

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年05月18日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530316

研究課題名（和文） 株主総還元政策の実証分析

研究課題名（英文） Corporate Payout Policy: Empirical investigation

研究代表者

谷川 寧彦（TANIGAWA YASUHIKO）

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：60163622

研究成果の概要（和文）：

主として株主還元の立場から、日本企業の配当・自社株取得・消却に関する総合的な実証分析を行った。外部資金の相対的必要度を示す変数が配当の決定要因として有効で、ライフサイクル仮説が支持されること、1990年代にとられていた安定配当政策は2004年3月期を境にこれから離脱したこと、自社株取得を決議した機関が株主総会か取締役会かによって、自社株取得と配当との代替性、自社株取得と消却との代替性が正反対であることが明らかになった。

研究成果の概要（英文）：

We conduct an empirical study on the total payout policy of Japanese firms, which includes dividend, stock repurchase, and cancellation. The life-cycle theory of De Angle et al. (2006) is supported. While in 1990's the Japanese firms employed a stable dividend policy, we find a break in 2004 after which some firms deviate from it. We also find both relationship between dividend and stock repurchase and one between cancellation and stock repurchase are different according to the institution that decides the repurchase.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010年度	1,700,000	510,000	2,210,000
2011年度	700,000	210,000	910,000
年度			
年度			
総計	3,400,000	1,020,000	4,420,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：配当政策、自社株消却、自社株取得、株主総還元政策、ライフサイクル仮説

1. 研究開始当初の背景

上場企業の株主への配当政策について、米国企業に対するサーベイ調査 Lintner (1956) や Brav et al. (2005) では、できる限り一定の配当金を払うという経営者意識と行動が示され、日本企業について行われたサーベイ調査、芹田/花枝(2007)においてもそうした安定配当志向が報告されている。

ところが『法人企業統計調査』（財務省）による配当総額（資本金10億円以上の大企業）の動向を見れば、利益の多寡にかかわらず配当金額が一定であるのは1990年代までであり、2001年以降2007年度までは企業業績の拡大トレンドに沿う形で配当総額の大幅な増加が見られる。これは、合併等の理由で資本金10億円以上の企業数が増加し調査対象

企業数が増えたということに基づくものではなく、石川(2007)もこの時期はそれ以前と区分するという扱いをしている。

また、株主に対する利益還元方法として、2000年代は、配当の他、1994年の商法改正で導入された自社株取得も考慮する必要がある。株主全体に支払われるか、(企業に株式を売却した)一部の株主に支払われるかという違いがあるものの、企業が獲得した利益をもとに株主へ現金が支払われるという点では、自社株取得は配当と共通だからである。2001年の商法改正で、ストック・オプションの権利行使に備えるなど特定の目的を定めることなく、いわゆる「金庫株」として保有する自社株取得が自由化されて以後、その件数は急増した。金額も、2007年度は配当総額7.6兆円、自社株買い4.6兆円(日本経済新聞2008/5/26)、2006年度は配当総額6.37兆円、自社株買い6.9兆円(同2007/3/19)と、配当金額と変わらない大きさになった。

このように、株主への利益還元政策として自社株取得の重要性が高まったことは否定できないものの、日本企業によるそれは比較的最近の傾向であるため、先行研究は多くない。芹田/花枝(2007)は、2003年実施のサーベイ調査にもとづく試験的なものという断りの上で、自社株買いは利益還元よりは株式持ち合い解消の受け皿という経営者意識が強いことを、Hatakeda/Isagawa(2004)や広瀬/柳川/齋藤(2005)は、株価の低下後に自社株買いがアナウンスされることを、それぞれ報告している。これらは、配当と自社株取得とに違いがあることを示唆している。上野/馬場(2005)は、営業利益率、有利子負債圧縮の程度、格付けといった変数で、自社株消却と配当の選択、および両者を考慮した総還元率の動きをとらえているが、配当総額や自社株消却金額拡大期のデータも用いた分析を行って、両者の違いと類似点を明確にする必要がある。

2. 研究の目的

この研究の目的は、配当と自社株取得・消却の両方を考慮した株主総還元政策について、日本企業が従来型の「安定配当政策」から決別したのか、その行動(変化)の背後に「横並び行動」があったかどうかを確認することを通じて、日本企業の株主総還元行動が周囲の企業からどう影響されたかを明らかにすることである。

配当支払いを説明する仮説として、シグナリング、エージェンシー、ペッキングオーダー、ケータリング、ライフサイクル、税などが提案されてきているが、国内外に関する実証分析結果は様々であり、決着がついているとは言い難い。エージェンシー仮説、ペッキングオーダー仮説、ライフサイクル仮説では、

配当と競合する資金使途の有無など、個別企業の状況が重視される。シグナリング仮説やケータリング仮説では、他企業との差別化や他企業に対する市場評価など、他企業と当該企業との相対的な関係が重要である。かつて株式に額面50円が存在し、その10%である一株5円の配当を維持すれば十分といわれた時期が存在した。2001年の商法改正により株式額面制度は廃止されたが、こうした「他企業の状態」を気にする、あるいは「他企業との競争・衡平関係を維持する」という行動が続いたため、近年の大幅な増配や自社株取得がほぼ同時期に生じた可能性がある。本研究では、このような個別企業の状況及び他企業との相対的な関係が株主総還元政策にどのような影響を与えているかを明らかにする。

3. 研究の方法

『法人企業統計調査』による2000年代の配当支払総額は、好調な景気に支えられ2008年3月期決算まで急拡大を続けてきた。しかし、米国金融セクターの一部にくすぶっていたサブプライムローン問題が2008年9月のリーマン・ブラザーズ証券の倒産で顕在化し、状況は一変する。証券化やグローバル化は今から振り返ると想定外に進んでおり、リーマン・ショックの影響はアメリカ一国にとどまらず世界的な金融危機へとつながっていく。産油国やロシア、中国などの新興国に蓄積していた巨額の資金がファンドを通じて運用され、ファンド資本主義と呼ばれるような状態が出現していた。これらにより世界の投資家の投資行動が同質化し、各金融商品の売買方向が打ち消しあうことなくどちらかに偏って、金融資産価格の変動性を高めていた。価格変動性が大きくなった金融資産を保有しつつ短期借入を繰り返して資金調達を行う金融機関が増加していた中、リーマン・ショックによりもたらされた金融資産価格の急落は、金融機関の金融仲介水準を低下させ、2008年の金融危機はこの秋から年末にかけて実体経済にも大きな影響をもたらして、世界的な大不況になった。

わずか3ヶ月前に過去最大の経常利益を報告する株主総会を終えたばかりの日本企業にとって、リーマン・ショックは9月当初は対岸の火事と受け止められていた。海外依存度が高いため、日本企業は世界的経済不況の影響を強く受け、瞬く間に業績が悪化し、2009年3月期決算では前年から一転して大幅赤字となった。配当も激減し無配とした企業も多い。資産価格バブルが崩壊し不良債権が積み上がったこの世界的金融危機は、1990年代の日本が経験したのと同様、世界経済が回復するには時間がかかることが明らかになっていく。

こうした金融危機においては、1998年のア

ジア金融危機のときと同じく、あらゆる金融資産価格の相関が1に近づくなど、平常時とは異なる金融市場環境となる。企業が金融市場の環境変化に対応する場合も、通常とは異なった対応(非常時の行動)をとる可能性が高い。例えば東芝は、2009年3月の赤字を受け2009年6月に28年ぶりの公募増資を行って発行済み株式数の30%を増やす形で約3300億円の資金調達を行ったが、同じ総合電機の日立も30%の株式数を増加させる増資を実施して約2500億円を、NECも同じく28%の株式数増加となる増資を実施して約1200億円を、それぞれ2009年秋から冬にかけて調達している。既存株主の権利を大きく希薄化させるこのような株式の大量発行は、平常時には見られない資金調達行動である。この30%内外という株式増加割合を仮に横並び行動と見なすとしても、それは「非常時における横並び行動」として別扱いをすべきである。

以上のような2008年の世界的金融危機に関する評価は、本研究開始時には定まっていなかった。こうした金融危機には一定のパターンがあり2008年の金融危機もそのパターンを踏襲していることがReinhart/Rogoff(2009)により現時点では明らかになっているが、本研究開始時点では未曾有の危機という様相を見せていた。そこで本研究では、企業の株主総還元政策を分析するにあたり、(1)まずこうしたマクロ経済状況の影響を各企業が共通する形では最も受けにくいと想定される普通社債の研究を開始した。株主総還元を研究対象としながら社債発行を考察した理由のひとつは、設備投資計画及びその必要資金額を所与とするとき、配当など株主還元に必要な資金は、前年度利益にもとづいた内部留保や減価償却費といった内部資金の他、増資、社債や銀行などからの借入といった外部資金の調達にも影響されるからである。三菱商事が1973年に日本で最初に発行した無担保転換社債には配当制限と担保提供制約という財務制限条項が付加されており、社債での資金調達が配当政策と無縁ではないことがわかる。

普通社債発行に際して設定するクーポン率(表面金利)は、マクロ経済状況及び金融市場の条件から各企業が等しく影響を受ける。金融市場の金利水準の変化に対して社債のクーポン率が各銘柄(企業)で同様に变化したとしても、それを横並び行動とはいいいにくい。新発債のクーポン率は企業側の行動のみで決まるわけではないからである。しかし、財務上の特約(財務制限条項)については、個別企業の債務状況が全く同一で、債権者(潜在的な社債購入者)が想定する債務不履行の可能性もすべての企業で共通といった極めて特殊な場合を別にすれば、企業毎及び社債毎に異なることが想定できる。金融危機の発

生が事前には想定されていなかった時期の公募普通社債については、すべての企業で一斉に債務不履行に陥るようなマクロ経済環境の変化も想定されていなかったと考えられる。ゆえに、財務上の特約条項は個別企業、個別負債の条件によって定められ、マクロ要因の影響は受けず、横並び行動は見られないという帰無仮説を検定することにした。

(2)次に、1990年代までの安定配当政策を確認するとともに、2000年代以降のいつの時点でこれを放棄したのかを検証する。このためには、シグナリング仮説を始めとした、配当行動を説明する数多くのモデル(行動仮説)の中からモデルをひとつ選んで計量分析を行い、計量モデルのパラメータ推定値が時期によって変化したことを統計的に確認するという手法をとる。

選り出すモデルとしては1990年代までの安定配当政策と2000年代の高配当政策をとるに説明できるモデルをまず考える。もし二つの時期をともに説明するモデルが存在せず、1990年代をよく説明するモデルと2000年代をよく説明するモデルが違ったものとなった場合は、企業の配当行動の変化をモデルの変化としてとらえることにする。実際には以下4. 研究成果(2)で述べるように、二つの時期を共によく説明するモデルとしてライフサイクル仮説にもとづくものを計測することができた。

なお調査対象企業は、2011年3月末に東京証券取引所に上場していた非金融企業のうち、1991年3月に店頭市場を含めて上場して2011年3月まで引き続いて上場していた企業に限定した。新規上場企業の多くは設備投資のための資金需要が旺盛で配当を行わないことが多いので、これら新規上場企業を調査対象に含めた場合、サンプル属性の変化を個別企業の配当政策変更と混同してしまう可能性がある。調査対象企業を固定して、この混同を避けるようにする。

(3)株主への総還元政策として、配当政策とあわせて自社株取得・消却について分析する際に、自社株取得が、配当と同様の株主還元手段とみなせるのかどうか、配当と同じモデルでとらえられるかを計測することで、検証する。自社株取得は現金配当を代替するという米国での研究に対し、日本では現金配当に積極的な企業ほど自社株取得を行っているという佐々木/花枝(2010)の結果から、追加的な検証が必要とされている。また、自社株取得は手持ち現金を金庫株に置き換えただけで、取得した自社株を消却して初めて還元が完了するという立場がある一方、株式消却は増資と現金/株式の流れがちょうど反対ということから、消却を資本政策の一環(マイナスの増資)とみなす立場もある。光定/蜂谷(2011)は消却を行う企業属性として、株主

圧力が高いことと負債比率が低いことを指摘しており、株式消却には、還元政策と資本政策の二つの側面があることがうかがえる。ここでは、自社株消却を配当と同様の株主還元モデルによってとらえられるかを検証するとともに、資本政策を説明するモデルとして、負債がもつ節税効果と倒産コスト増加のトレードオフ理論に基づく定式化を行い、自社株消却の資本政策としての側面がどれほどかも計測する。

また、自社株消却のためにはあらかじめ自社株取得を行っていないなければならないことを鑑みて、両者の統計的関係を把握することを試みる。

計測対象企業は 2011 年 3 月末に東証に株式を上場していた企業のうち、銀行・保険・証券業ではない 1570 社とし、2003 年 4 月 1 日から 2011 年 3 月 31 日までに決議された自社株取得についてデータを作成した。取得決議の後、決議で定められた取得実施期間終了までに実施された(累積的)取得金額、取得株数についてデータを収集したが、2011 年 12 月末で取得実施期間が終了していないものについては、この時点での数値を取得データとした。

4. 研究成果

(1) 財務上の特約の主たる目的は、債権保全(期限の利益喪失条項、担保切り替え条項など)、信用力低下に対する早期警戒(純資産維持条項、利益維持条項、配当制限条項)、劣後性回避(担保提供制約条項)に大別される。銀行によるシンジケート・ローンでこれら特約を付加したコベナント付融資が多いのに対し、2006 年 1 月から 2010 年 9 月に公募発行された普通公募社債 990 銘柄の財務上の特約を調べたところ、約 7 割が無担保社債に対し担保提供制限(社債間限定同順位特約)のみを付加していた。一切特約を付加しないケースも含めて、特約の種類が少ない。

そこでまず、財務上の特約を付加することに経済的意味があることを確認するため、担保提供制限条項を付加すると債券投資利回りが低下するか計測した。具体的には、公募社債市場では発行価格が償還金額(額面)100 円と等しいパー発行が主流のため、クーポン率が新発社債に対する投資利回りとなる。クーポン率は、無リスク資産の金利水準に、個別銘柄の信用力を反映した信用リスクプレミアムが上乗せされたものである。信用力は、社債に附与された格付(AAA、BB など)で分類されている。ここでは、当該銘柄と償還期限が等しく、かつ格付情報センターが附与した格付が当該銘柄と等しい既存銘柄のクーポン平均値を求め、当該銘柄のクーポンとこの平均値のかい離を、個別銘柄の信用力指標とした。信用力指標の算出を、担保制限条項付

無担保公募社債と制限条項がない無担保公募社債とに対して行って平均値の差を求めると、前者の信用力が統計的に有意に高い(かい離が小さい)ということが確かめられた。

担保提供制限以外に財務上の特約を付加しない理由について実務家にヒアリングしたところ、機関投資家向けの社債(券面 1 億円以上)は社債管理会社をおかずに発行できるという制度を利用して財務代理人のみで発行する場合、早期警戒条項を付加しても条件順守を見張ることを業務とする主体が存在しないため事実上条項を付加する意味を持たないという意見を得た。実際、公募社債のほとんどが機関投資家向けであることから、この意見はある程度の説得性を持つ。

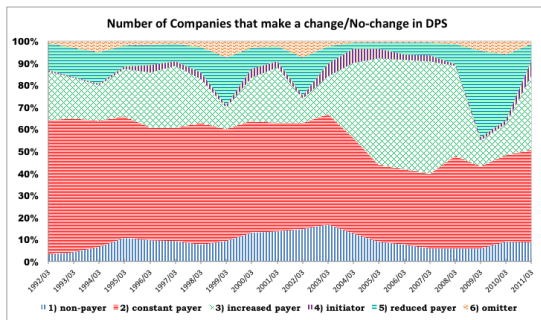
ただこの意見は、小額券面の社債については、信用力低下を早期警戒する機能をもった財務上の特約を付加しないことを説明できない上に、社債管理会社による債権者保護サービスが必要な個人投資家向けに(小額券面の)社債を発行しないのはなぜか、という別の問題を提起する。社債には株式と違って流通市場があまり活発でないため、償還期限まで持ち続けることが前提となる新発債に個人投資家は購入意欲を示さないから、個人投資家向けの社債は発行されないと「説明」されてきた。

個人向け社債については市場整備を含め様々な課題が残されており、今後の課題としたい。

(2) 一株あたり配当金 DPS を指標としてとらえた個別企業の配当政策は、雑誌論文(1)としてとりまとめた。自社株取得や経営者・従業員などへ報酬として支払うストック・オプションが増えている昨今の状況下では、配当金総額は配当政策の指標としては不適切である。なぜなら、(a) 自社株を取得すると配当金が支払われない金庫株の株数が増加するので、配当金総額の動きを追うと自社株取得の動きも含まれてしまうため、(b) スtock・オプションの権利が行使されると株数が増え(DPS が一定でも)支払い配当総額が増えるが、それは役員や従業員など、権利行使を行ったストック・オプション所有者の意思決定を反映したものであり、企業による配当政策とは見なせないため、である。

DPS の動きを示した下図によると、無配を含め、一株当たり配当金が前期と同じ企業の割合は、1990 年代から 2003 年 3 月までは 60%と安定していたこと、2004 年 3 月期、2005 年 3 月期にかけてこの割合は減少し、2009 年 3 月期の世界的金融危機後の決算期では DPS を減少された企業割合が急増していることが明らかである。個別企業を見ても 1990 年代の安定配当政策と、2003 年 3 月決算期を境として安定(定額)配当が少数派になったこ

とが明らかになった。



次に配当政策を決める行動モデルとして DeAngelo et al. (2006) によるライフサイクル仮説にもとづく実証分析を行った。この仮説は、配当を説明する要因として、「利益剰余金/資本金比率、RE/TE」という変数でとらえた企業の「ライフステージ」が重要であると主張する。RE/TE が低い企業は、設備投資資金のため外部からの資金調達が必要な若い企業であり、配当を行わない。同比率が高い企業は、外部資金に頼らずとも必要な内部資金を確保できる成熟企業であり、十分な配当を行なうという仮説である。短期的な収益性は「総資産利益率」で、将来の長期的な成長性を「株式時価簿価比率」や「売上高変化」でそれぞれとらえ、ライフステージ変数 RE/TE と一緒に用いて配当を説明する。

DPS を被説明変数とするパネル推定、配当支払いの有無を被説明変数とするパネル・ロジット推定を行ったところ、RE/TE はいずれも統計的に有意で、ライフサイクル仮説が支持された。また、2003 年度(2004 年 3 月期)以後を 1、それ以前を 0 とするダミー変数を使って、説明変数にかかる係数推定値に統計的に有意な変化が生じているかを検定したところ、2003 年度以降は値が統計的に有意に大きくなっていることがわかった。

配当政策を変化させた企業属性を調べるため 2003 年度以降のデータを用いて、配当変更タイプ(増加、減少、開始、停止)を被説明変数とするパネル・ロジット推定をおこなったところ、これら配当変更を行う企業属性として、株式時価簿価比率と総資産利益率が高く売上高変化が小さいという結果を得た。2009 年 3 月期以降は、2008 年秋の世界的金融危機の影響を受け、いわば非常時への対応として配当変更を余儀なくされた企業が多い時期である。2007 年度以前のデータに限定するとサンプル期間が短すぎて、平常時における配当変更が「横並び行動」なのかどうか十分に識別できない。平常時のデータ蓄積を待って、横並び行動か否かを特定することが今後の課題である。

(3) 自社株取得とその消却についての研究結果は、とりまとめて学会誌に執筆したが

他執筆者の都合で発行が遅れている。本研究で初めて明らかになった結果の概略は以下の通りである。

自社株取得の決議機関は、株主総会と取締役会の二通りである。2001 年 10 月施行の旧商法改正により、株主総会決議で取得枠を設定すれば目的を定めることなく自社株取得が可能になり、2003 年 9 月施行の旧商法改正により、取締役会決議のみによって自社株取得が可能になった。実際に一株以上取得したものについては、取締役会決議によるものが企業件数・取得金額とも圧倒的に多い。しかし、一社当たりの平均取得金額をみると、株主総会決議による取得が数百億円、取締役決議による取得が十億円のオーダーで、大型の取得は株主総会決議を経ている。

この研究では、これら自社株取得決議機関が違くと配当や消却との関係が異なることが判明した。自社株取得と消却を、株主還元政策の一手段としてみならず計量分析(ライフサイクル仮説にもとづくもの)では、取締役会取得決議による自社株取得金額、取得株数と消却株数とは統計的に有意な正の相関関係が見られ、配当が多い企業ほど自社株取得金額も大きいという結果を得た。佐々木/花枝(2010)と整合的である。しかし、株主総会決議による自社株取得金額、取得株数と消却株数との間には統計的に有意な負の相関関係が見られ、配当が多いほど自社株取得金額が少ないという結果を得た。米国の先行研究と整合的な、自社株取得と配当とが代替的という結果である。株主還元を配当で行うのか自社株取得で行うのか、どちらの手段によるのかを、金額が多額の場合には株主総会決議で選択しているかのようなのである。自社株取得と消却との関係も、自社株取得決議機関によって異なることがわかる。

消却を資本政策の一環とみなし、最適負債比率を考慮したパネル推定においても、取得決議機関が違くと影響の方向が異なるという結果となった。消却が最適負債比率に向けての調整というモデルでは、負債が多い企業では自己資本を増やすため消却は少ないことが予想される。長期負債については負の符号となったが統計的に有意度は低く、短期負債については逆に正の符号を得た。消却株式数を被説明変数とするパネル推定で、取締役会決議による取得株式数は有意に正の、株主総会決議による取得株式数は有意に負の、係数推定値を得た。株主総会決議による自社株取得と消却との関係、及び、取締役会決議による自社株取得と消却との関係は、消却を株主還元の一環としてとらえた場合も資本政策の一環としてとらえた場合も、それぞれ異なる関係がみられるという点で共通している。

自社株取得どの決議機関で行ったかによ

って株主総還元政策に対する意味が異なるという結果は、違った決議機関で決定を行うに至った根本的理由が存在することを想起させる。これを明らかにすることが今後の課題である。

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1件)

Yasuhiko Tanigawa, “Dividend Policy in Japan: a break in 2004”, *Waseda Business & Economics Studies*, No.47, 67-81, 2011.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

谷川 寧彦 (TANIGAWA, Yasuhiko)

早稲田大学・商学大学院・教授

研究者番号：60163622

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし