

機関番号：32641

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2008～2010

課題番号：20330080

研究課題名(和文)

グローバル競争下でのわが国企業の財務戦略—ペイアウト政策を中心とした実証的分析—  
 研究課題名(英文) Financial Strategy of Japanese Corporations under Global Competition  
 – Empirical Analysis by Survey Data on Payout Policy

研究代表者

花枝 英樹 (HANAEDA HIDEKI)

中央大学・総合政策学部・教授

研究者番号：50103693

研究成果の概要(和文)：本研究は、わが国企業のペイアウト政策、及び関連テーマに関する実証的研究を目的とし、2回のサーベイ調査を行った。機関投資家に対するサーベイ調査では、企業のペイアウト政策や株式分割等に対する、機関投資家の考え方や意識についての分析を行った。日本企業の財務担当者に対するM&Aのサーベイ調査では、M&Aに対する考え方、意識について、M&Aの目的と効果、及び敵対的買収に対する考え方、及び敵対的買収防衛策、なども含め多面的に分析した。

研究成果の概要(英文)：This study aims to the empirical research on payout policy and related financial decision makings of Japanese corporations. In this study, we did two surveys conducted among Japanese CFOs. In first survey, we investigate institutional investor's views about the payout policy and stock splits. In second survey, we investigate management views about the M&A policy.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	4,700,000	1,410,000	6,110,000
2009年度	3,600,000	1,080,000	4,680,000
2010年度	3,100,000	930,000	4,030,000
年度			
年度			
総計	11,400,000	3,420,000	14,820,000

研究代表者の研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学

キーワード：経営財務、サーベイ調査、ペイアウト政策、配当政策、自社株買い、機関投資家、M&A

## 1. 研究開始当初の背景

コーポレートファイナンスに関する意思決定要因や仮説の検証に対するアプローチとして近年注目されているものに、企業に対して直接、サーベイ調査を行うものがある。本研究代表者(花枝英樹)を中心として、過去2回の科学研究費補助金においてサーベイ調査を行い、財務データを用いた通常の帰分析的な実証分析では得られない、わが国

企業の財務行動に関する意識についての貴重な分析結果を得ることが出来た。これらのサーベイ調査の経験、実績を踏まえ、今までのわれわれの研究成果を発展させるために、(1)ペイアウト政策と敵対的買収・ガバナンス、と(2)ペイアウト政策に関する機関投資家の意識、についてサーベイ調査を計画するに至った。

## 2. 研究の目的

本研究は、わが国企業のペイアウト政策、及び関連テーマに関する実証的研究を目的としている。特に、2回サーベイ調査を行い、機関投資家及び日本企業の財務責任者の考え方、意識について調査した。

(1)株式市場における主要な投資家である機関投資家に対してサーベイ調査を実施し、企業のペイアウト政策や株式分割等に対する、機関投資家の考え方や意識についての分析を行った。同時に、過去に実施した事業会社へのサーベイ調査との比較分析や、機関投資家とペイアウト政策に関する検証可能ないくつかの仮説を提示し、検証も行った。

(2)M&Aのサーベイ調査では、日本企業のM&Aに対する考え方、意識について、①M&Aの目的と効果、及びM&Aに際しての人員、給与、事業部門の調整、②成熟衰退事業の有無と対処方法、③敵対的買収に対する考え方、及び敵対的買収防衛策、などを中心に多面的に分析した初めての試みといえる。

## 3. 研究の方法

本研究の特徴は、日本企業のペイアウト政策やM&Aに対する意識、考え方をサーベイ調査によって明らかにすることにある。通常の実証分析では、財務データ等を用いた回帰分析が中心であるが、コーポレートファイナンスに関する意思決定要因や仮説の検証に対するアプローチとして近年注目されているものに、企業に対して直接尋ねたサーベイ・データを用いた分析がある。財務データを用いた実証分析では、回帰係数の符号や有意性から定量的な関係を把握することができるが、その背後にある企業の意思決定者の考え方については推測するしかない。しかし、サーベイ調査では直接、企業の考えを聞くことができるという利点がある。さらに、企業行動の結果を反映している財務データを用いるだけでは分からない、企業の財務行動の背後にある動機を解明することによって、理論やモデルで前提にされる仮定の妥当性も調べることができる。このように、サーベイ調査は、従来の財務データを用いた実証分析を補完する役割を果たすものと期待されている。その際、ただ単に回答の単純集計にとどまらず、質問相互間の関係や、回答企業の財務データを用いて、回答企業の財務特性がどのように回答に影響を及ぼしているか、あるいは、企業の意識と実際の行動との比較など、分析上も工夫をこらした。

## 4. 研究成果

(1)『日本企業のペイアウト政策と株式分割：機関投資家へのサーベイ調査による実証分

析』

先行研究と比較した本論文の主な特色と貢献は、以下のようにまとめることができる。まず第1は、日本の機関投資家に対して行った、ペイアウト政策・株式分割についての大規模なサーベイ調査である。それによってペイアウト政策に対する機関投資家の選好や行動の背後にある要因の相対的重要性を明らかにすることができた。第2に、事業会社に対する過去のサーベイ調査と共通の質問を多く取り入れることにより、事業会社との比較を行った点があげられる。また、サーベイデータを用いて機関投資家とペイアウト政策に関する仮説を検証したことが第3の特色と貢献である。

得られた主要な結論をまとめると、つぎのようになる。

①回答を全体的に眺めると、機関投資家は、配当は長期的な利益をもとに決定されるべきと考えており、また、配当性向を重視しているが、減配は嫌い、配当の重要性は低下していないと考えているという結果となった。ただし、時期や金額の面で配当よりも自社株買いの方が、柔軟性があると考えてもいる。

②事業会社との比較では、ペイアウト政策に関して、事業会社の方が配当については投資と配当を同時に考える傾向を持ち、減配回避の傾向がより強い。一方、自社株買いについては、柔軟性を含めた自社株買いの役割の認識が、事業会社の方が弱い。配当の重要性については、事業会社と機関投資家とも現在においても依然として重要であるとの認識は共通である。

③本論文で提示した6つの仮説については、多くの仮説と整合的な回答結果が得られている。仮説1「機関投資家はモニタリングや、余剰資金をはきださせるインセンティブが強い」については、機関投資家はペイアウトの規律付けとしての役割を重視しており、仮説1と整合的な結果が得られた。仮説2の情報の非対称性に関する3つの小仮説の検証については、機関投資家は将来の収益性に対するペイアウトのシグナリング効果を評価する一方で、成熟企業であるとのシグナリングには否定的であった。また、マーケットタイミング仮説と整合的な結果が得られた。仮説3「税制上、銀行、生命保険および損害保険は配当をより選好する」については、銀行と生損保に強い配当に対する選好が見られ、仮説3と整合的な結果が得られた。ただし、仮説4「投信・投資顧問・信託銀行や年金の受託者責任やブルーデントマン・ルールに基づいて安定配当企業を選好する」については、年金では支持、投信投資顧問・信託銀行では

不支持という結果になった。

④株式分割の最も大きな役割は、個人投資家などの小規模な投資家の参加を促す機能であることが、事業会社と機関投資家の共通認識である。日本においては、事業会社では、株式分割によって株価をある範囲に収めるべきとの意識は低い、機関投資家ではそうでもないことが判明した。一方で、絶対株価水準を重視する傾向は、事業会社ほどではないが、機関投資家の一部にもみられる認識であることが明らかになった。

(2)『日本企業のM&A戦略—サーベイ調査による分析—』

本論文では、全上場企業を対象にM&Aに関するサーベイ調査を行い、つぎのような結果を得た。

①近年の日本におけるM&Aの主目的は市場シェア拡大の水平的なM&Aが中心で、実際に成果があったと意識されている。しかし、ブランド力や研究開発力といった見ざる経営資源の有効活用については成果が少ない。

②M&Aに際しての人員、給与体系、事業部門の調整の仕方の違いがM&Aの効果に大きな影響を及ぼしている。

③敵対的買収に対して否定的な考え方が強い。また、防衛策として株式持合いも重視しており、事前警告型買収防衛策を導入すれば株式持合いは必要ないと考えのではなく、両者をむしろ補完的に考えている。

④ペイアウト政策との関連では、敵対的買収防衛策として、配当や自社株買いといった株主への利益還元を重視してことがサーベイ調査から明らかになった。

(3)『わが国企業の配当行動のマクロ分析』

本論文の目的は、過去40年間の長期にわたる全上場企業のデータを用いて、わが国企業の配当行動の変遷を分析することにある。アメリカとの比較によって、わが国企業の配当行動の特徴を浮き彫りにすると同時に、近年の制度改革(自社株買いの解禁、連結財務諸表を中心とした財務報告の義務化)の影響についても焦点をあてる。さらに、利益と配当の長期にわたる関係を、修正1株当たり指標でみた利益の増減に対する配当の変化と、リントナーモデルの実証分析より明らかにする。本論文から得られた主な分析結果は以下のとおりである。

①日米での有配企業率の比較を行い、アメ

リカでは有配企業率の大きな低下が見られる一方で、日本では有配企業率に大きな変化がないことを明らかにした。そして、日米でこのような違いが見られた主な理由として、新規上場企業内での有配企業率の違いや、赤字企業内での有配企業率の違いによることが判明した。

②アメリカでは多額の配当をする少数の企業と、無配もしくは少額の配当をする多数の企業に分かれる配当の2極化現象が報告されているが、本論文の分析により、わが国でも無配企業の数こそ少ないものの、一部の大企業に配当が徐々に集中しつつあることが、また、自社株買いでも2極化現象が見られることが明らかになった。さらに、わが国における配当と自社株買いとの間には、アメリカで見られるような代替関係ではなく、むしろ補完的關係が見られた。

③近年の制度改革に絡んだ議論として、連結決算報告の義務化により連結決算をもとに配当政策を決定する企業の割合が増えてきたのか否かについての分析も行ったが、連結利益をもとに配当政策を決める企業が増えてきているという、断定的な結論は得られなかった。

④配当を安定的に維持する、いわゆる配当の保守性について、修正1株当たり利益と配当金の関係の長期にわたる変化を調べ、日本では利益の増減にかかわらず減配を選択する企業が増えてきていることが明らかとなった。また、リントナーモデルを日本企業にあてはめ、日米での当てはまり具合の長期にわたる変化の違いを調べたが、日本でのリントナーモデルの説明力は低下していないことや、自社株買いを含んだ総還元で見ると、利益に対するペイアウトの調整スピードが著しく上昇することが明らかとなった。

(4)『ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に』

本論文では、花枝・芹田[2008]で行ったペイアウト政策に対する財務担当者へのサーベイ調査結果をベースに、日本企業がどのような考え方に基づいてペイアウト政策を行っているのかを、Brav et al.[2005]による米国企業の調査結果との比較を中心に、日米企業の考え方、意識を明らかにした。配当政策は両国とも硬直的、保守的に決められている。特に、日本では配当の重要性が依然高く、米国企業に比べ意識に大きな変化はない。それに対して、自社株買いはかなり異なる。米国企業では、自社株買いは柔軟性がある利益還元策と考えられており、配当の代わりに自社株買いを行うという意識が、日本企業に比べて強いということが明らかになっ

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 37 件)

① 芹田 敏夫、花枝 英樹、佐々木 隆文、日本企業のペイアウト政策と株式分割：機関投資家へのサーベイ調査による実証分析、経営財務研究、査読有、2011 年、掲載決定

② 花枝 英樹、胥 鵬、鈴木 健嗣、日本企業の M&A 戦略—サーベイ調査による分析—、現代ファイナンス、査読有、2010 年、pp69—100

③ 佐々木 寿記、花枝 英樹、わが国企業の配当行動のマクロ分析、経営財務研究、査読有、2010 年、pp2—31

④ 芹田 敏夫・花枝 英樹、ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に、証券アナリストジャーナル、査読無、Vol.47、2009 年、pp11—22

⑤ 花枝 英樹、芹田 敏夫、日本企業の配当政策・自社株買—サーベイ—データによる検証—、現代ファイナンス、査読有、2008 年、24 号、129-160

⑥ 須田 一幸、花枝 英樹、日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析、証券アナリストジャーナル、46 巻 5 号、査読無、2008 年、pp51—69

[学会発表] (計 10 件)

① 芹田敏夫、日本企業のペイアウト政策政策と株式分割：機関投資家のサーベイ調査による実証分析、日本ファイナンス学会、2010 年 5 月 23 日、上智大学

② 花枝英樹、株式分割とくくり直しの選択、日本経営財務研究学会、2009 年 9 月 26 日、山口大学

③ 砂川伸幸、Characteristics of Japanese Corporate Finance, International Conference on Social Sciences, 2009.9.11, イズミール大学 (トルコ)

[図書] (計 7 件)

① 花枝英樹、榊原茂樹編著、中央経済社、資本調達・ペイアウト政策、2009、288

② 広田真人、同文館、金融危機と証券市場の再生、2011、218

③ 砂川伸幸、他、有斐閣、コーポレート・ガバナンスの経営学、2010、339

[その他]

ホームページ等

花枝英樹：

<http://www.fps.chuo-u.ac.jp/~hanaeda/>

芹田敏夫：

<http://raweb.jm.aoyama.ac.jp/aguhp/KgApp?kojinId=difi>

鈴木健嗣：<http://www016.upp.so-net.ne.jp>

#### 6. 研究組織

##### (1) 研究代表者

花枝 英樹 (HANAEDA HIDEKI)  
中央大学・総合政策学部・教授  
研究者番号：50103693

##### (2) 研究分担者

芹田 敏夫 (SERITA TOSHIO)  
青山学院大学・経済学部・教授  
研究者番号：80226688

胥 鵬 (SYO HO)  
法政大学・経済学部・教授  
研究者番号：60247111

須田 一幸 (SUDA KAZUYUKI)  
早稲田大学大学院・ファイナンス研究科・教授  
研究者番号：00171273

宮川 公男 (MIYAKAWA TADAO)  
(財)統計研究会・会長  
研究者番号：60017473

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

鈴木 健嗣 (SEZUKI KATUSHI)  
神戸大学大学院・経営学研究科・准教授  
研究者番号：00408692

佐々木 隆文 (SASAKI TAKAFUMI)  
東京理科大学・経営学部・准教授  
研究者番号：10453078

##### (3) 連携研究者

木村 由紀雄 (KIMURA YUKIO)  
目白大学・社会学部・教授  
研究者番号：20327109

広田 真人 (HIROTA MASATO)  
首都大学東京・都市教養学部経営系・客員教授  
研究者番号：10381443