

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 5 月 29 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03618

研究課題名(和文)ペイアウト政策の構造変化に関する実証分析：日本企業の意識、株主優待に注目して

研究課題名(英文)Empirical studies on structural changes of payout policy in Japanese firms

研究代表者

芹田 敏夫 (Serita, Toshio)

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号：80226688

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,900,000円

研究成果の概要(和文)：(1)自社株買いと配当の代替性の研究では、全上場企業対象のサーベイ調査を実施して、2006年に行ったサーベイ調査結果とデータを統合して分析を行った。(2)株主優待が株式市場に与える影響について研究について実証分析を行った。(3)ETFが現物市場に与える影響に関する研究では、日銀によるETF買入れの影響を含め、分析を行った。

主な結果を3編の論文にまとめ、先行研究に基づいた国際比較を含めて日本企業のペイアウト政策の企業の意識の変化、株主優待の実施が資本コストを低下させる一方で株価急落リスクと高めること、およびETFの拡大が個別株式のボラティリティを高めること、などの興味深い新しい知見が得られた。

研究成果の概要(英文)：(1)We conducted a new survey research to Japanese all listed firms to compare the payout policies with our 2006 survey. on substitution between stock repurchases and dividends. (2)We conducted empirical analysis of the effects of shareholder perks in Japan. (3)We empirically investigated the effects of ETFs and purchases of ETFs by Bank of Japan on individual stock markets.

Main results are in our 3 new papers. We got new and interesting empirical results. Those are changes of attitude on payout policies, decline of cost of equity capital while increase of stock price crash risk, and increase of individual stock volatility derived from expansion of ETFs.

研究分野：経営財務、ファイナンス

キーワード：自社株買い 配当 ペイアウト政策 株主優待 ETF 日本企業

1. 研究開始当初の背景

(1) 米国では近年配当から自社株買いへの代替が急速に進んだ。有配企業の全上場企業に占める割合が1999年には20.8%にまで急減して、"disappearing dividends"と呼ばれるようになった。一方、自社株買いの金額が急増し、配当から自社株買いへの代替が進行した。しかし、日本では、同様な傾向が見られないことが、ペイアウトの金額や過去の申請者らの行ったサーベイ調査(花枝・芹田[2008])などから明らかになった。直近でも配当総額が過去最高規模の水準となっている。

(2) 企業のペイアウト政策(配当・自社株買い)には多くのパズルが発見され、それらを説明する理論仮説が提示され、実証的に研究されてきたが、今なお多くのパズルが存在する(配当に関するサーベイ論文は花枝・芹田[2009])。そのパズルを解くために申請者らが行った日本の全上場企業を対象にしたサーベイ調査の結果を米国企業のサーベイ調査、日本の機関投資家へのサーベイ調査(芹田他[2011])と比較することにより、日本企業に特有のペイアウト政策の特徴が明らかになった。その主な特徴には、配当性向を重視し、自社株買いの柔軟性が弱い、ということがある。それを個別企業の実際の配当・自社株買いデータを用いて検証するのが、サブテーマ(1)、(2)である。日本の株式市場については、自社株買いの解禁が1995年、使いやすくなったのが2001年と遅く、この分野の研究の蓄積が少ない。そこで、全上場企業の財務データを用いた分析、および過去のわれわれのサーベイ調査結果と回答企業のペイアウト政策の現実のデータを突き合わせた分析を行う。過去のサーベイ調査の回答企業のデータと当該企業のペイアウト政策とその他の財務データを結びつけることにより、現実のペイアウト政策の決定にどんな企業の意識が重要かを分析することが可能となる。(サブテーマ(1))

(3) 株主優待は、英国企業の一部でもみられるが、日本では導入企業が近年急増している日本企業に特有な配当の一種である。これについては先行研究が少ない(参考文献[2]のみ)。株主優待には、小口の個人投資家を引き付ける効果があり、その結果、個人株主数の増加、流動性の向上が期待できる。この株主優待の影響のうち、先行研究ではまだおこなわれていない多くの問題について実証分析を行う。すなわち、優待の変更・廃止のアナウンスが与える株価へのインパクト、優待廃止が与えるマイナスの情報効果、現金配当との代替性の有無を検証する。また、現金配当における配当落ち日前後での配当取り行動の分析を株主優待に当てはめて分析する。(サブテーマ(2))

2. 研究の目的

第一に、申請者らが行った過去のサーベイ調査の結果によって明らかになった日本企業のペイアウト政策(配当政策・自社株買い)の特異性について、10年後となる2017年に新たに実施したサーベイ調査の比較分析を行う。この分析により、日本企業のペイアウト政策の特異性がどのように変化したのか、自社株買いと現金配当に代替性があるのか、などを明らかにする。

第二に、日本の上場企業に独特な株主優待について、2000年以降の大きな変化に着目して実証分析を行い、日本企業に特有な株主優待というペイアウト政策の実施理由と株価形成(資本コスト、ボラティリティ、急落リスクなど)に与える影響の実証分析を行う。

第三に、ETF(上場投資信託)が現物株式市場に与える影響についての実証分析を行う(平成27年度に新たに追加したサブテーマ(3))。

3. 研究の方法

(1) 日本企業のペイアウト政策(配当政策・自社株買い)について

2000年以降の全上場企業のデータを収集し、整理した。次に日本企業のペイアウト政策(配当政策・自社株買い)について、2006年5月に行ったサーベイ調査との比較分析のために、10年後となる2017年1月に、新たにサーベイ調査を実施する。これは、前回と同じ質問と新しい質問を加えたものである。

比較分析においては、金融業を除いた事業会社とし、2006年分は621社、2017年分は320社、合計941社を分析対象である。

分析に先立って、分析対象の回答企業が全上場企業からの偏りのないサンプルかどうかをチェックする。次に、各質問項目ごとに基本集計を行い、平均得点について、前回と今回の間、および現金配当の間で統計的に有意な差が無いかをt検定を行ってチェックを行う。また、利益の変化、配当政策の意識、情報効果についての意識、などの回答結果について、回答の要因分析を行うために、パネルデータとして順序プロビット分析を行う。

(2) 日本の上場企業の株主優待制度が株価形成に与える影響について

まず、株主優待制度の詳細および過去の日本企業の株主優待の実施状況について調べ、関連の先行研究のサーベイを行い、検証すべき仮説を確定し、実証分析法を確定する。

次に、実証分析で用いるデータについて、2002年以降の全上場企業の実施状況および財務属性について年次パネルデータ分析用のデータセットを作成する。分析対象企業は、2016年9月末時点で上場している全上場企業3,707社である。企業属性のうち、推定すべき属性(ベータ、個別リスク、個別株価急落尺度など)については、月次データセットを新たに収集整理し、年次のデータを推定する。

作成した年次パネルデータセットを用いて、回帰分析（固定効果モデルの推定）を行う。特に、仮説検証のために、資本コスト、固有リスク、5つの株価急落尺度を被説明変数として、株主優待実施の有無を表すダミー変数の係数に注目する。

(3) ETF（上場投資信託）が現物株式市場に与える影響について

まず、ETFの制度の詳細を調べ、2001年以降のETF（日経平均およびTOPIX）の急速な成長をデータを収集して概観する。また、2010年以降始まった日銀によるETF買入れ関連のデータを収集し、その実施内容の詳細を概観する。関連の先行研究のサーベイを行い、検証すべき仮説を確定し、実証分析法を確定する。

実証分析については、分析対象を8本の日経平均ETFと300社の日経平均採用銘柄に絞り、2001年7月以降の月次パネルデータのデータセットを作成する。特に、個別日経平均採用銘柄の発行済み株式数に占める日経平均ETFの保有割合の推定に当たっては、日経平均算出要領にしたがって正確に推定を行う。

分析の前半では、日経平均ETFのプライシングの効率性を、日次データを用いて、ETFの乖離（終値と基準価額との差）の統計的分析（乖離がゼロから有意に離れているか、系列相関の有無、日銀買入れが乖離に与える影響の有無）を行う。分析の後半では、月次パネルデータを用いて、個別銘柄のボラティリティ、銘柄固有リスク、流動性を被説明変数とした回帰分析（固定効果モデルの推定）を行う。特に、仮説検証のために、日経平均保有比率と日銀買入れの有無を表すダミー変数の係数に注目する。

4. 研究成果

研究目的のうち、第一については学術論文2編、第二については学術論文1編、第三については学術論文1編にまとめることができた。その結果、以下の通りの主な結果が得られた。

1) 自社株買いと配当の代替性の研究では、2006年と2017年に行ったペイアウトに関するサーベイ調査をもとに、日本企業のペイアウト政策に対する認識の変化の有無を検証した。主な検証結果としては、(1)配当に対する認識は概ね変わっていないが、自社株買いの意思決定については大きく変化した、(2)自社株買いを通じたROEの改善についての意識は高い、(3)機関投資家・外国人投資家を惹きつけるためにペイアウトを用いる意識は高い、(4)自社株買いと配当の代替性は強く認識されていない、等のことがわかった。

2) 株主優待が株式市場に与える影響について研究では、株主優待の実施が小口の個人投資家の行動を通じて日本株のリスクに与える影響の実証分析を行った。分析内容は、検証可能な命題を提示して、株主優待の実施の影響のパネルデータを用いた実証分析で、資本コスト、個別リスク、個別株価急落リスク、売買回転率への影響を分析するものである。

主な結果は以下のとおりである。の結果、株主優待の実施により、小規模な個人株主を引き付けることにより、資本コスト、個別リスクを低下させるという好ましい資本コストの低下をもたらすことが明らかになった。一方、個別株価急落リスクの上昇というデメリットがもたらされることが観察された。

3) 追加テーマのETFが現物市場に与える影響に関する研究では、ETFの取引増大が日本の株式市場に与える影響の実証分析を行った。分析対象は、ETFの中でも日経平均ETFに限定した。分析内容は、検証可能な命題を提示して、日経平均構成銘柄のプライシングに与える影響の実証分析で、日銀によるETF買入れの影響を含め、ETFのプライシングと構成銘柄のボラティリティ（市場リスクと非市場リスクの割合）の影響を分析した。

主な結果は以下のとおりである。日経平均ETFの株式市場におけるプレゼンスが近年急激に増加（2015年末には対日経平均時価総額の2%）している。乖離（ETF市場価格 - 基準価額）は平均的にはほぼゼロと小さいが、一時的に乖離が大きく拡大することがあり、正の系列相関の存在から、数日間乖離が継続することが分かった。また、また各ファンドの乖離の高い正の相関から、乖離を生み出す共通のファクターが存在する可能性が示唆された。また、仮説の検証結果については、日経平均ETFの保有割合の増加が、日経平均構成銘柄のボラティリティ、及び非市場リスクの割合を高めている。一方、日経平均構成銘柄の売買回転率を低下させている。日銀によるETF買入れの影響は、月次データ分析より個別銘柄のボラティリティを低下させることが分かった。

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 2件)

1. 芹田敏夫・花枝英樹「サーベイ調査から見た日本企業の財務政策」
組織科学, vol.49, No.1, 32-44, 2015年9月
2. 芹田敏夫・花枝英樹「ETFが現物株式市場に与える影響」『月刊 資本市場』2017年11月、28-37.

〔学会発表〕(計 7件)

1. 芹田敏夫・花枝英樹「日経平均ETFが現物

市場に与える影響」 2016年10月9日、日本経営財務研究学会全国大会（武蔵大学江古田キャンパス）

2. 芹田敏夫・花枝英樹「日経平均ETFが現物市場に与える影響」 2017年6月4日、日本ファイナンス学会大会（千葉工業大学津田沼キャンパス）

3. 芹田敏夫・花枝英樹"Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan" World Finance Conference(Sardinia), University of Cagliari(Cagliari, Italy), 2017年7月28日

4. 芹田敏夫「株主優待制度が株式のリスクに与える影響」2017年9月3日、日本経営財務研究学会全国大会（関西大学千里山キャンパス）

5. 芹田敏夫・花枝英樹・鈴木健嗣「企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析」 2017年9月3日、日本経営財務研究学会全国大会（関西大学千里山キャンパス）

6. 芹田敏夫"The impact of shareholder perks on risks of stocks: Role of small investors" 30th Australasian Finance & Banking Conference 2017年12月13日 Shangri-La Hotel in Sydney

7. 芹田敏夫・花枝英樹"Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan" 30th Australasian Finance & Banking Conference. 2017年12月14日, Shangri-La Hotel in Sydney

〔図書〕(計 0件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年月日：
国内外の別：

取得状況(計 0件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年月日：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

<https://sites.google.com/site/hidekihan>

aeda/ (2017年1月に実施したサーベイ調査「配当・自社株買い政策に関する企業の意識調査」の基本集計結果を、連携研究者の花枝英樹氏のホームページ上に掲載)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

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

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

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

(4) 研究協力者

なし