



## Hitotsubashi ICS-FS Working Paper Series

FS-2011-J-001

### 株主による経営能力評価と配当政策

伊藤 彰敏

一橋大学大学院国際企業戦略研究科

宮川 壽夫

大阪市立大学大学院経営学研究科

First version: 2008 年 6 月

Current version: 2011 年 3 月

All the papers in this Discussion Paper Series are presented in the draft form. The papers are not intended to circulate to many and unspecified persons. For that reason any paper can not be reproduced or redistributed without the authors' written consent.

# 株主による経営能力評価と配当政策

First Version: 2008 年 6 月

Current Version: 2011 年 3 月

一橋大学大学院国際企業戦略研究科

教授 伊藤 彰敏

大阪市立大学大学院経営学研究科

准教授 宮川 壽夫

## 要約

本研究は、Myers[2000]や倉澤[2004]の議論に立脚しながら、純粋な投資を主たる目的とする外部株主は、経営者の裁量に委ねることのメリットを評価し、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説で主張されるような余剰資金の株主への総還元を要求しないとの議論を展開する。具体的には、「外部株主が相当量の株式を保有する企業では、配当は利益やキャッシュフローの増減には強く連動しない」とする「経営能力評価仮説」を検証する。検証結果は、日本企業の配当は収益性指標と有意に正の関係を持つ、すなわち利益と配当が連動して変化しているが、外部株主の保有割合が増えると利益と配当の連動性は失われ、また金融機関が多い企業ではその連動性は依然として高いという事実を証拠付けるものである。この結果は、われわれが設定した「経営能力評価仮説」を支持する内容であると言える。われわれの研究は、経営者の能力や従業員が持つ企業特殊的能力に着目することによって、配当の考え方に対する新たな分析枠組みへの実証的支持を提供する。

## 1. はじめに

昨今、配当政策に関する論議が喧しい。かつて「失われた10年」と言われた不況期を乗り越え、日本企業の業績は2001年度を底に増益基調が続いている。それまでリストラ費用や有価証券の評価損等特別損失の計上を毎年余儀なくされてきた日本企業だったが、収益拡大局面に入った現在、獲得した利益をいかに株主に配分していくかが大きな課題となっており、日本企業の配当政策は資本市場の厳しい視線に晒されている。さらに近年、日本では配当政策に関する制度改革も行われた。これまで株主総会の決議事項であった剰余金の処分は2006年施行の会社法において取締役会に授権されることが可能となり、定款変更という株主総会決議が前提条件ではあるものの具体的な株主還元の判断は形式上企業側に委ねられることになった。会社法はこのような剰余金処分の取締役会授権について取締役の任期一年を条件としている。つまり、企業経営者は自らの解任というリスクを賭けて配当政策の判断を行わなくてはならないのである。<sup>1</sup>

そのような中、2007年には多くの企業で剰余金処分、配当に関する株主提案が行使された。商事法務によれば2006年7月総会から2007年6月総会までの間に行使された株主提案は32社34件と前年(18社19件)から大幅に増加したが、そのうち実に10件が配当の増額を求めたものであった。また、国内最大の投資家である企業年金連合会は、その議決権行使基準において配当に大きな注目をしていることを明らかにしている<sup>2</sup>。あるいは、生命保険協会が毎年行う「株主価値向上に向けた取り組みについて」[2007]の機関投資家向けアンケートでは、91.1%の機関投資家が企業に利益還元目標の公表を希望しているとの結果が報告されており、企業の配当性向の向上を積極的に推奨している<sup>3</sup>。

配当政策とは、企業が獲得した利益と外部から調達した資金の和から投資を差し引いた残余のどれほどを株主に還元するかを判断する意思決定である。その意思決定には、企業活動を継続維持するための資金をどの程度内部に留保するか、新たな成長のためにどの程度の投資を新規に行うか、そして株主へ当期の利益配分としてどの程度を支払うか等多様な要素が有機的に関与し合っている。政策と呼ぶからには、一定の時間的経過を通じてその意思決定に何らかの整合性を持つことが期待されるであろう。

しかし、配当という制度には謎が多い。そもそもなぜ特定の現金を期中に株主に支払う必要があるのかということすら自明ではない。投資の回収を主にキャピタルゲインとして享受することが可能な投資家にとって、配当に支払われる現金は果たして本当に大きい方が合理的なのであるか。配当が高ければそれだけ企業価値が高まるかと問われれば、企

---

<sup>1</sup> 本稿は、2008年6月に書かれた。

<sup>2</sup> 企業年金連合会が2007年2月に公表した議決権行使基準によれば「必要以上に利益を留保する企業に対しては、連合会は適切な株主還元を求める」としており、さらに「当期を含む過去3期連続赤字決算かつ無配」の企業に対しては役員の再任議案に関して「肯定的な判断はできない」としている。

<sup>3</sup> 同調査では企業に対して公表を要望したい利益還元目標について投資家に質問したところ配当性向が65%と最も多く、配当還元に対する投資家の注目度が高いと報告している。

業金融論の実証研究においては、いまだその証拠はつかめていないということが現実であろう。これが「配当のパズル」といわれる所以である。ただし、後に述べるように配当の変化が企業価値に何らかの影響を有意にもたらしていることはかなり明らかにされてきている。生保協会の調査を確認するまでもなく投資家は一見高い配当を好むようではある。しかし、高い配当といったところで投資金額に占める配当額など通常は2%にも満たない。たとえ企業が配当性向を倍にしたところで高が知れているのである。にもかかわらず多くの投資家が投資先企業の配当政策に高い関心を示している。つまり、配当が企業価値に与える影響には配当が株主にもたらすキャッシュフローの多寡そのもの以外になにか別の意義があると考えた方が自然である。企業金融論においても配当政策論争はそのような観点から繰り広げられてきた。

企業金融論の分野では、株主と経営者との間の情報の非対称性やエイジェンシーモデルを背景として、配当政策には経営者にとって対外的に何らかの意思を表明する意味があり、また株主にとってはモニタリングの効果測定としての意味があると考えられている。企業金融論における多くの研究は、株主が経営者に裁量を委ねることが企業価値の毀損につながるという認識からどのような支配権の配分ルールが経営者行動を企業価値向上に導くのかという観点で企業の財務的意思決定を論じ、配当政策についてもそのフレームワークの中で分析してきた。例えば配当の支払いは経営者の裁量を狭め、経営者による余剰資金の乱用を抑制する効果を持つと論ぜられる（Jensen [1986]のフリーキャッシュフロー仮説）。この主張をそのまま素直に推し進めると、不測の事態や突然の好機に備えるレベル以上に余剰資金を蓄えた企業は、経営者による乱用の可能性を断つためにそうした余剰資金をすべて株主に還元すべきであるということになる。

しかし問題は、そもそも株主がなぜ特定の経営者にエイジェントとして経営を委託するかである。株主は経営者の経営能力を認めるからこそ自らリスクを賭して株主という役回りを演じていると考えられる。従って本来は、経営者の能力が最大限に引き出されるインセンティブをいかに経営者に与えるかを考えることが優先されるべきであろう。そして、経営者の能力が高いと思えば、むしろ経営者の裁量を狭めることよりもその能力を存分に発揮する自由度を与えることによって企業価値の最大化を目指した方が合理的ではないだろうか。仮に株主が経営者の能力を過剰に評価して投資先を誤ったとしても株主には途中退出のオプションが与えられているし、市場を通したリスク分散機能も有している。さらに経営者を交代させることすら不可能ではない。経済システム上、株主がリスク許容者として機能し、株主はそのエイジェントである経営者の裁量に委ねるリスクを取ることで経営者に経営能力を発揮する場を与えていると考えられる。

本研究はこのような問題意識に立ち、純粋な投資を主たる目的とする外部株主は、経営者の裁量に委ねることのメリットを評価し、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説で主張されるような余剰資金の株主への総還元を要求しないとの議論を展開する。この主張は、Myers[2000]や倉澤[2004]の議論に立脚しながら、株主はむしろ固定的な配当支払いの継続を

経営能力の効率的な発揮のシグナルとして受け取るとの解釈に基づいている。具体的には、本研究は、「外部株主が相当量の株式を保有する企業では、配当は利益やキャッシュフローの増減には強く連動しない」とする仮説を実証的に検証し、その検証結果による配当理論へのインプリケーションを検討する。本研究ではこの仮説を「経営能力評価仮説」と呼ぶことにする。これまで企業金融論においては、経営者の裁量を奪うために無駄なキャッシュが配当としてペイアウトされることによって企業価値が向上するという考え方が主流であった。しかし、われわれの研究は経営者の能力や従業員が持つ企業特殊的能力に着目することによって、配当の考え方に対する新たな分析枠組みへの実証的支持を提供する。

以下、本研究の構成である。まず、第 2 節では日本企業の配当の実体を観測し、配当政策に影響を与えた歴史的背景に触れる。第 3 節ではこれまでの配当政策に関する実証研究をレビューするとともに配当理論について概説する。第 4 節では本研究が依拠する理論的枠組みとそこから導かれる仮説について説明する。第 5 節では実証モデルと変数の特定、ならびに利用するデータセットについて説明する。第 6 節では検証結果を報告する。最後の第 7 節はまとめと結語である。

## 2. 日本企業の配当の実態

ここで、日本企業の配当に関する観察事実を確認しながらその実態を見ておきたい。本研究で行う仮説検証の結果を解釈するための基礎資料を提供することが本節の目的である。

まず、日本企業が実施してきた配当政策の長期的な推移を企業の配当総額という視点から観察する。図 1 は 1960 年以降の日本企業の当期利益と配当金額並びに配当性向の推移である。対象は資本金 10 億円以上の企業を対象としており、データは財務政策総合研究所（財務省）の「法人企業統計調査」によって発表されたものを加工して作成している。当期純利益に注目しながら 2002 年度以降の増益局面を見ると、バブル期と言われた 1980 年代後半を大きく凌ぐ伸び率になっていることがわかる。1960 年以降の日本の景気は 1965 年 10 月からのいざなぎ景気に始まり 1970 年代前半、再び 1970 年代後半といくつかの山を経てバブル期に突入するわけだが、当期利益の絶対額の推移からこれらの経緯を観察することができる。一方、配当総額は当期利益の増減に比べると極めて緩やかに推移しているが、2002 年度以降は従来の景気拡大局面でも見られなかったような配当総額の伸張が観測できる。しかし、押し並べて配当総額は当期利益の拡大に影響を受けながらもほぼなだらかに安定的な動きを見せていると言えるであろう。Lintner [1956] は、企業は配当を安定化させることに最大の関心事を抱いており、配当平準化の企業行動が広く行き渡っていることを報告しているが、図 1 からは日本企業においても配当平準化の傾向を窺うことができよう。利益の影響を受けながらも平準化している様子は折れ線グラフで示した配当性向の値が度々変動していることから理解できる<sup>4</sup>。当期利益を配当総額で除して算出した配当性

<sup>4</sup> 図表 1 の配当性向は資本金 10 億円以上の大会社の配当総額合計を当期利益の合計額で除して算出しており、赤字企

向は、特に 2000 年前後では当期利益が大きく減少しても配当総額が一定の水準を保ったため激しく上下に振れて動いた模様である。

※ (図 1) を挿入

次に、実際にはどれくらいの企業が現金配当を支払っているのかをその企業数に注目しながら確認しておきたい。Fama / French [2001] によれば CRSP 登録企業を対象とすると 1980 年以降現金配当を支払っている企業数は急激に減少する傾向にある。その背景は株主還元の方法として自己株取得が現金配当に取って代わったということと現金配当を支払わない新興企業が急速に増えたことによる。Fama / French [2001] は 1950 年代と 60 年代にほぼ 90% の企業が配当を支払っていたのに対して、1970 年代に有配企業比率が 60% を割り、その後 1990 年後半には 20% まで低下したと報告している。米国ではもはや多くの企業が現金配当を支払っていないということになる。そこで、日本企業の有配企業比率を見ておこう。

図 2 は東京証券取引所に上場している全銘柄を対象に 1968 年以降、現金配当を支払った企業の数と支払わなかった企業の数を集計したものである。現金配当は年度集計をしているため中間配当か期末配当のいずれかによって配当を支払った企業を有配企業として定義した。データは NEEDS-CD ROM 日経財務データ (DVD 版) より取得して加工を行った。折れ線グラフが有配企業の占める割合 (有配企業比率) である。まず、直感的な観察としては有配企業比率が安定していることであろう。調査対象期間における有配企業比率の最大値は 1990 年の 95.4%、また最小値は 2001 年の 74.9% であり、Fama / French [2001] が報告した米国企業の状況とは大きく異なっているようである。日本では少なくとも 40 年間を通してほぼ 80% から 90% の企業が現金配当を支払ってきたことになる。東京証券取引所に上場している企業にとって仮に自己株取得を行ったとしても配当を支払わないという企業行動はほぼ許されず、現金配当を支払うことの重要性は極めて高いといえるだろう。ただし、有配企業比率の折れ線グラフを丹念に追うと、なだらかではあるものの図 1 で示した景気の動向に少なからず影響を受けていることがわかる。いざなぎ景気の最終局面である 1970 年とバブル景気の最終局面である 1990 年に有配企業比率は 95% を超えており、また直近では 2001 年を底にして回復基調にある。有配企業比率は景気循環に対してやや遅行しつつ変動している模様だが、少なくとも企業収益に影響されながら配当の意思決定が行われていると言えそうである。

※ (図 2) を挿入

---

業も総額の中に含まれていることに留意が必要である。赤字企業を除いて各企業毎に配当性向を平均すればまた異なる数値が得られるであろう。

では、配当の意思決定という視点から企業の増配と減配の状況を見てみよう。図 3 は同じく東京証券取引所全上場銘柄を対象に NEEDS-CD ROM 日経財務データ (DVD 版) より取得して加工を行ったグラフである。前年に比較して一株当たり配当金を増加させた企業と減少させた企業並びに据え置いた企業をそれぞれ年度毎に構成比率として示している。図表 3 からは、直感的には 40 年間を通して配当据置企業が支配的であり、減配を行う企業は非常に少ないということが読み取れる。ただし、ここでも増配企業と減配企業は一定のトレンドとして変動し、そのトレンドは企業収益の影響を受けて形成されているようである。特に 2001 年を底にした景気回復局面では、増配企業の構成比率が急激に伸びており、バブル期を凌いでいる様子がわかる。

以上の観察事実からは日本企業の配当推移はなだらかであり、配当の平準化状態が観察されるものの決して固定されているわけではなく、配当のトレンドは企業収益の影響を忠実に受けていると考えられる。また、特に 2000 年以降企業は配当を高めることに積極的な意思決定を行っていることが示唆されており、この期を境に日本企業の配当トレンドは大きく変化したようである。この時期はいわゆる第一次会計ビッグバンといわれる規制緩和が実施されたタイミングでもある。2000 年から 2002 年に渡っては、企業開示の側面からは連結情報重視、キャッシュフロー計算書の導入、会計上の側面からは税効果会計、年金会計、金融商品時価会計、研究開発費会計の導入、商法上では金庫株と株式交換の解禁が行われた。また、2004 年から 2006 年までの第二次会計ビッグバンでは、四半期開示の導入、固定資産の減損会計、企業結合会計、ストックオプション会計が導入された。さらに冒頭で述べたように会社法は一連の制度改革の集大成とも言えるが、この時期に債権者と株主の利害を調整する役割から新しい企業経営のあり方に対して柔軟なモデル化が実現されたといえるであろう。長く安定的と見られてきた日本企業の配当に対する意思決定は制度改革や企業収益のトレンドに少なからず影響を受けていることがわかる

※ (図 3) を挿入

### 3. 配当政策に関する先行研究

#### 3.1. 配当政策と MM 理論

企業の配当政策に関して夥しい数の研究が行われてきた。配当政策の複雑性は投資や資金調達など企業の他の財務的意思決定と密接に関与し合いながら企業価値に影響を与え得るところにある。ただし、配当政策が他の財務的意思決定と相互に依存し合った意思決定であるという考え方は、現実の資本市場が完全ではないことを前提としている。配当政策のみを取り出して、その意思決定の純粋な効果を論じるためには、まず完全な資本市場を考える必要がある。それが配当政策議論の出発点となる MM 理論 (Miller/Modigliani [1958]) である。

企業価値が資本構成から独立であることを示した MM 理論は、配当政策についても企業価値から独立しているとする配当無関連命題を導出している (Miller/Modigliani [1961])。配当無関連命題とは、配当を支払えばその分だけ株価が下落し、株主の富は不変であるというものである。MM 理論によれば、企業は新株式を発行して資金調達することで、いかなる水準の配当であっても実行可能であり、したがって企業価値は配当政策に影響されるのではなくあくまで投資政策によって決まるとする。もし、MM 理論が現実の世界で採用されるなら企業は配当政策に思い悩むことはなくなるが、MM 理論には完全な資本市場という極めて強い前提がおかれている。

MM によってこの配当無関連命題が発表されてから 45 年が経過している。企業の配当政策を理論的に考察する上で MM が果たした貢献の重要性は言うまでもないが、反面、現実を説明する実証理論としては限界がある。Allen/Michaely [2003]のサーベイが示すとおり、MM に続く研究は、理論的には議論の余地のない配当無関連命題と、現実的には経営者と市場が配当政策に関心を持つという事実を調和させる方向で展開されてきた。MM の強い仮定を 1 つずつ緩和していくことによって配当政策の理論は発展してきたといえる。換言すれば、MM 理論は配当が企業価値に影響を与える条件を明確に提示したことになる。数多くの研究は MM 理論を土台として、企業の配当政策に一定の法則を見出し、その背景を解明しようと繰り返し行われてきたのである。

### 3.2. さまざまな配当理論

MM 理論の配当無関連命題が成立するためには、(i) 税金は存在しない、(ii) 情報の非対称性は存在しない、(iii) 完璧な契約を締結することが可能である、(iv) 取引コストは存在しない、(v) 資本市場が完備である、という複数の仮定がすべて満たされた場合を想定する必要がある。逆の言い方をすれば、これらの仮定を緩和することによって配当は企業価値に影響を与え得ることになる。そこから、企業価値を向上させる上において、配当を多く支払うべきであるという主張と配当を抑制すべきであるという主張の相対立する議論が展開されている。これら相対立する議論を先行研究とともに以下具体的に振り返っておこう。

まず、配当に対する課税率は投資家が置かれている立場によって異なる。この事実から仮定 (i) の前提を取り払うことが可能である。配当課税がキャピタルゲイン課税より高いとき、また市場での取引によって配当課税を軽減できないとき、配当は最小化されることによって企業価値を高めることが可能になる。Elton/Gruber [1970] は、税率と配当利回りの関係を調べることによって配当利回りが高い株式ほど配当税率が低い投資家に保有されることを実証的に検証した<sup>5</sup>。他方、株式の売買によって投資家は配当課税を避けることができるとするダイナミックな観点からの分析もある。Miller/Scholes [1978] は投資家の異なる

---

<sup>5</sup> Miller/Modigliani [1961] は、株式を購入する株主や投資家を企業の顧客(clienteles)とし、顧客毎に異なる税率が適用されるため企業は各顧客の課税を最小にするよう株式を発行すると論じている。顧客効果(clientele model)と呼ばれるこの理論は Elton/Gruber [1970] によって実証的に検証されたといえる。



る時点での取引によって不完全市場でも課税を回避する投資戦略を主張し、再び配当が企業価値に無関係であることを実証している。

仮定(ii)については、内部者である経営者が持つ情報と外部投資家が持つ情報には差があるという事実からこの仮定の緩和は容易である。企業価値に関する情報を経営者が投資家より多く持っているとき、配当はコストがかかっても市場に情報を伝達する有効な手段となりうる。したがって配当の変更は、経営者が市場に送るシグナルとして受け取られ株価に影響を与えることになる。例えば、増配は企業の情報をより多く保有する経営者が将来の収益見通しに対して楽観的であることを市場に伝達する情報効果があると考えれば、増配それ自体が企業価値を向上する要因となる。シグナリングモデルは、Bhattacharya [1979]の二期間モデルによって配当が将来のキャッシュ・フローのシグナルとして有効であることが提唱され、その後、これを修正する形で Miller/Rock [1985] は配当が企業利益に関する情報を提供するという理論を構築した<sup>6</sup>。

仮定(iii)はエイジェンシー理論に関わるものである (Jensen/Meckling [1976])。経営者の意思決定は強制力のある契約によって本来コントロールできる。しかし、完璧な契約が締結できない状況においては、契約ではなく配当政策によって経営者をコントロールすることが可能である。典型的な例として、経営者が裁量を持つ余剰資金を配当として社外流出させることによって削減できれば経営者の機会主義的行動は抑制され、結果として企業価値の向上が期待できる。これが前述したフリーキャッシュフロー仮説である (Jensen [1986])。エイジェンシー理論に関する先行研究は後に詳しく見ることにする。

仮定(iv)に関しては、投資家が負うコストと発行体が負うコストの二つの側面がある。投資家の立場からは、株式売買に必要な取引コストに加えて売買金額や売買タイミングといった「投資家の努力」をコストとして含めて考慮すると、投資家にとってキャピタルゲインよりもインカムゲインの方が望ましい可能性がある。一方、企業が配当を支払うために新株発行によって資金調達を行う場合、株式発行コストの分だけ企業価値は低下する。この場合は配当を低くして発行コストを抑えた方が企業価値の向上にとっては妥当であるという結論になる。配当支払のみが異なる二種類の株式を発行していた Citizen Utilities 社<sup>7</sup>を対象にした Long [1978] の研究で取引コスト仮説が検証されている。

仮定(v)の事例として、規制により無配企業や低配当企業に投資できない機関投資家を想定してみよう。完全な資本市場とはこのような規制があることを予定していない。経営者は機関投資家に株を保有してもらうために、個人投資家にとって税制上不利な配当支払を選択する可能性がある。配当を行うことにより、機関投資家という一つのグループにおいて企業価値は向上することになる。米国の機関投資家を対象として Grinstein/Michaely [2005] は、機関投資家は無配企業の株式保有を敬遠するとの実証結果を報告している。このこと

<sup>6</sup> 配当政策と株価の関係を検証したシグナリング理論の実証研究は多い。Petit [1972] は増配後に株価が上昇し、減配後に下落する事実を発見している。

<sup>7</sup> 同社は、株式配当が行われる A 株と現金配当が行われる B 株の二種類の株式を 1955 年から 1989 年まで発行していたが、Long [1978] は課税上不利であるにもかかわらず現金配当が支払われる A 株が高いことを検証した。

は無配企業が機関投資家グループにおいて企業価値を低下させていることを示している。

以上のように MM の配当無関連命題をベンチマークとして長い年月をかけて繰り返されてきた配当政策論争はいまだ結論を見ることがないのである。

### 3.3. Jensen/Meckling [1976] によるエイジェンシー理論

さて、本研究で着目したいことは配当政策を介した株主と経営者との関係である。そこで企業金融論ではこれまで株主と経営者の関係をどのように議論してきたかを見ておくことにしよう。まず企業金融論のみならず広く経済学に大きな影響を与えてきたのが前節で述べた MM 理論の仮定 (iii) の不完備契約に着目をしたエイジェンシー理論である。

エイジェンシー理論では、企業は、経営者、株主、債権者、従業員、取引先等々のステークホルダーによって構成される共同組織であるとしている。これらステークホルダーは別個の利害を持ちながら企業活動に参加し、それぞれの目的を追求する。Jensen/Meckling [1976] によれば、企業とは相互に関わりを持つこれら各経済主体間によって結ばれた「契約関係の集合体」とし、各経済主体間の契約関係をエイジェンシー関係として把握する。すなわち、ある経済主体が自らの利益のために自分に代わって特定の業務を遂行するという契約を他の経済主体と締結しているとき両経済主体はエイジェンシー関係にあるという。この理論に基づけば、経営者はプリンシパルである株主から経営という業務の遂行を委託されたエイジェントということになる。

エイジェンシー理論においては、先述したように完璧な契約が結ばれることを前提としていない。プリンシパルである株主とエイジェントである経営者が個々の経済主体として利害が一致していない以上経営者が選択する行動の結果が常に株主にとって望ましいとは限らないのである。経営者には常に自由裁量の余地が残されており、その範囲内で自己の利益を目的とした行動を選択するであろうと想定するところにエイジェンシー理論の特徴がある。Jensen/Meckling [1976] は経営者には便益をもたらすが、株主にはなんら便益をもたらさない「非金銭的利益」の存在を指摘している。必要以上に豪華なオフィスや社長専用ジェット機などがその例として頻繁に挙げられる。無意味な企業買収や拡大戦略なども経営者が自らの権力や存在感を増大させるための過剰投資となり、株主には便益をもたらさない場合がある。このようにエイジェントの浪費による企業価値低下の可能性がある時、経営者の監視や拘束などそうした企業価値低下を抑止するための方策に必要とするコストのすべてと、そうした方策にもかかわらず残るかもしれない最大化企業価値（エイジェンシー問題がないと想定したときの企業価値）との差、これらの和をエイジェンシー・コストと定義している。

株主と経営者の間に存在するエイジェンシー・コストを解消もしくはその発生を抑制する方法が多くの実証研究によって検証されてきた。大きく分けると二つの方法が考えられる。第一に経営者が持つ自由裁量を物理的に狭めることであり、第二に経営者に対するモニタリング（監視）を強化することである。そこで経営者が持つ自由裁量を狭める方法と

して企業が自由に使える手持ち資金を少なくすることが考えられる。これによって経営者の私的利益による過剰投資を回避することが可能であり、経営者側の立場に立てば私的利益への投資を行わないという株主への意思表示となる。また手持ち資金が足りなくなれば、市場からの資金調達によって経営者への追加的なモニタリングも可能となる。このような目的の手段の一つが配当である。配当によって不要な資金を企業内部に保留せず社外流出すれば、経営者は負の現在価値を持つ投資案件には投資しにくくなる。これが Jensen [1986] が提示したフリー・キャッシュ・フロー仮説のインプリケーションである。

安定的に豊富な資金を持つ一方で投資機会が少ない企業においては必ずしも株主の利益を最大化しない過剰投資の問題が起りやすい。この点からフリー・キャッシュ・フロー仮説の整合性を検証したのが、Lang/Litzenberger [1989] である。彼らはトービンの  $Q$  を用いて、過剰投資する企業はそうでない企業に比べて増配後の株価上昇が大きいことを実証した。 $Q$  が小さくて投資機会の少ない企業ほど配当変更に対する株価変動が大きいという結論はフリー・キャッシュ・フロー仮説と整合的である。近年では、企業の余剰資金の保有と配当政策の関係について検証を行った Lie [2000] の研究がある。この研究は自己株取得も含めているが、増配を実施した企業は同業種の中で余剰資金を多く保有していたことが実証されている。同時に彼の研究では、特別配当と自己株取得に対する株価の反応は企業の余剰資金と正の関係を持ち、トービンの  $Q$  で測定した投資機会と負の関係を持つことも確認されている。これらの結果からは、投資機会に限界がある企業にとっては現金を配分することで過剰投資を回避し、企業価値を高めることが可能であるとの結論が得られる。

### 3.4. 日本企業の配当政策に関する先行研究

ここで本研究が対象とする日本企業の配当政策についてもその先行研究に触れておきたい。日本企業の配当政策は、第二次大戦後から今日までという長期的なパースペクティブに立つと安定配当として固定的に推移してきた時期が長いとされる<sup>8</sup>。すなわち日本企業の配当は配当額が固定化され、利益に応じて変動することが少ないと指摘されてきた<sup>9</sup>。しかし、バブル経済崩壊以降、日本企業特有の安定配当政策が徐々に変化していく中で、日本企業の配当政策と企業価値の関係に関する実証研究が進められている。

まず、米澤／松浦 [1999] は、日本企業には未だに株式の額面という概念が残っており、額面に対して配当額がリンクされているとしながらも、企業の目的が経営者と株主との交渉力によって決定され、その結果が企業の配当政策に現れるという観点から日本企業の配当政策を検討している。彼らは 1985 年から 1994 年における電気・機械業界 184 社を分析対象とし、配当は企業の自己資本に相関しており、利益からの影響が少ないという結果を得

---

<sup>8</sup> 岡崎[2000]によれば、戦時体制の統制経済と戦後の産業育成政策が企業の配当政策に影響を与え、日本企業の配当の硬直性を生んだとしている。統制経済以前の日本では役員賞与と配当は利益に連動し、獲得利益の大部分は配当として社外流出され、それが消費を促進していた。その当時は配当性向が 70%を超える企業が殆どだったと言われている。

<sup>9</sup> 落合[2004]は、1959年から1966年までの高度成長期の日本の上場企業173社をサンプルとして、配当率（1株当り配当額／額面）が10%近辺に集中して分布していることをつきとめた。

ている。少なくとも日本企業の配当政策がエイジェンシー理論に基づいて決定されている証拠はないとし、日本企業は従業員管理型企業に近いと株主にとって有効かつ効率的な配当政策が行われていないと報告している。さらに株主構成に着目した米澤 [1996] では、1982年から1991年の日本企業551社を対象としており、メインバンクと配当性向の分析において係数の符号は正であるが、統計的に有意ではなかったとしている。

また、Dewente/Warther [1998] では、米国と比較して安定しているとされる日本企業の配当性向の背景を、系列関係を持つエイジェンシー・コスト低減効果に見出している。同様に日本企業の系列構造に注目して、Kato et al. [2002] は、大株主による緊密なモニタリングが効果を発揮しているため、日本企業の経営者と株主におけるエイジェンシー問題はさほど深刻ではないとしている。彼らは、配当変更のアナウンスメントは株価に対してシグナリングの役割を果たしていないものの、増配発表は企業の営業キャッシュフローの拡大を有意に示唆するとの結論を得ている。トービンの  $Q$  が高い企業の方が低い企業に比べて増配後の株価インパクトが大きいとの実証結果から、日本企業にとって増配は過剰投資を制御する方策として捉えられていないとしている。

配当政策の変化として復配と無配転落がどのような状況で行われるかという点に着目した研究では、松浦 [2001] がある。従業員管理型企業経営と株式価値最大化型企業経営の理念が激しく衝突する雇用削減をテーマとし、従業員的大幅削減と無配・減配の選択がいかにして行われるかを企業利潤、企業財務、コーポレート・ガバナンスを踏まえて検証している。

配当政策と企業財務に着目した実証研究として上野/馬場 [2005] がある。彼らは1990年度から2003年度の東証一部上場企業という比較的新しいサンプルを用いて、配当政策と自己株取得を分析した結果、フリー・キャッシュ・フロー仮説やペッキング・オーダー仮説の整合性を検証している。総株主還元額（配当に自己株取得を加えたもの）と配当性向との関係を分析し、わが国企業における配当・総還元行動は最適な配当・総還元額の実現に向けて徐々に調整させる動学的調整モデルによって説明ができるとしている。

配当政策変更の決定要因に関する研究では、牧田 [2006] が1991年から2000年の東証一部上場企業を対象に univariate および multivariate なアプローチによって実証分析を行っている。彼は配当政策の変更と同時期に ROA が過去の平均的な水準と比較して、増配の場合はプラス方向に、減配の場合はマイナス方向に乖離するという ROA ショックが生じていることを明らかにした。さらに、石川 [2001a, 2002b] では企業価値評価における配当の役割を実証的に考察しており、1984年から1998年の日本企業を対象に Ohlson [2001] モデルの四つの情報変数（簿価、実績利益、配当、予測利益）、ならびに次期増減配ダミー変数を独立変数とする回帰モデルを推計している。その結果、配当が利益の時系列特性と関連付けて評価されており、配当政策が企業価値評価の間接的な役割を担っているとの実証結果を得ている。

日本企業の配当政策に関する先行研究は、実証結果が未だ豊富に蓄積されている状況ではなく、またそれぞれの結果は必ずしも一致した見解を導き出されていないことから、

なお発展段階にあると言えよう。

#### 4. 本研究が依拠する理論的枠組みと仮説の設定

前節で述べてきたエイジェンシー理論は、結局のところプリンシパルの利益を最大化するために極力エージェントの裁量を奪うということになる。しかし、現実には企業が生み出すキャッシュフローは経営者が固有の能力を発揮し、従業員が企業に特化した努力を続けた結果であると考えられる。もし、経営者の裁量を奪わなければ企業価値が低下するという理由によって、企業が生み出すキャッシュフローのすべてを毎期株主に配分したとしたら経営者や従業員は一体何をモチベーションとして努力しているのであろうか<sup>10</sup>。エイジェンシー理論ではこの仕組みを説明することができない。本研究が分析対象としている日本企業を想定した場合、経営者の裁量を拡大することが企業価値の毀損を招くという考え方のみが現実を理解する上で果たして適切であろうか。そこで、Myers [2000]における外部株主と経営者との利害調整モデル、倉澤 [2004]による企業的意思決定に関する投資家 v s 経営者の比較分析を検討したい。

##### 4.1. Myers [2000] にみる外部株主モデル

Myers [2000] は、株主と経営者双方がそれぞれの資産を株式会社に投下し、お互いがそこから創出されるリターンの獲得を期待しているとする。すなわち、経営者からは経営能力といった無形の人的資本が投入され、一方の株主からは資本が投下され、株式会社はこれら双方の投資によって形成されている。双方が投資を行った結果、やがて株式会社はキャッシュフローを生むことになるが、株主と経営者のインプットは元々それぞれ当事者の所有物であり、自分達が会社に投入した資産に対するリターンを期待している。つまりところ企業の純キャッシュ・フローは、(1)配当と自己株取得による株主への払い戻し、(2)事業への再投資、(3)経営者の私的便益の3方向に分配され、この分配方法は株主と経営者の交渉力によって決定される。株主は保有比率を背景に経営者へのモニタリングを効かせることによってその交渉力を高めることができるが、あまりに過剰なモニタリングを行うと経営者のモチベーションを低下させてしまうため必ずしも企業価値の向上は望めなくなる。株主は究極的には企業の資産の一部もしくは全部を経営者から剥奪する権利（残余コントロール権）を有している一方で、経営者と従業員は自分達が企業から去ることによって企業特殊化した人的資本を持ち去ることができるのである<sup>11</sup>。

Myers [2000] は、このような株主と経営者のトレードオフを調整する手段が固定的な配当政策であると主張する。すなわち経営者が株主資本コストに見合った配当総額を毎期支払い続ける限り、株主の将来配当に対する期待は安定化し、株主は現経営者による企業活

<sup>10</sup> ここでいうキャッシュフローとは通常の役員報酬や従業員の給与を含む全ての経費を差し引いた純キャッシュフローを意味していることに留意しなければならない。

<sup>11</sup> いわゆる不完備契約アプローチにおける残余コントロール権については、Hart (1995)を参照。

動の継続を認め経営者の罷免を含む経営への介入を行わないよう意思決定する。おそらく新規の資金調達についても、株主資本コストに見合う配当が支払われ続けると期待される限り株主は応じるであろう。他方、経営者は、株主資本コストに見合った配当総額を支払い続ける限り株主の介入を防ぐことができ、企業特殊的な人的資本を投入して経営効率を高め、その結果として私的便益を確保する。配当は自ずと固定的となるが、そうした固定的配当政策を継続できる限り、経営者の企業特殊的な人的資本投入を行うインセンティブが保持され、株主はそうした経営者のインセンティブを活用しながら株主資本コストに見合った投資収益を確保するのである。

#### 4.2. 倉澤 [2004] にみる経営者の自由裁量と企業経営の効率性

倉澤 [2004] はこれまで伝統的に主張されてきた企業金融論における経営者の役割に対して一石を投じたものである。倉澤 [2004] は、企業経営の意思決定すべてを経営者に委ねるならば効率的な経営がもたらされ、株主に意思決定権を与えると効率的企業経営は達成されない可能性を主張する。ここでは、株主と経営者の利害の不一致によって企業経営の効率性が損なわれる原因を次の基本的要因から説明している。すなわち経営者の企業努力や企業特殊的な人的資本への投資から生まれる収益の一部が株主にも分配されてしまう問題、あるいは経営者による私的便益の費消が株主への分配可能な利益を犠牲にしているという問題である。そして、これらの問題は経営者に利益分配の意思決定を全て委ねることによって解消するとしている。経営者のモチベーションに着眼し、経営者に自由裁量を与えることが直ちに企業価値の毀損に結びつくのではなく、経営者は自らの利益にかなう限りにおいて自己を規律付けするような方策が選択され、結果として効率的な経営が実現するという理論モデルを提唱している。

倉澤 [2004] は、安定配当の経済合理性を主張する。配当の意思決定のすべてが経営者にあり、株主が全く口を出せないという状況において、もし経営者が株主を犠牲にして分配可能利益を私的便益のみに費消したとしたら株式による資金調達コストは極めて高いものになる。そこで、経営者は資金提供者である株主に対して正当な見返りを支払うことを確信させなければならないが、そのためには長期間に渡って安定的な配当を払い続けることが有効な手段となる。過去何年にも渡って安定的な配当を支払った実績が株式による資金調達コストを大幅に軽減するとしている。他方、企業が利益を獲得すればするだけすべてを配当として株主に配分してしまうと経営者の企業努力や企業特殊的な人的資本への投資が行われなくなり、やがて企業価値が毀損されてしまうのである。

#### 4.3. 本研究の仮説「経営能力評価仮説」

伝統的な企業金融論においては経営者の役割は株主利益の最大化という単純な帰結以外には行き着かず、あたかも経営者はひたすら株主のために働く無機質な存在にしか見えない。しかし、Myers [2000] と倉澤 [2004] が教えるように実際には企業の付加価値を創造

しているのは経営者が有する無形の能力であることが多い。私的便益を経営者と享受しないという意味での外部株主は株主資本を企業に投資するが、経営者は人的資本である経営能力を投下しており、その意味で何らかのリターンを求めて外部株主と交渉できる立場にある。そして固定的な配当政策の維持は、それから逸脱すれば外部株主の経営介入を招くという圧力の下で経営者が十分な経営能力を投下していることのシグナルとなる<sup>12</sup>。

外部株主は自らリスクマネーを企業に投資している以上、投資先企業からリターンを獲得するためには経営者にその経営能力を存分に発揮させ、企業価値自体を拡大させなければならない。経営者の経営能力が投下され、それが収益に結びついたときに株主はその収益の全てを配当として獲得するのではなく、経営者にインセンティブを与えるため収益の一部のみを配当として受け取ることを選択する。経営者がインセンティブを失い、企業の収益が低下すると株主の長期的利得は期待できないからである。むしろ株主は、利益増によってキャッシュが増加した場合、経営能力や従業員の技術力等の企業特殊的能力を引き出すためのインセンティブとして内部留保することを容認し、その残りを配当として受け取る。そして、次の期も株主として投資を継続するであろう。これが企業が必ずしも配当を利益に100%連動させない理由である。

一方、経営者は無配にして獲得した利益の全てを自らの利得としてしまうと次の期に外部株主は継続して投資することをやめ外部株主の介入を招く可能性が高まるので、いくらかの配当を支払おうとする。経営者が無配を避ける理由はここにある。では、無配にしないとすればどの程度の配当を支払うことが経営者にとって妥当であろうか。もし外部株主が経営者の能力や従業員の技術力など企業特殊的能力に着目しているならば、経営者が支払う配当水準は自分の能力が十分に投下されていることを外部株主に確信させ、外部株主に次の期も継続して投資を促すに足りる水準にとどまるはずである。つまり経営者は必ずしも獲得した利益に応じた配当を支払う必要はない。以上のような考え方にに基づき、われわれは外部株主が株主構成の中で相対的に高い比率を占める企業は、利益と配当の連動性が低く、むしろ配当政策は粘着的になる、という仮説を設定する。言い換えれば、これは、外部株主は収益に連動した配当を常に要求するのではなく、経営者能力や従業員が有する企業特殊的能力を評価するという現実を説明するための仮説である。われわれはこの仮説を「経営能力評価仮説」と呼ぶ。

## 5. リサーチ・デザイン

### 5.1. 変数の特定

さて、「経営能力評価仮説」の検証にあたっては、日本企業の株主構成において Myers [2000] や倉澤 [2004] で想定されている外部株主に最も近い存在を特定する必要がある。Myers [2000] や倉澤 [2004] で想定されている外部株主の要件は以下のように整理できる

---

<sup>12</sup> 「投資家の介入を阻止するための配当」という議論は、Zwiebel[1996]やMyers[2000]の中でも展開されている。

であろう。すなわち、(1)企業を純粋な投資対象として認識し、経営者が企業価値を向上させることによって自らの投資収益を享受することが可能であり、これを期待している、(2)企業の内部情報にアクセスできず、企業との間に情報の非対称性が明確に存在する、(3)経営者の私的便益に該当するものがない、の三要件である。

われわれは有価証券報告書の「株式等の状況」に記載されている「所有者別状況」から得られる企業の株主属性に着目をした。ここで分類されている株主の属性は、「政府及び地方公共団体」、「金融機関」、「証券会社」、「その他法人」、「外国法人等」、「外国法人等のうち個人」、「個人その他」の7類型である。この中からわれわれが想定する外部株主をできる限り高い純度で抽出する必要がある。日本企業の株主には、企業同士の持ち合いやメインバンクと言われる取引銀行、地方自治体といった明らかに純粋な外部株主とは認められない属性を持つ株主が多く含まれており多様である。政府及び地方公共団体、金融機関、その他法人がこれにあたるであろう。証券会社の保有理由も様々であるが、証券会社の自己売買部門によって期末に持ち越された株式が主にこのカテゴリーに含まれており、これも外部株主とは言えない。

この中で外国法人等というカテゴリーに属する所有者は、親会社が外国法人である企業を除けばほぼ全てが非居住者のカストディアン・バンクである<sup>13</sup>。これらカストディアン・バンクの背景には、カストディアン・バンクと契約し、直接的に投資の意思決定を行う非居住者の投資顧問会社が存在している。すなわち当該企業を純粋な投資対象として保有している株主である<sup>14</sup>。本研究では、外国法人等に分類されているいわゆる外国人株主はわれわれが想定した外部株主に最も近い存在であると考ええる。その理由として、第一に彼らは典型的な機関投資家といえるが、機関投資家には受託者責任があるため受託者に対して一貫性ある行動を客観的に説明する義務を負っている。つまり純粋に投資目的として株式を保有し、より高い経済合理性に基づいた行動を採ることが期待できる。第二に外国人株主は国内の投資家に比べて情報の非対称性が高いと考えられる<sup>15</sup>。少なくとも取引先金融機関や持ち合い先企業とは異なり、日本企業のビジネス上のネットワークから隔離され、経営者とビジネスの関わりが全くない存在である。日本企業の株主構成の中には国内の機関投資家も含まれており、外国人株主以外にももちろん上記第一の条件を満たす株主が存在する。しかし、できる限り忠実に外部株主のみを取り出すためには第二の条件が必要であることと、株主名簿の開示内容から純粋な国内機関投資家のみを特定して抽出するには大きな誤差が生じるため分析へのバイアスを完全には排除できないという問題がある。そこで、外国人株主はわれわれの仮説を検証する上で最も外部株主に近い存在であると考ええる。

<sup>13</sup> 証券の保管機関を意味し、ステート・ストリート、チェース、バンク・オブ・ニューヨークといった名義で株主名簿に記載されている。カストディアンは投資顧問会社との契約によって、証券の保管業務だけではなく、元入金・配当金の代理受領、預り運用資産の受渡し決済、運用成績の管理など広範囲な業務を行っている。

<sup>14</sup> さらに、これら投資顧問会社の背景に存在しているのは投資顧問会社と契約を締結して運用を委託している年金基金がほとんどであり、いわば資金の出し手ということになる。年金基金の中にはインハウスで直接運用を行うものもあるが、一般的には委託契約に基づいて投資顧問会社が議決権行使も含めた投資の意思決定を行う主体であると考えられる。

<sup>15</sup> Kang/Stulz[1997]は、日本の株式市場における外国人投資家の情報劣位の可能性を報告している。



一方、外国人株主という属性とは対照的な存在にあると考えられるのが金融機関であろう。企業の取引先金融機関は大株主であると同時に債権者として投資先企業の経営に深く関与し、大きな影響を及ぼしている。われわれは外部株主の典型的存在を外国人株主に求めるかわらで金融機関をそのベンチマークとして分析対象に加えることとした。われわれが着目した金融機関株主の特徴を整理すると以下のようなだろう。第一に、金融機関は債権者として企業の監視に対する強いインセンティブを持ち、また現実には内部情報にアクセス可能なチャンネルを有している。このことから外国人株主に比べて情報の非対称性は相当に低いと言える<sup>16</sup>。言い換えれば、企業にとって、金融機関は外部株主のように長期安定的な配当を支払うことによって継続的に株主としてとどまることを促す必要性が低いと言える。第二に、金融機関は債権者としての利害を優先しているとする、基本的にはリスクの低い安全な投資計画を好むはずである。そこで企業が利益を獲得しキャッシュが蓄積されれば、配当によってそうしたキャッシュを吸い上げることで、(純現在価値は正であっても)リスクの高い投資が採用されるのを妨げようとするかしない<sup>17</sup>。第三に、金融機関による企業の情報独占である。企業にとって、自社の貸付業務を担っている主力銀行を他の銀行にスイッチするためのコストは高くつく。そのため金融機関は取引先企業の情報面においては独占状態にある。金融機関はそうした情報独占を背景として独占的レント(利潤)を獲得するインセンティブを持ち、配当を独占的レントを引き出す手段とするかもしれない<sup>18</sup>。もしそうならば、金融機関は企業の利益が拡大したときには、それに応じた配当を要求することになる。以上のことから、金融機関の保有比率が高い企業の配当は、外部株主の保有比率が高い企業の配当に比べると、より利益に連動して支払われると予想することが可能である。

次に分析の方法であるが、「経営能力評価仮説」では外部株主の比率が高まった企業は利益と配当の連動性が低いことを検証する必要がある。これを検証するためには日本企業の配当と利益の連動性を測定する実証モデルが必要である。本研究は、Jensen[1986]のフリー・キャッシュ・フロー仮説に基づいて日本企業の配当行動を分析した宮川 [2007] による実証回帰モデルを参考にする。宮川 [2007] によれば、2001年から2005年の東証一部上場企業を対象とした場合、5年間の配当変化率は売上高成長率、当期利益成長率、ROAに対して有意に正の関係があり、負債比率に対しては有意に負の関係にあることが知られている。宮川 [2007] の実証結果は、経営者は売上や利益が成長し、また資産効率が改善することによってフリーキャッシュフローの蓄積を予想するとエイジェンシーコスト削減のため自らより多くの配当を出す、また負債比率が増すと負債の規律付け効果が高まるので配当増によるフリーキャッシュフローの圧縮の必要性が低下する、といったことを示唆している。

<sup>16</sup> 銀行の顧客企業に関する情報生産機能については多くの文献がある。クラシックとしてDiamond [1984]を参照。

<sup>17</sup> Weinstein/Yafeh [1998]は、実際に日本の銀行が顧客企業に対して低リスク投資を嗜好していた実証結果を報告している。

<sup>18</sup> 銀行の情報的独占の問題については、Rajan[1992]を参照。

本研究では、宮川 [2007] に倣って従属変数を 5 年間の配当変化率と置き、利益とキャッシュフローに関連する変数を独立変数とする回帰式を推定する。まず、利益拡大の代理変数を分析対象期間 5 年間の当期利益成長率とし、短期的に保有しているキャッシュ・フローの代理変数を手元流動性とした。手元流動性は換金性が極めて高い資産であり、企業の短期的な支払い能力を示すことからキャッシュ・フローが潤沢か否かを的確に表すことが可能である。また利益拡大と同時に企業の投資効率が高まればフリーキャッシュフローの蓄積が予想されることから、投資効率の代理変数として特定の投資に対して経営者がどの程度の利益を生み出しているかを表した指標である投資収益率(ROI)を用いることとした。この指標が高まると企業内部にはキャッシュ・フローが蓄積し始めると想定され、本研究の分析目的には適した指標であると考えた。一方、投資収益率(ROI)は個別の投資案件に着目した収益性の指標だが、これに対してより全社的な視点から資産効率を評価するため、投資収益率 (ROI) の代替変数として総資産利益率(ROA)も独立変数に用いた。総資産利益率(ROA)は、Grullon/Michaely/Swaminathan [2002]が提唱した配当の成熟性仮説で検証に用いられた変数でもある<sup>19</sup>。最後に、経営者に対する規律付けの指標として負債比率も独立変数に加える。

## 5.2. 定式化とデータセット

経営能力評価仮説は、「外部株主の属性を最も備えた株主によって多く保有されている企業では、そうではない企業と比べて利益に対する配当の感応度が低下する」ことを含意している。ここではこれを検証するために以下の回帰式を考える。なお、配当の意思決定は 5 年間の長期的な財務指標の特性に影響されると考える。

$$\begin{aligned} \Delta DIV_i = & \alpha + \beta_1 \cdot STL_i + \beta_2 \cdot PG_i + \beta_3 \cdot DER_i + \beta_4 \cdot ROI_i \\ & + \beta_5 \cdot ROI_i \cdot GAID_i + \beta_6 \cdot ROI_i \cdot BANKD_i + \tilde{u}_i \end{aligned} \quad \dots(1)$$

各変数の具体的な定義は以下の通り。従属変数は、企業  $i$  の 5 年間の平均年率配当変化率  $\Delta DIV_i$  である。この変数は、各企業のキャッシュフロー計算書の中の財務活動によるキャッシュフローから抽出した配当金の支払金額の絶対額を元に 5 年間の幾何平均変化率を計算することで求められる。手元流動性比率 ( $STL_i$ ) は、企業  $i$  の手元流動性を売上高で割って標準化した数値について同 5 年間の単純平均を求めている。当期利益成長率 ( $PG_i$ ) は、やはり同 5 年間の当期利益における幾何平均成長率を計算する。負債比率 ( $DER_i$ ) は、同 5 年間の負債比率の単純平均である。投資収益率 ( $ROI_i$ ) は、分子を事業利益 (営業利益 + 受取利息・配当金)、分母を期中平均の総資産と純流動資産の差として計算した単年度投資収益率の同 5

<sup>19</sup> 成熟性仮説は企業が成熟期に近づくにつれて積極的な株主還元を行うという理論であり、利益率の安定が社内の現金蓄積をもたらし、結果として経営者は配当を高めることによって株主還元を行うインセンティブが高まるというものである(Grullon/Michaely/Swaminathan [2002])。

年間の単純平均である。なお投資収益率の代替的な変数として総資産利益率( $ROA_i$ )を用いるが、この変数は事業利益（営業利益＋受取利息・配当金）を期中平均使用総資本で除して算出した数値について5年間の単純平均を計算したものをを用いる。また外国人株主保有比率ダミー( $GAI D_{ave,i}$ )と金融機関保有比率ダミー( $BANK D_{ave,i}$ )は、それぞれ5年間平均保有比率が25%以上を超える企業については1、そうでない企業については0の値をとるダミー変数である。さらに感度分析の目的から、外国人株主保有比率、金融機関保有比率ともにカットオフ値を30%以上としたダミー変数も用いている。最後に、 $\beta_k (k=1, \dots, k)$ は推計される各パラメータ、 $\tilde{u}_i$ は誤差項である。このように各変数には5年平均の値を使用しており、(1)式は基本的にクロスセクション回帰式である。

ここで、期待される符合について解説をしておきたい。フリー・キャッシュ・フロー仮説に基づけば、企業の収益性が拡大してキャッシュの蓄積が予想されると配当は増加するはずである。したがって、手元流動性比率(STL)、当期利益成長率(PG)、投資収益率(ROI)、総資産利益率(ROA)にかかる係数は正、また負債の経営者に対するモニタリング効果が配当のモニタリング効果を代替すると考えれば負債比率(DER)にかかる係数は負が期待される。注目すべきは交差項である。経営者能力評価仮説では、外国人株主に多く保有されている企業の配当政策は粘着的になり、利益に対する感度が低下することになる。したがって外国人株主保有比率ダミー変数(GAID)と投資収益率(ROI)、あるいは総資産利益率(ROA)との交差項にかかる係数は負が期待される。他方、金融機関保有比率の高い企業では、特に配当の利益に対する感度が低下するとは予想されないので、交差項の係数は有意にゼロから異ならないはずである。

本研究において分析対象とする企業は、2001年から2005年間に東京証券取引所第一部に継続して上場し、その間の財務データが取得可能な企業である(金融を除く)。2001年から2005年という期間は会計ビッグバンを始めとして日本の資本市場が制度面において極めて大きな変革を経験した以降の時期である。従って株主によるモニタリングと企業による配当政策についての新しい意識を観察するのに適正であると考えられる。

また、5年間の年率による変化を観察しようとしたのは前出のリントナーの部分調整モデル(Lintner [1956])を参考にしたものである。リントナー・モデルは以下の式で表すことができる。

$$D_{it} - D_{i(t-1)} = a_i + c_t (D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad \dots(2)$$

ここで、 $D_{it}^*$ は企業*i*の期間*t*における配当の目標値(目標配当性向と直近利益の積)、 $D_{it}$ は期間*t*における実際の配当、 $a_i$ は定数項、 $c_t$ は調整係数、 $u_{it}$ は誤差項である。リントナーはこのモデルによって、実際には配当の意思決定は四半期など短期の状況を考慮して行われるのではなく安定的にしか推移せず、配当額は直近の利益の傾向値からの乖離に対して部分的にしか調整しないことを示した。そこで本研究では5年間という中期的な企業の

収益力と株主属性が 5 年間の配当成長率に影響を与えるということを仮説として定式化を試みた。多くの企業が 3 年間ないし 5 年間の経営計画を策定している事実を見るに 5 年間という期間は企業の意思決定を見る一つのサイクルとして妥当であると考えられる。

分析に必要な財務データは『NEEDS-CD ROM 日経財務データ DVD 版』(日本経済新聞社)から収集した。サンプルには、まず以下の要件を満たす企業を抽出した。

- ① 2001 年から 2005 年まで継続して東京証券取引所第一部に上場し、その期間の各年度について配当を含む財務データならびに株主属性データが取得可能であること(一部の財務データに関しては 2000 年度から取得が可能であること。これは当分析に用いた財務指標における貸借対照表勘定はすべて期首期末平均を採用しているため)。ただし金融業の企業は除く。
- ② サンプル期間中の赤字企業は除いている。その理由は、赤字企業は最適な配当政策を自由に決める余地が限られており、企業の意思決定が正確に反映されず、データにバイアスがかかる可能性がある。
- ③ 5 年間の配当変化率が年率平均で計測可能であること。すなわち分析初年度が無配の企業は計測不能であることからこれを便宜上異常値と看做して除いている。

これらの条件を満たす企業として 1248 社が選ばれた。使用する変数について異常値修正を行い、さらに外国人株主の中から明らかに外国籍の事業会社が親会社兼筆頭大株主として存在している場合には該当する企業を除き、最終的に 1,241 社を分析用のサンプルとした。本研究では、これを「基本サンプル」と呼ぶことにする。

## 6. 検証結果

### 6.1. 基本統計量

表 1 は分析に用いる各変数の基本統計量を示したものである。パネル A の「基本サンプル」を見ると 2001 年から 2005 年の分析期間に配当は年率平均約 6.8% の成長を遂げている。また最大では 5 年間年率平均で約 2.4 倍に配当を増やした企業があることが確認できる。なお最低値が -100% になっているのは無配に転落した企業を意味している。配当以外の変数の最大値と最小値を眺めてみると変数によっては幅広い分布となっていることがわかる。5 年間という中期の平均的状況を捉えた数値だが、言うまでもなく各企業によって経営状況は大きく異なるようである。しかし、各変数の平均値と中央値に注目するとおおむね近似していることが確認できる。これは各変数の分布に大きな偏りがなく、対称分布となっていることを示しており、今からこれらのデータを使用して回帰分析を行うことに問題がない

と判断される。

パネル B は外国人株主の保有比率が 25%を超える企業のみを対象としたサンプルである。パネル B を「外国人 25%サンプル」と呼ぶことにする。25%サンプルで注目すべきは配当変化率の平均が 11.6%と全体サンプルの 6.8%に比較して高いことである。同じ期間であっても外国人保有比率の高い企業は配当を成長させてきたと言えるだろう。

#### ※（表 1）をこのあたりに挿入

次に表 2 は、分析に使用される変数間の相関係数を基本サンプルについて示したものである。表 2 において従属変数である配当変化率の欄を縦に見ると負債比率と銀行保有比率を除いて他の独立変数が正の関係にあることがわかる。利益成長や資産効率の指標が配当変化率に対して正の関係にあり、負債比率が負の関係にあることは予想した通りとなっている。さらに独立変数間の相関係数を確認しておきたい。独立変数間の相関が高いと多重共線性の問題が生起するからである。表 2 を見ると投資収益率(ROI)と総資産利益率(ROA)の相関が 0.895 と突出して高いが、それ以外については特に問題のない範囲であると判断する。これ以降の分析においては、投資収益率(ROI)と総資産利益率(ROA)を独立変数として同時に両変数をとともに含んだ式の推定に使用することを予定していないので、本分析において多重共線性の問題は軽微であると判断して分析を進めることにする。

#### ※（表 2）をこのあたりに挿入

### 6.2. 回帰モデルの推定結果

さっそく推定結果を見てみよう。表 3 は、投資収益率(ROI)を独立変数に含んだ本研究における基本式の推定結果である。それぞれ各独立変数に関する係数の推定値とともに、その符号が統計的に有意であるかどうかを示す t 値が記載されている。t 値に付されているアスタリスクは、「\*\*」が 1%水準で有意であることを、「\*」は 5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。また、サンプル数の上にある「Adjusted R-squared」は自由度調整済み決定係数であり、回帰モデルに含められた複数の独立変数によって 5 年間の配当変化率のバラツキをどの程度説明することができるかを表す。なお、これ以降の本研究における重回帰分析は、すべてホワイト (White[1980]) による不均一分散について調整した標準誤差を用いている。

まず、パネル A のモデル①を見てみよう。このモデルはフリー・キャッシュ・フロー仮説を検証するためのモデルである。手元流動性以外の係数はすべて 1%水準で有意であることが確認された。当期利益成長率と ROI は配当変化率に対して有意に正の関係があり、負債比率は有意に負の関係があることがわかる。日本企業の配当政策はそれぞれの企業の財務特性に影響を受けており、収益性が高まることでキャッシュの蓄積が予想されると配当を

増やしているという事実が確認された。また負債によるモニタリング効果が存在することも裏付けられる。以上はフリー・キャッシュ・フロー仮説を支持する結果である。

次に本研究の注目変数である 5 行目と 6 行目の交差項の結果を確認したい。パネル A のモデル②と③が外国人保有比率に基づくダミー変数と ROI の交差項であり、パネル B のモデル④とモデル⑤が金融機関保有比率に基づくダミー変数と ROI の交差項である。手元流動性を除くすべての変数に関して 1%水準で有意な結果が得られ、外国人保有比率ダミーの交差項の係数は 1%水準で有意に負を示している。つまり、分析対象期間における日本企業の配当は ROI が高まると有意に高まるが、外国人保有比率が高い企業では ROI と配当の連動性は低下することを証拠付けた結果であり、本研究の仮説と整合的な結論が得られたことになる。また、外国人株主の保有比率を 25%ではなく 30%で区切るとわずかではあるが係数が-0.362 から-0.411 と外国人 30%サンプルの方が係数の低下の程度が大きくなっていることがわかる。さらに、モデル④とモデル⑤によって金融機関保有比率の影響に関する推定結果が得られている。利益、負債比率、ROI は予想した符号で有意であるが、金融機関保有比率に関する交差項はともに非有意である。以上のことから本研究の仮説が示した通り企業の株主構成の属性による違いは配当政策に影響を与えているということが明らかである。フリー・キャッシュ・フロー仮説を背景に配当は利益と連動して変化するが、外部株主の保有割合が増えるとその連動性は低下し、一方、金融機関は影響を与えないということが証拠付けられた結果である。

#### ※ (表 3) をこのあたりに挿入

表 4 は、ROI ではなく ROA を独立変数に含めた推計式の検証結果である。個別の投資収益に着目した指標である ROI を全社レベルの資産効率を評価する ROA に替えて分析を行っても同様の結果が得られたことを示している。表 4 のパネル A のモデル⑦が外国人 25%ダミーを用いた推計結果であり、5%水準で有意に負の結果を得た。また、モデル⑧の外国人 30%ダミーを用いた推計結果では 10%有意水準でのみ負の結果となった。またパネル B は金融機関 25%ダミーと金融機関 30%ダミーを用いた結果であるが、表 3 の検証と同様に有意な結果は得られていない。

表 5 は、外国人保有比率に基づくダミーとの交差項と金融機関保有比率に基づくダミーとの交差項の二つを同時に含めた回帰式の推定結果である。モデル⑩が外国人保有比率と金融機関保有比率それぞれ 25%ダミー、モデル⑪が 30%ダミーを用いた結果である。いずれのサンプルを用いてもこれまで検証してきたものと同様の結果が得られている。

#### ※ (表 4) と (表 5) をこのあたりに挿入

## 7. おわりに

本研究で実証した「経営能力評価仮説」とは、外部株主は経営者や従業員の能力を評価し、経営者の裁量を尊重するため「外部株主が相当量の株式を保有する企業では、配当は利益やキャッシュ・フローの増減に強く連動しない」というものであった。仮説検証の前提となる株主として、Myers[2000]や倉澤[2004]のモデルに登場するような外部株主を想定し、企業の株主名簿から外国人株主を抽出した。また、同時に外国人株主のベンチマークとして金融機関を設定した。

まず本研究では、企業の配当が利益と連動することを確認するため、2001年から2005年の東証一部上場企業を対象に配当変化率を従属変数、手元流動性比率、当期利益成長率、負債比率、投下資本利益率(ROI)（あるいは資産利益率(ROA)）を独立変数とする重回帰分析を行った。その結果、当期利益成長率、負債比率、ROI(ROA)が配当変化率に有意に正の影響を及ぼし、負債比率が配当変化率と有意に負の関係にあるとの検証結果を得た。これは企業の利益が拡大し、キャッシュが蓄積される可能性が高まると企業は配当を増やすということを証拠付けている。また、負債によるモニタリング効果の存在を裏付ける結果でもある。以上はフリー・キャッシュ・フロー仮説を支持する結果となっている。

次に、上記分析で使用した回帰式に、外国人保有比率ダミーとROI(ROA)との交差項、金融機関保有比率ダミーとROI(ROA)との交差項を加えて再度重回帰分析を行った。その結果、外国人保有比率ダミーの交差項の係数が有意に負となり、外国人保有比率が高まると配当のROI(ROA)との連動性は低下することが示された。また、金融機関ダミーの交差項と配当変化率との間には有意な関係が確認できなかった。外国人と金融機関の保有比率は25%水準と30%水準にサンプルを分類して検証を行ったが、外国人株主保有比率に関しては25%水準でよりこの傾向が高まることが確認された。

以上の検証結果は、日本企業の配当は収益性指標と有意に正の関係を持つ、すなわち利益と配当が連動して変化しているが、外部株主の保有割合が増えると利益と配当の連動性は失われ、また金融機関が多い企業ではその連動性は依然として高いという事実を証拠付けるものである。この結果は、われわれが設定した「経営能力評価仮説」を支持する内容であると言える。「経営能力評価仮説」では、外部株主は経営者の経営能力や従業員のノウハウ等企業が固有に持つ企業特殊的能力に着目するため、必ずしも利益に連動した配当を要求するのではなくむしろそのような能力を惹き出すよう経営者の裁量を尊重することが合理的であると考えられる。

配当が多いほど企業価値が高いと議論したのはGordon(1959)の配当割引モデルである。Gordon(1959)は経営者が実施する投資の効果には不確実性が高いということに注目し、投資の不確実性が割引率を上昇させると考えた。不確実な投資を行って割引率を上昇させるより将来の配当を増加させることが企業価値を拡大すると訴えたのである。これを批判し

たのが MM 理論であった。MM は投資政策を所与とすれば配当政策が企業価値と独立であることを証明した。つまり企業価値を創造する要素は配当ではなく投資政策であると訴えたのである。そもそも投資が行われなければ将来の配当の原資も生まれまいであろうし、投資政策が企業の価値を創造し、創造された価値を配当政策が分配するという考え方もある。しかし配当政策については、分配された配当の多寡以外に別の経済的な意味があり、株主と経営者が配当政策を利用することによって、経営者の経営努力へのインセンティブを保持し企業価値を高めようとするというのが本研究におけるわれわれの考え方であった。

企業価値を直接創造する投資政策とその効果は経営者や従業員が有する固有の能力が背景となるはずである。外部環境を的確に予測し、どのようなタイミングでどこに投資をすべきかという判断は事業を知り尽くしたトップマネジメントの能力がなければなし得ない。また、的確な判断のもとに行われた投資を実際に利益として結実させるのは従業員の努力であり、従業員の能力を開発し、結集させるには高い経営能力が求められる。企業価値の拡大はそのような能力が備わった経営者と従業員が自らの能力を最大限に発揮できるかどうか依存している。株主は経営能力を評価軸として経営者の裁量の幅を決定し、その裁量の幅は株主と経営者の間で配当を利用することによって確認されていると考えられる。

経営者とは株主によって投下された資本を成長させることを使命とした経済主体であると考えられる。そのような主体として相応しい能力を持った経営者が努力を傾けて事業を拡大することは経済活動全体の拡大に貢献することになる。一方、このような厚生を実現するため、株主とは資本を提供するとともに経営者の投資プロセスを監視することによって、無駄を排除してより効率的な事業経営を促進させる主体であると考えられる。当然のことではあるが、このように考えれば株主と経営者両者の利害はそれぞれ経済全体の利害と一致している。しかし、株主と経営者双方の利害はトレードオフの関係にある。すなわち株主の監視がなければ経営者は必ずしも効率的な行動のみを選択するとは限らない。最悪の場合は資本を浪費することによって企業価値を毀損する可能性もある。これがエイジェンシー理論である。その一方で、あまりにも株主の監視と介入が過剰になると経営者のモチベーションは低下し、その能力を十分に発揮できなくなる。最悪の場合はその企業に特化した人的資本を持ち去ることによって企業価値を毀損する可能性もある。本研究における「経営能力評価仮説」は、このトレードオフを配当政策という視点から実証的に把握する切り口を提供する。

経営者のモチベーションが企業価値の拡大に大きく貢献するような環境にある企業では、配当は一定の水準に粘着して残りのキャッシュの用途は経営者の裁量に任されるようになる。しかし、株主による監視が企業価値の維持にとってより重要な企業においては、配当は利益に連動して変化する。われわれはこの粘着型の配当と柔軟型の配当を株主の属性に着目して分析を行った。一定の結論を導き出す幸運に恵まれたが、株主の属性のみを分析対象としたことは一面的と言わざるを得ない。企業が属する産業構造や個別企業の成長ステージ等多くの要素が考えられるであろう。これらの要素の重要性に関する分析は、今後



の研究課題としたい。

#### 【参考文献】

- 石川博行(2001a, 2002a)「企業価値評価における配当の役割(1)(2)」『経営研究』、52(3)、pp.55-84、52(4)、pp.125-154.
- 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)「わが国企業における株主還元策の決定要因」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-6.
- 岡崎哲二 (1999)『持ち株会社の歴史－財閥と企業統治』筑摩書房.
- 岡崎哲二 (2005) 「株式会社と銀行」、『日本の企業システム』伊丹敬之他編、有斐閣、pp.259-279.
- 落合孝彦 (2004) 「安定配当政策の形成過程における 10%基準の意義と役割」、『青森公立大学経営経済学研究』、青森公立大学、10(1)、pp.39-49.
- 倉澤資成 (2004) 「企業金融論における経営者の役割」、『フィナンシャル・レビュー (March-2004)』、大蔵省財政金融研究所、pp.79-102.
- 松浦克己 (2001) 「雇用削減と減配・無配の関係」、『フィナンシャル・レビュー (December-2001)』、大蔵省財政金融研究所、pp.106-138.
- 宮川壽夫 (2007)『エイジェンシー理論から見た日本企業の配当政策に関する研究』、筑波大学修士論文.
- 米澤康博、松浦義昭 (2000) 「わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える影響」、『変革期の金融市場』、日本評論社、pp.25-49.
- 米澤康博、佐々木隆文 (2001) 「コーポレート・ガバナンスと過剰投資問題」、『フィナンシャル・レビュー(December-2001)』、大蔵省財政金融研究所、pp.90-105.
- 商事法務 (2007)『株主総会白書 (2007年版)』、「旬刊商事法務」、2007年11月30日、臨時増刊号、No.1817.
- 生命保険協会 (2007) 「株式価値向上に向けた取り組みについて」、『平成18年度 生命保険協会アンケート調査』、2006年12月16日公表.
- 財務総合政策研究所 (財務省) 「法人企業統計調査」.
- Allen, F. , and R. Michaely, (2003) “Payout Policy,” *Hand Book of the Economic of Finance*, pp337-429.
- Bhattacharaya, S. (1979) “ImPerfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy,” *Bell Journal of Economics* 10(1), pp. 259-270.
- Dewenter, L., and V. Warther (1998) “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts; Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms,” *Journal of*

- Finance*, 53, pp. 879-904.
- Diamond, D. (1984) "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies* 51, 393– 414.
- Elton, E, and M Gruber (1970) "Marginal stockholders' tax rates and the clientele effect," *Review of Economic and Statistics* 52, pp.68-74.
- Fama, E., and H. Babiak (1968) "Dividend policy : An Empirical Analysis," *Journal of the American Statistical Association*, 63, pp. 123-161.
- Fama, E., and K. French (2002) "Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt," *Review of Financial Studies*, 15, pp. 1-33.
- Grullon, G, R.Michaely and B.Swaminathan (2002) "Are dividend changes a sign of firm maturity?," *The Journal of Business* 75 , pp. 387-424.
- Grossman, S. I .,and D.D.Hart (1980) "Takeover bids the free-rider problem, and the theory of the corporation," *Bell Journal of Economics* 11 , pp. 42-54.
- Hart, O. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- Jensen, Michael (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic review*, pp.323-329.
- Jensen, M., and Meckling, W. (1976) "Theory of the firm Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp 305-360.
- Kang, J.-K. and R. Stulz (1997) "Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan," *Journal of Financial Economics* 46, 3-28.
- Kato, Hideaki,, Loewenstein, Uri, and Tsay, Wenyuh (2002) "Dividend policy, cash flow, and investment in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal* 10 (2002), pp 443-473.
- Lang, L.H.P., and R.H. Litzenberger (1989) "Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis," *Journal of Financial Economics* 24(1), pp. 181-192.
- Lie, E. (2000) "Excess funds and the agency problems: an empirical study of incremental disbursements," *Review of Financial studies* 13(1), pp. 219-248.
- Lintner, J, (1956) "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, 46, pp. 97-113.
- Long Jr, J. B. (1978) "The market valuation of cash dividends: a case to consider," *Journal of Financial Economics* 6(2/3) pp.235-264.
- Miller, M., H. and F. Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, pp.411-433.
- Miller, M., and M. Scholes (1978) "Dividends and Taxes," *Journal of Financial Economics* 6 pp.233-264.
- Miller, M., and K. Rock (1985) "Dividend policy under asymmetric information," *Journal of Finance* 40(4) pp.1031-1051.

- Modigliani, Franco and Merton H, Miller (1958) "The cost Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, No3. pp.575-592.
- Myers, S.C. (2000) "Outside Equity," *The Journal of Finance* vol. 55(3), pp1005-1037.
- Rajan, R. (1992) "Insiders and Outsiders: The Choice between Relationship and Arm's Length Debt," *Journal of Finance* 47, pp.1367– 1400.
- Yoon P.S., and L.Starks (1995) "Signaling investment opportunities, and dividend announcements," *Review of Financial Studies* 8(4), pp.995-1018.
- Weinstein, D.E., and Yafeh, Y. (1998) "On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance* 53, pp.635– 762.
- White, H. (1980) "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, 48(4), pp.817-838.
- Zwiebel, J. (1996) "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment", *American Economic Review* 86, p1197-1215.

(表1) 主要変数の基本統計量

## パネルA: 全サンプル企業

	配当成長率 ( $\Delta DIV$ )	手元流動性比率 ( $STL$ )	当期利益成長率 ( $PG$ )	負債比率 ( $DER$ )	総資産利益率 ( $ROA$ )	投資収益率 ( $ROI$ )	外国人保有比率 ( $GAI$ )	金融機関保有比率 ( $BANK$ )
平均値	6.80	2.79	-4.77	201.41	6.06	8.54	9.74	29.77
メディアン	6.27	1.51	3.82	117.82	5.08	5.96	6.87	28.93
最大値	239.74	71.68	284.37	6862.93	34.90	86.31	47.66	62.45
最小値	-100.00	0.02	-326.34	6.65	-2.83	-4.44	0.00	0.00
標準偏差	27.45	5.52	50.15	361.95	4.38	8.58	9.09	13.49
サンプル数	1241	1241	1241	1241	1241	1241	1241	1241

## パネルB: 外国人持株比率&gt;25%となる企業

	配当成長率 ( $\Delta DIV$ )	手元流動性比率 ( $STL$ )	当期利益成長率 ( $PG$ )	負債比率 ( $DER$ )	総資産利益率 ( $ROA$ )	投資収益率 ( $ROI$ )	外国人保有比率 ( $GAI$ )	金融機関保有比率 ( $BANK$ )
平均値	11.64	6.16	0.42	137.88	8.05	13.18	32.14	38.26
メディアン	10.34	2.59	4.71	81.90	7.29	9.76	30.48	40.05
最大値	77.01	52.22	54.88	1253.55	22.29	65.10	47.66	58.77
最小値	-100.00	0.40	-252.56	8.91	1.01	1.08	25.04	4.89
標準偏差	17.14	10.50	35.44	185.20	4.37	10.86	6.04	10.92
サンプル数	98	98	98	98	98	98	98	98

比率となっている変数はサンプル期間5年間の算術平均、成長率を示す変数はサンプル期間5年間の幾何平均で計算。単位は%。

(表2) 主要変数の相関変数

配当成長率 ( $\Delta DIV$ )	手元流動性比率 ( $STL$ )	当期利益成長率 ( $PG$ )	負債比率 ( $DER$ )	総資産利益率 ( $ROA$ )	投資収益率 ( $ROI$ )	外国人保有比率 ( $GAI$ )	金融機関保有比率 ( $BANK$ )
1.000							
0.041	1.000						
0.243	-0.008	1.000					
-0.239	-0.026	-0.048	1.000				
0.422	0.065	0.230	-0.232	1.000			
0.368	0.224	0.177	-0.227	0.895	1.000		
0.173	0.204	0.085	-0.090	0.265	0.276	1.000	
-0.056	-0.111	0.038	0.081	-0.151	-0.155	0.352	1.000

ル期間5年間の算術平均、成長率を示す変数はサンプル期間5年間の幾何平均で計算。単位は%。

(表3) 配当成長率を従属変数とする回帰分析におけるROIの係数

パネルA: 外国人保有比率に基づくダミー変数とROIの交差項							
変数	モデル①		モデル②		モデル③		
	係数	t-stat	係数	t-stat	係数	t-stat	
C	1.796	1.420 -	1.499	1.166 -	1.412	1.092 -	
手元流動性比率(STL)	-0.150	-1.714 -	-0.100	-1.143 -	-0.106	-1.228 -	
負債比率(DER)	-0.012	-3.546 **	-0.012	-3.546 **	-0.012	-3.529 **	
利益成長率(PG)	0.099	4.901 **	0.099	4.894 **	0.098	4.873 **	
投資収益率(ROI)	0.979	9.068 **	1.041	8.918 **	1.040	8.996 **	
ROI*外国人保有比率25%以上ダミー			-0.362	-2.612 **			
ROI*外国人保有比率30%以上ダミー					-0.411	-2.620 **	
Adjusted R-squared		0.194		0.194		0.194	
サンプル数		1241		1241		1241	

パネルB: 金融機関保有比率に基づくダミー変数とROIの交差項							
変数	係数	t-stat	モデル④		モデル⑤		
			係数	t-stat	係数	t-stat	
C			1.873	1.452 -	1.985	1.564 -	
手元流動性比率(STL)			-0.150	-1.722 -	-0.150	-1.735 -	
負債比率(DER)			-0.012	-3.550 **	-0.012	-3.550 **	
利益成長率(PG)			0.099	4.903 **	0.100	4.926 **	
投資収益率(ROI)			0.992	8.753 **	1.017	8.803 **	
ROI*金融機関保有比率25%以上ダミー			-0.041	-0.319 -			
ROI*金融機関保有比率30%以上ダミー					-0.142	-1.152	
Adjusted R-squared				0.191		0.192	
サンプル数				1241		1241	

t-statは、Whiteの不均一分散修正に基づいて算定した。\*(\*)は、5%(1%)で有意であることを示す。

(表4) 配当成長率を従属変数とする回帰分析におけるROAの係数

パネルA: 外国人保有比率に基づくダミー変数とROAの交差項							
変数	モデル⑥		モデル⑦		モデル⑧		
	係数	t-stat	係数	t-stat	係数	t-stat	
C	-4.041	-2.689 **	-4.213	-2.778 **	-2.787	-2.787 **	
手元流動性比率( <i>STL</i> )	0.079	1.011 -	0.109	1.359 -	1.295	1.295 -	
負債比率( <i>DER</i> )	-0.011	-3.301 **	-0.011	-3.315 **	-3.304	-3.304 **	
利益成長率( <i>PG</i> )	0.085	4.295 **	0.085	4.285 **	4.274	4.274 **	
総資産利益率( <i>ROA</i> )	2.197	11.713 **	2.265	11.554 **	11.567	11.567 **	
ROA*外国人保有比率25%以上ダミー			-0.495	-2.217 *			
ROA*外国人保有比率30%以上ダミー					-0.530	-1.848 -	
Adjusted R-squared		0.220		0.221		0.221	
サンプル数		1241		1241		1241	

パネルB: 金融機関持株比率に基づくダミー変数とROAの交差項							
変数	係数	t-stat	モデル⑨		モデル⑩		
			係数	t-stat	係数	t-stat	
C			-3.906	-2.566 **	-2.566	-2.946 **	
手元流動性比率( <i>STL</i> )			0.076	0.970 -	0.974	1.683	
負債比率( <i>DER</i> )			-0.011	-3.305 **	-3.299	-3.302 **	
利益成長率( <i>PG</i> )			0.086	4.304 **	4.306	3.088 **	
総資産利益率( <i>ROA</i> )			2.228	11.535 **	11.536	8.450 **	
ROA*金融機関保有比率25%以上ダミー			-0.095	-0.535 -			
ROA*金融機関保有比率30%以上ダミー					-0.667	-0.599 -	
Adjusted R-squared				0.219		0.219	
サンプル数				1241		1241	

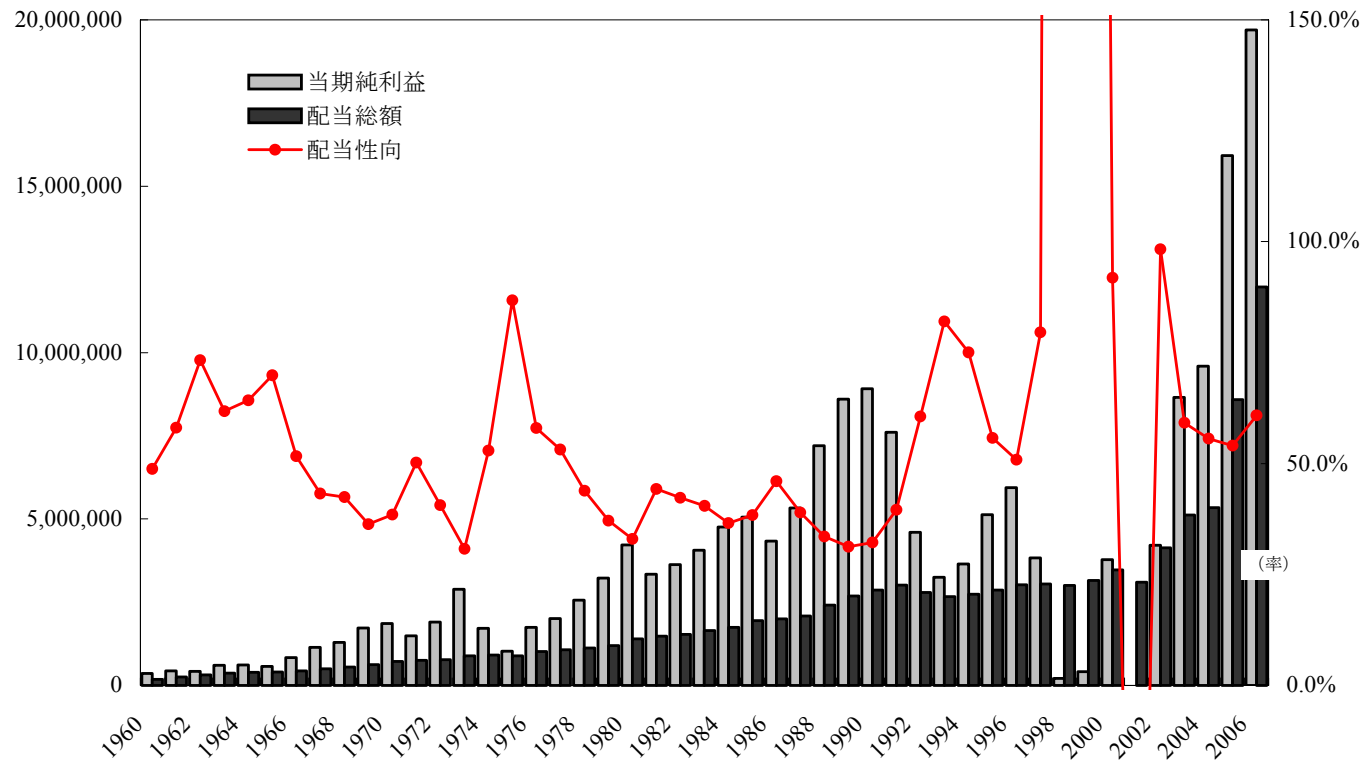
t-statは、Whiteの不均一分散修正に基づいて算定した。\*\*\*は、5%(1%)で有意であることを示す。

(表5) 外国人保有比率ダミー交差項と金融機関保有比率ダミー交差項の双方を考慮した場合の回帰分析結果

変数	モデル⑪		モデル⑫	
	係数	t-stat	係数	t-stat
C	1.286	0.967 -	1.434	1.088 -
手元流動性比率( <i>STL</i> )	-0.091	-1.035 -	-0.107	-1.232 -
負債比率( <i>DER</i> )	-0.012	-3.533 **	-0.012	-3.528 **
利益成長率( <i>PG</i> )	0.098	4.885 **	0.098	4.854 **
投資収益率( <i>ROI</i> )	1.021	8.653 **	1.042	8.726 **
ROI*外国人保有比率25%以上ダミー	-0.415	-2.503 *		
ROI*金融機関保有比率25%以上ダミー	0.091	0.621 -		
ROI*外国人保有比率30%以上ダミー			-0.403	-2.262 *
ROI*金融機関保有比率30%以上ダミー			-0.011	-0.084 -
Adjusted R-squared		0.194		0.193
サンプル数		1241		1241

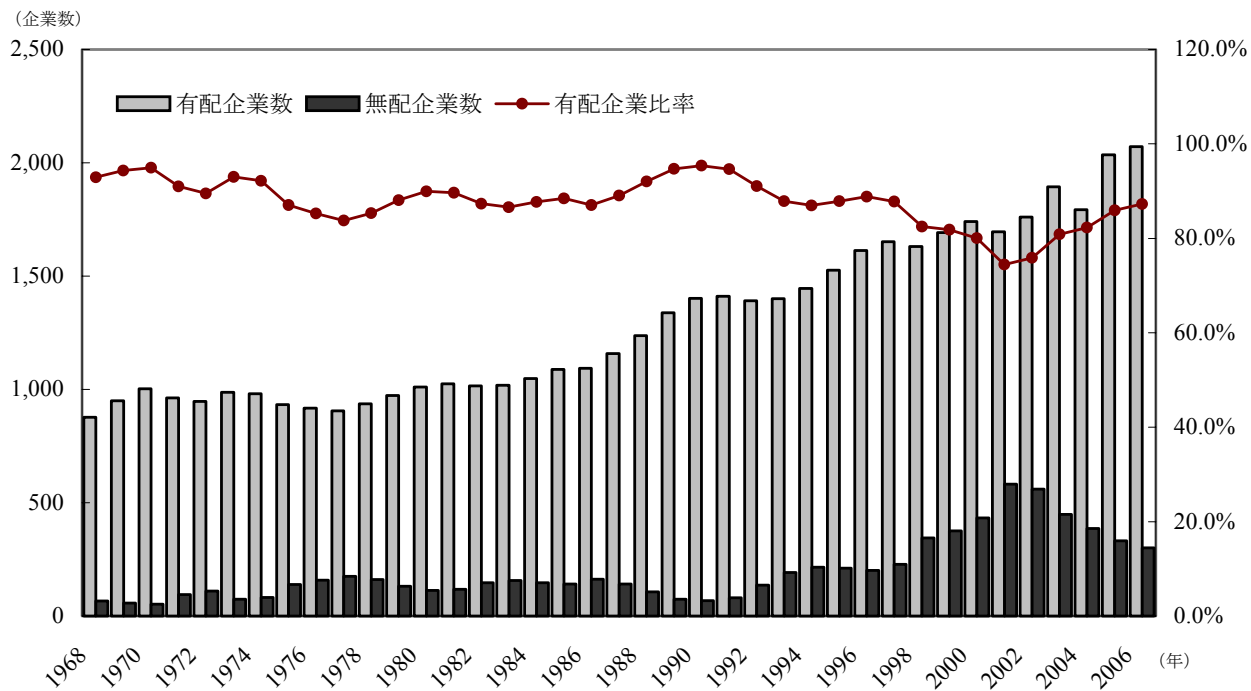
t-statは、Whiteの不均一分散修正に基づいて算定した。\*(\*\*)は、5%(1%)で有意であることを示す。



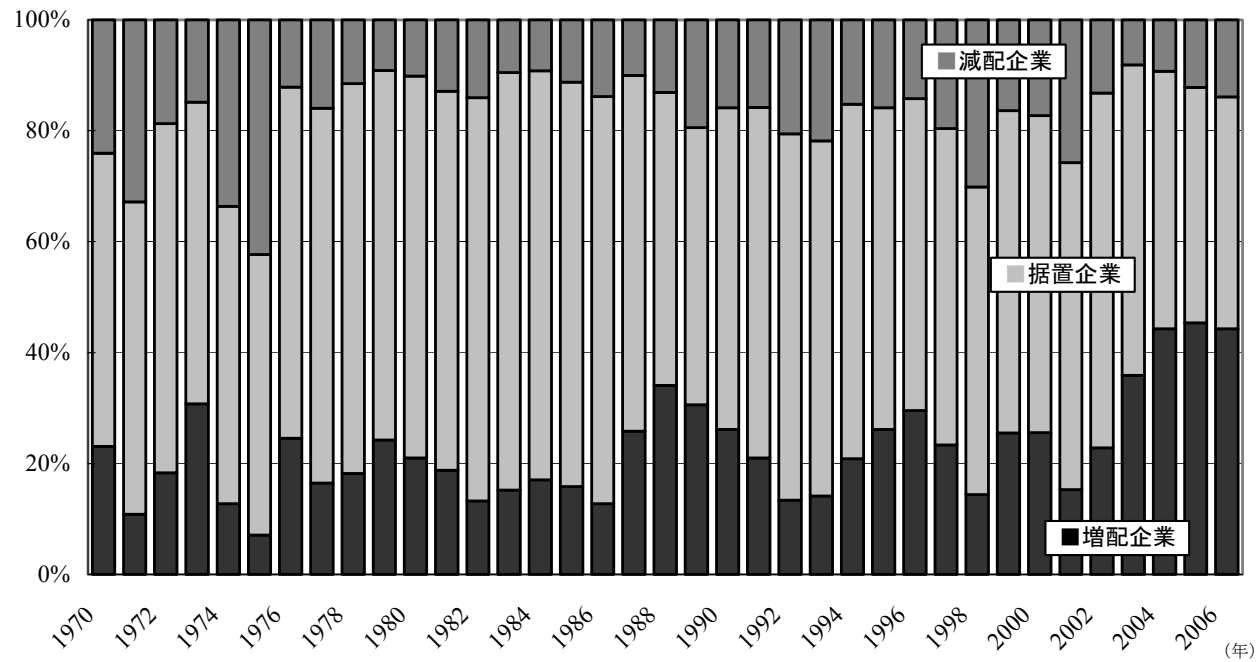


(図1) 資本金10億円以上の企業を対象に当期利益と配当総額を年度毎に集計した。折れ線グラフは配当性向を示しており、当該年度配当支払額を当期利益総額で除して算出している。なお赤字企業を含む。2001年度の当期純利益は総額で赤字のためグラフ上の表示なし。

(出所) 財務総合政策研究所(財務省)による「法人企業統計調査」より取得した数値を加工。



(図2) 東京証券取引所に上場している全銘柄を対象に現金配当を支払った企業の数と支払わなかった企業の数を年度毎に集計し、棒グラフで示している。折れ線グラフは有配企業の占める割合(有配企業比率=有配企業数/全銘柄数)である。現金配当は年度集計をしており、中間か期末のいずれかによって配当を支払った企業を有配企業と定義した。(出所)NEEDS-CD ROM日経財務データ(DVD版)より取得して加工。



(図3) 東京証券取引所全上場銘柄を対象として、前年に比較して一株当たり配当金を増加させた企業(増配企業)、減少させた企業(減配企業)、据え置いた企業(据置企業)をそれぞれ年度毎に集計し、構成比率として示している。  
 (出所)NEEDS-CD ROM日経財務データ(DVD版)より取得して加工。