

研究種目：基盤研究（C）
研究期間：2006～2008
課題番号：18530278
研究課題名（和文） わが国企業のペイアウト政策に関する定量的・定性的研究
研究課題名（英文） Payout policy in Japan
研究代表者 砂川 伸幸（ISAGAWA NOBUYUKI）
神戸大学・大学院経営学研究科・教授
研究者番号：90273755

研究成果の概要：

わが国企業のペイアウト政策に関して、定量的な研究と定性的な研究を行った。定量的な研究では、近年、現金配当を上回りつつある自社株買いの長期パフォーマンスがベンチマークに依存する可能性を発見した。また、株主優待の導入が流動性を高めることで株価に好影響を与える仮説を検証した。定性的な研究では、わが国の企業が、グローバルな潮流と国内同業他社の動向を意識しつつ、自社の経営環境に適したペイアウトを工夫していることが分かった。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2006年度	1,400,000	0	1,400,000
2007年度	1,200,000	360,000	1,560,000
2008年度	800,000	240,000	1,040,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	600,000	4,000,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：ペイアウト、自社株買い、株主優待、株価、インタビュー調査

1. 研究開始当初の背景

1990年代後半以降、わが国企業のペイアウト

政策が大きく変化している。かつての安定配当一辺倒から、業績連動型や自社株買い、株主優待の導入など、様々な手段を用い、工

夫したペイアウトを行うようになっている。

2. 研究の目的

本研究の目的は次の二つである。第一に、企業の新しいペイアウト政策が株式市場においてどのように評価されたかを定量的に検証することである。第二に、企業が多様なペイアウトを採用するようになった理由をインタビュー等を通じて明らかにすることである。

3. 研究の方法

定量分析では、ベンチマークに対する超過リターンを測ることで、長期パフォーマンスの検証測定を行った。短期パフォーマンスの測定は標準的なイベントスタディの方法を用いた。定性分析では、ペイアウトが特徴的な企業の財務担当者にインタビューを行った。

4. 研究成果

(1) 企業の自社株買いが株価の長期パフォーマンスに与える影響を分析した研究では、パフォーマンスが測定方法、とくにベンチマークの選び方に依存することが明らかとなった。従来方法であるマーケット・インデックスをベンチマークに用いると、自社株買いを行った企業の株式は長期的に上昇している。一方、近年提唱されている企業規模と簿価・時価比率 (BM 比率) を調整する測定方法を用いると、自社株買い後の長期パフォーマンスはマイナスになる。今後、企業の財務

戦略を評価する際には、どのような評価尺度を用いるかに注意する必要があると考えられる。

(2) 株主優待の導入が株価や流動性に与えるインパクトを実証分析した研究成果は次の通りである。株主優待制度は小口株主に有利な制度であるため、同制度を導入した企業の株主数は増加し、流動性が高まると考えられる。実証研究では、1998年-2005年の期間に株主優待制度を導入した172社をサンプルとして、導入前後の株価や流動性について検証した。その結果、株主優待導入の発表を行った企業の株価は上昇すること、優待導入の前後において企業の総株主数と個人株主数は有意に増加していること、一旦増加した総株主数と個人株主数は導入後2~3年を経た後も減少していないことなどが分かった。さらに、ビッド・アスク・スプレッドや実行スプレッドで測定した流動性の改善が確認できた。株主優待の導入は、短期的にも中長期的にも、個人株主数や総株主数を増やし、流動性を改善する効果がある。また、株価のアナウンスメント効果と株主数や流動性の改善の程度の間には、正の関係が観察された。株式市場は、株主優待の導入によって改善する流動性（あるいは増加する株主数）を反映する形で、株価をポジティブに評価したと考えられる。

(3) 企業のペイアウトに関する定性的な分析は、著書 (共著) 『日本企業のコーポレートファイナンス』に収められている。わが国の企業は、国際的なペイアウトの潮流と国内同業他社の動向を意識しつつ、自社の経営環境に適したペイアウトを工夫していることが分かった。例えば、マブチモーターは、業績に関する投資家との一体感をもつため、業

績連動型配当を導入している。資生堂は投資家の声にいち早く反応する形で総還元性向という指標を導入し、NTTドコモはグローバルなテレコム各社の配当政策を参考にしつつ配当や自社株買いを行っている。投資家から配当性向や総還元性向、DOEに対する目標値の導入を求められる中で、企業は独自のペイアウト政策を探求している姿勢が明らかになった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計3件)

①鈴木健嗣, 砂川伸幸「株主優待導入の短期的影響—株式流動性とアナウンスメント効果の検証—」証券アナリストジャーナル第7号, 107 (2008年, 査読有)

②砂川伸幸, 山口聖「企業のペイアウトと株価の長期パフォーマンス」国民経済雑誌第196巻第2号, 33-46 (2007年, 査読無)

③砂川伸幸, 畠田敬, 山口聖「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6-21 (2006年, 査読無)

[図書] (計1件)

砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』, 日本経済新聞出版社 (2008年) 359頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

砂川 伸幸 (ISAGAWA NOBUYUKI)
神戸大学・大学院経営学研究科・教授
研究者番号: 90273755

(2) 研究分担者

(3) 連携研究者