアウト政策の市場へのシグナリング効果について、日米企業ともに、増配には将来の利益増大という情報、自社株買いには自社の株価が過小評価されているという情報を、市場に伝達する効果があると認識している。

(v)ペイアウト政策とペッキングオーダー仮説との関係について、日米企業ともに、ペッキングオーダー仮説が想定するような、内部留保資金はコスト安であるという意識を有していない。

(vi)自社株買い実施の決定要因として、日米企業ともに、第1に自社株式の市場価格、第2に1株当たり利益の上昇を挙げている。米国企業では、それ以外にも、M&Aや子会社化に用いるためといった要因が挙げられている。

以上の結果から、配当政策に関しては、日米企業ともに硬直的、保守的であり、同じような意識を有していると言える。一方、自社株買いに関しては、日米企業間に意識の差が見られ、米国企業は日本企業よりも、自社株買いは配当と代替的かつ柔軟性のある利益還元策であるという意識を強く有している。

花枝・芹田論文に見られる企業へのサーベイ調査に基づく分析と財務データを用いる実証分析は、アプローチこそ違うが、研究目的は同じ「企業の行うペイアウト政策の解明」であり、まさにtwo sides of the same coinである。しかるに、あまたある実証研究と比べて、サーベイ調査に基づく研究はその数が圧倒的に少ない。今後、花枝・芹田論文に見られるサーベイ調査の重要性は増していくことであろう。

第2は、石川論文「配当政策と株式市場—コロボレーション効果の実証分析—」である。図表3②のシグナリング仮説では、経営者は、将来業績に対する自信や悲観を市場に伝えるために、増配

や減配を行うと主張されているが、わが国では経営者予想制度が確立されているので、利益予想や配当予想といった経営者予想の修正を通じて、経営者の将来業績に対する見解を市場に伝えることが可能である。

そこで石川論文では、企業が期中に発表する純利益予想修正および配当予想修正に着目し、それらの公表に対する市場の反応を、イベントスタディのアプローチで調査している。本論文の最大の特徴は、純利益および配当の予想修正を、その修正方向の組み合わせによって、①増益・増配、②増益、③増益・減配、④増配、⑤減配、⑥減益・増配、⑦減益、⑧減益・減配の八つのグループに分割し、それぞれのグループに対する市場の反応の違いを検証している点である。なお、純利益および配当の予想修正額の大きさはコントロールされている。主要な結果は以下の通りである。

(i)増益・増配を同時に公表すると株価の上昇が最も大きい。

(ii)減益・減配を同時に公表すると株価の下落が最も大きい。

(iii)利益と配当予想の修正方向が異なるときの株価の反応は小さい。

(iv)減益・減配の中でもそれが赤字転落・無配転落であると、株価の下落率は2倍である。

(v)同じ増配であっても、次期に対する拘束性の低い記念増配の場合は、拘束性の高い普通増配よりも株価の上昇は低い。

(i)~(iii)の結果は、市場は、利益と配当の予想修正の方向が同じであるときに、経営者の将来業績に対する見通しの確信度がより高いと判断して、より大きく反応するということを意味している。石川論文では、この利益と配当予想の同一方向への修正公表に対する市場の反応プレミアムを、コロボレーション効果 (corroboration effect) と呼ん

でいる。

また、(iv)と(v)の結果は、コロボレーション効果の市場に与えるインパクトが、予想修正額の大きさという量的なものだけではなく、赤字転落、無配転落、記念配当による増配か普通配当による増配か、といった予想修正内容の質的なものによっても異なってくるということを意味している。

これら石川論文の結果は、企業が経営者予想の公表を通じて発信する、将来業績に対するシグナリングの強さによって、市場の反応は異なってくるということを示しており、そしてそのシグナリングの強さを決定する要因の一つとして、企業の配当政策が重要な役割を果たしているという強い証拠を提示していると言える。

第3は、山口論文「**自社株買いと資本市場—株価反応に基づくシグナル仮説の検証—**」である。この論文では、通常のシグナル仮説と自社株買いのシグナル仮説を区別して、後者の自社株買いのシグナル仮説（自社株投資仮説）を検証しているが、それは図表3⑨のマーケットタイミング仮説に該当する。マーケットタイミング仮説は、自社の企業価値が市場で過小評価されていると感じた時に、経営者は機会主義的に自社株買いを実施すると主張する仮説である。

本論文の特徴としては、定款の規定があれば、取締役会の決議のみで自己株式取得が可能であるということを決めた、旧・商法211条ノ3第1項第2号（現在は会社法第165条第2項および第3項）に基づいて、自己株式の取得を公表した企業をサンプルとしていることが挙げられる。この旧・商法211条ノ3第1項第2号に基づく自己株式取得は、「定款授権の自己株式取得」と呼ばれるもので、旧・商法210条に基づく「株主総会授権の自己株式取得」とは異なり、市場の動向に応じて機動的にいつでも自社株買いを実施することが可

能であるという特徴を有している。したがって、マーケットタイミング仮説の検証に適したサンプルであると言える。

山口論文では、機動的な自社株買いを公表したサンプルを用いて、短期的視点と長期的視点の二つの観点からマーケットタイミング仮説を検証している。短期的視点からの検証としては、自社株買い公表に対する市場の反応を、イベントスタディのアプローチで調査している。結果は、サンプル企業の株価は自社株買い公表前に有意に下落しており、自社株買いを公表することによって有意に上昇して元の株価水準に回復するというものであった。

次に、経営者が自覚する自社株式の過小評価としては、短期的な株価の下落と、より長期的な株価の低迷がある。そして経営者が、短期的な株価の下落のみが要因となって、自社株買いを行う意思決定をし、それを直ちに公表したというシナリオは考え難い。それよりも、自社株買いを行おうという意思決定自体は、長期的な株価の低迷を背景として以前からなされており、経営者はその公表のタイミングをかねてから窺っていた。そしてその公表の引き金となったのが、直近の株価の下落であったと考える方が自然である。

そこで、長期的視点からの検証として、自社株買い公表の翌月からの株式の1年、2年、3年といった長期パフォーマンスを調査し、経営者の感じている自社の株式の過小評価が、長期間にわたって是正されているかを検証している。しかしながら、予想と反して、サンプル企業が長期にわたって超過リターンを獲得しているという証拠は得られなかった。さらに、自社株買い公表前のCARに基づく分割サンプルでの検証も行っているが、決定的な結果は得られていない。

以上、山口論文では、マーケットタイミング仮

説を検証し、短期的視点からの分析ではそれを支持する結果が得られたが、長期的視点からの分析では支持する証拠が得られなかった。本論文は、自社株買いに関する知識の豊富さ、リサーチ・デザインの明瞭さ、そして分析の緻密さを備えており、得られた結果の頑健性は非常に高いと思われる。その一方で、ノイズを除去するためのサンプル選択の厳密性を追求するが故に、サンプル数が150個と、小サンプルでの検証となっている。今後、年月が経過してより多くのサンプルが確保できるようになれば、長期的分析に関しても、また異なった結果が得られるのではないかということが期待される。

第4は、宮川論文「企業の特殊性資産と配当政策の粘着性」である。世界の先進諸国の経済構造は、物的生産型から知的創造型へと大きく変化しており、例えば、米国の総生産高に占める無形資産の割合は、78年の28%から98年には80%へと飛躍的に増加しているという(古賀ほか[2007])。このような環境下にある現代の企業においては、機械や設備などの物的資産よりも、経営者が持つ経験やノウハウ、あるいは従業員が持つ知識や技術力といった、人的資産と関連した無形資産が高い競争力を生んでいる。

図表3③のフリーキャッシュフロー仮説は、配当や自社株買いを通じて企業の余剰資金を株主に還元することは、経営者の機会主義的な行動に対する抑制となり、経営者と株主の利害対立に絡んだエージェンシー問題を回避するのに役立つと主張している。しかしながら、フリーキャッシュフロー仮説が説くように、経営者のモラルハザードばかりに注意を払い、企業が獲得した利益をそのまますべて配当として株主に還元するようなことになると、企業の人的資産である経営者や従業員の努力インセンティブが低下してしまい、結局そ

れは株主の利益にもならない。つまり、人的資産が強みとなっているような企業で、株主の支配力を過度に強化して経営者の裁量を抑制してしまうことは、株主と経営者の両方にとって得策ではないのである。

宮川論文では、上記のような論理的展開に基づいて、人的資産が競争力の源泉となっているような企業においては、株主は収益に連動した配当を要求するよりも、むしろ安定的な配当を受け取ることによって、経営者のインセンティブを維持することに努めるであろうという仮説を立て、それを検証している。

具体的には、研究開発投資の効率性が、企業の人的資産から生じる競争力と最も関連性が高いであろうとして、直近2年間の営業利益をその前の2年間の研究開発費で除した研究開発効率という変数を作成して、配当成長率との相関を調査している。

結果は、研究開発効率が高い企業は、低い企業と比べて、ROAと配当成長率の関連性が低いというものであった。残念ながらこの推定結果は、必ずしも上記の人的資産集約型企業における安定配当仮説を強く支持するものではない。なぜなら、収益性の向上と配当成長の連動性という変化同士の検証ではなく、収益性の高低と配当成長の関係という状態と変化の検証を行っているという、モデル特定化の問題があるからである。また、過去2年間の研究開発費に対する成果が今年と来年の2年間の営業利益に反映されるという、やや恣意的な仮定の妥当性も検証する必要があるであろう。このように、宮川論文には、幾つかの実証的課題が残されているが、その仮説は斬新であり説得力がある。

企業を取り巻く経済環境の変化とともに、企業のペイアウト政策も当然従来とは異なる動機で行

特集

われるようになるであろうし、それを説明するための新たな仮説が生まれるというのは、自然の理であろう。宮川論文は、今後のペイアウト研究の新たな展開を期待させてくれる論文である。

5. 終わりに

本稿では、「ペイアウト政策と資本市場」という特集テーマに沿って、前半部分では、わが国のペイアウト政策の現状とペイアウト政策に関する多種多様な仮説についての概説を行い、後半部分では、本誌に掲載されている4本の特集論文の要旨について述べた。

現在までに、ペイアウト政策に関する仮説の実証研究はおびただしい数に上っているが、それらはいずれも決定的ではなく、ある仮説を支持する論文があるかと思えば、その反証を提示する論文が現れるという状況である。また、日米で異なる結果が報告されている場合もある。つまるところ、企業がなぜそのようなペイアウト政策をとるのか、また企業にとって最適なペイアウト政策とは何なのかということについては、いまだに十分な見解の一致が得られていないというのが現状である。

Allen and Michaely [2003] が著した、ペイアウト政策に関するサーベイ論文の結語に述べられているように、理論的、実証的研究によるさらなる証拠の蓄積が待たれるところである。その意味でも、本誌に掲載されている4本の秀逸な論文は、

きつと企業のペイアウト政策の解明という気宇壮大な目標達成の一助となることであろう。険しい道のりではあるが、心弾む道のりでもある。

【参考文献】

- 砂川伸幸・島田敬・山口聖 [2006] 「ペイアウトと現金保有」、『証券アナリストジャーナル』第44巻第7号、6-20ページ。
- 石川博行 [2007] 『配当政策の実証分析』、中央経済社。
- 上野陽一・馬場直彦 [2005] 「わが国企業による株主還元政策の決定要因：配当・自社株売却のインセンティブを巡る実証分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズNo.05-J-6。
- 古賀智敏・榊原茂樹・與三野禎倫 [2007] 『知的資産ファイナンスの探求』、中央経済社。
- 島田敬・相馬利行 [2009] 「自社株買回に関する展望」、神戸大学Discussion Paper Series No. 2009-16。
- 花枝英樹・榊原茂樹 [2009] 『資本調達・ペイアウト政策』、中央経済社。
- 花枝英樹・芹田敏夫 [2008] 「日本企業の配当政策・自社株買回サーベイ・データによる検証一」、『現代ファイナンス』24, 129-160。
- Allen, F. and R. Michaely [2003] “Payout Policy” in *Handbook of the Economics of Finance 1A*, edited by G. Constantinides, R. Stulz and M. Harris: Elsevier, pp.337-429. (砂川伸幸訳 [2006] 「ペイアウト政策」、加藤英明監訳『金融経済ハンドブック1』、丸善、367-457ページ)
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely [2005] “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics* 77(3), pp.483-527.
- Miller, M. and F. Modigliani [1961] “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *The Journal of Business* 34(4), pp. 411-433.