

## 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 5 月 18 日現在

機関番号：34315

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2010 ~ 2011

課題番号：22830115

研究課題名（和文）製品（財）市場における企業間の競争状態と配当政策に関する実証分析

研究課題名（英文）The dynamic analysis of the interaction between product market competition and corporate payout policy

研究代表者

三谷 英貴（MITANI HIDETAKA）

立命館大学・経営学部・准教授

研究者番号：80584052

研究成果の概要（和文）：

本研究は、製品・サービス市場における企業間競争とペイアウト政策との関係を実証分析することを目的としている。実証分析の結果、競争的（非競争的）な産業に属する企業ほど、ペイアウト政策に積極的（消極的）になる傾向があるということが判明した。また、この傾向は市場支配力を持つ企業ほど弱くなるということが判明した。以上の分析結果より、企業間競争とペイアウト政策との関係は、ライバル企業からのプレデーションに対する潜在的な脅威にもとづいていると結論づけることができる。

研究成果の概要（英文）：

This research investigates the dynamic interaction between product market competition and corporate payout policy. The results in this research present that firms in more concentrated industries have significantly lower payout ratios than firms in less concentrated industries. Moreover, we find that this interaction is much weaker among dominant firms. Therefore, these results indicate that predatory behavior from competitors is an important determinant of corporate payout policy.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2010 年度	1,240,000	372,000	1,612,000
2011 年度	990,000	297,000	1,287,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,230,000	669,000	2,899,000

研究分野：経営学

科研費の分科・細目：経営学、経営学

キーワード：企業金融、ペイアウト政策、企業間競争、市場支配力

## 1. 研究開始当初の背景

研究代表者が、当該研究課題の着想に至った背景は、金融庁で研究官をしていた時の経験にもとづいている。外国の機関投資家からは「なぜ日本企業の配当性向はこれほど低いのか？」といった疑問の声がしばしば聞こえてくる。それに対しては合理的な説明を持ち

合わせておらず、結論として「日本企業のコーポレート・ガバナンスは不透明だ」ということになってしまう。例えば、平成 21 年 6 月 17 日に金融庁の金融審議会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が提出した報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」の中

でも、わが国上場会社等のコーポレート・ガバナンスは国際的に見て質の向上と強化を図っていくことが重要など数々の提言がなされている。しかしながら、配当性向が低いという事実が、コーポレート・ガバナンスに代表される企業そのもののメカニズムに由来するものではなく、企業どうしの競争といった外部環境に由来するものであれば合理的な説明を導くことができる。研究代表者は、上記のような経験にもとづき当該研究課題の着想に至った次第である。

## 2. 研究の目的

本研究では、わが国上場企業を対象として、製品（財）市場における競争戦略、及び、ライバル企業との競争関係が企業の配当（株主還元）政策に及ぼす影響を実証分析し、コーポレート・ファイナンスの観点から企業の競争的産業政策への展望的考察をもたらすことを目的とする。

経済学や経営学の領域において「コーポレート・ガバナンスのいかなるメカニズムよりも製品市場における企業どうしの競争の方が、経営者を効率的に規律づけるメカニズムとなりうる」という議論は古くから行なわれてきた。例えば、アダム・スミスは「諸国民の富(The Wealth of Nations)」において「企業どうしの競争がない状態（すなわち、独占状態）は、効率的な企業経営に対する唯一最大の敵である」という趣旨の一節を入れている。また、その後の研究においても「競争は怠惰の最大の敵である」という意味の結論が得られている。その後、1980年代より、この問いに対するいくつかの理論的研究が行なわれてきた。それらの理論的研究のいずれにおいても、企業どうしの競争が経営者を規律づける潜在的なチャネルになりうるのではないかという示唆が導かれている。主にこれらの研究は、産業組織論的観点からの研究であるという点が特徴である。

2000年になってようやく「ストック・オプションに代表される報酬政策や株式市場からのモニタリングなどのいかなるコーポレート・ガバナンスのメカニズムよりも、製品（財）市場における企業どうしの競争の方が、経営者を効率的に規律づけるメカニズムとなりうる」というコーポレート・ファイナンスの観点と産業組織論の観点とをリンクさせる形での理論的示唆が導かれることとなった。したがって、本研究が取り上げようとしている課題は、古くて新しいテーマであるといえる。

このテーマにもとづく実証的側面からの研究も上記の理論的研究を支持する結果をもたらしている。例えば、アメリカの航空産業において、1978年の規制緩和以来、航空会社の生産性が著しく向上したという実証

結果が得られている。また、ある研究では、企業どうしの競争が盛んになると、株主を無視する経営陣が経営する企業ほど、生産性が向上するという実証結果が導かれている。しかしながら、これらの実証研究も産業組織論的観点からの研究であった。

このような学術的背景をふまえると、本研究は、企業どうしの競争といった産業組織論側面と企業の配当行動（株主還元政策）といった企業金融論的側面とをリンクさせた形の実証研究であり、先行研究には見られなかった形の実証研究であるといえる。

本研究の目的は、製品（財）市場における企業どうしの競争といった実体経済の側面と経営上の裁量的判断でもある企業の配当（株主還元）政策といった金融的側面が、どのような動態関係にあるのかという点を明らかにするところにある。

企業どうしの競争の程度をとらえるにあたって、産業の競争度を測定する代表的な指標であるハーフィンダール指数を用いて測定するところから始める。しかしながら、ハーフィンダール指数では、産業間の競争しか測定できないという欠点がある。そこで、産業ごとの企業どうしの競争関係をとらえるためにCSMという指標を用いることとする。CSMを用いると、企業どうしの競争が生産量を戦略変数として行なわれているのか、それとも価格を戦略変数として行なわれているのかといった質的な側面から分類することができる。これはミクロ経済学でいうところのクールノータイプの競争かベルトランタイプの競争かといった面からの分類と同じである。CSMを用いることでハーフィンダール指数ではとらえられなかった企業どうしの競争のタイプを分類することが可能となる。

また、本研究では、企業を将来的な成長性の市場価値といった株式市場の観点からとらえて成熟産業に属する大企業と成長産業に属する新興企業とに分類したうえで、産業の競争度や企業どうしの競争関係をも検討する。このように多角的な観点から企業間の競争状態を検討したうえで、競争の強度（激しさ）や戦略変数の違いが企業の配当行動にどのような影響を及ぼすのかという点を実証的に分析していくことになる。

## 3. 研究の方法

研究目的の欄で触れたように、本研究の目的は、製品（財）市場における企業どうしの競争といった実体経済の側面と企業の配当（株主還元）政策といった金融的側面が、どのような動態関係にあるのかを明らかにするところにある。この目的を達成するためには、産業組織論的観点からの分析とコーポレート・ファイナンスの観点からの分析との二

つの観点からの分析を行う必要がある。具体的には、以下の三つのステップに沿って分析を行うことになる。

(1) 競争度の測定(ハーフィンダール指数の測定);まず、産業組織論的観点からの分析として、産業どうしの競争度を表す指標であるハーフィンダール指数を算出する。ハーフィンダール指数が大きい産業ほど、競争は激しくなく寡占状態にあると判断できる。

(2) CSM にもとづく企業間の競争(状態)関係の分類;しかしながら、ハーフィンダール指数だけでは、産業どうしの競争の強弱の程度しか測定できないという。そこで、企業間の競争関係を CSM (Competitive Strategy Measure) という指標を用いて分類する。CSM を用いると、ライバル企業との競争を行うに際して、生産量を戦略変数として競争を行っているのか、それとも価格を戦略変数として行っているのかといった質的側面から企業どうしの競争を分類することができる。これはミクロ経済学でいうところのクールノータイプの競争かベルトランタイプの競争かといった面からの分類と同じである。

(3) 個別企業の市場支配力の測定;ハーフィンダール指数・CSM に加えて本研究では、産業内におけるそれぞれの企業の市場支配力を計測する。この計測にはプライス・コスト・マージンを用いることとする。プライス・コスト・マージンの値が大きな企業ほど、価格を競争均衡価格以上の水準にコントロールできる能力を有している企業であるから、市場支配力を有しているとみなすことができる。

(4) 企業の競争状態・競争関係と配当政策との実証分析;最後に、ハーフィンダール指数、CSM や市場支配力といった産業組織論的観点から導かれた指標をもとに、それらが配当(株主還元)政策という企業の金融的側面に及ぼす影響を実証分析する。

本研究で検証される仮説は、次の三つである。

(1) outcome 仮説; outcome 仮説とは、競争的な産業に属する企業ほど株主還元(ペイアウト)政策に積極的になるという仮説である。企業間競争が激しくなるほど経営者がペイアウト政策に積極的になるのは、企業間競争による経営者の規律づけ効果の結果であるという意味から、この仮説は outcome 仮説とよばれている。outcome 仮説が成立していれば、企業間競争の激しさとペイアウト政策との間にはポジティブな関係が確認されるはずである。つまり、企業どうしの競争が激しい産業に属する企業ほどペイアウト政策に積極的になるということである。

(2) substitution 仮説; substitution 仮説とは、競争的でない産業に属する企業ほどペイアウト政策に積極的になるという仮説で

ある。たとえ競争的でない産業であっても、例えば、外部からの資金調達を考えると、調達にかかるコストを低くおさえるために名声を確立しておく必要がある。つまり、企業間競争が激しくなかったとしても、名声を確立しようとすれば、同業他社よりもペイアウト政策に積極的にならざるをえないということである。この仮説は、ペイアウトそのものが、企業どうしの競争になっているという意味から substitution 仮説とよばれている。substitution 仮説では、企業間競争によって経営者が規律づけられているとの想定はない。substitution 仮説が成立していれば、企業間競争の激しさとペイアウト政策との間にはネガティブな関係が確認されるはずである。つまり、企業どうしの競争が激しくない産業に属する企業ほどペイアウト政策に積極的になるということである。

(3) predation 仮説; predation 仮説とは、競争が激しくない産業に属する企業ほどペイアウト政策に消極的になるという仮説である。この仮説は、ライバル企業の新規参入を妨げる、もしくは、既存のライバル企業を市場から排除することを目的として行われる企業のプレデーション行動にもとづいている。先行研究より、プレデーションは市場集中度の高い非競争的な産業において生じやすいということが判明している。したがって、predation 仮説が成立していれば、競争が激しくない産業に属する企業ほど、プレデーションに備えてキャッシュアウト要因としてのペイアウト政策には消極的になると考えられる。つまり、predation 仮説が成立していれば、企業間競争の激しさとペイアウト政策との間にはポジティブな関係が確認されるということである。

ここで注意すべき点は、outcome 仮説と substitution 仮説のどちらの仮説が成立しているのかは、企業間競争とペイアウト政策との関係を実証分析した際に得られる推計結果より判断できるが、predation 仮説の成立は判断できないという点である。というのも、企業間競争とペイアウト政策との符号条件が outcome 仮説と predation 仮説の両仮説で同じだからである。したがって、両者の間にポジティブな関係が検出された場合、追加の分析を行うことで、どちらの仮説が成立しているのかを判断しなければならない。本研究では、この判断をプライス・コスト・マージンとして計測される企業の市場支配力に着目して行うこととする。プライス・コスト・マージンの値が大きな企業ほど、価格を競争均衡価格以上の水準にコントロールできる能力を有している企業であるから、市場支配力を有しているとみなすことができる。

outcome 仮説が成立していれば、企業間競争の激しさとペイアウト政策との関係は、市

市場支配力を持つ企業において強くなると考えられる。なぜなら、企業が市場支配力を持つほど収益は安定するので、フリー・キャッシュフローが滞留しやすくエージェンシー問題が深刻になる可能性も高い。したがって、outcome 仮説が示唆するように、企業間競争に経営者を規律づける効果があれば、その関係は、エージェンシー問題が深刻になる可能性の高い市場支配力を持つ企業において強くなるはずである。一方、predation 仮説が成立していれば、企業間競争の激しさとペイアウト政策との関係は、市場支配力を持つ企業において弱くなると考えられる。なぜなら、市場支配力を持つ企業ほどキャッシュは潤沢なはずであり、プレデーションに備えてペイアウト政策に消極的になる必要はない。逆に言えば、市場支配力を持たない企業ほど、ライバル企業からのプレデーションに備えてキャッシュを蓄えておく必要があるので、ペイアウト政策に消極的になるということである。したがって、企業間競争とペイアウト政策との関係が predation 仮説にもとづいているのであれば、両者の関係は市場支配力を持つ企業において弱くなるはずである。

#### 4. 研究成果

実証分析の結果、ハーフィンダール指数とペイアウト政策との間にはネガティブな関係が確認された。つまり、企業どうしの競争が激しい(激しくない)産業に属する企業ほどペイアウト政策に積極的(消極的)になるということである。

この結論より、substitution 仮説の成立は棄却されることとなった。それゆえ、次のステップとして、個別企業の市場支配力を考慮に入れて追加的な分析を行い outcome 仮説と predation 仮説のどちらの仮説が成立しているのかを検証することとなった。その結果、市場支配力を持つ企業において両者の関係は弱くなるという傾向が確認された。つまり、競争が激しくない産業に属する企業の中でも、特に、市場支配力のない企業ほどペイアウト政策に消極的になるということである。

以上の分析結果より、企業間競争とペイアウト政策の関係は outcome 仮説ではなく predation 仮説にもとづいていると結論づけることができる。したがって、企業間競争には経営者を規律づけるほどの強い効果は認められないということになる。

本研究と同じような観点から、企業間競争とペイアウト政策との関係を実証分析した先行研究がアメリカに存在する。その研究では両者の関係は outcome 仮説にもとづいており、企業間競争には経営者を規律づける効果があると結論づけられている。つまり、本研究とは正反対の結論が導かれているということである。

本研究において、outcome 仮説の成立が棄却されたという結論は、日本企業の配当政策をサーベイ調査したわが国の先行研究の結論と整合的である。そのサーベイ調査によると、配当によってフリー・キャッシュフローが削減されるというフリー・キャッシュフロー仮説の成立は支持されていない。フリー・キャッシュフロー仮説においては、過剰投資や私的便益を追及したがる経営者にペイアウトさせるメカニズムが明確でないという批判がある。outcome 仮説は、そのメカニズムとして企業間競争による経営者の規律づけ効果を考慮したフリー・キャッシュフロー仮説と考えることもできる。しかしながら、たとえそのようなメカニズムを考慮したとしても、わが国においてフリー・キャッシュフロー仮説は成立しないということである。

#### 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)

[学会発表](計6件)

発表者名：三谷英貴、発表標題：市場支配力を考慮した企業間競争とペイアウト政策に関する実証分析、学会名等：関西・産業組織研究会、発表年月日：2011年12月9日、発表場所：関西学院大学梅田キャンパス(大阪府)

発表者名：三谷英貴、発表課題：市場支配力を考慮した企業間競争とペイアウト政策に関する実証分析、学会名等：Monetary Economics Workshop、発表年月日：2011年11月26日、発表場所：大阪大学豊中キャンパス(大阪府)

発表者名：三谷英貴、発表課題：製品・サービス市場における企業間競争とペイアウト政策に関する実証分析、学会名等：金融システム研究会、発表年月日：2011年10月22日、発表場所：関西学院大学梅田キャンパス(大阪府)

発表者名：三谷英貴、発表課題：Capital Structure and Competitive Position in Product Market、学会名等：Ritsumeikan Conference on Financial Economics 2010、発表年月日：2010年9月15日、発表場所：立命館大学朱雀キャンパス(京都府)

発表者名：三谷英貴、発表標題：製品(財)市場における企業どうしの競争関係をふまえた資本構成の実証分析、学会名等：金融システム研究会、発表年月日：2010年6月26日、発表場所：大阪大学中之島センター(大阪府)

発表者名：三谷英貴、発表標題：Capital Structure and Competitive Position in Product Market、学会名等：Contract Theory Workshop、発表年月日：2010年5月15日、

発表場所：京都大学経済研究所会議室（京都府）

6．研究組織

(1)研究代表者

三谷 英貴（MITANI HIDETAKA）

立命館大学・経営学部・准教授

研究者番号：80584052