

## 日本企業の海外子会社からの利益送金\*

—本社の配当政策からみた分析—

田近 栄治\*\*

布袋 正樹

### 〈要約〉

日本の法人税は、全世界所得課税方式を原則として、海外の子会社からの受取配当に対して課税を行っている。一方、日本の法人税率は、国際的にみて非常に高いことが知られている。こうした状況のもとでは、日本の本社にとって、海外子会社に利益送金を求めるよりも、現地に利益を留保させる方が、税制上有利のはずである。しかし、実際には、本社に配当を送金する海外子会社が存在している。こうした現象は「配当パズル」と呼ばれており、このパズルを説明するためこれまで多くの研究が行われてきた。本稿では、海外子会社の配当パズルの説明として、本社の配当政策の影響に注目する。日本では、制度上、単独ベースの配当可能利益を上限として配当を支払うことが求められており、安定配当を目標とする日本企業は、配当原資が不足するとき、子会社・関連会社から資金移転を求めることが指摘されている。近年、海外子会社が多くの利益をあげていることを考慮すると、日本の本社は配当原資が不足するとき、海外子会社から利益送金を求めることが予想される。本稿では、海外子会社の財務情報に本社の財務情報を結合したデータベースを用いて、この仮説を検証し、以下のような結果を得た。第1に、必要とされる配当の原資となる本社の利益が不足するとき、本社は、海外子会社からの配当送金を増加させること。第2に、この結果は、本社の海外子会社への出資比率に影響を受け、本社の出資比率100%の海外子会社の場合は、そうでない場合より、より敏感に配当送金を変化させる。以上の結果は、本社の配当政策が海外子会社からの利益送金に重要な影響を及ぼすことを示しており、上記の仮説を支持することが示された。

JEL Classification: F23, G35, H25.

Key words : 海外子会社, 配当送金, 本社の配当政策.

\* 本稿を作成するにあたり、本誌匿名レフェリーから有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。文中における誤りは全て筆者に帰するものである。

\*\*田近 栄治：一橋大学大学院経済学研究科及び国際・公共政策大学院、布袋 正樹：一橋大学大学院経済学研究科

## **The effect of parent companies' dividend policy on profit remittance of their foreign subsidiaries**

By Eiji Tajika and Masaki Hotei

### **Abstract**

When income of firms is taxed on a world-wide basis and the home country's corporate income tax rate is very high, like in Japan whose tax rate is now the highest of the OECD countries, profit remittance from foreign subsidiaries faces a serious tax disadvantage and their income is better left at host countries of lower taxes. However, the fact does not support this for most of Japanese multinationals; their foreign ventures continue to send back part of their income to their parent companies in Japan. This paper tackles this "dividend puzzle" and seeks to solve it by linking parent companies' dividend policy with the profit remittance from abroad. The contributions of the study are first to use a firm-level micro data and second to combine the financial information of parents companies in Japan with that of their foreign subsidiaries to test whether foreign profit remittance has contributed to a stable dividend payment of parent companies. The answer is in the affirmative and the results that we report in the paper are as follows: profit remittance from abroad plays an important role to a stable dividend payment of parent companies; the cash demand of parent companies for paying their dividend affects remittance from abroad, and this applies in a more strict way for the foreign subsidiaries perfectly owned by Japanese parent firms.

JEL Classification: F23, G35, H25.

Key words: foreign subsidiaries, profit remittance, dividend payment of parent companies.

## 1. はじめに

日本の法人税は、海外子会社の利益に対して、全世界所得課税方式を適用している。この仕組みのもとでは、海外子会社の利益は、日本の本社に送金された時点で、本社の所得に合算され、日本の法人税率が適用される。ただし、海外所得への二重課税を調整するために、海外子会社が、投資先の国で支払った税金は、日本の本社の支払い税額から控除される（外国税額控除制度）。

一方、日本の法人税率は、国際的に見ても非常に高いことが知られている。日本の税制改革を取り上げた2008年のOECDの対日審査報告書によれば、2006年の時点で国と地方を合わせた日本の法人税の法定税率は40%に達し、OECD諸国のなかでもっとも高い水準にあることが指摘されている（OECD[2008]）。

こうした税制のもとでは、海外から送金された利益に対して、ほとんどの場合、日本において追加的な税が課せられることになる。一方、海外に所得を留保しておけば、原則として、日本の法人税は課されないため、日本の本社にとって、海外子会社の利益を配当として受け取るよりも、現地に留保しておくという誘因が強く働くと思われる。

しかし、実際には、税制上不利だと考えられるにもかかわらず、配当を本社に送金する海外子会社が存在している。このような現象は「配当パズル」と呼ばれ、これまで多くの研究者の関心を呼んできた<sup>1</sup>。最近では、Desai et al.(2007)が、アメリカ企業について様々な視点から海外子会社の配当パズルを説明しているが、その中でも特に興味深い視点は本社の配当政策に注目していることである<sup>2</sup>。すなわち、本社が多く配当資金を必要とする場合、海外子会社は税制上不利であっても配当を送金する可能性がある。Desai等は、配当性向（配当金/当期純利益）に基づきアメリカ企業（本社）をいくつかのグループに分類し、配当性向が高いグループにおいて、海外子会社から配当を受け取る本社の割合が高いことを示している。また、関連会社が資産規模に応じて、本社の配当原資を負担するという仮説のもとで、その負担額が大きいほど海外子会社の配当送金が多くなることを示している。一方、日本企業について、Tajika and Nakatani(2008)は、現地法人の配当送金の決定要因として、税制、現地法人の操業年数、日本側出資比率、本社の業績の効果を検討しているが、本社の配当政策の効果については検討していない。日本では、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いの影響で、本社の配当原資が不足するとき、子会社・関連会社に資金移転を求めることが指摘されている。近年、海外子会社が多く利益をあげているこ

<sup>1</sup> Hartman(1985)は、New View（企業は自社株取得が制限されているため、税引後利益から投資額を控除した残余を、税制上不利な配当の形で利益還元するという見解）を海外子会社に適用した。Hartmanによると、税引後利益が投資額を上回る成熟した海外子会社に関して、本国送金時課税は配当送金に影響を及ぼさない。Hartmanの結果の成立可能性については、これまで多くの研究者によって議論されている。Hartmanの結果が成立しないことを示した研究には、Hines and Hubbard(1990)、Desai et al.(2001)、Grubert(1998)などの実証研究や、Hines(1994)、Leechor and Mintz(1993)、Weichenrieder(1998)など理論研究が存在する。一方、Hartmanの結果が成立することを示した実証研究にはAltshuler et al.(1995)などがある。

<sup>2</sup> Desai et al.(2007)は、その他の配当パズルの説明として、海外進出形態による税制上の取り扱いの違い、本社の負債制約、本社と海外子会社とのエイジェンシー問題を検討している。

とを考慮すると、本社は配当原資が不足する場合、海外子会社に対して多くの配当送金を求めることが予想される。本稿では、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析し、海外子会社の配当パズルを説明するかどうかを検討する。以下では、本稿の分析の特徴について述べる。

第1に、日本企業について、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析する際、日本企業の配当政策の特徴を考慮する必要がある。日本企業の配当政策の特徴とは、安定配当政策と単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いである。日本企業は、業績に関わりなく、每期一定の1株当たり配当を支払うことを重視している。また、日本企業は、単独ベースの配当可能利益を上限として配当することが求められている。そのため、安定配当を目標とする日本企業は、配当原資が不足するとき、海外子会社に対して多くの配当送金を求めることが予想される。単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いの効果について、加賀谷(2004)は、企業の配当原資の逼迫度(配当性向)が高いほど、関係会社からの受取利息・配当金が増加することを示している。また、岡部(1996)は、同様の問題意識のもとに、配当余裕度を算出し、配当余裕度が低下した企業が、固定資産の売却や会計方針の変更によって利益を増加させることを示している<sup>3</sup>。本稿では、海外子会社に注目し、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いのもとで、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析する。

第2に、Desai et al.(2007)は、本社の配当政策と海外子会社の配当送金の関係を分析しているが、本社の出資比率の違いが、本社の配当政策と海外子会社の配当送金の関係に及ぼす影響を分析していない。本社の出資比率は、本社の配当政策と海外子会社の配当送金の関係に重大な影響を及ぼす可能性がある。例えば、本社の出資比率が100%の海外子会社は、本社の完全な管理下にあるため、本社の配当原資の不足に応じて自由に配当を送金することができる。これに対して、本社の出資比率が100%未満の海外子会社の場合、他の出資者との利害調整や、配当がスピルオーバーするという問題が起こるため、本社の配当原資の不足に応じて自由に配当を送金することができない。そのため、本社の配当原資確保において、出資比率100%の海外子会社が重要な役割を果たしていると考えられる。本稿では、本社の出資比率が100%の海外子会社と出資比率が100%未満の海外子会社にサンプルを分割し、各サブ・サンプルにおいて、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果にどのような違いがあるのかを分析する。

第3に、本稿では、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析するため、海外子会社の財務情報とその本社の財務情報を必要とする。それらの財務情報として、主に経済産業省の『海外事業活動基本調査』を用いるが、同調査には本社の財務情報として、配当、税引前当期利益などが含まれていない。そこで、本社の財務情報については、日本経済新聞社電子メディア局『日経財務データ』の項目を併用することで、他にはない

<sup>3</sup> 岡部(1996)は、配当余裕度を「最高配当限度額/最低配当水準」と定義している(最高配当限度額とは、商法の配当可能利益を表わす)。

独自のデータベースを作成している<sup>4</sup>。

本稿で得られた主な結果は以下のとおりである。第1に、必要とされる配当の原資となる本社の利益が不足するとき、本社は、海外子会社からの配当送金を増加させることである。第2に、この結果は、本社の海外子会社への出資比率に影響を受け、本社の出資比率100%の海外子会社の場合は、そうでない場合より、より敏感に配当送金を変化させることである。これらの結果は、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に重要な影響を及ぼすことを示しており、海外子会社の配当パズルを説明している。

最後に、本稿の構成について述べる。第2節では、まず、現地法人の側から、日本企業の海外展開と海外子会社の配当送金の実態を考察する。続いて、本社の側から、本社の支払配当と現地法人からの受取配当の実態を考察する。第3節では、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果について実証分析を行う。第4節では、本社の出資比率の違いが、本社の配当政策と海外子会社の配当送金の関係に及ぼす効果について分析する。第5節では、結論と今後の課題について述べる。

## 2. 現地法人からの受取配当の実態

### 2.1 日本企業の配当政策の特徴

本節では、主に現地法人からの受取配当の実態を考察するが、その前に、日本企業の配当政策に係わる2つの特徴を挙げ、それらが現地法人からの受取配当に及ぼす効果を予想する。

日本企業の配当政策の第1の特徴は、安定配当政策である。多くの日本企業は、利益に変動があっても、1株当たり配当を每期一定に維持することを目標にしていると言われていた。石川(2007)は、銀行・証券・保険業を除く上場企業について、1977~2005年度における配当異動分布を分析し、2003年度までは、当期に前期と同じ1株当たり配当を支払った企業（安定配当企業）が、少なくとも全体の4割は存在していたことを示しており、多くの企業が安定配当を重視してきたと考えられる。実際には、安定配当政策は日本企業に特有の行動ではなく、アメリカ企業についても、Damodaran(1999)が同様の実態を報告している。Damodaranは、企業が配当政策の変更を嫌がる理由として、①企業が将来にわたって高い水準の配当を維持する能力に不安を持っていること、②市場が減配を悲観的に捉え、その結果株価が下落することを挙げている。日本企業も、減配による株価の下落を嫌い、少なくとも前期と同水準の1株当たり配当を支払うことを目標にすると考えられる。

日本企業の配当政策の第2の特徴は、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いである。債権者保護の見地から、企業は無制限に配当を支払うことを認められていない。商法（現会社法）において、本社の配当支払いの上限（配当可能利益）は、個別貸借対照

<sup>4</sup> 『海外事業活動基本調査』の個票は、日系多国籍企業の海外事業活動の動向に関する経済産業省との共同研究において、同省から利用を認められたものである。本稿の分析結果に関する全ての責任は筆者に帰する。

表の純資産額から、資本金・資本準備金・利益準備金・その他有価証券評価差額金等を控除して計算される<sup>5</sup>。すなわち、配当可能利益はその他の剰余金に等しくなる。その他の剰余金は、(a)任意積立金、(b)繰越利益、(c)税引後当期利益から構成されており、そのうち(a)と(b)が前期までのストック、(c)が当期のフローを表わしている。ただし、(a)任意積立金は、配当支払いに限らず、社債償還、事故や災害など不測の損失に備えて積み立てられており、必ずしも配当原資として用いられるとは限らない。また、商法による配当の上限規制とは別に、無担保社債を発行している企業は、配当制限条項（財務制限条項の1項目）によって、税引後当期利益を上回る配当を制限されることもある。以上のことから、企業の配当原資の中心は(c)税引後当期利益になると考えられる。

日本企業の配当政策の特徴を踏まえ、以下では、本社の配当政策が現地法人からの受取配当に及ぼす効果について本稿の予想を述べる。ここで、本社の税引前当期利益から「受取配当」（本稿では、現地法人からの受取配当を「受取配当」と呼ぶ）を控除したものを「受取配当前利益」と定義する。安定配当を目標とする日本企業は、受取配当前利益で十分な配当原資を確保できない場合、現地法人からより多くの配当を受け取ることが予想される。本稿では、受取配当前利益で配当原資を確保できない企業を特定化するため、以下のような指標を用いる。分析期間において、日本企業の実効税率は約50%（1998年度の実効税率は46%、2001年度及び2004年度の実効税率は41%である）であることを考慮すると、課税前である受取配当前利益で配当を支払うためには、受取配当前利益が支払配当の2倍以上になっていなければならない。つまり、「受取配当前利益／配当」が2よりも小さい場合、本社は受取配当前利益で配当原資を確保できない可能性が高い。第3節では、「受取配当前利益／配当」を用いて、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析する。

## 2.2 本稿で用いるデータ

本稿では、本社の配当政策と海外子会社の配当送金（及び現地法人からの受取配当）の関係を分析するため、現地法人とその本社の財務情報を必要とする。本稿では、それらの財務情報として、主に、経済産業省が3年毎に実施する『海外事業活動基本調査』の1999年度調査（1998年度実績）、同2002年度調査（2001年度実績）、同2005年度調査（2004年度実績）を用いる。『海外事業活動基本調査』には、現地法人（子会社及び孫会社）について記入された「現地法人調査票」と、その本社について記入された「本社企業調査票」が含まれる<sup>6</sup>。海外子会社の財務情報として、「現地法人調査票」より、配当送金、自己資本、総資産、操業年数、日本側出資比率などを用いる。現地法人の配当送金とは、「現地法人調

<sup>5</sup> 2006年に会社法が施行され、分配可能額（商法における配当可能利益に対応）の算定方法が変更されたが、本稿の分析は会社法施行前を対象としているため、商法における算定方法を前提とする。

<sup>6</sup> 本社企業は、調査年度末現在で、海外に現地法人（子会社及び孫会社）を有している日本の企業である。ここで、子会社とは、日本側出資比率合計が10%以上の外国法人を指し、孫会社とは、日本側出資比率合計が50%超の子会社が50%超出資している外国法人を指す。ただし、子会社とみなされるのは、本社が日本側最大の出資比率の場合、また同率の最大出資者がいる場合は本社が幹事会社の場合である。

査票」の日本側出資者向け配当を示している<sup>7</sup>。また、本社の財務情報として、「本社企業調査票」より、「受取配当」（現地法人からの受取配当を表す）を用いる<sup>8</sup>。本稿の分析では、その他の本社の財務情報として、税引前当期利益、配当（当期期末配当および次期中間配当）などが必要であるが、『海外事業活動基本調査』にはそれらの項目が含まれていないため、日本経済新聞社電子メディア局の『日経財務データ』（1998年度、2001年度、2004年度単独決算データ）を併用する。

分析対象本社は、『日経財務データ』において、東京・大阪・名古屋の3証券取引所の1部2部上場企業に分類される、銀行・証券・保険を除く一般事業会社（本稿では、これらの企業を「日経企業」と呼ぶ）のうち、『海外事業活動基本調査』にも収録される企業である<sup>9</sup>。以下では、分析対象企業について略述する<sup>10</sup>。まず、分析対象本社の企業数は、1998年度が557社、2001年度が495社、2004年度が722社である。日経企業（企業数）に占める分析対象本社の割合は、1998年度と2001年度が約20%、2004年度が約30%となっている。また、日経企業の資本金、総資産、売上高に占める分析対象本社の割合は、1998年度と2001年度が約30%、2004年度が約40%となっている。続いて、分析対象本社の現地法人数は、1998年度が5640社、2001年度が5055社、2004年度が6937社である。各年度において、現地法人（企業数）に占める海外子会社の割合は約80%であり、海外子会社が海外事業活動において重要な役割を果たしている。

### 2.3 日本企業の海外展開と海外子会社の配当送金

ここでは、主に、現地法人データの集計値を用い、日本企業の海外展開と海外子会社の配当送金の実態について検討する。表2-1には、現地法人データの集計値（本社が当期有配の場合）が示されている（一部、本社データの集計値も含まれる）。まず、全業種について考察する。本社売上高に対する現地法人（子会社・孫会社）売上高の比率は、2001年度に0.59まで上昇している。2004年度にはやや低下して0.56となったが、本社売上高の半分以上の規模を示しており（海外子会社の比率は2004年度で0.43）、近年、日本企業の海外事業活動が拡大している。また、本社の受取配当前利益に対する現地法人の税引後当期利益の比率は年々上昇して、2004年度には0.38（海外子会社の比率は0.33）となっており、現地法人の利益が拡大している。

では、現地法人の利益が拡大する中で、日本側出資者への配当送金はどのような特徴を持っているのだろうか。本稿では、本社への配当送金に関心があるため、海外子会社の配当送金に注目する。黒字の海外子会社について、税引後当期利益・総資産比率は年々上昇

<sup>7</sup> 日本側出資者が2社以上の場合、日本側出資者には本社以外の共同出資者が含まれる。

<sup>8</sup> 「受取配当」には空欄が多く、明らかにゼロと判断できる場合以外は欠損値とみなした。

<sup>9</sup> 『海外事業活動基本調査』と『日経財務データ』の両方に収録されている企業であっても、両データの総資産額が一致しない場合には、情報が整合的ではないと考えられるため、分析対象から除外している。

<sup>10</sup> 分析対象企業の詳細は、田近・布袋(2009)の付表1に示されている。

表2-1 現地法人データ：集計値（本社が当期有配の場合）

## (A) 全業種

	1998年度	2001年度	2004年度
売上高(子・孫会社)／売上高(本社)	0.493	0.594	0.558
売上高(子会社)／売上高(本社)	0.365	0.387	0.432
税引後当期利益(子・孫会社)／受取配当前利益(本社)	0.253	0.294	0.384
税引後当期利益(子会社)／受取配当前利益(本社)	0.163	0.283	0.327
税引後当期利益／総資産(黒字の子会社)	0.038	0.057	0.085
配当送金／税引後当期利益(黒字の子会社)	0.203	0.201	0.131
配当送金／総資産(黒字の子会社)	0.008	0.011	0.011

(注) 現地法人データには、『海外事業活動基本調査』を利用している。配当送金は、「日本側出資者への配当」を表す。一部、本社の情報として、「受取配当」、売上高、税引前当期利益を用いている。「受取配当」は『海外事業活動基本調査』、その他の情報は『日経財務データ』を利用している。「受取配当」は現地法人からの受取配当を表す。また、受取配当前利益は、税引前当期利益から「受取配当」を控除したものを表わす。

## (B) 電気機器

	1998年度	2001年度	2004年度
売上高(子・孫会社)／売上高(本社)	0.751	1.027	0.906
売上高(子会社)／売上高(本社)	0.577	0.650	0.625
税引後当期利益(子・孫会社)／受取配当前利益(本社)	0.151	-	0.487
税引後当期利益(子会社)／受取配当前利益(本社)	0.051	-	0.415
税引後当期利益／総資産(黒字の子会社)	0.038	0.060	0.069
配当送金／税引後当期利益(黒字の子会社)	0.375	0.280	0.209
配当送金／総資産(黒字の子会社)	0.014	0.017	0.014

(注) 2001年度の「税引後当期利益／受取配当前利益」は、受取配当前利益が赤字のため計算していない。

## (C) 自動車

	1998年度	2001年度	2004年度
売上高(子・孫会社)／売上高(本社)	1.254	1.458	1.467
売上高(子会社)／売上高(本社)	0.850	0.937	1.187
税引後当期利益(子・孫会社)／受取配当前利益(本社)	0.375	0.403	1.909
税引後当期利益(子会社)／受取配当前利益(本社)	0.315	0.359	1.611
税引後当期利益／総資産(黒字の子会社)	0.033	0.063	0.138
配当送金／税引後当期利益(黒字の子会社)	0.136	0.177	0.090
配当送金／総資産(黒字の子会社)	0.005	0.011	0.012

## (D) 商社

	1998年度	2001年度	2004年度
売上高(子・孫会社)／売上高(本社)	0.346	0.194	0.633
売上高(子会社)／売上高(本社)	0.317	0.188	0.547
税引後当期利益(子・孫会社)／受取配当前利益(本社)	1.235	0.076	1.441
税引後当期利益(子会社)／受取配当前利益(本社)	-0.211	0.114	1.320
税引後当期利益／総資産(黒字の子会社)	0.015	0.035	0.059
配当送金／税引後当期利益(黒字の子会社)	0.297	0.196	0.236
配当送金／総資産(黒字の子会社)	0.004	0.007	0.014

しており、海外子会社の利益が拡大している。2001年度に配当性向（配当送金／税引後当期利益）は20%で横這いだっただため、配当送金・総資産比率はやや上昇している。2004年度に配当性向は13%に大きく低下したが、配当送金・総資産比率は横這いとなっている。

続いて、主要業種である、電気機器、自動車、商社を個別に考察し、業種別の動向について考察する。電気機器と自動車は、本社売上高に対する現地法人売上高の比率が非常に高く、2004年度にはそれぞれ0.91（海外子会社の比率は0.62）と1.47（海外子会社の比率は1.19）となっている。また、自動車と商社の本社受取配当前利益に対する現地法人税引後当期利益の比率は非常に高く（2001年度の商社を除く）、2004年度にはそれぞれ1.91（海外子会社の比率は1.61）と1.44（海外子会社の比率は1.32）となっている。

黒字の海外子会社について、各業種の税引後当期利益・総資産比率は年々上昇しており、海外子会社の利益が拡大している。これに対して、配当性向は年によって大きく変動し、その変動の仕方も業種によって様々であるが、電気機器と商社については、海外子会社が稼いだ利益の少なくとも2割が日本側出資者に送金されることが示されている。電気機器について、配当性向は年々低下しているが、配当送金・総資産比率は安定的に推移している。自動車について、2001年度に配当性向が上昇したため、配当送金・総資産比率も大きく上昇している。2004年度に配当性向は低下したが、配当送金・総資産比率は横這いとなっている。商社の配当性向は、自動車と全く反対の変動を示しているが、配当送金・総資産比率は上昇傾向にある。

#### 2.4 本社の支払配当と現地法人からの受取配当

ここでは、本社データの集計値を用い、本社の配当政策と現地法人からの受取配当の実態について検討する。表2-2には、本社データの集計値（本社が当期有配の場合）が示されている。まず、全業種について考察する。2001年度において、本社の税引後当期利益・総資産比率と配当性向（配当／税引後当期利益）は横這いであったため、配当・総資産比率は安定的に推移している。2004年度において、税引後当期利益・総資産比率は大きく上昇したが、配当性向が低下したため、配当・総資産比率はそれほど上昇していない。このように、本社は、税引後当期利益の変動に関わらず、安定的に配当を支払う傾向がある。

では、本社の配当原資である利益のうち、「受取配当」（現地法人からの受取配当）はどの程度の割合を占めているのだろうか。「受取配当」の税引前当期利益に占める割合は、2001年度には15%で比較的高い値を示しているが、1998年度と2004年度はそれほど大きくない（8%）。しかし、「受取配当」の税引後当期利益に占める割合が低かった1998年度と2004年度でさえ、「受取配当」は本社の支払配当の3割以上の大きさを示しており、現地法人から多くの配当を受け取っている。

ところで、「受取配当／配当」の変動は、本社が受取配当前利益で配当原資を確保できるかどうか依存している可能性がある。例えば、2001年度のように、「受取配当前利益／配当」が低く、本社の配当原資が不足しているとき、「受取配当／配当」は高くなっている。

表2-2 本社データ：集計値（本社が当期有配の場合）

## (A) 全業種

	1998年度	2001年度	2004年度
税引後当期利益／総資産	0.012	0.012	0.026
配当／税引後当期利益	0.542	0.638	0.406
配当／総資産	0.007	0.008	0.010
受取配当／税引前当期利益	0.084	0.148	0.084
受取配当／配当	0.322	0.363	0.335
受取配当前利益／配当	3.529	2.098	3.645

(注) 「受取配当」は『海外事業活動基本調査』、その他の情報は『日経財務データ』を利用している。「受取配当」は、現地法人からの受取配当を表す。また、受取配当前利益は、税引前当期利益から「受取配当」を控除したものを表わす。

## (B) 電気機器

	1998年度	2001年度	2004年度
税引後当期利益／総資産	0.010	-0.002	0.029
配当／税引後当期利益	0.642	-	0.367
配当／総資産	0.006	0.008	0.011
受取配当／税引前当期利益	0.201	-	0.172
受取配当／配当	0.612	0.839	0.793
受取配当前利益／配当	2.427	-2.089	3.831

(注) 2001年度の「配当／税引後当期利益」は、税引後当期利益が赤字のため計算していない。また、2001年度の「受取配当／税引前当期利益」は、税引前当期利益が赤字のため計算していない。

## (C) 自動車

	1998年度	2001年度	2004年度
税引後当期利益／総資産	0.035	0.042	0.030
配当／税引後当期利益	0.282	0.248	0.515
配当／総資産	0.010	0.010	0.015
受取配当／税引前当期利益	0.071	0.084	0.150
受取配当／配当	0.512	0.535	0.416
受取配当前利益／配当	6.695	5.834	2.361

## (D) 商社

	1998年度	2001年度	2004年度
税引後当期利益／総資産	0.002	0.010	0.014
配当／税引後当期利益	1.822	0.541	0.522
配当／総資産	0.003	0.005	0.007
受取配当／税引前当期利益	0.423	0.068	0.383
受取配当／配当	0.835	0.219	1.317
受取配当前利益／配当	1.141	3.003	2.120

他方で、2004年度のように、「受取配当前利益／配当」が高く、本社が配当原資を十分確保しているとき、「受取配当／配当」は低くなっている。このように、本社の配当資金需要は、現地法人からの受取配当に重要な影響を及ぼしている可能性がある。

続いて、主要業種である、電気機器、自動車、商社を個別に考察し、業種別の動向について考察する。2001年度において、電気機器の税引後当期利益・総資産比率は大きく低下し赤字となっているが、自動車と商社の税引後当期利益・総資産比率は上昇している。他方で、2001年度において、自動車と商社の配当性向は低下したため、配当・総資産比率は

安定的に推移している。電気機器については、税引後当期利益が赤字のため配当性向を計算していないが、1998年度よりやや高い配当・総資産比率になっていることに注目すべきである。2004年度において、電気機器と商社の税引後当期利益・総資産比率は大きく上昇したが、配当性向が低下したため、配当・総資産比率はそれほど大きく上昇していない。このように、業種別にみても、本社は概ね安定的に配当を支払っている。

商社について、「受取配当」の税引前当期利益に占める割合は年によって変動するが、1998年度が42%、2004年度が38%であり、「受取配当」が配当原資として重要な役割を果たしている。「受取配当/配当」も年によって変動するが、1998年度が0.84、2004年度が1.32であり、現地法人から多くの配当を受け取っている。自動車は、電機機器や商社と比べて、「受取配当」の税引前当期利益に占める割合が低いが、「受取配当」は常に支払配当の4割以上の大きさを示しており、現地法人から多くの配当を受け取っている。

ところで、電気機器と商社について、「受取配当/配当」が「受取配当前利益/配当」とは反対の動きをしており、本社の配当原資が不足しているときに、現地法人からの受取配当が増加する可能性を示している。

### 3. 実証分析

#### 3.1 本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果

本節では、現地法人データを用いて、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析する。具体的には、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できないときに、海外子会社の配当送金が増加するかどうかを検証する。前節までは、当期に有配の本社とその現地法人を対象とし、「受取配当前利益/配当」が小さく、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できない場合に、現地法人からの受取配当が増加する可能性を示した。しかし、「受取配当前利益/配当」は当期配当を用いて作成しているため（当期有配企業を対象としているため）、「現地法人からの受取配当の増加により、配当原資の確保が可能になった」という逆の因果関係をとらえている可能性がある。本節では、このような逆の因果関係の発生を回避するため、必要配当額を求めて「受取配当前利益/必要配当額」という指標を作成する。必要配当額は、「前期1株当たり配当×（当期末発行済株式数－当期自己株式数）」であり、前期と同額の1株当たり配当を支払う場合に必要となる配当額を表わしている。実際に、日本企業は減配による株価の下落を嫌い、少なくとも前期と同額の1株当たり配当を支払うことを目標とする傾向があるため、受取配当前利益で必要配当額を支払えるかどうかは、企業にとって重要な関心事である。したがって、以下では、前期に有配だった本社とその海外子会社を分析対象とし、前期有配の本社が、前期と同額の1株当たりの配当を支払うための配当原資を、受取配当前利益で確保できない場合に、海外子会社の配当送金が増加するかどうかを検証する。

以下の実証分析では、本社への配当送金に関心があるため、主に海外子会社に配当を送

金する、海外孫会社を分析対象から除外する。また、配当可能な海外子会社に関心があるため、税引後当期利益がゼロ以下の観測値は考慮しない<sup>11</sup>。

表3-1には、本節で用いる変数が示されている（各変数間の相関係数は付表に示されている）。表中、(s)は海外子会社(subsidiaries)の変数、(p)は本社(parent)の変数を示している。本社の受取配当前利益の平均は、1998年度が約35億円、2001年度が10億円、2004年度が104億円であり、年によって大きく変動していることが分かる。他方、本社の必要配当額の平均は、1998年度が20億円、2001年度が24億円、2004年度が21億円であり安定している。

表3-1 基本統計

		1998年度	2001年度	2004年度
(s) 配当送金:100万円	平均	135	145	127
	標準偏差	1035	1300	858
(s) 税引後当期利益:100万円	平均	541	569	610
	標準偏差	4340	6070	4878
(s) 自己資本:100万円	平均	3796	4292	3824
	標準偏差	21640	34522	31743
(s) 総資産:100万円	平均	9125	7799	7911
	標準偏差	40211	48361	48137
(s) 配当送金/総資産	平均	0.020	0.024	0.022
	標準偏差	0.048	0.058	0.051
(s) 税引後当期利益/総資産	平均	0.078	0.075	0.084
	標準偏差	0.085	0.072	0.082
(s) 負債/総資産	平均	0.511	0.458	0.475
	標準偏差	0.259	0.261	0.260
(s) 操業年数:年	平均	14.93	15.45	16.83
	標準偏差	9.44	9.51	10.05
(s) 日本側出資比率	平均	0.809	0.808	0.824
	標準偏差	0.254	0.257	0.253
観測値数		1592	1626	2622
(p) 必要配当額:100万円	平均	2018	2380	2102
	標準偏差	3563	6069	6603
(p) 受取配当前利益:100万円	平均	3542	984	10378
	標準偏差	22275	43041	44469
(p) 配当可能度	平均	1.13	-1.82	5.37
	標準偏差	12.63	14.88	6.78
(p) 配当可能度ダミー	平均	0.534	0.471	0.836
	標準偏差	0.500	0.500	0.371
観測値数		356	333	506

(注) 各変数について、(s)は海外子会社の変数、(p)は本社の変数を表わしている。「負債/総資産」は、「1 - (自己資本/総資産)」である。受取配当前利益は、現地法人からの受取配当を税引前当期利益から控除したものである。必要配当額は、「前期1株当たり配当 × (当期末発行済株式数 - 当期自己株式数)」である。配当可能度は、「受取配当前利益/必要配当額」である。配当可能度ダミーは、配当可能度が2以上のとき1、配当可能度が2未満のとき0となるダミー変数である。

<sup>11</sup> 『海外事業活動基本調査』には空欄が多く、明らかにゼロと分かる場合以外は欠損値とみなした。また、「配当送金/総資産」、「税引後当期利益/総資産」、「自己資本/総資産」が1以上の観測値や、「自己資本/総資産」がゼロ以下の観測値は、一般的ではないため除去した。また、2004年度については、配当可能利益で必要配当額をどの程度賄えるのかを表わす、「(受取配当前利益 + 繰越利益 + 任意積立金) / 必要配当額」の値が極端に小さい本社が2社存在したため(-149倍と-360倍)、それらを外れ値とみなして除去した。

での配当送金・総資産比率（平均）の差は、2001年度が0.52%ポイント、2004年度が0.84%ポイントであり、それぞれ5%水準、1%水準で有意に推定されている（片側検定）。

### 3.2 推定式

図3-1で示したように、本社が受取配当前利益で配当原資（前期と同額の1株当たり配当を支払うための配当原資）を確保できない場合に、海外子会社の配当送金が増加しており、本社の配当政策が海外子会社の配当パズルを説明する重要な要因であることを示唆している。以下では、本社の配当資金需要が海外子会社の配当送金に及ぼす効果について実証分析を行う。

Altshuler et al.(1995)は、海外子会社の配当送金の決定要因を分析するため、被説明変数に海外子会社の配当送金・総資産比率、説明変数に海外子会社の税引後当期利益・総資産比率、操業年数、税制の指標を用いている（配当送金と税引後当期利益は総資産で基準化されている）。本稿では、Altshuler等の推定式に、本稿独自の説明変数を加えた以下の推定式を用いる。ここで、(s)は海外子会社(subsidiaries)の特性を表わす変数、(p)は本社(parent)の特性を表わす変数、cdumは国ダミー、idumは産業ダミー、uは誤差項を表わしている。

$$\begin{aligned}
 (s) \text{ 配当送金} / \text{総資産} &= \beta_0 + \beta_1 (s) \text{ 税引後当期利益} / \text{総資産} \\
 &+ \beta_2 (s) \text{ 負債} / \text{総資産} \\
 &+ \beta_3 (s) \text{ 操業年数} + \beta_4 (s) \text{ 日本側出資比率} \\
 &+ \beta_5 (p) \text{ 配当可能度ダミー} \\
 &+ \sum \alpha \text{ cdum} + \sum \gamma \text{ idum} + u
 \end{aligned}$$

まず、海外子会社の特性を表わす変数について説明する。配当は利益との相関が高いことが知られている。そのため、税引後当期利益・総資産比率が高いほど配当送金・総資産比率は高くなる（ $\beta_1 > 0$ ）。負債比率が高いほど債権者への支払いが増えるため、配当送金は減少すると考えられる。そのため、負債・総資産比率が高いほど、配当送金・総資産比率は低下する（ $\beta_2 < 0$ ）。また、企業は投資機会が多い成長期に利益を再投資するが、成熟して投資機会が少なくなると利益を配当する傾向がある。本稿では、Altshuler et al.(1995)に従い、海外子会社の成熟度を表わす変数として海外子会社の操業年数を用いる。したがって、操業年数が大きいほど、海外子会社の配当送金・総資産比率は大きくなる（ $\beta_3 > 0$ ）。また、海外子会社からの配当は出資比率に応じて支払われるため、他の要因が同じであれば、日本側出資比率が高いほど、海外子会社の配当送金は大きくなる（ $\beta_4 > 0$ ）。

続いて、本社の配当資金需要の効果を検証するため、配当可能度ダミーを用いる。既に説明したように、配当可能度ダミーは配当可能度が2以上のときに1、配当可能度が2未満のときに0となるダミー変数である。したがって、配当可能度ダミーが1のとき、本社は受取配当前利益で十分な配当原資を確保できる可能性が高い。この場合、海外子会社の

配当送金は小さくなるため、配当可能度ダミーの係数は負である ( $\beta_5 < 0$ )。ただし、配当可能度が2以上のときに、本社が十分な配当原資を確保しているとは必ずしも言えないため、配当可能度ダミーの代わりに、配当可能度自身を説明変数に用いた推定も別途行う。この場合、配当可能度が高いほど、受取配当前利益で配当原資を確保できる可能性が高まり、海外子会社の配当送金・総資産比率は低下するので、予想される係数の符号は負となる。

さらに、投資先の国の法人税率の違い（日本と各国の法人税率の違い）、投資先の国のその他の制度の違いや、業種の違いが海外子会社の配当送金に及ぼす効果を考慮するため、国ダミーおよび業種ダミーを併せて用いる。

### 3.3 推定結果

ここでは、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果について、上記の関係式を用いて推定を行う。表3-2には、年度別の推定結果が示されている。まず、本社の説明変数として、配当可能度ダミーを用いたときの推定結果をみる。各年度において、(1)式はOLSで推定した結果である。(A)1998年度において、まず、海外子会社の変数が配当送金・総資産比率に及ぼす効果は有意に推定され、それらの符号は予想と整合的である。すなわち、税引後当期利益・総資産比率1%ポイントの上昇に対して、海外子会社の配当送金・総資産比率は0.20%ポイント上昇する。これは、配当性向（配当送金/税引後当期利益）が0.20であることを意味している。また、負債・総資産比率1%ポイントの上昇に対して0.018%ポイント減少する。操業年数が10年増えると配当送金・総資産比率は0.3%ポイント上昇する。日本側出資比率1%ポイントの上昇に対して、配当送金・総資産比率は0.01%ポイント上昇する。

他方で、本社の配当資金需要を表わす配当可能度ダミーの効果は、負で有意に推定されている。すなわち、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できるとき、海外子会社の配当送金・総資産比率が平均で0.72%ポイント低いことを示している。これは、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できるか否かが、配当送金の重要な決定要因であることを意味している。

(B)2001年度と(C)2004年度について、配当可能度ダミーを用いたときのOLSの推定結果をみると、どちらの年度においても、各説明変数の効果は有意に推定され、符号も予想と整合的である。以下では、(B)2001年度と(C)2004年度の推定結果の中で、特に注目すべき点について述べる。

まず、海外子会社の税引後当期利益・総資産比率の効果は、2001年度が0.25、2004年度が0.24であり、配当性向が安定的に推移している。海外子会社の負債・総資産比率の効果も、2001年度が-0.019、2004年度が-0.019であり、やはり安定的に推移している。また、海外子会社の操業年数の効果は安定的であるが、日本側出資比率の効果は緩やかに上昇している。

表3-2 推定結果 I (限界効果)

(A) 1998年度

	被説明変数: (s) 配当送金/総資産			
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
	(1)	(2)	(3)	(4)
(s) 税引後当期利益/総資産	0.1958*** (0.0365)	0.1263*** (0.0100)	0.1953*** (0.0353)	0.1257*** (0.0100)
(s) 負債/総資産	-0.0177*** (0.0047)	-0.0188*** (0.0036)	-0.0176*** (0.0048)	-0.0187*** (0.0036)
(s) 操業年数	0.0003** (0.0001)	0.0006*** (0.0001)	0.0003** (0.0001)	0.0006*** (0.0001)
(s) 日本側出資比率	0.0142*** (0.0046)	0.0024 (0.0040)	0.0133*** (0.0046)	0.0016 (0.0040)
(p) 配当可能度ダミー	-0.0072*** (0.0024)	-0.0055*** (0.0018)		
(p) 配当可能度			-0.0004* (0.0002)	-0.0003*** (0.0001)
定数項	-0.0067 (0.0085)		-0.0090 (0.0082)	
国ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.1724		0.1742	
Log likelihood		703.21		704.49
観測値数	1592	1592	1592	1592

(B) 2001年度

	被説明変数: (s) 配当送金/総資産			
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
	(1)	(2)	(3)	(4)
(s) 税引後当期利益/総資産	0.2499*** (0.0375)	0.1811*** (0.0144)	0.2492*** (0.0374)	0.1812*** (0.0144)
(s) 負債/総資産	-0.0189*** (0.0055)	-0.0169*** (0.0042)	-0.0184*** (0.0054)	-0.0169*** (0.0042)
(s) 操業年数	0.0003** (0.0001)	0.0006*** (0.0001)	0.0003** (0.0001)	0.0006*** (0.0001)
(s) 日本側出資比率	0.0160*** (0.0055)	-0.0040 (0.0044)	0.0159*** (0.0055)	-0.0040 (0.0044)
(p) 配当可能度ダミー	-0.0059** (0.0030)	-0.0017 (0.0023)		
(p) 配当可能度			-0.00003 (0.00009)	-0.00005 (0.00008)
定数項	0.0452* (0.0251)		0.0425* (0.0251)	
国ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.1327		0.1309	
Log likelihood		528.10		528.04
観測値数	1626	1626	1626	1626

(注) 各変数について、(s)は海外子会社の変数、(p)は本社の変数を表わしている。「負債/総資産」は、「1 - (自己資本/総資産)」である。受取配当利益は、現地法人からの受取配当を税引前当期利益から控除したものである。必要配当額は、「前期1株当たり配当×(当期末発行済株式数-当期自己株式数)」である。配当可能度は、「受取配当利益/必要配当額」である。配当可能度ダミーは、配当可能度が2以上のとき1、配当可能度が2未満のとき0となるダミー変数である。( )内には標準誤差を示している (OLSはrobust standard errors)。\*\*\*有意水準1%、\*\*有意水準5%、\*有意水準10%。

## (C) 2004 年度

	被説明変数: (s) 配当送金/総資産			
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
	(1)	(2)	(3)	(4)
(s) 税引後当期利益/総資産	0.2410*** (0.0404)	0.1562*** (0.0087)	0.2411*** (0.0405)	0.1563*** (0.0087)
(s) 負債/総資産	-0.0194*** (0.0048)	-0.0187*** (0.0030)	-0.0191*** (0.0048)	-0.0187*** (0.0030)
(s) 操業年数	0.0005*** (0.0001)	0.0007*** (0.0001)	0.0005*** (0.0001)	0.0007*** (0.0001)
(s) 日本側出資比率	0.0219*** (0.0035)	0.0044 (0.0030)	0.0215*** (0.0035)	0.0042 (0.0030)
(p) 配当可能度ダミー	-0.0095*** (0.0026)	-0.0064*** (0.0019)		
(p) 配当可能度			-0.0005*** (0.0002)	-0.0005*** (0.0001)
定数項	-0.0135 (0.0089)		-0.0196** (0.0086)	
国ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.1933		0.1910	
Log likelihood		856.43		857.69
観測値数	2622	2622	2622	2622

(注) 各変数について、(s)は海外子会社の変数、(p)は本社の変数を表わしている。「負債/総資産」は、「1 - (自己資本/総資産)」である。受取配当前利益は、現地法人からの受取配当を税引前当期利益から控除したものである。必要配当額は、「前期1株当たり配当×(当期末発行済株式数-当期自己株式数)」である。配当可能度は、「受取配当前利益/必要配当額」である。配当可能度ダミーは、配当可能度が2以上のとき1、配当可能度が2未満のとき0となるダミー変数である。( )内には標準誤差を示している (OLSはrobust standard errors)。\*\*\*有意水準1%、\*\*有意水準5%、\*有意水準10%。

他方で、本社の配当資金需要を表わす配当可能度ダミーの効果は1998年度と同様に有意である。すなわち、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できるとき、海外子会社の配当送金・総資産比率は、2001年度が平均で0.59%ポイント、2004年度が平均で0.95%ポイント低いことを示している。これらは、本社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できるか否かが、配当送金の重要な決定要因であることを意味している。

ところで、サンプルには配当を送金しない海外子会社が約半数存在するため、Tobitモデルを推定して、OLSによる推定結果の定性的な頑健性を確認する必要がある。各年度において、(2)式はTobitモデルの推定結果である。(A)1998年度において、海外子会社の税引後当期利益・総資産比率、負債・総資産比率、操業年数の効果はそれぞれ0.13、-0.019、0.0006(操業年数10年の増加に対して配当送金・総資産比率は0.6%ポイント上昇する)であり、変数によってはOLSの場合と大きく異なるが、有意に推定されており、海外子会社の配当送金に重要な影響を及ぼしている。しかし、日本側出資比率の効果はOLSの場合とは違い有意に推定されず、海外子会社の配当送金にほとんど影響を及ぼしていない。他方で、本社の配当資金需要を表わす配当可能度ダミーの効果はOLSの場合よりも若干小さくなっているが、やはり有意に推定されており、海外子会社の配当送金に重要な影響を及ぼしている。

(B)2001年度と(C)2004年度についてTobitモデルで推定した結果をみると、どちらの年度においても、海外子会社の税引後当期利益・総資産比率、負債・総資産比率、操業年数の効果は有意に推定されており、定性的な頑健性が示されている。他方で、本社の配当資金需要を表わす配当可能度ダミーの効果は、2004年度は有意に推定されているが、2001年度においては有意に推定されず、本社の配当政策は海外子会社の配当送金にほとんど影響を及ぼしていない。

配当可能度ダミーは、配当可能度が2以上のときに十分な配当原資を確保していることを表す変数であった。しかし、配当可能度が2以上のときに、本社が十分な配当原資を確保しているとは限らない。上記のTobitモデルの推定結果で示したように、少なくとも2001年度において、配当可能度が2以上のときに、本社が十分な配当原資を確保しているとみなすことは適切ではないのかもしれない。そのため、以下では、本社の説明変数として、配当可能度自身を説明変数に用いた推定結果をみる。表3-2において、(3)式および(4)式は、配当可能度を用いた推定結果を示している。各年度において、OLSの推定結果((3)式)をみると、1998年度と2004年度の配当可能度の効果は負で有意に推定され、予想と整合的な結果を得ている。すなわち、配当可能度が高く、受取配当前利益で配当原資を確保できる可能性が高まると、海外子会社の配当送金・総資産比率は低下している。これに対して、2001年度の配当可能度の効果は有意に推定されず、本社の配当資金需要は配当送金にほとんど影響を及ぼしていない。また、Tobitモデル((4)式)についても、OLSの場合と同様の結果を得ている。このように、2001年度において、配当可能度の効果は有意に推定されなかった。原因は必ずしも明らかではないが、表3-1で見たように、2001年度には、受取配当前利益で十分な配当原資を確保できる本社が少なかったため、本社の配当可能度と海外子会社の配当送金の間にある負の相関が弱まったのではないかと考えられる<sup>12</sup>。

#### 4. 本社の出資比率の影響を考慮した分析

これまで、本社の出資比率が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を考慮してこなかった。海外子会社の進出形態には、本社が100%出資する場合と合弁の場合がある。田近・油井(2000)によれば、アジアでは合弁形態をとることが多く、アメリカ及びヨーロッパでは100%出資の海外子会社がほとんどを占めている。本稿で使用したデータにおいても、そのような傾向が表れている。これらの出資比率の違いは、海外子会社の配当送金に対して重要な

<sup>12</sup> 本稿では、本社が商法の配当可能利益のうち、税引後当期利益(当期のフロー)で配当原資を賄うことを前提としている。しかし、本社は配当可能利益のうち、繰越利益や任意積立金(前期までのストック)が十分にあれば、それらで配当原資が賄えるため、あえて海外子会社に配当を求めないかもしれない。特に、業績が悪い企業は、繰越利益と任意積立金が配当原資の中心になるため、分析の際には、繰越利益と任意積立金で配当額をどの程度賄えるかということを考える必要がある。そこで、繰越利益と任意積立金で必要配当額をどの程度賄えるかを表わす指標、すなわち「(繰越利益+任意積立金)/必要配当額」を配当余裕度Aと定義し、この指標が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析した。その結果、配当余裕度Aは海外子会社の配当送金に影響を及ぼすことが示されたが、その効果の大きさは配当可能度と比べて小さかった。この分析を含め、追加的な分析の詳細は、田近・布袋(2009)の補論に記載した。

影響を及ぼす可能性がある。当社が配当原資として海外子会社からの受取配当を用いるとき、海外子会社が配当送金を自由に行えるか否かが重要である。出資比率が100%の海外子会社であれば、本社の完全な管理下にあるため問題は起らないが、合弁の場合には合弁先企業との利害調整を行う必要があり、自由に配当送金することは困難だと思われる。また、合弁形態の海外子会社が配当を行うと、本社以外の出資者へ資金がスピルオーバーするという問題が発生する<sup>13</sup>。これらの問題を考慮すると、当社が配当原資を確保するとき、出資比率が100%の海外子会社に大きく依存することが予想される。

本節の分析は、本社の出資比率に係わる情報の制約から1998年度に限定する。海外子会社を、本社の出資比率が100%の場合と100%未満の場合に分けると、前者が748社（全体の47%）で、後者が844社（全体の53%）であった<sup>14</sup>。以下では、各サブ・サンプルにおいて、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果について、前節と同じ関係式を用いた推定を行う。

表4-1には、(A)本社の出資比率が100%の海外子会社と(B)本社出資比率が100%未満の海外子会社の推定結果が示されている。以下では、本社の出資比率が100%の場合と、100%未満の場合とを比較しながら推定結果を説明する。まず、本社の説明変数として、配当可能度ダミーを用いたときの推定結果をみる。(A)と(B)において、(1)式はOLSの推定結果である。本社の出資比率が100%の海外子会社について、配当可能度ダミーの効果は、正で有意に推定されている。すなわち、当社が受取配当前利益で十分な配当原資を確保できるとき、海外子会社の配当送金・総資産比率は平均で0.93%ポイント低いことを示している。これに対して、本社の出資比率が100%未満の海外子会社について、配当可能度ダミーの効果(0.44%ポイントの低下)は有意に推定されているが、本社の出資比率が100%の場合と比べるとその効果は大きくない。すなわち、本社の出資比率が100%の海外子会社は、本社の配当原資の不足に対して、敏感に配当送金を増加させるが、出資比率が100%未満の海外子会社はほとんど配当送金を増加させない。これは、本社の配当原資確保において、出資比率100%の海外子会社が重要な役割を果たしていることを意味している。

その他の重要な説明変数の効果は、以下のとおりである。税引後当期利益・総資産比率の効果は、本社の出資比率が100%の場合が0.21、出資比率が100%未満の場合が0.16であり、前者の配当性向がかなり大きくなっている。これに対して、海外子会社の負債・総資産比率の効果は負で有意に推定されており、出資比率100%の場合と出資比率100%未満の場合とでそれほど大きな違いはない。

<sup>13</sup> Khanna and Yafeh(2005)は、日本及び新興市場（南アメリカやアジア）の企業集団の保険機能（リスク・シェアリング）について分析している。その中で、配当を行うことで財務危機に陥った企業を救済する可能性について検討しているが、それを強く支持するような結果は得られていない。Khanna and Yafehは、救済手段として配当が積極的に活用されない理由として、救済を必要としない株主に資金がスピルオーバーするという問題を挙げている。

<sup>14</sup> 本社の出資比率が100%であるか否かは、『海外事業活動基本調査』『現地法人調査票』における「日本側出資比率」と「日本側出資者数」を用いて判断できる。具体的には、日本側出資比率が100%で、かつ日本側出資者数が1社の場合、その現地法人に対する本社の出資比率は100%であり、それ以外は本社の出資比率が100%未満とみなすことができる。

表4-1 推定結果Ⅱ (限界効果)

(A) 1998年度:本社の出資比率が100%の海外子会社

	被説明変数: (s) 配当送金/総資産			
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
	(1)	(2)	(3)	(4)
(s) 税引後当期利益/総資産	0.2116*** (0.0641)	0.1267*** (0.03283)	0.2072*** (0.0605)	0.1227*** (0.0320)
(s) 負債/総資産	-0.0153* (0.0085)	-0.0148** (0.0069)	-0.0149* (0.0087)	-0.0142** (0.0068)
(s) 操業年数	0.0002 (0.0002)	0.0005*** (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0005*** (0.0002)
(p) 配当可能度ダミー	-0.0093** (0.0043)	-0.0080** (0.0036)		
(p) 配当可能度			-0.0005* (0.0003)	-0.0004** (0.0001)
定数項	0.0079 (0.0134)		0.0022 (0.0132)	
国ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.1738		0.1784	
Log likelihood		202.18		203.44
観測値数	748	748	748	748

(B) 1998年度:本社の出資比率が100%未満の海外子会社

	被説明変数: (s) 配当送金/総資産			
	OLS	Tobit	OLS	Tobit
	(1)	(2)	(3)	(4)
(s) 税引後当期利益/総資産	0.1607*** (0.0243)	0.1115*** (0.0184)	0.1617*** (0.0245)	0.1124*** (0.0185)
(s) 負債/総資産	-0.0192*** (0.0051)	-0.0207*** (0.0048)	-0.0185*** (0.0050)	-0.0203*** (0.0048)
(s) 操業年数	0.0003* (0.0002)	0.0005*** (0.0001)	0.0003* (0.0002)	0.0005*** (0.0001)
(s) 日本側出資比率	0.0080 (0.0050)	0.0025 (0.0042)	0.0076 (0.0050)	0.0022 (0.0042)
(p) 配当可能度ダミー	-0.0044* (0.0024)	-0.0029 (0.0021)		
(p) 配当可能度			-0.00003 (0.00010)	-0.00006 (0.00012)
定数項	-0.0047 (0.0084)		-0.0069 (0.0083)	
国ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
業種ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R-squared	0.1485		0.1460	
Log likelihood		579.04		578.13
観測値数	844	844	844	844

(注) 各変数について、(s)は海外子会社の変数、(p)は本社の変数を表わしている。「負債/総資産」は、「1 - (自己資本/総資産)」である。受取配当前利益は、現地法人からの受取配当を税引前当期利益から控除したものである。必要配当額は、「前期1株当たり配当×(当期末発行済株式数-当期自己株式数)」である。配当可能度は、「受取配当前利益/必要配当額」である。配当可能度ダミーは、配当可能度が2以上のとき1、配当可能度が2未満のとき0となるダミー変数である。( )内には標準誤差を示している (OLSはrobust standard errors)。\*\*\*有意水準1%、\*\*有意水準5%、\*有意水準10%。

また、(2)式は Tobit モデルの推定結果を示している。本社の出資比率が 100%の場合、配当可能度ダミーの効果は負で有意に推定されているが、本社の出資比率が 100%未満の場合には有意に推定されていない。その他の変数の効果は OLS の場合と大きく異なるが、定性的な結果はほとんど同じである。

表 4-1 の(A)と(B)において、(3)式は、本社の説明変数として、配当可能度を用いたときの OLS の推定結果である。本社の出資比率が 100%の場合には、配当可能度の効果は負で有意に推定されているが、本社の出資比率が 100%未満の場合には有意に推定されていない。すなわち、出資比率が 100%の海外子会社は、本社の配当資金需要に応じて柔軟に配当送金を変化させるが、出資比率が 100%未満の海外子会社はほとんど配当送金を変化させない。Tobit モデル (4)式) についても、同様の推定結果が示されている。

## 5. 結論

日本では、単独ベースの配当可能利益を上限とした配当支払いが求められており、安定配当を目標とする日本企業は、配当原資が不足するとき、子会社・関連会社に資金移転を求めることが指摘されている。近年、海外子会社が多くの利益をあげていることを考慮すると、本社は配当原資が不足するとき、海外子会社に対して多くの配当送金を求めることが予想される。本稿では、本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果を分析し、海外子会社の配当パズルを説明するかどうかを検討した。本稿で得られた分析結果をまとめると、以下ようになる。

まず、現地法人データの集計値を用いた分析において、日本企業の海外展開と海外子会社の配当送金の実態について検討した。近年、日本企業の海外事業活動は盛んになり、現地法人の利益は拡大している。また、そうした中でも、海外子会社の利益の一定割合は（電気機器と商社は 2 割から 3 割）、日本側出資者に配当として送金されている。

次に、本社データの集計値を用いた分析において、本社の支払配当と現地法人からの受取配当の実態について検討した。本社は、税引後当期利益の変動に関わらず安定的に配当を支払っている。また、本社の配当原資である、税引前当期利益に占める「受取配当」（現地法人からの受取配当）の割合は、年によって変動するが、多いときには 15%を占めており（商社は 42%）、現地法人からの受取配当が配当原資として重要な役割を果たしている。

続いて、海外子会社と本社のデータを関連付けたデータベースを用いた実証分析において、本社の配当原資が不足するとき、海外子会社の配当送金が増加するかどうかについて検討した。「受取配当前利益／必要配当額」が 2 以上で、受取配当前利益で配当原資を確保できると考えられる本社は、1998 年度が 53%、2001 年度が 47%、2004 年度が 84%であった。また、本社は受取配当前利益で配当原資を確保できないとき、海外子会社はより多くの配当を送金していることを示した。特に、本社の出資比率が 100%の海外子会社は、本社の配当原資確保において重要な役割を果たしている。これらの分析結果は、本社の配当政策が

海外子会社の配当送金に重要な影響を及ぼすことを示しており、海外子会社の配当パズルを説明している。

ところで、最近、日本企業の配当政策は大きく変化しつつある。これまで、日本企業は利益の変動に関わりなく毎期1株当たり同額の配当を支払うことを目標としてきたが、最近では増配基調にあると言われている。石川(2007)によれば、2004年度以降、1株当たり配当に関して、増配・復配した企業の割合が、安定配当企業（前期と同額の配当をした企業）の割合を上回っている。最近の日本企業の増配行動の要因の1つとして、外国人投資家やその他の機関投資家（もの言う株主）の増配要求が考えられる。バブル崩壊後、株式持合いが解消され、持ち合い株式の売却の受け皿として、外国人投資家は株式保有比率を増加させた。全国証券取引所(2008)の『株式分布状況調査（市場価格ベース）』によれば、外国人投資家の株式保有比率は1990年代に入ってから継続的に上昇し、2004年度に投資部門別で1位になると（23.7%）、2006年度には過去最高の28%に至っている。外国人投資家は企業経営の規律付けに厳しく、投資機会が乏しい企業に対しては、配当や自社株取得で余剰資金を株主に還元するよう求める<sup>15</sup>。一方で、本稿の分析で示したように、日本企業の利益の多くが海外で生み出される構造が形成されている。今後、さらに株主の増配要求が強まれば、本社は配当原資を確保するため、これまで以上に現地法人に対して配当送金を求める可能性がある。

本稿では、海外子会社からの配当送金だけに注目して分析を行った。しかし、最近では、ロイヤリティの支払いが配当送金を上回り、本社への重要な資金移転となっている。今後は、ロイヤリティの支払いを考慮して、海外子会社から本社への資金移転について分析を行いたい。

---

<sup>15</sup> 松浦(2001)は、1991～97年度の上場企業（金融分野を除く）のデータを分析し、外国人持株比率が高いほど、復配確率（無配転落の確率）が高まる（低下する）ことを示している。また、牧田(2006)は、1991～2000年度の上場企業（金融業、公益企業を除く）のデータを分析し、外国人持株比率が高いほど、増配や自社株取得を選択する確率が高まることを示している。

## 付表 相関係数

(A) 1998 年度

	(s) 配当送金／総資産	(s) 税引後当期利益／総資産	(s) 負債／総資産	(s) 操業年数:年	(s) 日本側出資比率	(p) 配当可能度
(s) 配当送金／総資産	1.000					
(s) 税引後当期利益／総資産	0.353	1.000				
(s) 負債／総資産	-0.140	-0.227	1.000			
(s) 操業年数:年	0.036	-0.049	-0.012	1.000		
(s) 日本側出資比率	0.084	-0.082	0.127	0.022	1.000	
(p) 配当可能度	-0.056	0.043	-0.136	-0.058	-0.047	1.000

(B) 2001 年度

	(s) 配当送金／総資産	(s) 税引後当期利益／総資産	(s) 負債／総資産	(s) 操業年数:年	(s) 日本側出資比率	(p) 配当可能度
(s) 配当送金／総資産	1.000					
(s) 税引後当期利益／総資産	0.311	1.000				
(s) 負債／総資産	-0.117	-0.245	1.000			
(s) 操業年数:年	0.014	-0.107	-0.025	1.000		
(s) 日本側出資比率	0.046	-0.096	0.090	0.022	1.000	
(p) 配当可能度	0.009	0.073	-0.055	0.030	-0.060	1.000

(C) 2004 年度

	(s) 配当送金／総資産	(s) 税引後当期利益／総資産	(s) 負債／総資産	(s) 操業年数:年	(s) 日本側出資比率	(p) 配当可能度
(s) 配当送金／総資産	1.000					
(s) 税引後当期利益／総資産	0.393	1.000				
(s) 負債／総資産	-0.183	-0.264	1.000			
(s) 操業年数:年	0.045	-0.096	-0.078	1.000		
(s) 日本側出資比率	0.069	-0.061	0.063	0.004	1.000	
(p) 配当可能度	-0.053	0.019	-0.009	-0.029	0.032	1.000

(注) 各変数について、(s)は外国子会社の変数、(p)は本社の変数を表わしている。「負債／総資産」は、「 $1 - (\text{自己資本} / \text{総資産})$ 」である。受取配当前利益は、現地法人からの受取配当を税引前当期利益から控除したものである。必要配当額は、「前期1株当たり配当×(当期末発行済株式数－当期自己株式数)」である。配当可能度は、「受取配当前利益／必要配当額」である。

## 参考文献

石川博行『配当政策の実証分析』中央経済社, 2007.

岡部孝好「日本企業の安定配当政策と会計上の選択」シャム・サンダー・山地秀俊編著『企業会計の経済学的分析』中央経済社, 1996, pp.81-115.

加賀谷哲之「連結決算主義と配当政策」『企業会計』, 2004, Vol.56, No.4, pp.113-121.

田近栄治・布袋正樹「本社の配当政策が海外子会社の配当送金に及ぼす効果【改訂版】」

Discussion papers, 一橋大学大学院経済学研究科, 2009, No.2008-10.

田近栄治・油井雄二『日本の企業課税』東洋経済新報社, 2000.

- 牧田修治「わが国上場企業の配当政策変更の決定要因に関する実証分析」『証券経済研究』, 2006, Vol.54, pp.85-104.
- 松浦克己「日本企業の配当政策—復配と無配転落について」松浦克己・竹澤康子・戸井佳奈子著『金融危機と経済主体』, 2001, 日本評論社, pp.91-108.
- Altshuler, R., T.S. Newlon and W.C. Randolph “Do Repatriation Taxes Matter? Evidence from the Tax Returns of U.S. Multinationals,” In M. Feldstein, J.R. Hines Jr., and R.G. Hubbard ed(s), *The Effects of Taxation on Multinational Corporations*, University of Chicago Press, Chicago, 1995, pp.253-272.
- Damodaran, A. *Applied Corporate Finance –A User’s Manual–*, John Wiley & Sons, Inc, 1999. (三浦良造ほか訳『コーポレート・ファイナンス 戦略と応用』東洋経済新報社, 2001.)
- Desai, M.A., C.F. Foley and J.R. Hines Jr. “Repatriation Tax and Dividend Distortions,” *National Tax Journal*, 2001, 54(4), pp.829-851.
- Desai, M.A., C.F. Foley and J.R. Hines Jr. “Dividend Policy inside the Multinational Firm,” *Financial Management*, 2007, 36(1), pp.5-26.
- Grubert, H. “Tax and the Division of Foreign Operating Income among Royalties, Interest, Dividends and Retained Earnings,” *Journal of Public Economics*, 1998, 68(2), pp.269-290.
- Hartman, D.G. “Tax Policy and Foreign Direct Investment,” *Journal of Public Economics*, 1985, 26(1), 107-121.
- Hines, J.R. Jr. “Credit and Deferral as International Investment Incentive,” *Journal of Public Economics*, 1994, 55(2), pp.323-347.
- Hines, J.R. Jr. and R.G. Hubbard “Coming Home to America: Dividend Repatriations by U.S. Multinationals,” In A. Razin and J. Slemrod eds., *Taxation in the Global Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1990, pp.161-200.
- Khanna, T. and Y. Yafeh “Business Groups and Risk Sharing around the World,” *Journal of Business*, 2005, 78(1), pp.301-340.
- Leechor, C. and J. Mintz “On the Taxation of Multinational Corporate Investment When the Defferal Method Is Used by the Capital Exporting Country,” *Journal of Public Economics*, 1993, 51(1), pp.75-96.
- OECD *OECD Economic survey of Japan*, 2008, OECD, Paris.
- Tajika, E. and R. Nakatani “Welcome Home to Japan: Repatriation of Foreign Profits by Japanese Multinationals,” *Discussion papers*, Graduate School of Economics, Hitotsubashi University, 2008, 2008-04.
- Weichenrieder, A.J. “Transfer Pricing, Double Taxation, and the Cost of Capital,” *Scandinavian Journal of Economics*, 1996, 98(3), pp.445-452.