

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 4 年 5 月 20 日現在

機関番号：17201
研究種目：若手研究
研究期間：2019～2021
課題番号：19K13852
研究課題名（和文）ペイアウト政策の実証分析 - 費用の変動からの検証

研究課題名（英文）Relationship between Cost Structure and Payout

研究代表者

篠崎 伸也 (Shinozaki, Shinya)

佐賀大学・経済学部・准教授

研究者番号：10636898

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,200,000円

研究成果の概要（和文）：第1に短期的に変動費比率の高い企業が配当を選好していた。第2にこのタイプの企業はペイアウトを行い、現金を保有する傾向が強かった。第3に配当と自社株買いは代替関係にあった。第4にステewardシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの発効以降、機関投資家や外国人投資家の持株比率が高い企業は自社株買いを選択する一方で、将来的に負担とならない範囲でペイアウトしていた。第5に両コードの発効後、過去5年平均のROEや配当性向が低い企業および過大投資のリスクが高い企業は配当していた。第6に経済の不確実性の影響を強く受けている企業では、これらの投資家が両コードの発効後に自社株買いを選好していた。

研究成果の学術的意義や社会的意義

学術的意義として、第1に費用構造の観点からペイアウト政策を実証分析している。費用構造とペイアウトの研究は総じて少なく、本研究はリサーチギャップを埋めている。第2に近年のコーポレートガバナンス（CG）改革がペイアウトに与える影響について実証分析しており、本研究はCGとペイアウトの既存研究を補完している。これらの結果は、社会的にも重要な示唆を含む。第1に企業が費用の調整しながら、ペイアウトのために内部留保を調整している可能性がある。つまり費用構造を通して日本企業の内部留保に対する姿勢を窺い知ることができる。第2にCGの改善がペイアウトの増加につながり、株主の効用を高めている可能性がある。

研究成果の概要（英文）：I examine the relationship between cost structure in short-term and payout. First, I find that firms with higher variable costs pay dividends and repurchase, especially prefer dividends. I also find that these firms hold more cash and the substitution between dividends and repurchase.

Next, I analyze the impact of the stewardship code and corporate governance code on payout policy. As a result, on average, after the entry into force of both codes, firms with higher shareholding ratios of institutional and foreign investors prefer repurchases. In addition, this type of firms tends to payout within a range that would not be a burden in the future. After the entry into force of both codes, firms with low average ROE and dividend payout ratio over the past five years and high risk of overinvestment prefer dividends. It has become clear that these investors generally prefer repurchases after the entry into force of both codes when firms are strongly subject to economic uncertainties.

研究分野：経営財務論（コーポレートファイナンス）

キーワード：費用構造 営業レバレッジ ペイアウト政策（配当と自社株買い） 保有現金

1. 研究開始当初の背景

研究開始当初において、経営財務論やコーポレートファイナンスに関する学術研究に目を向けると、費用構造(固定費と変動費の構成)と財務政策の関係性はあまり議論されておらず、リサーチギャップが発生している状況にあった。特にペイアウト政策(配当と自社株買い)については、利益やキャッシュフローの側面から検証されることが多く、費用構造はほとんど考慮されていないように思われた。他方で、実際の日本企業の多くが莫大な内部留保を保有していると報道されていた。このことは、企業が何らかの形で利益を確保し社内に留保している可能性を示唆している。よく指摘されるように、経済環境の不確実性が高まり企業の安定的な収益の確保が難しくなっているのだとすれば、企業は利益を確保する方策の1つとして費用構造を調整していると予想された。さらにこの調整から得られた利益を留保し、ペイアウトしているという仮説が立てられた。この仮説が正しければ株主の利益が優先されており、将来的に従業員を代表とする他のステークホルダーと利害対立が引き起こされる恐れがある。よってこの可能性を計量的に検証し、日本企業のペイアウト政策に関する現状を把握する必要があった。さらに上記のリサーチギャップの解消は学術的に非常に重要であり、研究成果を蓄積する必要もあった。

他方で日本では近年コーポレートガバナンスに関連する改革が進んでおり、スチュワードシップ・コード(以下、SWコード)とコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)という2つのコードが発効した。これらのコードは投資家や企業の行動を大きく変える余地があった。つまり機関投資家が企業にペイアウトの増額を要求する一方で、企業はこの要求に応じてペイアウトを増やす可能性が想定された。しかし研究開始当初、これらの発効がペイアウト政策に与えた効果に関して実証的にほとんど分析されておらず、効果検証する必要があった。

2. 研究の目的

● 費用構造とペイアウト政策に関する研究

本研究の目的は企業のペイアウト政策の立案において、費用構造が重要な役割を果たす点を実証的に示すことである。具体的には上述の背景を踏まえて、次の2つの目的を掲げている。第1にペイアウト政策に関するリサーチギャップを解消し、新たな知見を付与することである。既存研究は収益、あるいはキャッシュフローの変動が利益を変動させ、ペイアウト政策にも影響が及ぶ可能性を指摘している(Guay and Harford, 2000; Jagannathan et al., 2000など)。理論的には費用構造は利益の水準を左右するので、ペイアウトにも有意な影響が出ると予想される。つまり変動費は固定費よりも調整しやすいので、変動費型の企業は固定費型の企業よりも利益を確保しやすくなる可能性がある。にもかかわらず、費用構造とペイアウト政策の関係はほとんど検証されておらず(Kulchania, 2016; 篠崎・ナム, 2017)、リサーチギャップが発生している。このように本研究は費用構造がペイアウト政策に与える効果を実証分析し、学術・実務の両面で費用構造の適切な把握がペイアウト政策の立案に必要なという証拠を提示する役割を持つ。

第2に費用構造の視点から日本企業のペイアウト政策の現状を把握し、様々なステークホルダーに配慮したペイアウト政策を一考する機会を提供することである。ペイアウト政策が費用構造の影響を受ける可能性が計量的に立証できれば、日本企業のペイアウト政策に対する態度を明確に示すことが可能となる。そして企業が費用構造の調整を通してペイアウトしているとすれば、従業員のような他のステークホルダーの利害が損なわれている可能性がある。本研究はこの利害対立を一考する際のマテリアルの1つであり、この対立が解消、または緩和されるための議論につなげていく役割を担っている。

● コーポレートガバナンスとペイアウト政策に関する研究

本研究の目的は、SWコードとCGコードの発効が日本企業のペイアウト政策をどのように変容させたかを検証することにある。両コードは日本のコーポレートガバナンス改革の一環として公表されたもので、機関投資家や企業の経営者が株主の利益を意識し、長期的な企業価値の創造にコミットすることが求められている。両コードが経営者の意思決定に与える影響はコーポレートガバナンスの研究においてホットトピックとなっている一方で、その効果検証に関する研究はまだ始まったばかりである。特にペイアウト政策は企業価値を創造するうえで重要な役割を果たすとされ、先行研究ではコーポレートガバナンスを改善する(経営者と株主の利害対立を緩和する)手段の1つと考えられている(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)。両コードとペイアウト政策の関係に着目した実証分析を通して、近年のコーポレートガバナンス改革がペイアウト政策に与える効果を明示できるとともに、この効果について検証する機会を提供することができる。また学術面では、両者の関係に関する先行研究の知見を補完し、コーポレートガバナンスの改善においてペイアウト政策が重要となる点を再確認することが可能となる。

3. 研究の方法

● 費用構造とペイアウト政策に関する研究

本研究は日経メディアマーケティング社が提供するデータベース（『日経 NEEDS Financial Quest』）より東京証券取引所一部、二部、マザーズ、ジャスダック（当時）に上場する日本の非規制企業を抽出した。これらのデータをもとにデータセットを作成し、費用構造とペイアウト政策の関係を検証した。具体的には四半期決算書のデータもとに費用構造に関する 4 つの代理変数を作成した。このうち 総資産販管費比率と 総資産営業費比率はそれぞれ販管費と営業費を総資産でデフレートし、その 8 四半期分の移動平均をとって算出した。さらに先行研究で提示された 2 つの推計モデル（García-Feijóo and Jorgensen, 2010; Kulchania, 2016）を採用し、各企業の 8 四半期について rolling-window 回帰を実施することで、費用構造の代理変数となる営業レバレッジを 2 種類推計した。本研究は次の理由から 8 四半期という「短期の費用構造」に焦点を当てている。先行研究は主に通期データから数年間の営業レバレッジを推計しており（García-Feijóo and Jorgensen, 2010; Kulchania, 2016; 篠崎・ナム, 2017）、長期の費用構造が推計されていることを示唆する。ミクロ経済学の理論では長期の総費用は短期の総費用よりも調整しやすく、長期的にみると固定費型の企業は固定費を機動的に調整する余地がある。つまり先行研究のように長期の費用構造に基づくと、変動費型の企業と固定費型の企業の区別がつきにくく費用構造の差異とペイアウト政策の関係が不明瞭になる。これに対して「短期の費用構造」はミクロ経済学の理論では固定費と変動費の両方の影響を受けるので、短期における費用構造の差異が利益にもたらす影響は長期の場合よりも明確になると考えられるためである。

ペイアウト政策の代理変数は通期データをもとに 3 つの代理変数を作成した。つまり キャッシュフロー計算書の配当金の支払金額を売上高で除したものの、 同計算書の自己株式の取得額から自己株式の処分額を控除し売上高で除したものの、 と を合計したものを計算した。なお から のペイアウトの変数はすべて業種平均を控除することで、業種調整を施している。

このうえで個別企業と年次の固定効果に配慮したパネルデータ分析および、企業の属性をコントロールした傾向スコアマッチングを実施し、4 つの費用構造の代理変数と 3 つのペイアウト水準の代理変数の間に有意な関係が観察されるか検証した。さらに内部留保（保有現金）と費用構造の関係を確認するために、個別企業と年次の固定効果をコントロールしたうえで、保有現金比率（現預金と有価証券の合計額を総資産で除したもの）と費用構造の代理変数について実証分析を実施した。

● コーポレートガバナンスとペイアウト政策に関する研究

本研究も日経メディアマーケティング社が提供するデータベース（『日経 NEEDS Financial Quest』）より東京証券取引所一部、二部、マザーズ、ジャスダック（当時）に上場する日本の非規制企業を抽出した。これらのデータをもとにデータセットを作成し、SW コードと CG コードがペイアウト政策に及ぼす効果を検証した。具体的には SW コードと CG コードが採用後の年を 1 とするダミー変数をそれぞれ作成した。次に自社株買い比率（キャッシュフロー計算書の自己株式の取得額と配当金の支払金額の合計に占める自己株式の取得額の割合を計算し、業種メディアで調整した比率）を従属変数、両コードを示すダミー変数を独立変数としたパネルデータ分析を実施した。次に機関投資家の持株比率として外国人持株比率、金融機関持株比率、投資信託・年金基金持株比率の 3 種類を算出し、両コードの発効以降に自社株買い比率の間に統計的に有意な関係が観察されるか計量分析を行った。最後に経済的な不確実性に直面している企業（過去 10 年間の株式時価総額の標準偏差がその中央値を上回るサンプル）を対象として、両コードの発効後に機関投資家が自社株買い比率にもたらす効果を計量的に検証した。

4. 研究成果

2021 年度の研究成果は、以下のようにまとめられる。最初に 2020 年度に実施した短期の費用構造とペイアウト政策に関する実証結果を論文に整理した。その成果は 2022 年 3 月に刊行された『佐賀大学経済論集』の第 54 巻第 3 号に掲載された（研究成果 [1]）。次に『証券アナリストジャーナル』6 月号にコーポレートガバナンスとペイアウト政策に関する論文が掲載された（研究成果 [2]）。

研究成果 [1] は 2007～2019 年に東京証券取引所一部、二部、マザーズ、ジャスダックに上場する企業（金融、電力・ガスを除く）を対象とし、以下の結果が得られた。第 1 に短期的に変動費比率の高い企業は短期的に固定比率の高い企業よりも配当を選好する傾向にあった。第 2 に短期的に変動費比率の高い企業のほうがペイアウトを行いやすく、特に投資家に対するコミットメントの強い配当を選択していた。このように各企業の費用構造の差異がペイアウト政策に影響している可能性が示唆されている。第 3 に短期的に変動費（固定費）比率が高い企業は現金を保有する（しない）傾向は観察されなかった。これらの結果は、経営者が変動費の調整を通して収益（キャッシュフロー）を確保した後、内部留保することなくそのままペイアウトを行っている可能性を示唆している¹。つまり経営者はステークホルダーの中でも株主の利益を優先して

¹ 研究成果 [1] の費用構造と内部留保（保有現金）の関係に関する分析において、分析用のプログラムに誤りが見つかったため、研究成果の公刊後に分析を再実施いたしました。その結果、両者の間に有意な関

いる可能性が推測される。第 4 に短期の費用構造は配当総額およびペイアウト総額のボラティリティに正の効果を与えていることから、日本では配当と自社株買いの間に代替関係が成立することが明らかとなった。

研究成果 [2] は 2008～2019 年に東京証券取引所一部、二部、マザーズ、ジャスダックに上場する企業（金融、電力・ガスを除く）を対象としており、以下の結論が得られた。第 1 にスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの発効以降、企業を監視する誘因を持つ投資家（機関投資家や外国人投資家）の持株比率が高い企業ほど平均的に配当よりも自社株買いを選択していた。第 2 に両コードの発効以降、(1) 過去 5 年平均の ROE や配当性向が低い企業、(2) 過大投資のリスクが高い企業は配当を 선호する一方で、この誘因を持つ投資家の持株比率の高い企業は将来的に負担とならない範囲でペイアウトする傾向にあった。最後に経済の不確実性の影響を強く受けている企業では、この誘因を持つ投資家が両コードの発効後に配当よりも自社株買いを 선호していた。以上の結果は、2 つのコードが日本企業のペイアウト政策に影響し、コーポレートガバナンスを改善している可能性を示唆している。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計3件（うち査読付論文 2件 / うち国際共著 0件 / うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 篠崎伸也	4. 巻 53
2. 論文標題 営業レバレッジに関する文献サーベイ - 推計方法と財務政策に与える影響を中心に -	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 佐賀大学経済論集	6. 最初と最後の頁 49 - 93
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 篠崎伸也	4. 巻 59
2. 論文標題 ペイアウト政策とコーポレートガバナンスの関係 - スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードに焦点を当てて -	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 19 - 31
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 篠崎伸也	4. 巻 54
2. 論文標題 短期の費用構造とペイアウト政策 - 四半期データによる再検証 -	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 佐賀大学経済論集	6. 最初と最後の頁 1 - 32
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.34551/00023154	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8 . 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------