

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 8 日現在

機関番号：14501

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2014～2016

課題番号：26870020

研究課題名(和文)株主構成とペイアウト政策の関係性

研究課題名(英文)Relationship between ownership structure and payout strategies

研究代表者

保田 隆明(Hoda, Takaaki)

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：90581546

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,900,000円

研究成果の概要(和文)：機関投資家の株式保有比率とペイアウト政策の関係性について実証分析を行った。結果は2点にまとめられる。まず、機関投資家を国内系、海外系に分けると、海外機関投資家の持分割合が高い企業では配当に積極的であり、国内機関投資家の持分割合が高い企業では自社株買いに積極的である。2点目は、機関投資家の投資ホライズンが企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性を見出したことである。具体的には投資ホライズンの長い(短い)機関投資家の保有割合が高い企業では配当(自社株買い)に積極的となる。これらは、自社株買いにおける逆選択問題と希薄化コストを敬遠する株主の意向を企業側が汲んだ顧客効果による結果だと示唆される。

研究成果の概要(英文)：I have done empirical analysis on the relationship between share ownership by institutional investors and payout strategies of companies in the Japanese market. The background is that share ownership by institutional investors is increasing in the Japanese market and that might have given some changes in corporate there is increasing assumption here to understand the type of transactions that the stock market would welcome. First, I did event study of stock price movement of private placement and secondary offering around the announcement days. Second, I have done empirical analysis of long term stock price performance and operating performance after the equity financing. The major findings from these analysis are the followings. Stock market likes those transactions whose use of proceeds are other than debt repayment. Especially for private placement transactions, the relationship between the issuer and the underwriting shareholder is also very important.

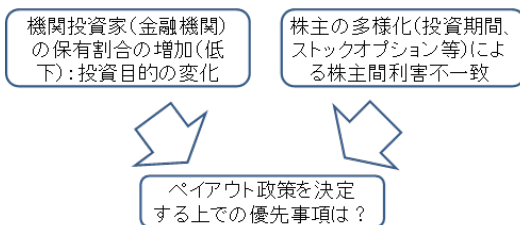
研究分野：コーポレートファイナンス、コーポレートガバナンス

キーワード：配当 自社株買い 株主構成 ペイアウト コーポレートガバナンス 機関投資家 株式保有割合

## 1. 研究開始当初の背景

- (1) わが国企業の株式所有構造は従来の持ち合いが解消される中で、逆に機関投資家の持分比率が上昇してきており、内部者株主と外部者株主の持分比率も逆転した。このような株式の所有構造の変化は企業の財務戦略に様々な影響を及ぼすことが考えられる。ペイアウトに関してはいくつかの理論仮説が存在するが、その中の一つは株主と経営陣間での情報の非対称性に依拠するエージェンシー仮説である。外部者株主の割合が増加することは、情報の非対称性の拡大を意味するので、以前にも増してわが国ではペイアウトにおけるエージェンシー仮説の妥当性の検証が必要となってきた。

また、ペイアウトにおいては、株主の好みに応じてペイアウトの金額や中身を変えろという顧客効果仮説も存在するが、顧客である株主の顔ぶれが変わってきているならば、ペイアウトにおける顧客効果の分析の重要性も増しているはずである。芹田・花枝・佐々木(2011)による機関投資家へのペイアウトに関する認識アンケート調査でも、顧客効果の存在が示唆される結果となっている。



### 本研究のテーマ

- ① ペイアウトにおける株主によるガバナンス効果と顧客効果の検証
- ② 内部者によるストックオプション保有による意思決定バイアス
- ③ 株主の保有期間の短期化がペイアウト政策に及ぼす影響
- ④ 配当と自社株買いの代替性に株主構成が与える影響

そして、わが国においては自社株買いが実質的に解禁されてからの期間と、機関投資家持分割合が上昇し始めて株主構成が変化し始めた期間とが重複しており、わが国における配当と自社株買いの代替性を検証するには、株主構成の変遷のインパクトを加味するべきである。わが国企業それぞれが、最適なペイアウト政策を模索するために必要な材料を、研究を通じて提供したいというのが当時の状況であった。

- (2) 株主構成とペイアウトの関係性に関する先行研究は、経営者および大株主という主に内部者による保有割合がペイ

アウト政策に与える影響という観点ではいくつか存在する。理論的には、経営陣は成長投資資金確保のため、あるいは私的便益のために利益をペイアウトとして支払うよりも内部留保として溜め込むことを好むという Jensen(1986)の議論がベースとして存在し、実証分析の多くはそれを支持する (Jensen et al.(1992), Eckbo and Verma(1994), Short et al.(2002), Chen et al.(2005), Truong and Heaney (2007))。これらは内部者株主とペイアウト政策の関係性について見ているが、近年、株主構成が内部者から外部者中心へと変わってきたわが国においては、外部者、特に機関投資家の持分割合とペイアウトの関係性に関する研究が重要となる。しかし、機関投資家の持分割合とペイアウトの関係性を見た実証分析は海外を含めても多くない。海外では米国での Grinstein and Michaely(2005)、英国での Short et al.(2002)、韓国での Jeon et al.(2011)などがあり、国内では佐々木(2010)のみが存在する。分析結果は、日英では機関投資家持分割合とペイアウトの間に正の関係を見たが、米国ではそのような結果は見られないなど、国によって異なっており更なる研究結果の積み重ねが必要な状況である。

なお、日本の事例を扱った佐々木(2010)では、機関投資家持分割合のデータとして日経 NEEDS Cges が提供している推測値を用いているが、本研究の代表者は、わが国の機関投資家持分割合および内部者の持分割合に関する詳細なデータを約半年間かけて FactSet LionShares から構築し、それをもとに株主持分割合とペイアウト政策との関係性の研究に取り組み始めた。その内容は「わが国の株式の所有構造とペイアウト政策の関係性」として2013年10月の日本経営財務研究会や経済産業研究所(RIETI)の研究会(企業統治分析のフロンティア)で発表済みである。

分析内容は、情報の非対称性を緩和するためのモニタリングツールとしてのペイアウトの活用を検証、金融機関と事業法人にとっての配当の相対的税率優位性による顧客効果、そして、ブルーデントマンルールのもとでの機関投資家における顧客効果の検証を行っている。

## 2. 研究の目的

本研究は、わが国企業において株主構成が財務戦略にどのような影響を及ぼすかを、主にペイアウトの視点から明らかにする。研究テーマは、(1)株主の持分割合とペイアウト政策の関係性、(2)株主の多様性(株主の投資ホライズン)がペイアウト手段に与える影

響、(3)わが国での配当と自社株買いの代替性、の3点を中心に実証研究を進める。(1)では特に機関投資家と経営陣、金融機関の持分割合に着目し、ペイアウトを通じたガバナンス効果と顧客効果を検証し、(2)は内部者による私的便益と短期株主による影響の検証、(3)は、わが国での配当と自社株買いの代替性を持ち合い解消と株主構成の変遷を加味した上で検討する。本研究は、企業のペイアウト選択のメカニズムを株主構成から検証する。

### 3. 研究の方法

まず、機関投資家および内部者の持分割合とペイアウトの関係性の分析を行った。保有割合のデータを構築し、これをもとにした実証分析を行い、分析結果について機関投資家や企業の財務担当者との意見交換を行った。その後、これらの研究結果を踏まえてわが国での配当と自社株買いの代替性の検証を行った。以下、3年間で実施した研究である。

#### (1) 株主構成とペイアウト政策の関係性についての実証分析：

平成25年度から取り組んでいた株主構成とペイアウト政策の関係性に関する研究が、本研究の土台となった。機関投資家の国内系、海外系での違い、内部者においては金融機関、経営陣、事業法人での違いとペイアウト政策との関係性を明らかにしていった。特に機関投資家における国内系と海外系の違いは、情報格差に依拠するホームバイアス、およびそれが引き起こす顧客効果の観点で分析を実施し、内部者のうち金融機関と事業法人に関しては配当と自社株買いにおける課税所得の違いに着目した顧客効果、経営陣に関しては私的便益の視点から分析を行った。

これまで日本の先行研究では明らかにされていない株主ごとのペイアウト政策に対しての影響を研究者、市場関係者に提示しようという狙いであったが、分析結果としては、顧客効果仮説を裏付ける結果となった。

#### (2) 企業に対するヒアリングによる実証分析結果の補足：

株主構成とペイアウト政策に関しての実証分析結果に対しての実務的な問題認識の補足付けを行った。機関投資家と企業へのヒアリングを通じて、企業のペイアウト政策に関する意思決定メカニズムについての現場を把握し、実証分析結果と理論的枠組の齟齬の要因を検討した。ヒアリングでは顧客効果の存在が示唆されたので、実証分析の精緻化を進めることにした。

#### (3) 株主の投資ホライズンがペイアウトに

与える影響の分析：

Gasper et al.(2012)、保田・宇野(2011)ともに投資期間の短い株主が多いと企業が自社株買いに積極的になることを報告しており、投資ホライズンの影響を本研究の実証分析に反映させ始めた。本研究では機関投資家の投資ホライズンの内訳データが構築可能なことで、保田・宇野(2011)の研究をより発展させることが可能となった。ヘッジファンドのように絶対リターンが求められる機関投資家の場合は、短期のキャピタルゲインをより重視した投資戦略を採用すると考えられ、配当より自社株買いを好むと思われる。そのような株主ごとの嗜好性の影響を顧客効果の視点から分析した。

分析結果からは、明確な投資ホライズンの影響を観察することはできなかったため、顧客効果をメインとした実証分析を継続することにした。

#### (4) 配当と自社株買いの代替性仮説の検証：

山口(2007)では、わが国では配当と自社株買いの代替性は存在しないと報告しており、花枝・芹田(2009)の企業へのアンケート調査でも、日本企業には配当と自社株買いの代替性の意識が米国企業に比べて弱いことが報告されている。しかし、配当と自社株買いの代替性を検証したわが国での先行研究は少なく、また、ペイアウトにおいて株主構成が制約要因になっている可能性が本研究や諸外国の先行研究から示されつつあるので、株主構成の変遷の影響を加味した上での配当と自社株買いの代替性仮説を検証した。

#### (5) ペイアウト戦略が機関投資家の銘柄選択に与える影響についての分析：

以上の分析を基に、ペイアウトにおける顧客効果については、一定の分析結果を見ることができたが、それが機関投資家の銘柄選択に与える影響について、実証分析を実施した。これは機関投資家の保有割合によってペイアウト政策を企業が変更している場合の逆の因果関係の検証となる。

### 4. 研究成果

研究期間内に明らかになったことは次の通りである。

まず、機関投資家の株式保有比率とペイアウト政策の関係性について実証分析を行った。結果は2点にまとめられる。1点目は、機関投資家を国内系、海外系に分けると、海外機関投資家の持分割合が高い企業では配当に積極的であり、国内機関投資家の持分割合が高い企業では自社株買いに積極的であ

る。2点目は、機関投資家の投資ホライズンが企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性を見出したことである。具体的には投資ホライズンの長い(短い)機関投資家の保有割合が高い企業では配当(自社株買い)に積極的となる。これらは、自社株買いにおける逆選択問題と希薄化コストを敬遠する株主の意向を企業側が汲んだ顧客効果による結果だと示唆される。

これらの研究成果については、日本経営財務研究学会の学会誌に投稿し、レフリーからのコメントを受けて修正中である。

一方、機関投資家による企業統治の役割とその中においてペイアウトがどのように影響するのか、しないのかの研究も実施した。まず機関投資家の保有割合と配当への積極度合いの関係性を分析した。結果は、機関投資家の株式保有割合は配当利回りとはマイナスの関係にあることがわかり、銘柄の選択基準としてのペイアウトの重要性はさほど高くない。また、ガバナンスの規律づけとしてのペイアウトの活用も認められなかった。

研究の具体的な検証結果については以下にまとめることができる。

(1) 機関投資家の持分割合とペイアウトの関係性についての検証

配当金額に対する国内機関投資家と海外機関投資家が与える影響(主に情報格差の観点から)

配当と自社株買い選択における意思決定に対しての国内機関投資家と海外機関投資家の影響

(2) 内部者保有割合とペイアウトの関係性についての検証

(3) 株主多様性(投資ホライズン)のペイアウト政策への影響

(4) 配当と自社株買いの代替性に関して、株主変遷を加味した上での検証

(5) ペイアウト戦略が機関投資家の銘柄選択基準に与える影響の分析

(1)(2)については、所有構造がペイアウト政策に与えるインパクトを明らかにしたが、分析においては逆の因果関係(同時性)に留意した形で行った。主に、国内機関投資家と海外機関投資家の投資行動の差から生じる影響、そして、外部者株主と内部者株主のインパクトの差を検証した。これにより企業固有の事情がペイアウト政策に与える影響を理解することが可能となった。(3)は付随的な研究となるが、投資ホライズンの短い株主の存在によって企業は配当よりも自社株買いに積極的になる傾向が先行研究で報告されており、その影響を検証することで(1)(2)の研究を補足し全体的な理解をした。最後に(1)~(3)の分析を踏まえた上で、わが国における配当と自社株買いの代替性について株主構成の変遷を加味して分析した。日本では持ち合いという内部者が存在したため、海外に向けても興味深い研究となった。

本研究で用いる機関投資家の持分割合のデータに関して、研究代表者は、国内系と海外系での区分、投資スタイル(配当優先型、バリュー株型、インデックス型など)による内訳、投資ホライズン(投資期間)での内訳、そして属性(年金、投資信託、保険会社など)による区分に分けたデータを構築した。内部者株主の持分割合に関しても同様であり、属性(経営陣、社員持株会、金融機関など)を詳細に区分している。日本企業の株主構成のデータにおいて、機関投資家持分割合と内部者持分割合をこれほど詳細に区分けたデータセットが実証分析で用いられた事例は、研究代表者の知る限り存在しない。特に、わが国では海外機関投資家の影響の高まりがメディアでも指摘されるが、機関投資家の持分を国内系と海外系で区分できることの研究的メリットは大きい。

これら詳細な株主データを用いることで、企業の財務戦略担当者の視点に立って分析し、わが国のペイアウト政策におけるエージェント仮説と顧客効果仮説について、ほぼ網羅的に分析、理解することが可能となった。

研究者にとっては、数多く存在するペイアウトの仮説のわが国での妥当性を判断する材料が提示されることになる一方、実務者にとっては株主との良好な関係を築くためのIR戦略に必要な、ペイアウトの活用性についてのヒントが提示されることになった。

わが国のペイアウト政策に関しては、自社株買いが解禁されてからまだ15年程度であり、各社最適なペイアウト政策に関しては模索段階である。一方で、この20年ほどの間にわが国の企業の株式保有状況は大きく変化し、機関投資家など外部株主の保有割合が上昇した。それは、企業が従来以上に既存株主からの潜在的な売却圧力を懸念せざるを得ない状況に直面しつつあることを意味する。IR活動を通じて、ますます企業と株主の対話が増加していく中で、既存株主のペイアウトに対する選好に答えようとする経営者が一定数存在する、あるいは、増加していくことは不思議ではない。今回の分析は、ペイアウトでのそのような顧客効果をとらえるものであるが、他の財務戦略においても同様の顧客効果が影響している可能性がある。例えば、資金調達手段、ガバナンス体制、リスクプロファイルの選択などで影響を受けている可能性がある。既存株主によるそのような嗜好が、中長期的な企業価値および株式価値の向上に資する場合は問題ないが、もし短視眼的なバイアスが強い場合、企業にとってはそのような顧客志向をどの程度反映させるかの問題に直面することになる。今後、これらを解明していくことが、本研究からの発展的課題である。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計3件)

Hideaki Miyajima, Takaaki Hoda,  
Ownership Structure and Corporate  
Governance: Has an Increase in  
Institutional Investors' Ownership  
Improved Business Performance?,  
*Policy Research Institute*, Vol.11(3),  
361-393, 2015, 査読無  
[https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp\\_review/ppr029/ppr029a.pdf](https://www.mof.go.jp/english/pri/publication/pp_review/ppr029/ppr029a.pdf)

宮島 英昭、保田 隆明、株式所有構造  
と企業統治 機関投資家の増加は企業  
パフォーマンスを改善したのか、*ファイ  
ナンシャル・レビュー*、121巻、3-36、  
2015、査読無

[http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial\\_review/fr\\_list7/r121/r121\\_02.pdf](http://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list7/r121/r121_02.pdf)

Hideaki Miyajima, Takaaki Hoda, Ryo  
Ogawa, Does Ownership Really Matter?  
The role of foreign investors in  
corporate governance in Japan, *RIETI  
Discussion Paper Series*, 15-E-078,  
2015, 査読無

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/15e078.pdf>

〔学会発表〕(計2件)

保田 隆明、機関投資家の役割：スチュ  
ワードシップ・コーポレートガバナン  
ス・コード、経済産業研究所(RIETI)  
政策シンポジウム、2016年6月10日、  
イイノホール&カンファレンスセンター  
Room A(東京都千代田区)

Hideaki Miyajima, Takaaki Hoda, Ryo  
Ogawa, Does Ownership Really Matter?  
The role of foreign investors in  
corporate governance in Japan, RIETI  
コーポレートガバナンス研究会、2014  
年10月21日、経済産業省(東京都千代  
田区)

〔図書〕(計1件)

宮島 英昭、保田 隆明、小川 亮、*企  
業統治と成長戦略(第2章 海外機関投  
資家の企業統治における役割とその帰  
結)* 東洋経済新報社、2017、438(97-131)

## 6. 研究組織

(1) 研究代表者

保田 隆明(HODA, Takaaki)

神戸大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：90581546