

学籍番号：CD132007

日本企業のペイアウト政策とコーポレート・ガバナンス

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

齋藤 巡友

謝辞

本論文の執筆にあたっては、様々な方からご助力賜りました。ここに感謝の意を表したいと思います。

まず、指導教官を務めていただいた小西大先生からは多大なご指導を賜りました。小西先生には、学部在籍時から指導教官を務めていただき、研究内容について数多くのご助言を頂くだけでなく、研究に対する姿勢や研究を行っていくうえで必要となる知識についても色々と教えていただきました。ご教授くださったことを糧として、今後の研究に励みたいと思います。さらに、区切りとなるように研究の目標を定期的に設定してくださったおかげで、単調になりがちな研究生生活にメリハリをつけることができました。小西先生のご指導およびご支援がなければ、本論文を書き上げることはできなかったでしょう。改めて心より感謝と御礼を申し上げます。

また、副指導教官を務めていただいた花崎正晴先生からのご指導により、本論文の軸となるコーポレート・ガバナンスに関する知見を深めることができました。直接のご指導以外にも、金融研究会において発表の機会を設けてくださるなど、数々のご支援を頂きました。ここに深く感謝申し上げます。

博士学位請求論文最終試験の審査委員を引き受けていただいた三隅隆司先生からは、今後の研究に関することも含め貴重なご助言、ご指摘を頂きました。心より御礼申し上げます。

さらに、金融研究会にご参加くださった諸先生方、特に中村恒先生、高岡浩一郎先生、高見沢秀幸先生からは、色々な視点からのコメントを頂くことで研究を大きく進展させることができました。この他、小西ゼミや花崎ゼミのゼミ生の皆さんからも様々な意見を頂き、研究に活かすことができました。特に商学研究科の金融分野の同期であったライ・カレン・カイ・リン氏および岩木宏道氏には、研究や研究以外のことに関しても相談に乗っていただきました。さらに、研究活動を通じて知り合った諸先生方や匿名のレフェリーの方たちなど、多くの方のご協力によって本論文を形にすることができました。改めて御礼申し上げます。

最後に、私の研究生生活を全面的に支えてくれた両親と祖母に心からの感謝を伝えたいと思います。

2016年2月

齋藤 巡友

目次

第1章：序論.....	1
1.1 本論文の背景と目的.....	1
1.2 本論分の構成と各章の概要.....	5
第2章：配当平準化と株主層	7
2.1 はじめに.....	7
2.2 先行研究と仮説の導出.....	9
2.2.1 先行研究.....	9
2.2.2 仮説の導出.....	11
2.3 配当平準化の指標	13
2.4 データと変数.....	15
2.4.1 データ	15
2.4.2 変数の設定	16
2.4.3 記述統計量.....	18
2.5 分析結果.....	19
2.5.1 配当平準化と株主層	19
2.5.2 自社株買いと総利益還元の平準化	22
2.5.3 分析結果の頑健性の確認	23
2.6 結論	24
第3章：ペイアウト政策と取締役会の独立性.....	36
3.1 はじめに.....	36
3.2 先行研究と仮説の導出.....	38
3.3 分析方法.....	41
3.3.1 変数の設定	41
3.3.2 推計モデル	42
3.4 サンプルと記述統計量.....	45
3.4.1 サンプルとデータ	45
3.4.2 記述統計量と単変量分析	45
3.5 分析結果.....	46
3.5.1 社外取締役および独立取締役と配当額に関する回帰分析.....	46
3.5.2 独立取締役の導入効果に関する分析.....	48
3.5.3 頑健性の検証	50
3.6 結論	51
第4章：ペイアウト政策と製品・サービス市場の競争度.....	61

4.1	はじめに.....	61
4.2	仮説の導出.....	63
4.3	分析方法とデータ.....	67
4.3.1	分析方法.....	67
4.3.2	サンプルとデータ.....	70
4.4	分析結果.....	70
4.4.1	製品・サービス市場の競争度がペイアウト金額に与える影響.....	70
4.4.2	outcome 仮説と predation 仮説の検証.....	71
4.4.3	製品・サービス市場の競争度と企業レベルのガバナンスの関係.....	72
4.5	結論.....	74
第5章：ペイアウト政策とステークホルダー型経営.....		88
5.1	はじめに.....	88
5.2	先行研究と仮説の導出.....	91
5.3	データと分析方法.....	94
5.3.1	サンプルとデータ.....	94
5.3.2	分析方法.....	95
5.4	分析結果.....	97
5.4.1	配当政策に与える影響.....	97
5.4.2	頑健性の検証.....	99
5.5	結論.....	100
第6章：結論.....		109
参考文献.....		113

第 1 章：序論

1.1 本論文の背景と目的

資金の調達、投資の決定、利益の分配。企業の経済活動を資金面、すなわち「カネ」の面から捉えると、大きく 3 つのプロセスに分けることができる。利益の分配の局面では、企業活動にかかわった各経済主体（従業員、取引先、債権者等）に対価を支払った後に残る利潤を株主に分配することになる。企業活動は一度限りではなく、半永久的に継続されるため、残余利益を現時点でどの程度株主に還元し、次期以降の企業活動のために内部留保としてどの程度企業内にとどめておくか、といった時点を考慮した意思決定をする必要が生じる。そして企業が存続する限りこの意思決定は每期繰り返される。

ペイアウト政策とは、株主に帰属する残余利益（内部留保含む）についての上記のような意思決定・方針のことを指す。各国で自社株買いが解禁されて以降、残余利益の異時点間における分配の問題だけでなく、利益をどのような方法で還元すべきかという手段に関する問題もペイアウト政策におけるテーマの一つとなっている。

Miller and Modigliani(1961)の配当無関連命題では、完全で完備な資本市場においては、ペイアウト政策は企業価値に影響を与えないとされる。これは、配当と自社株買いの選択についても同様に成り立つ。しかし、現実の世界では完全で完備な資本市場の条件が満たされていない状況が数多く存在するため、ペイアウト政策は企業価値に影響を与え、資金調達や投資などの他の財務政策とも相互依存の関係にある。そのため、企業価値の増大を目標とする企業にとってペイアウト政策は重要な財務上の意思決定となっている。

配当無関連命題の前提となっている完全で完備な資本市場の条件の一つとして契約の完備性がある。契約の完備性とは、契約により株主（プリンシパル）が経営者（エージェント）の行動を完全にコントロールできることを意味する。完備契約が可能であるという条件のもとでは、Jensen and Meckling(1976)で指摘されたような所有と経営の分離に伴う株主 - 経営者間の利害対立によるエージェンシー問題は生じない¹。しかし、前段でも述べたように、現実の世界では株主と経営者の間で完備契約が成立していると考え難しく、それゆえに株主 - 経営者間のエージェンシー問題は存在し、企業のペイアウト政策を議論するうえで重要な要因の一つになっている。

コーポレート・ガバナンスの研究は、株主と経営者の間に利害対立が存在するという前

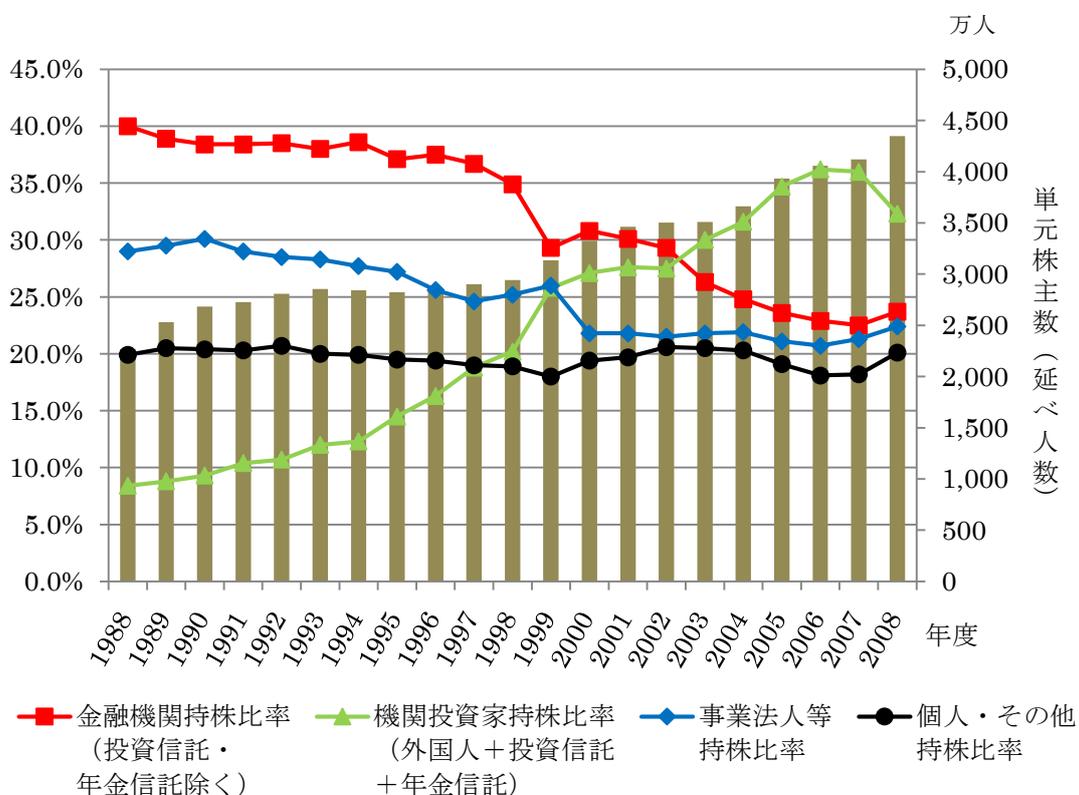
¹ 完備契約の下では、他の経済主体間のエージェンシー問題（例えば、債権者 - 株主間のエージェンシー問題）も存在しない。

提のもと、その利害対立を緩和するための手段や仕組み、およびそれらの基となる法・制度について議論している。上述のとおり、株主 - 経営者間のエージェンシー問題はペイアウト政策を左右する重要な要因となっているため、コーポレート・ガバナンスのメカニズムを通して株主と経営者の利害を一致させることによって、エージェンシー問題が軽減されるのであれば、それはペイアウト政策にも影響を及ぼす可能性がある。つまり、各企業のペイアウト政策の違いを説明するためには、各企業のガバナンスの違いを考慮に入れる必要があると考えられる。

本論文では、以下の要素に着目している。これらはいずれも企業のガバナンスと深く関連していると考えられている要素である。

一つ目の要素は株主である。経営者の規律付けを担う代表的な経済主体は株主自身であり、株式の所有構造や株主の特性が株主 - 経営者間のエージェンシー問題を左右することはよく知られている²。日本企業の株主構成および株主数はここ 20 年で大きく変化した。図 1-1 は、1988 年度以降の日本の上場企業（ジャスダック除く）の株主構成（市場価格ペー

図1-1 日本企業の株主構成および株主数の推移（ジャスダック除く）



² この点については、Shleifer and Vishny(1997)や Becht, Bolton, and Roell(2003)のサーベイ論文を参照されたい。

ス) および単元株主数(延べ人数)の推移を表している³。金融機関(投資信託および年金信託を除く)による株式の保有比率は、期間を通して減少傾向にあり、1988年度は過去最高の40.0%であったのに対し、2008年度には23.7%にまで低下している。事業法人等による株式の保有比率も同時期に29.0%から22.4%に低下しており、この二つの部門合計で20%以上も株式の保有比率を減らしていることがわかる。対照的に、外国人に投資信託・年金信託を加えた機関投資家による株式の保有比率は1988年度から2008年度の間で8.4%から32.3%に大幅に増加している。また株主数も一貫して増加傾向にあることが見て取れる。

このような日本企業の株主構成や株主数の大きな変化に伴って、日本企業のガバナンスも大きく変容したと考えられる。このことは、以前までは難しかった日本におけるペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係を検証するのに適した環境となっていることを意味する。

株主自らの行動による経営者の規律付けに加え、取締役会を通じた経営者の規律付けも重要なガバナンスのメカニズムとされる⁴。規範的には、取締役会は株主に代わって経営を直接監督し、経営者が企業価値の最大化に資する行動をとるように規律付ける役割が期待されている。そしてその役割を主に担う取締役として、業務執行に従事せず経営者から独立した立場にある社外取締役の存在が重要と考えられている。図1-2は、2002年度から2012年度の日本における社外取締役導入企業の割合および取締役の人数(平均)を表している⁵。図からわかるように、ここ10年間で社外取締役を導入した企業の割合は30%以上増加しており、2012年度においては半数以上の企業が社外取締役を導入している。また、取締役の人数も同時期に平均で2人程度減少しており、取締役会の規模も縮小傾向にあることがわかる。このように近年の日本企業の取締役会は大きく変化している。さらに、2015年6月にはコーポレートガバナンス・コードが東証上場企業に適用され、日本企業の取締役会および取締役に関する改革は今後も進んでいくことが予想される。

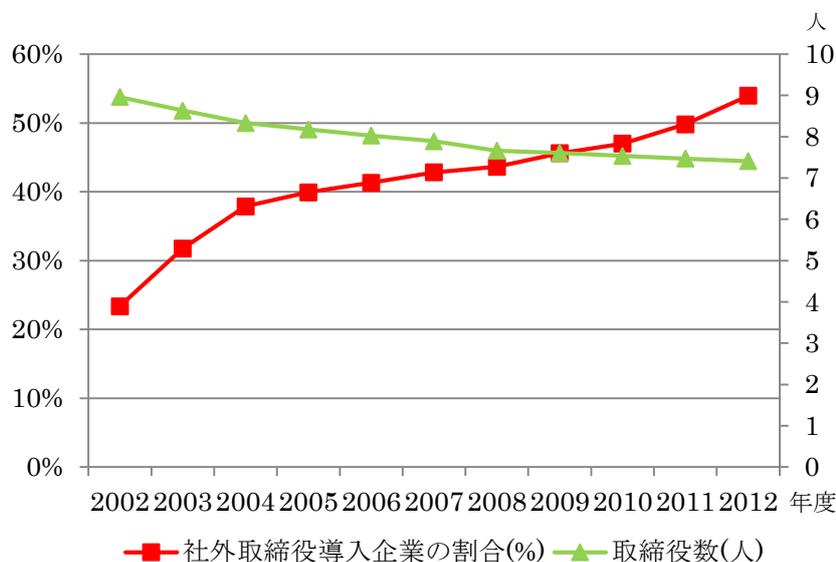
取引所規定で想定されているように、社外取締役や社外取締役以上に経営者からの独立性が高いとされる独立取締役の存在が取締役会の監督機能の強化につながっているのであれば、昨今の取締役会や取締役の変化が日本企業のペイアウト政策に影響を与えている可能性は十分に考えられる。

³東京証券取引所が発行していた『東証要覧』より筆者作成。なお、2009年度以降はジャスダック銘柄を含むデータしか存在しないため、比較可能な2008年度までのデータを使用している。

⁴取締役会および取締役の役割については、Adams, Hermalin, and Weisbach(2010)のサーベイ論文を参照されたい。

⁵東洋経済新報社『役員四季報』より筆者作成。

図1-2 日本企業の取締役会構造の推移（全上場企業）



株主や取締役会によるコーポレート・ガバナンスのメカニズムだけでなく、製品サービス・市場における企業間の競争といった企業が直面している環境が経営者の規律付けとして機能するという考えも存在する⁶。先進国の企業は激しい競争にさらされており、製品・サービス市場における企業間の競争がガバナンスのメカニズムとして機能しているのであれば、日本企業のペイアウト政策を議論するうえで無視できない要素となることが考えられる。

以上のコーポレート・ガバナンスやそのメカニズムは、株主が企業（株式会社）の所有者であり、企業は所有者たる株主の利益を第一の目標として経営されるべきであるという、いわゆる株主主権型の企業を暗黙の前提として議論がなされてきた。しかしながら、この前提はすべての国において普遍的に成り立つものではないであろう。例えば、Yoshimori(1995)は、米国や英国では株主の利益を最優先する企業経営観を持つ経営者が多い一方、ドイツやフランス、特に日本においては株主以外の利害関係者の利益も重要であるという企業経営観を持つ経営者が非常に多いことを報告している。これは、特に日本においては株主主権型の企業の前提が成立していない可能性があることを表している。仮に日本企業の一定数が株主主権型の企業ではなかった場合、この前提を絶対視してコーポレート・ガバナンスと企業業績や企業行動との関係を検証するだけでは現状を十分に反映できていない片手落ちの分析になってしまう可能性がある。この問題を解決するためには、企業が実際には誰のために経営されているのかという問いに対する答えを得る必要がある。

⁶ 製品・サービス市場の競争が経営者の規律付けとして機能するという考えは、古くは Alchian(1950)や Stigler(1958)の研究に遡ることができる。

その答えの一部は、経営者の考えが直接的にあらわれるペイアウト政策に着目して、各利害関係者に対する企業の経営姿勢との関係を検証することで明らかにできるかもしれない。

本論文の目的は、上述のコーポレート・ガバナンスに関連する諸要素および経営者の企業経営観に着目して実証的な分析を行い、近年の日本企業のペイアウト政策に関する知見を得ることにある。コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係に着目した研究は2000年代以降増えてきているものの、実証結果は混在しており、両者の関係については今なお議論の対象となっている。さらに、日本においては、コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係を検証している研究が非常に限られており、実証的な証拠も少ない。このことから、ペイアウト政策のみならずコーポレート・ガバナンスについての議論を深めていくためにも両者の関係について研究することの意義は大きいと考えられる。なお、検証においては、上記の要素とペイアウト政策の関係がエージェンシー問題とは異なる要因によってもたらされている可能性も十分に考えられるため、その点も考慮して分析を行っている。

1.2 本論分の構成と各章の概要

本論文の構成は以下のとおりである。

第2章では、コーポレート・ガバナンスを評価する際に先行研究でも多く使用され、代表的なガバナンスの構成要素である株主に焦点を当て、企業のペイアウト政策との関係を検証する。分析の特徴としては、株主に関する指標として、株主構成に株主の規模も加えた株主層に着目し、ペイアウト政策の動学との関係を検証している点が挙げられる。分析においては、配当および総利益還元の平準化（各期の配当額や総利益還元額を一定に維持しようとする行動）の代理変数として2つの指標を使用し、配当（総利益還元）の平準化と株主層の関係について検証することで日本企業のペイアウトの平準化政策について説明を試みている。株主構成の変数としては、企業のガバナンスに大きく関与するとされる機関投資家と持合株主をとりあげている。また、純粋な株主規模の特性とペイアウトの平準化政策との関係を観察するため、企業規模などの株主数と強く相関する変数の影響をコントロールした指標を推計し、その指標を株主規模の代理変数として使用している。

第3章では、近年日本においてコーポレート・ガバナンスの議論の中心になっている取締役会に焦点を当て、取締役会がペイアウト政策に与える影響について分析を行っている。その際、特に取締役会の独立性に着目し、社外取締役や社外取締役の中でも経営者からの独立性が高いと考えられる独立取締役の存在が企業のペイアウト政策に与える影響を検証

している。また、独立取締役の存在が企業間のペイアウト政策に違いを生じさせているかどうかを検証するだけでなく、独立取締役の導入に伴ってその後のペイアウト政策に変化が生じるかどうかについても実証的に分析を行っている。分析においては、社外取締役導入の選択には自己選択に伴う内生性の問題が存在することが想定されるため、サンプル・セレクション・モデルによる推計やマッチング・サンプルを使用した分析を行うことで、内生性の問題に対処している。

第4章では、企業を取り巻く環境、すなわち外部市場からの規律付けのメカニズムに着目した研究を行っている。具体的には、製品・サービス市場における企業間の競争に焦点を当て、企業のペイアウト政策との関係を検証している。その際、製品・サービス市場の競争度の代理変数には、非上場企業のデータも使用して算出したハーフィンダール・ハーシュマン指数を使用している。分析では、製品・サービス市場における競争が経営者を規律付けることでペイアウト政策に影響を与えるというストーリー以外に、競争が企業の経営戦略上の行動を左右することによってペイアウト政策に影響を及ぼしているという別のストーリーが成立しているか否かも検証している。さらに、製品・サービス市場の競争による規律付けのメカニズムと他のコーポレート・ガバナンスのメカニズムが、ペイアウト政策に対して補完的に働くのか、それとも代替的に働くのかを明らかにするため、ハーフィンダール・ハーシュマン指数と他のガバナンスの代理変数を同時に考慮してペイアウト政策に与える影響を分析している。

第5章では、前章までのペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係を検証するうえで前提としていた株主主権型の企業の現実的な妥当性を検証するとともに、ステークホルダー重視の経営（stakeholder management）の目的・目標を明らかにするため、株主以外の利害関係者（従業員、顧客、取引先企業、地域社会）に対する企業の姿勢とペイアウト政策との関係について分析を行っている。分析においては、企業の経営理念の内容から利害関係者に関する記述を抽出することによって、株主重視の経営をする企業と株主以外の利害関係者も重視した経営をする企業を判別するためのダミー変数を作成している。そして、そのダミー変数を使用して回帰分析を行うことで企業の経営姿勢とペイアウト政策との関係を定量的に評価している。

最後に、第6章で本論文の結果を振り返った後、結論について述べる。

第2章：配当平準化と株主層⁷

2.1 はじめに

企業は配当政策を決定する際、配当実施の有無や配当水準の設定に加えて、配当支払いを長期間安定的に続けること特に減配を行わないことにも大きな関心を払っている。例えば Brav et al.(2005)は、アンケートに回答した有配企業のうち8割以上の企業が配当支払いの流列をあまり変化させない安定的な配当政策を重視することを報告している。企業が一定の配当を維持することは、配当平準化 (dividend smoothing) や配当平準化政策と呼ばれ古くから研究の対象とされてきた。Lintner(1956)によると、企業は利益の変化に応じて現在の配当水準を目標とする配当水準に調整するが、その調整には時間を要するために配当平準化が生じるとされる。

配当平準化は日本企業においても実施されている可能性が高い。例えば、日本企業の配当政策についてアンケート調査を行った花枝・芹田(2008)は、配当政策を決定する際の目標として半数以上の企業が配当性向を挙げているのに対し、目標となる指標は存在しないと回答した企業は6%に満たなかったことを報告している。この結果は企業が目標とする配当性向を有していることを示唆している。また、約84%の企業が一株当たり配当額を低下させないことを重要であると回答しており、米国企業と同様に減配を避け安定した配当を重視する傾向にあることがわかる。このように、実務家を対象にしたアンケート調査からは配当平準化の存在を示唆する結果が得られている。

先行研究を見ると、企業にとって配当平準化が重要な財務政策となっていることが推察される。Brav et al.(2005)は、経営者が減配を避けるため正のNPVを有するプロジェクトへの投資を控えることや外部資金を利用することを報告しており、同様の傾向は日本企業についても確認されている(芹田・花枝, 2008)。このように、日本においても配当平準化は存在し、企業にとって重要な財務政策となっている可能性が高いにもかかわらず、日本における学術分野での研究は数が限られており、配当平準化の実態について未だに明らかになっていない点が多い。

先行研究では、配当平準化の決定要因を明らかにするため種々の企業属性をとりあげて検証を行っているが、依然としてその詳細が明らかになっていない。近年の実証研究を概観すると、企業内部者と外部者の間に存在する企業価値や業績についての情報の非対称性(以下、単に「情報の非対称性」と記す)やエージェンシー問題が配当平準化

⁷ 本章は、齋藤(2015)を加筆・修正したものである。

に影響を与えている可能性が高い (Aivazian, Booth, and Cleary, 2006; Leary and Michaely, 2011; Michaely and Roberts, 2012)。これらの要因と深く関わりがあると考えられる企業属性の一つとして企業の株主層 (shareholder base) が挙げられる。企業金融の領域で株主層の構造すなわち株主構成に着目した研究は数多く行われており、株主構成は情報の非対称性の程度やエージェンシー問題を左右する重要な企業属性であると捉えられている。また、実務上の関心に比べると学術分野の研究において焦点を当てられることは株主構成よりも少ないが、株主層全体の規模を表す株主数も Rozeff(1982)や Holmström and Tirole(1993)で指摘されているように、情報の非対称性の程度やエージェンシー問題と深く関わっていると考えられる。以上を踏まえると、株主の数や構成といった企業の株主層の違いが配当平準化の企業間の違いと関連している可能性は高い。

配当平準化と株主構成の関係について検証している研究としては、支配株主に着目した Gugler(2003)や機関投資家に着目した Leary and Michaely(2011)などが存在するが、Leary and Michaely(2011)は機関投資家持株比率を数ある説明変数のうちの 1 つとして取り上げているにすぎない。また、筆者の知る限り株主数と配当平準化の関係を検証している研究はこれまで行われておらず、両者の関係は今のところ明らかにされていない。しかし、上述のとおり株主数は配当平準化を説明する上で重要な要因である可能性が考えられるため、株主構成だけでなく株主数も考慮した分析の必要性は高いと思われる。

本章の目的は、企業の株主数および株主構成が配当平準化とどのような関係にあるのかを実証的に分析することにある。株主構成については特に機関投資家の株式保有と株式持合に焦点を当てる。双方とも情報の非対称性の程度やエージェンシー問題との関わりが深いと考えられるためである。具体的な分析内容は次のとおりである。まず、2005 年から 2013 年までの 9 年間で東証上場企業を対象に配当平準化の程度を表す二つの指標を推計する。そして、推計した配当平準化の指標を被説明変数、株主数および機関投資家持株比率と株式持合比率を主要な説明変数とした回帰分析を行っている。回帰分析においては、株主数と配当平準化の真の関係を見るために、企業規模などの株主数と強い相関が疑われる企業属性の影響を調整した株主数の指標を用いている。

本章で得られた結果は以下のとおりである。まず、株主層全体の規模が小さい企業、すなわち株主数が少ない企業ほど配当の平準化が強い傾向にあることが確認された。この結果は、株主数が少ない企業ほど外部資金調達コストが高いため、好業績時においてもあまり増配を行わず利益を留保している可能性を示唆する。株主構成に関しては、機関投資家持株比率と配当平準化の間に有意な関係は確認できなかった一方、株式持合比率が高い企

業ほど配当を平準にしていることが確認された。この結果は、持合株主が多く経営者エン
トレンチメントが強い企業ほど、経営者はエントレンチメントを維持するために配当平準
化を行う可能性を示唆する。

本章の貢献としては次のことが挙げられる。まず、本章は株主構成に加えてこれまでの
研究では着目されていなかった株主数に焦点を当てて配当平準化との関係を検証すること
で両者の関係を明らかにし、配当平準化の実施理由について新たな知見をもたらしている。
また、株式持合比率が配当平準化と正の関係にあるという結果は、経営者の規律付けが弱
まることで株主価値の最大化に資さないペイアウト政策が行われる可能性を示唆しており、
コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係についての追加的な証拠となる。

本章の構成は以下のとおりである。まず、次節で配当平準化に関する研究を中心に先行
研究を概観した後、本章で検証する仮説を導出する。2.2.3 節では、本章で扱う配当平準化
の指標について説明する。そして 2.2.4 節でデータについて説明した後、2.2.5 節で実証分
析の結果を提示する。最後に、2.2.6 節で主要な結果を要約したうえで今後の研究課題につ
いて述べる。

2.2 先行研究と仮説の導出

2.2.1 先行研究

配当平準化に関する研究の嚆矢とされる Lintner(1956)は、企業の配当政策に関する調査
結果から経営者は配当の安定性を重視していることを見出し、この発見事実に基づいて企
業の配当行動に関する分析を行っている。そして、企業は現在の配当水準を目標とする配
当水準に近づけようとするが、その調整には長い期間を要するため配当平準化が生じるこ
とを明らかにした。また Fama and Blahnik(1968)は、Lintner(1956)が提示した配当の部分
調整モデル（以下リントナー・モデルと記す）が企業の配当政策を適切に説明しているか
どうかを検証し、依然としてリントナー・モデルの説明力は高く、配当平準化が存在する
ことを報告している。

このように配当平準化に関する研究は古くから存在しており、後に続く研究では配当平
準化の説明を次の二つの観点から試みている。一つ目は、情報の非対称性の観点から配当
平準化の説明を試みている。経営者と外部投資家の間に情報の非対称性が存在するよう
な状況においては、配当は将来利益に関するシグナルとして利用される可能性がある
(Bhattacharya, 1979; John and Williams, 1985; Miller and Rock, 1985)。いくつかの先

行研究では、配当を通じた将来利益に関するシグナルの効果が大きいと考えられる企業ほど配当を平準化させることを指摘しており、シグナルの効果に影響を与える企業属性として利益の変動性 (Kumar, 1988)、株式のリスク (Kumar and Lee, 2001)、投資機会 (Guttman, Kadan, and Kandel, 2010) といった企業属性をとりあげている。Fudenberg and Tirole(1995)は、経営者と株主の間に情報の非対称性が存在する場合、経営者が機会主義的な行動をとることで配当平準化が生じることを理論的に示している。彼らによると、株主が直近の報告利益や配当実績を重視して期待将来利益について判断する場合、経営者は解雇されるリスクを小さくするために好業績時は利益を過少に報告するとともに配当支払いも抑制するが、業績悪化時には利益を過大に報告するとともに配当支払いを増加させる結果配当平準化が生じる。また、情報の非対称性が外部資金調達コストの増大につながり、企業の現金保有のインセンティブが強くなることが指摘されている (Almeida, Campello, and Weisbach, 2004; Bates, Kahle, and Stulz, 2009)。このような状況では、外部資金調達コストが相対的に高い企業はたとえ業績が好調であっても増配を行わないため、配当が平準になることが予想される。

そして二つ目は、株主と経営者の間に生じる利害対立に伴うエージェンシー問題の観点から配当平準化の説明を試みている。Easterbrook(1984)および Jensen(1986)は、高水準で継続的な配当支払いは企業のフリー・キャッシュフローを削減するため、過剰投資が抑制されエージェンシー・コストの軽減につながることを指摘している。このことはつまり、配当平準化がエージェンシー問題と関連する可能性を示唆している。また、Allen, Bernardo, and Welch(2000)は、機関投資家による株式保有と配当平準化の関係について理論的に分析している。彼らによると、経営の監督能力に優れるとされる機関投資家は税制や受託者責任などの理由から自社株買いよりも配当を選好するため、エージェンシー・コストの軽減を図る企業は配当を実施することによって機関投資家を引き付けようとするが、一度配当が実施されると減配時に機関投資家から制裁 (議決権の行使や株式売却等) を受ける可能性があるため、そのことを恐れる企業は配当を平準にする。

次に挙げる研究では、上述の二つの要因に関連する企業属性と配当平準化の関係について実証的に分析している。Dewenter and Warther(1998)は、米国企業と日本企業の配当の調整速度を比較し、系列に属する企業は米国企業や非系列の日本企業と比べると情報の非対称性による問題やエージェンシー問題が軽微であるため、減配に消極的ではなく配当平準化が弱い傾向にあることを示している。Gugler(2003)は、オーストリアの企業を対象にして支配株主の違いが配当平準化に与える影響について分析を行い、国有企業は同族企業

に比べてエージェンシー問題が深刻であるため配当を平準にすることを報告している。また、Aivazian, Booth, and Cleary(2006)は、社債依存型企業は銀行借入依存型企業に比べて情報の非対称性による問題やエージェンシー問題が深刻なため、これらの問題に対処する目的で配当を平準にすることを示している。Michaely and Roberts(2012)は、英国のデータを用いて上場企業と非上場企業で配当平準化が異なるかどうかを検証している。そして、上場企業は非上場企業よりも配当の調整速度が遅いことを見出し、公開資本市場からの評価の目が配当平準化に影響を与える重要な要因であることを明らかにした。

以上の先行研究から、情報の非対称性の程度やエージェンシー問題が配当平準化を説明するうえで重要な要因となっていることが示唆される。次節では、上述の二つの観点を踏まえて本章で検証する仮説を導出する。

2.2.2 仮説の導出

株主が多く存在する企業ほど、世間からの認知度が高く潜在的な資金提供者が多いため外部資金調達コストが低くなる (Merton, 1987)。また Holmström and Tirole(1993)によると、株主数が多いほど株式取引が増加して投機家による情報収集が活発に行われるようになるため、企業の真の価値が株価に適切に反映されるようになり逆選択のコストが軽減する結果、外部資金調達コストが低下する。Bodnaruk and Östberg(2013)は、上述の理由から株主数が少ない企業ほど外部資金調達コストが高くなり、資金を留保するために配当を減らす傾向にあることを示している。このことを踏まえると、株主数が少ない企業は外部資金調達コストが高く手元資金を増やそうとする動機が強いため、たとえ業績が好調であっても増配を行わず、結果的に配当が平準になっている可能性がある。また、株主数が少なく外部資金調達コストが高い企業は配当水準が低いことが予想され、業績悪化時において減配を行ったとしても手元資金の保持効果は小さいであろう。更に、減配が市場に与えるネガティブな影響が増配によるポジティブな影響よりも大きい可能性を踏まえると、株主数が少ない企業は業績が好調でない時であっても外部資金調達コストの更なる増加を回避することを優先し、配当をできるだけ維持しようとするのが予想される⁸。以上のことから次の仮説が成り立つ。

⁸ Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002)の米国企業を対象にした分析では、増配または減配時の配当変化率がそれぞれ 30%の増加と 45%の減少であるのに対して、株価の変化率はそれぞれ 1.3%の上昇と 3.7%の下落であることが示されており、減配が株価に与える影響は増配による影響よりも大きい可能性を示唆している。また Brav et al. (2005)は、減配によるネガティブな影響のほうが増配によるポジティブな影響よりも大きいと経営者が認識していることを報告している。

仮説 1：株主数が少ない企業ほど配当が平準である。またこの傾向は特に配当水準が低い企業において強く見られる。

株主の中でも機関投資家の存在は、情報の非対称性の程度やエージェンシー問題を大きく左右するとされる。Barclay and Smith(1988)および Brennan and Thakor(1990)で指摘されているように、機関投資家はその他の株主に比べて情報収集能力に優れるため企業内部者との間の情報の非対称性の程度は小さくなると考えられる。つまり、機関投資家持株比率が高い企業においては、シグナルとして配当平準化を実施する必要性は低くなる。この場合、機関投資家持株比率と配当平準化は負の関係にあると考えられる。

一方、Allen, Bernardo, and Welch(2000)の理論モデルでは、企業は機関投資家の監督能力を利用するために配当を実施して機関投資家を呼び込むが、機関投資家の存在は企業にとって減配を避ける誘因となるため配当平準化が生じるとされる。この場合、先程とは逆に機関投資家持株比率と配当平準化は正の関係にあることが予想される。

また、Jensen(1986)で指摘されているようにフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストが配当平準化によって軽減されるのであれば、機関投資家によるモニタリングがエージェンシー問題に影響を与えることを通じて配当平準化に影響を与えている可能性が考えられる。機関投資家によるモニタリングと配当平準化は、La Porta et al.(2000)で提唱されたコーポレート・ガバナンスと配当政策に関する二つの関係と類似した関係にあると考えられる。一つは、機関投資家のモニタリングによりエージェンシー問題が緩和されるため配当平準化を実施する必要がなくなるという考えで、この場合両者は負の関係にある。二つ目は、機関投資家が経営者を規律付けるために配当平準化を求めるという考えで、この場合両者は正の関係にある。先行研究を見ると、わが国において機関投資家は配当政策をエージェンシー・コストの軽減手段と見なしている可能性が高い（芹田・花枝・佐々木, 2010; 佐々木, 2010）。機関投資家が配当平準化をエージェンシー・コストの軽減のために要求している場合、機関投資家のモニタリングが強い企業ほど配当は平準になっていることが予想される。この場合も、Allen, Bernardo, and Welch(2000)の示唆と同様に機関投資家持株比率と配当平準化は正の関係にある。以上のことから、機関投資家と配当平準化の間には正負両方向の関係が存在すると考えられる。本章ではこの点を検証するために次の帰無仮説を設定する。

仮説 2：機関投資家持株比率と配当平準化の間に関係性はない。

一方、株主の中でも持合株主は、敵対的買収の防衛や投資先企業との事業上の関係を強める目的で株式を保有している場合が多く、経営に対して不干渉で経営者に対する規律付けを弱めている可能性が考えられる。例えば荻島(2001)では、純粋な持ち合い株を表す相互保有比率が企業価値に負の影響を与えていることを報告しており、株式持合比率（相互保有比率）が高い企業ほど経営者の規律付けが機能していない可能性を示唆している。また、久保・齋藤(2009)は、経営者の持株比率が高い企業では他の株主による規律付けが機能せずエントレンチメントが生じる結果、経営者は自己の便益のために他の株主にとって望ましくない配当政策を行うことを指摘している。Hu and Kumar(2004)は、ペイアウトの実施確率や水準が経営者エントレンチメントの水準と有意に正の関係にあることを示し、経営者がエントレンチメントを維持または強化するためにペイアウト政策を利用することを指摘している。この点を踏まえると、株式持合比率が高く経営者エントレンチメントが生じている企業では、経営者はエントレンチメントの維持または強化のために安定的な配当政策を実施することで他の株主からの経営への介入を避けようとするであろう。つまり、株式持合比率が高い企業ほど配当を平準にすることが予想される。これは次の仮説としてまとめられる。

仮説 3：株式持合比率が高い企業ほど配当が平準である。

2.3 配当平準化の指標

本章では、頑健な分析結果を得るために配当平準化の代理変数として二つの指標を用いる。一つ目の指標は配当の調整速度（SOA：speed of adjustment）である。ただし従来の配当平準化に関する研究で主に用いられてきたリントナー・モデルによる SOA（以下 Lintner-SOA と記す）はバイアスを持つことが指摘されているため、Leary and Michaely(2011)が提示した代替的な SOA（以下 LM-SOA と記す）を用いる。以下では、Lintner-SOA とその問題点について説明した後、LM-SOA の具体的な推計手法について説明する。

Lintner(1956)は、企業は利益に応じて目標とする配当額を定めてはいるものの、目標配当額と実際の配当額との差は 1 期では完全に調整されないことを指摘した。これを式で表すと以下のようなになる。

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = s_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1})$$

ここで、 s_i は企業 i による配当の調整速度を表す。また、 t 期の目標一株当たり配当 $D_{i,t}^*$ は、次式が示すとおり t 期の一株当たり利益 $E_{i,t}$ と目標配当性向 TPR_i の積で表される。

$$D_{i,t}^* \equiv TPR_i * E_{i,t}$$

(2) 式を (1) 式に代入すると、以下の推計式が得られる。

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} * D_{i,t-1} + \beta_{2,i} * E_{i,t} + u_{i,t}$$

Lintner-SOA は (3) 式における $-\hat{\beta}_{1,i}$ として推計される。また、目標配当性向 TPR_i も $-\hat{\beta}_{2,i}/\hat{\beta}_{1,i}$ として求められる。

しかし、Leary and Michaely(2011)は、Lintner-SOA が一次の自己回帰モデルにおける小標本バイアス (small-sample bias) の影響を受け、真の SOA が低下するにつれてそのバイアスが大きくなることを指摘している。彼らはこのバイアスに対処しうる配当の調整速度の指標として LM-SOA を提案した。LM-SOA は次の手順で推計される。まず、分析期間における各企業の配当性向の中央値を目標配当性向 TPR_i として求め、各時点における目標配当額と前期の実際の配当額との差 $dev_{i,t}$ を得る⁹。

$$dev_{i,t} \equiv TPR_i * E_{i,t} - D_{i,t-1}$$

そして以下の回帰推計式から推計される $\hat{\beta}_i$ として LM-SOA が得られる。

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = \alpha_i + \beta_i * dev_{i,t} + u_{i,t}$$

次に、二つ目の指標である Relative Volatility (以下 RV と記す) は、利益の変動に対する配当の変動の比率を表したものであり、こちらも Leary and Michaely(2011)で用いられている。彼らは、配当平準化は利益の変動と配当の変動にずれがあるために生じるとする

⁹ 普通株式に対する配当総額を当期純利益で除した値を配当性向とする。

Guttman, Kadan, and Kandel(2010)の指摘を踏まえ、この指標も配当平準化の代理変数として採用している。RV は以下の手順で求められる。初めに、各企業について一株当たり利益 $E_{i,t}$ と分析期間における配当性向の中央値 TPR_i との積を求める。この処理によって RV に対する配当水準の影響をコントロールすることができる¹⁰。そして、一株当たり配当 $D_{i,t}$ および TPR_i と $E_{i,t}$ の積を一次および二次のタイムトレンドに回帰する。

$$D_{i,t} = \alpha_{1,i} + \beta_{1,i} * t + \beta_{2,i} * t^2 + u_{i,t} \quad (6)$$

$$TPR_i * E_{i,t} = \alpha_{2,i} + \gamma_{1,i} * t + \gamma_{2,i} * t^2 + \varepsilon_{i,t}$$

(6)、(7) 式を推計して得られた二つの二乗平均平方根誤差である $\sigma(u_i)$ と $\sigma(\varepsilon_i)$ の比率 $\sigma(u_i)/\sigma(\varepsilon_i)$ を RV とする。(6)、(7) 式のようなタイムトレンドを含んだ回帰推計式を想定することで、タイプの異なる配当平準化行動を考慮することができる¹¹。

2.4 データと変数

2.4.1 データ

本章で用いる財務データは日経 NEEDS-FinancialQUEST、機関投資家持株比率や株式持合比率などの株主構成に関するデータは日経 NEEDS-Cges から取得している（ともに日本経済新聞社）。また、配当平準化の指標を推計する際、企業による能動的な調整行動のみを捉えるために株式分割等による株式数の変化を調整した一株当たり配当額や当期純利益額を用いるが、これらの調整には東洋経済新報社の『株価 CD-ROM』に収録されている株価調整係数を使用している。分析期間は 2005 年 3 月期から 2013 年 3 月期までの 9 年間とする¹²。サンプルとなる企業は、2013 年 3 月末時点で東証（第一部および第二部）に上場している非金融業のうち分析期間中決算期を変更していない 3 月期決算企業である¹³。さらに、配当平準化の指標を推計するため、分析期間中 5 年以上配当を実施しており 5 年以上

¹⁰ この処理を行わない場合、同一の利益のボラティリティ(標準偏差)を有し各年の配当変化率も同等である二つの企業では、配当性向が高い企業のほうがより RV が高くなってしまう可能性がある。

¹¹ 一次のタイムトレンド項を入れることで、毎年同額の配当を実施している企業の配当の保守性と毎年ある一定額を増配し続けている企業の配当の保守性は同程度であると捉えることができる。また、二次のタイムトレンドの項があることで、毎年一定の比率で増配し続けている企業の配当の保守性も先ほどの企業と同程度であると捉えることが可能となる。

¹² リーマンショックや東日本大震災による経済情勢の変化が分析結果に影響を与える可能性を考慮し、最も影響が大きいと考えられる 2009 年 3 月期および 2012 年 3 月期のデータを除き、目標配当性向や 2.5 節の回帰分析に用いる説明変数を算出した。そしてこれらの変数を使用し、以降の分析と同様の分析を行ったものの、結果に大きな違いは見られなかった。

¹³ マザーズ上場企業もサンプルに加えて分析を行ったが、以降の分析結果との違いは確認できなかった。

当期純利益が黒字の企業にサンプルを限定している。また、配当平準化の指標を推計する際に目標配当性向として分析期間中の配当性向の中央値を用いているが、この目標配当性向が 0 以下または 1 以上の値をとっていた企業はサンプルから除外している。以上の手続きにより 1,265 社が最終的な分析サンプルとして残った。分析で扱う当期純利益は単独決算のものを使用し、その他の財務データは連結決算のものを優先的に使用する。

2.4.2 変数の設定

本節では、分析で扱う変数について説明する。本章で焦点を当てる企業属性は株主数と株主構成である。分析では株主数の代理変数として単元株主数 (SHAREHOLDERS)、株主構成に関する変数としては機関投資家持株比率 (INST) および株式持比率 (CROSS) を用いる。ただし、単元株主数は Grullon, Kanatas, and Weston(2004)や Bodnaruk and Östberg(2013)で指摘されているように、企業規模や上場後経過年数などの企業属性と非常に相関が強く、株主数と配当平準化の純粋な関係が回帰分析の結果から正確に読み取れない可能性がある。そのため実際の回帰分析では、単元株主数と強い相関が疑われる変数の影響をコントロールした指標である超過株主数 (EX_SHBASE : excess shareholder base) を単元株主数の代わりに用いる。超過株主数とは、単元株主数と強い相関が疑われる種々の変数に単元株主数を回帰したときに得られる残差のことである。本章では Bodnaruk and Östberg(2013)にならい、企業規模 (SIZE : LN(ASSETS))、1 単元当たりの株価の逆数 (1/PRICE)、株式流動性 (LIQUIDITY)、上場後経過年数の自然対数値 (LN(LST_AGE))、株式リターンのボラティリティ (RETURN_VOL)、ROE、株式の過去 1 年間のリターン (PAST_RETURN)、時価簿価比率 (MTB) を説明変数とする。企業規模が大きいほど一般的に認知度も高く、その企業の株式を保有する投資家も多いであろう。この点を考慮して企業規模を推計に加える。また企業の認知度と同様、株式の取引コストも株主数に大きな影響を与えることが考えられる。そこで取引コストをコントロールするために 1 単元当たり株価の逆数 (この変数が大きいほど取引コストは小さいと考えられる) と株式流動性を用いる。各企業のリスクは、上場年数および株式リターンのボラティリティによってコントロールする。また、直近の業績が株主数に与える影響をコントロールするために ROE と過去 1 年間の株式リターンも推計に加える。更に、バリュー株投資やグロース株投資といった投資家の投資戦略が株主数に影響を与える可能性を考慮して時価簿価比率も説明変数として用いる。本章で扱う変数の詳細は、2.5 節の分析で使用するものも含めて表 2-1 にまとめて示している。

EX_SHBASE の推計に使用した変数の記述統計量は表 2-2 のとおりである。なお、各年度の各変数に関して分布の上下各 1%以内の観測値を上下各 1%に相当する観測値に置き換える異常値処理を行っている (winsorization)。

被説明変数に単元株主数の自然対数値 (LN(SHAREHOLDERS))、説明変数に上述の 8 つの変数と市場種別ダミーおよび産業ダミーを用いてクロスセクションの回帰分析を 2005 年から 2013 年の 9 年間を対象にして 1 年毎に行い、各回帰係数の時系列平均をとった結果を表 2-3 に示している¹⁴。推計結果は LN(LST_AGE)と RETURN_VOL を除き Bodnaruk and Östberg(2013)の結果と類似している。LN(LST_AGE)と RETURN_VOL はどちらも Bodnaruk and Östberg(2013)の結果とは逆の符号となっている。EX_SHBASE は各年の回帰残差として求められる。2.5 節の回帰分析では、株主数の代理変数としてこの EX_SHBASE を用いる。

Bodnaruk and Östberg(2013)が指摘しているように株主数の多寡が企業の外部資金調達
の困難さを表すのであれば、EX_SHBASE は短期間で大きく変化するものではなく安定的
な性質を持つことが予想される。この点を確認するため、サンプルを EX_SHBASE の多寡
により 5 分割し、2005 年時点の所属グループから時間経過に伴いどの程度所属グループに
変化が生じたのかを調べる。結果は表 2-4 に示している。例えば、2005 年に第 1 五分位で
あった企業は 207 社存在し、そのうち約 90%にあたる 187 社は 2013 年においても同じく
第 1 五分位にあることを示している。表からわかるように、2005 年と 2013 年で同じグル
ープに属している企業の割合はすべての階級で 80%以上にのぼり、EX_SHBASE は短期間
では大きく変化せず安定的であることが見て取れる。

株主数および株主構成と配当平準化の関係を検証するうえで、その他の企業属性による
影響をコントロールする必要があるが、その際に用いる代理変数は配当平準化に関する先
行研究を参考にして選択している。Leary and Michaely(2011)は、配当平準化に関する包
括的な実証研究を行っており、理論的な背景から得られた種々の企業属性に関する代理変
数を用いて回帰分析を行っている。彼らは、配当平準化を説明する枠組みとしてエージェ
ンシー問題や配当平準化の情報効果、投資家選好といった概念に着目し、それらに関連す
る企業属性とその代理変数を提示している。本章では、主に Leary and Michaely(2011)を
参考に以下の変数をコントロール変数として採用する。まず、エージェンシー問題の程度
が配当平準化に与える影響を考慮し、投資機会の有無や余剰資金の豊富さに関する代理変
数をコントロール変数として使用する。投資機会が小さい企業ほどフリー・キャッシュフ

¹⁴ 市場種別ダミーは、東証第一部に上場していれば 1、そうでない場合 0 をとるダミー変数である。また、
産業は東証 33 業種分類に基づく。

ローによるエージェンシー・コストが大きくなると考えられる。また余剰資金が豊富な企業ほど一般的にフリー・キャッシュフローが多い傾向にあり、エージェンシー問題が深刻であると考えられる。投資機会の代理変数は時価簿価比率 (MTB)、余剰資金の多寡を表す代理変数としては現預金比率 (CASH) を用いる。また、フリー・キャッシュフローによるエージェンシー・コストが大きい企業は配当水準を高くしていることが考えられる一方、外部資金調達コストが高い企業においては配当水準を低くしている可能性がある。そのため、配当水準が配当平準化に与える影響をコントロールするために配当性向 (PR) も説明変数として使用する。

次に、情報の非対称性の程度が配当平準化に与える影響を考慮するため、企業の規模および成熟度、資産形態をとりあげる。企業内部者と外部者の間に存在する情報の非対称性は大規模な企業や成熟企業ほど小さいと考えられる。また外部投資家による価値評価が容易な有形固定資産を多く保有する企業の方が、無形資産が豊富な企業よりも情報の非対称性の問題は軽微であると考えられる。それぞれの企業属性の代理変数は次のとおりである。規模と成熟度については企業規模 (SIZE) と社齢の自然対数値 (LN(AGE))、資産形態については有形固定資産比率 (TANGIBILITY) を用いる。また、企業全体のリスクや収益のリスクが配当平準化に与える影響を考慮して、株式リターンのボラティリティと利益 (キャッシュフロー) の変動性もコントロールする。株式リターンのボラティリティの代理変数として株式リターンの標準偏差 (RETURN_VOL)、利益 (キャッシュフロー) の変動性の代理変数として EBITDA の標準偏差 (STD_EBITDA) をそれぞれ用いる。また、利益の持続性が配当平準化に与える影響をコントロールするため、一株当たり当期純利益の 1 期ラグ自己回帰モデルを推計することで得られる回帰係数 (EARNINGS_AR1) も推計式に加える。さらに、産業ごとの特性が配当平準化に与える影響をコントロールするために産業ダミーも使用する。

2.4.3 記述統計量

LM-SOA、RV および説明変数の記述統計量を表 2-5 に示している。なお、説明変数には各変数の分析期間の中央値を用いる¹⁵。また、表 2-2 と同様の異常値処理をすべての変数について行っている (上下各 1%での winsorization)。多重共線性の有無については VIF を用

¹⁵ 株式持合比率については中央値を用いた場合、すべての期において 0 であった企業と 5 期以上 0 であったが最長で 4 期は 0 でなかった企業を同じように持合株主が存在しない企業として捉えることになってしまう。そのため、株式持合比率の変数を作成するにあたり、中央値ではなく平均値を用いることで後者の企業の株式持合比率が 0 とならないような処置を行った。そして、株式持合比率については分析期間中の平均値に基づく変数を使用して以降と同様の分析を行ったが、結果に違いは見られなかった。

いて検証しており、多重共線性が存在しないことを確認している。LM-SOA の推計結果を見ると、平均値が 0.238 で中央値が 0.185 となっている¹⁶。Leary and Michaely(2011)は、1998 年から 2007 年までの 10 年間の米国企業の SOA が平均値 0.18、中央値 0.09 であることを報告しており、本章の結果と比較すると米国企業の方が配当平準化が強い傾向にあることがわかる。これは Dewenter and Warther(1998)の結果とも整合的である¹⁷。

2.5 分析結果

2.5.1 配当平準化と株主層

本節では、日本企業の株主数および株主構成が配当平準化とどのような関係にあるのかを明らかにするため、仮説 1 から仮説 3 を検証する。まず、仮説の検証の際に注目する株主層に関する 3 つの変数に基づいて配当平準化の比較を行う。結果は表 2-6 に示している。パネル A は、EX_SHBASE の多寡でサンプルを 5 分割し、各グループにおける LM-SOA および RV の平均値を示している。パネル B は INST、パネル C は CROSS を用いた場合の結果をそれぞれ示している。パネル A を見ると、EX_SHBASE が小さいグループほど LM-SOA および RV が小さい傾向にあり、また第 5 五分位と第 1 五分位の平均値は両指標とも有意に異なっている。これは、株主数が少ない企業ほど配当平準化が強い傾向にあることを示唆している。一方、パネル B からわかるように INST と配当平準化の間には有意な関係は見出せなかった。パネル C を見ると、CROSS が大きいグループほど LM-SOA および RV が小さい傾向にあり、平均値の差も有意である。このことから、株式持合比率が高い企業ほど配当平準化が強いことが予想される。

次に、配当平準化に影響を与えるとされるその他の企業属性をコントロールしてもなお同様の結果が得られるかを確認するため、配当平準化の指標を被説明変数とした回帰分析を行う。推計結果は表 2-7 に示しており、パネル A は被説明変数に LM-SOA、パネル B は被説明変数に RV を用いた OLS による推計の結果をそれぞれ示している。なお、被説明変数の推計において回帰残差を用いているため回帰式の誤差項が均一であるという仮定は成り立たないと考えられる。そのため、各係数の t 値の計算には不均一分散に頑健な標準誤差

¹⁶ 結果表は割愛するが、同じサンプルで LintnerSOA を推計したところ、平均値が 0.45 程度であった。Leary and Michaely (2011)は、シミュレーションにより推計期間が 10 年間で真の SOA を 0.2 に設定した場合、LM-SOA の推計値は 0.25 程度であったのに対して LintnerSOA の推計値は 0.45 程度になることを報告している。本章の分析期間が 9 年間であることを踏まえると、Leary and Michaely (2011)で確認された LintnerSOA の上方バイアスは、実際のデータを用いた推計の際にも問題になることがわかる。

¹⁷ Dewenter and Warther (1998)の分析期間は 1982 年から 1993 年までであるが、この期間の米国企業の LM-SOA と比較しても本章の分析サンプルの LM-SOA のほうが高い値を示している。

を用いている。また、配当平準化に対する各説明変数の相対的な影響度を見るために説明変数は標準化しており、回帰係数の値は説明変数が1標準偏差分変化した場合のLM-SOAまたはRVへの影響の大きさを表している。

表7の(1)は、EX_SHBASEとコントロール変数を説明変数としたときの推計結果を示している。パネルA・BともにEX_SHBASEは統計的に有意に正の値をとっている。これは株主数が少ない企業ほど配当が平準な傾向にあることを示している。配当平準化に対する影響度は、例えばLM-SOAについて見るとEX_SHBASEの1標準偏差分の減少は調整速度を0.02低下させる。これは、絶対値で見るとRETURN_VOLやSTD_EBITDAと同程度の影響の大きさであり、統計的に有意な値をとっているその他の変数と比較しても小さくない。また、相対的な影響度は小さくなっているもののパネルBの結果に関しても同様のことがいえる。このことは、経済的な意味でも株主数が配当平準化を説明するうえで重要な要因であることを示唆する¹⁸。

次にEX_SHBASEと配当平準化の正の関係が配当水準が低い企業において強く見られるかどうかを確認するため、配当性向の大きさをサンプルを5分割し最も配当性向が低いグループの場合1、そうでない場合は0をとるダミー変数(LOW_PR)とEX_SHBASEとの交差項を(1)に加えた推計式の推計結果を(2)に示している。結果を見ると、LM-SOA、RVともに交差項は有意に正の値をとっており、EX_SHBASE単独の項はいずれも係数の大きさおよび有意性が下がっていることが見て取れる。特にパネルBでは、EX_SHBASE単独の項は有意性を失っている。以上の結果は、株主数が少ない企業ほど配当平準化が強い傾向にあり、その傾向は特に配当水準が低い企業において顕著であることを示しており、仮説1を支持する結果といえる。

またBodnaruk and Östberg(2013)は、株主数とペイアウト政策の関係が単純な線形関係にはなく、株主数が企業のペイアウト水準に与える影響は逓減することを報告しているが、株主数と配当平準化に関しても同様の関係が成り立つ可能性が考えられる。この点を考慮して、(1)の推計式にEX_SHBASEの二乗項を加えた推計を行っている。(3)に推計結果を示しているが、EX_SHBASEは(1)の結果から変化はなく有意に正のままである。EX_SHBASE²はパネルA・Bともに符号は負となっており、パネルAは10%水準、パネルBに関しては5%水準で有意な値をとっている。この結果から、株主数が配当平準化に与える影響は逓減的である可能性が示唆される。

(4)および(5)は、機関投資家持株比率と株式持合比率のどちらか一方とコントロール変数

¹⁸ EX_SHBASEの経済的な影響度は、元の単元株主数と比べると一般的には小さくなることが指摘されている(Bodnaruk and Östberg, 2013)。

を説明変数とした推計式の結果を示している。パネル A・B とともに INST の符号は正であるものの統計的に有意な値をとっておらず、この結果からは仮説 2 を棄却することはできない。この結果と先行研究の結果を合わせて考えると、日本においては、機関投資家は余剰資金が豊富で投資機会が乏しいような企業には規律付けの目的で配当水準を高めることを要求するが、配当の流列に関しては特に関心を払っていないということがいえるであろう。

CROSS の符号は負でパネル A は 5%、パネル B は 1%水準で統計的に有意な値をとっている。これは、株式持合比率が高い企業ほど配当が平準であることを示しており、仮説 3 を支持する結果といえる。(6)と(7)は、(4)と(5)それぞれに EX_SHBASE および EX_SHBASE と LOW_PR の交差項を加えた推計式の結果を示している。EX_SHBASE、EX_SHBASE*LOW_PR、INST、CROSS のいずれについてもこれまでの推計結果と質的な違いはない。

次にコントロール変数の推計結果について言及する。パネル A では、EARNINGS_AR1 がすべての推計式で、RETURN_VOL、STD_EBITDA が一部の推計式で統計的に有意に正の値をとっており、PR と LN(AGE)はすべての推計式で有意に負の値をとっている。パネル B では、すべての推計式で MTB、EARNINGS_AR1 が有意に正の値をとっており、PR と LN(AGE)は有意に負の値を取っている。これらの結果から、利益の持続性が強い企業、配当水準が高い企業や社齢が高い企業ほど配当平準化が強い傾向にあることが示唆される。また RETURN_VOL は、パネル B では統計的な有意性はないものの、パネル A の推計結果と符号は同一で t 値も大きいことから、株式リターンのボラティリティが小さい企業ほど配当を平準化する可能性も考えられる。コントロール変数の中で有意な結果が得られたものは米国における先行研究の結果と概ね類似している。

結果をまとめると次のとおりである。株主数は企業の配当平準化と強く関係しており、株主数が少ない企業ほど配当平準化が強い傾向にある。これは、株主数が少ないほど外部資金調達コストが高くなるために配当平準化を強めている可能性を示唆する。また、株式持合比率が高い企業ほど配当平準化が強い傾向にあるという仮説 3 を支持する結果は得られたが、機関投資家と配当平準化の関係について仮説 2 を棄却する結果は得られなかった。このことは、株式持合により経営者の規律付けが弱まることで、配当政策が経営者の便益のために利用されるうることを示唆している。また、日本の機関投資家は配当政策の目標として配当水準を重視するものの、配当平準化はあまり重視していないことが推察される。

2.5.2 自社株買いと総利益還元の平準化

1994年10月の商法改正以降、度重なる制度変更を経て自社株買いは配当とともに一般的な利益還元手段となった。近年配当に自社株買いを加えた総利益還元をペイアウト政策の決定において重視する企業も増加しており、ペイアウト政策を考える上で自社株買いの重要性は増している¹⁹。自社株買いの普及により配当平準化に影響が生じている可能性は十分考えられるうえに、企業によっては配当ではなく総利益還元に焦点を当てて平準化政策を行っている可能性も考えられる。そこで本節では、日本企業のペイアウト政策の動学について更なる知見を得るために、自社株買いの利用が配当平準化に与える影響および総利益還元の平準化に関する分析を行う。

まず、配当および総利益還元の平準化と自社株買いの関係について分析する。一株当たり総利益還元額は、配当総額にネットの自己株式取得額を足し合わせたものを株式分割等調整済の期末発行済株式数（自己株式除く）で除すことで算出している²⁰。表2-8では、総利益還元額に占める自己株式取得額の割合（REP_TOTAL）に基づきサンプルを5分割し各グループにおける配当平準化と総利益還元の平準化の比較を行っている²¹。表からわかるように、自社株買いを多く利用しているグループでは総利益還元の時系列の変動は配当に比べると非常に大きい。また、配当のみの場合はLM-SOA、RVともに第1五分位から第2五分位にかけて低下しているものの、それ以降大きな変化はなく、第4五分位から第5五分位にかけては逆に上昇している。総利益還元について見ると、REP_TOTALが増加するにつれてLM-SOAおよびRVも増加していることがわかる。また、第1五分位と第5五分位の平均値の差は総利益還元の平準化では有意であるが配当平準化では有意となっていない。以上の結果より、自社株買いの利用は総利益還元の平準化には大きな違いをもたらしている一方、配当平準化にはあまり影響を与えていないことがわかる²²。

次に、総利益還元の平準化と企業属性の関係について分析を行う。被説明変数に総利益還元の平準化の指標（LM_SOAおよびRV）を用いて表2-7の(3)、(6)、(7)と同様の推計を行った結果を表2-9の(1)から(3)に示している²³。なお、ここでは配当性向（PR）の代わり

¹⁹ 日本においては、資生堂が1999年に初めて総利益還元性向（総利益還元を連結当期純利益で除したもの）の考えを導入している。

²⁰ ネットの自己株式取得額は、キャッシュフロー計算書の自己株式の取得による支出額から自己株式の処分による収入額を差し引いたものである。また、ネットの自己株式取得額が負となる場合は0に置き換えている。

²¹ 本節の分析では、目標総利益還元性向（総利益還元性向の分析期間中の中央値）が0以下または1以上の値をとる企業はサンプルから除外している。

²² 対簿価総資産の自社株買い額を使用して同様の分析を行ったが、結果に違いは見られなかった。

²³ 総利益還元のRVは、分布の上1%に相当する観測値が35.837で配当のRVの1.975に比べて非常に大きい値をとるため、RVについてのみ上2%に相当する観測値で置き換えを行っている。

に総利益還元額を当期純利益で除した総利益還元性向 (TOTAL_PR) をコントロール変数として用いる²⁴。主要な変数の係数の有意性は表 2-7 に比べ低下しているが、統計的に有意な値をとっている係数の全てが表 2-7 と同方向の符号であることを踏まえると、2.5.1 節と同様の解釈を総利益還元の平準化についても与えることができるであろう。ただし表 2-8 の結果に加え、パネル A・B とともに表 2-7 と比較するとモデルの説明力が 10%程度低下していることを考慮すると、企業が配当ほど総利益還元については時系列の一貫性を重視していないことが推察される。INST がパネル A のみ有意な値をとっているが、これは機関投資家持株比率が高い企業ほどボラタイルな自社株買いを実施していることを意味し、一時的な利益が生じた場合には自社株買いを実施することでペイアウトを調整するように機関投資家が要求している可能性が考えられる。(4)から(6)は、(1)から(3)に表 2-8 で用いた REP_TOTAL を加えた推計式の結果を示している。各変数については(1)から(3)の結果と比べて大きな違いは見られないが、REP_TOTAL の係数は有意に正の値をとっており他の変数と比較しても係数の値は大きい。また、決定係数はパネル A・B とともに(1)から(3)に比べて 10%前後上昇している。以上より、総利益還元の平準化は自社株買いの利用に大きく左右され、自社株買いを実施している企業の属性が分析結果に影響を与えていることが考えられる。

以上の結果をまとめると、自社株買いの普及により企業のペイアウト政策に変化は生じてはいるものの、配当平準化に大きな影響を与えているとは言い難い。また、企業は配当ほど総利益還元の平準化には関心を払っておらず、総利益還元の平準化と株主層に関する変数の関係は配当平準化のときほど強くはない。

2.5.3 分析結果の頑健性の確認

本節では、これまでの分析結果の頑健性を確認するために以下の分析を行っている。企業ごとの配当平準化の指標を正確に推計するためには長期の時系列データを使用することが望ましいとされる。本章では、配当平準化の指標として LM-SOA や RV を用いることで短期の時系列データを扱う際に生じる小標本バイアスに対処しているが、期間を延長することにより分析結果の頑健性および信頼性を確認することの意義は大きいと考えられる。そこで、分析期間を延長しても表 2-7 と同様の結果が得られるかどうかを確認する。ただし利用するデータソースの関係上、機関投資家持株比率および株式持合比率に関するデータを遡って入手することが困難であるため、ここでは EX_SHBASE に関してのみ表 2-7 と同

²⁴ 連結ベースのキャッシュフロー計算書しか開示していない企業が存在するため、当期純利益もこれに合わせ連結ベースのものを使用している。

様の分析を行う。分析期間は、1997年6月の株式消却特例法により取締役会の決議のみで自社株買いが実施可能となったことで自社株買いを実施する企業が増加し始めた1998年3月期から2013年3月期までの16年間とする。なお、ここではサンプル抽出における有配および黒字年数の条件は8年以上としている。結果を表2-10に示している。(1)および(4)を見ると、EX_SHBASEはLM-SOAおよびRVの両指標で有意に正の値をとっている。また(2)と(5)から、LM-SOAに関しては有意ではないもののEX_SHBASEとLOW_PRの交差項の係数も正である。これらの結果は係数の大きさも含め表2-7の結果と類似している。ただし、(3)および(6)を見るとEX_SHBASEの二乗項の符号は表7と同じく負ではあるものの統計的に有意ではなくなっており、EX_SHBASEの影響が逡減するという点に関しては頑健な結果とは言い難い。コントロール変数についても表2-7とは多少の違いが見られるものの大きく異なるとはいえず、表2-7の結果が分析期間を延長しても頑健であることがわかる。

次に、分析に使用する変数を変えても結果に違いが生じないかを確認する。花枝・芹田(2008)は、連結決算開示企業の44.2%は単独決算、45.6%は連結決算の財務諸表を配当決定時に重要視していることを報告しており、近年では配当の決定に連結財務諸表を重視する企業が増加傾向にある。表2-7の分析では、当期純利益は単独決算のものを使用していたが、この点を考慮し、連結の財務諸表を開示している企業については連結財務諸表の当期純利益を使用して配当平準化を推計した。そして、表2-7と同様の分析を行ったが、分析結果に大きな違いは確認できなかった。また、企業の一時的な利益増加を反映すると考えられる記念配当や特別配当を含めた一株当たり配当額を用いて配当平準化の指標を推計し同様の分析を行ったが、こちらも結果に大きな違いは生じなかった。

最後に、異なる推計手法を用いても結果が頑健であるかどうかを確認する。SOAは実際に推計すると0未満または1を超える値をとりうるが、概念上は0以上1以下の値に収まる。この点を考慮して、下限を0上限を1としてトービット・モデルで推計を行ったが、OLSで推計した表2-7の結果と大きく異なることはなかった。

2.6 結論

本章は、日本における配当平準化の実態や実施理由について新たな知見を得るため、特に企業の株主層に着目して実証的な分析を行った。得られた結果は以下のとおりである。まず、株主層全体の規模を表す株主数に関しては、株主数が少ない企業ほど配当平準化が

強い傾向にあることが確認された。次に株主構成については、機関投資家持株比率と配当平準化の間には有意な関係が確認できなかった一方、株式持合比率が高い企業ほど配当平準化が強い傾向にあることを確認した。また、自社株買いを考慮して分析を拡張したところ、自社株買いを積極的に利用している企業ほど総利益還元（配当に自社株買いを加えたもの）の変動が大きい傾向にあるが、配当平準化とは関連がないことが見出された。総利益還元の平準化に関する回帰分析からは、総利益還元の平準化についても配当平準化と同様の説明が一部については可能ではあるが、全体的に説明力は低下していること、機関投資家の存在が大きい企業ほど自社株買いを機動的に実施し、総利益還元の調整を速めていることが確認された。

配当平準化に関する研究は、日本においてはこれまで殆ど行われてきておらず今後さらなる研究の進展が望まれる。配当平準化の研究に関して、例えば以下の拡張が考えられる。一つ目は、目標となる配当水準についてである。本章では、目標配当性向として期間中の配当性向の中央値を使用しているが、実際の企業は異なる目標を有している可能性もある。この点を考慮して、目標とする配当性向や総利益還元性向を公表している企業にサンプルを限定し、公表している目標値を用いて配当平準化の指標を推計する方法も考えられる。

二つ目は、配当平準化と他の企業行動との関係についてである。本章は、配当平準化の実態や実施理由を明らかにすることを目的としていたため、配当平準化が他の企業行動に影響を与えるか否かについては検証していないが、配当平準化は他の企業行動とも密接に関連している可能性がある。例えば Brav et al.(2005)では、配当平準化が企業の投資や資金調達とも関連している可能性が示唆されているが、投資・資金調達行動以外にも企業の雇用調整などが配当平準化と関連している可能性も考えられる。これらの企業行動と配当平準化の連関について研究することは、企業金融の領域以外の研究の進展にも資する可能性があり非常に重要な研究テーマとなるであろう。以上については、今後の研究課題としたい。

表 2-1 変数の定義

変数名	名称	定義
SHAREHOLDERS	単元株主数	単元株主の人数
SIZE (LN(ASSETS))	企業規模	簿価総資産の自然対数值(期末)
PRICE	1 単元の株価	当期末から過去 1 年間の日次株価の中央値×1 単元の株式数
LIQUIDITY	株式の流動性	当期末から過去 1 年間の月間株式売買高の合計÷ 当期末の発行済株式数
LN(LST_AGE)	上場後経過年数	証券取引所上場日から当期末までの経過年数の 自然対数值
RETURN_VOL	株式リターンのリスク	当期末から過去 1 年間の日次株式リターンの標準 偏差(権利落ち調整済株価に基づく)
ROE	自己資本利益率	当期純利益÷期中平均自己資本
PAST_RETURN	過去の株式リターン	当期末から過去 1 年間の月次株式リターン(複利)
MTB	時価簿価比率	(簿価総資産+株式時価総額-簿価株主資本)÷ 簿価総資産(期末)
INST	機関投資家持株比率	外国人保有比率(外国法人は除く)+生保特別勘 定・信託勘定持分比率(期末)
CROSS	株式持合比率	相互株式保有が可能な公開会社による株式保有 比率(期末)
CASH	現預金比率	(現預金+有価証券)÷簿価総資産(期末)
PR	配当性向	配当総額÷当期純利益(期末)
LN(AGE)	社齡	会社設立日から当期末までの経過年数の自然対 数值
TANGIBILITY	有形固定資産比率	有形固定資産÷簿価総資産(期末)
STD_EBITDA	利益のボラティリティ	当期末から過去 5 年間の EBITDA 比率(対簿価総 資産)の標準偏差
EARNINGS_AR1	利益係数	一株当たり当期純利益の 1 期ラグ自己回帰モデル を推計した際に得られる回帰係数の値

表 2-2 超過株主数(EX_SHBASE)の推計に使用した変数の記述統計量

変数名	観測数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
SHAREHOLDERS	11,170	18,045	6,165	38,464	547	288,480
ASSETS	11,306	342,476	72,521	864,799	1,253	7,198,501
PRICE	10,455	3,317	2,220	3,459	3.18	23,700
LIQUIDITY	11,065	0.812	0.513	0.955	0.012	7.477
LST_AGE	11,158	34.706	40	19.942	1	64
RETURN_VOL	10,609	2.290	2.123	0.855	0.716	6.070
ROE	11,141	0.064	0.059	0.082	-0.456	0.417
PAST_RETURN	10,593	0.056	0.006	0.379	-0.749	2.112
MTB	11,109	1.104	0.999	0.464	0.446	5.655

注1. SHAREHOLDERS の単位は人、ASSETS の単位は百万円、PRICE の単位は百円、RETURN_VOL は%を表す。

注2. ASSETS および LST_AGE は、それぞれ SIZE : LN(ASSETS)および LN(LST_AGE)の対数変換前の変数。

注3. すべての変数に関して、分布の上下各 1%以内の観測値を上下各 1%に相当する観測値に置き換える異常値処理を行っている (winsorization)。

表 2-3 株主数の決定要因に関する回帰分析の結果

被説明変数 : LN(SHAREHOLDERS)		
変数	推計値	p値
SIZE	0.515	0.000
1/PRICE	96.743	0.034
LIQUIDITY	0.271	0.000
LN(LST_AGE)	-0.069	0.009
RETURN_VOL	-0.237	0.000
ROE	-0.674	0.028
PAST_RETURN	-0.358	0.002
MTB	0.357	0.000
市場種別ダミー	YES	
産業ダミー	YES	
修正 R ²	0.720	
年数	9	

注. 各係数の推計値および p 値は Fama-MacBeth (1973) 回帰による結果を示す。

表 2-4 EX_SHBASE の安定性

年	EX_SHBASE				
	第1五分位	第2五分位	第3五分位	第4五分位	第5五分位
2005(+0)	100% 207	100% 207	100% 207	100% 207	100% 207
2006(+1)	100% 207	89% 184	91% 189	89% 184	100% 207
2007(+2)	100% 207	88% 182	84% 174	89% 184	100% 207
2008(+3)	98% 203	88% 182	84% 174	89% 184	100% 207
2010(+5)	96% 199	84% 173	84% 174	86% 179	97% 201
2013(+8)	90% 187	82% 170	84% 174	86% 179	89% 185

注. 上段は割合、下段は観測数を示す。

表 2-5 記述統計量

変数名	観測数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
LM-SOA	1,265	0.238	0.185	0.229	-0.138	1.035
RV	1,265	0.383	0.293	0.342	0.000	1.975
EX_SHBASE	1,222	0.003	-0.030	0.566	-1.358	1.431
INST	1,265	20.741	16.890	15.633	0.100	61.590
CROSS	1,264	9.247	7.365	8.623	0.000	35.670
MTB	1,265	1.043	0.975	0.370	0.544	3.388
CASH	1,265	0.149	0.124	0.105	0.012	0.560
PR	1,265	0.374	0.344	0.180	0.061	0.906
ASSETS	1,265	338,564	72,519	837,410	5,356	5,647,169
AGE	1,265	59.66	61	22.10	4.50	113
TANGIBILITY	1,265	0.306	0.289	0.176	0.009	0.814
RETURN_VOL	1,233	2.167	2.108	0.565	0.998	3.865
STD_EBITDA	1,265	0.022	0.018	0.017	0.004	0.101
EARNINGS_AR1	1,265	0.244	0.237	0.388	-0.632	1.564

注1. INST、CROSS と RETURN_VOL は%表示、ASSETS の単位は百万円である。

注2. ASSETS および AGE は、それぞれ SIZE : LN(ASSETS)および LN(AGE)の対数変換前の変数。

注3. EX_SHBASE から STD_EBITDA は分析期間中の中央値を示す。

注4. すべての変数に関して、分布の上下 1%以内の観測値を上下 1%に相当する観測値に置き換える異常値処理を行っている (winsorization)。

表 2-6 配当平準化の比較

パネル A : EX_SHBASE

	第1五分位	第2五分位	第3五分位	第4五分位	第5五分位	t-stat
LM-SOA	0.198	0.222	0.262	0.243	0.260	3.20 ***
RV	0.359	0.352	0.395	0.390	0.412	1.69 *

パネル B : INST

	第1五分位	第2五分位	第3五分位	第4五分位	第5五分位	t-stat
LM-SOA	0.266	0.208	0.246	0.224	0.246	-0.95
RV	0.405	0.348	0.404	0.342	0.418	0.42

パネル C : CROSS

	第1五分位	第2五分位	第3五分位	第4五分位	第5五分位	t-stat
LM-SOA	0.283	0.230	0.248	0.242	0.190	-4.39 ***
RV	0.517	0.370	0.383	0.357	0.291	-6.80 ***

注1. 表中の値は各グループの平均値を表す。

注2. t-stat の列は、第 5 五分位と第 1 五分位の平均値の差の検定結果を示す。

注3. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 2-7 配当平準化に関する回帰分析の結果

パネル A：被説明変数が LM-SOA の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EX_SHBASE	0.020 *** (3.71)	0.013 ** (2.23)	0.022 *** (3.92)			0.014 ** (2.47)	0.012 ** (1.98)
EX_SHBASE*LOW_PR		0.043 *** (2.70)				0.043 *** (2.77)	0.042 *** (2.67)
EX_SHBASE ²			-0.012 * (-1.87)				
INST				0.008 (0.88)		0.013 (1.38)	
CROSS					-0.014 ** (-2.21)		-0.011 * (-1.76)
MTB	0.010 (0.67)	0.012 (0.81)	0.011 (0.74)	0.010 (0.68)	0.011 (0.75)	0.010 (0.67)	0.012 (0.82)
CASH	-0.006 (-0.57)	-0.006 (-0.60)	-0.005 (-0.53)	-0.012 (-1.17)	-0.011 (-1.13)	-0.009 (-0.86)	-0.007 (-0.73)
PR	-0.026 *** (-3.61)	-0.026 *** (-3.66)	-0.027 *** (-3.74)	-0.024 *** (-3.36)	-0.023 *** (-3.25)	-0.027 *** (-3.73)	-0.026 *** (-3.59)
SIZE	-0.000 (-0.04)	0.001 (0.08)	0.002 (0.20)	-0.007 (-0.67)	-0.002 (-0.23)	-0.010 (-0.89)	-0.001 (-0.06)
LN(AGE)	-0.036 *** (-3.54)	-0.036 *** (-3.57)	-0.037 *** (-3.62)	-0.037 *** (-3.64)	-0.033 *** (-3.24)	-0.037 *** (-3.63)	-0.034 *** (-3.29)
TANGIBILITY	0.009 (0.92)	0.010 (1.08)	0.009 (0.90)	0.009 (0.99)	0.008 (0.82)	0.010 (1.08)	0.009 (0.97)
RETURN_VOL	0.018 * (1.92)	0.017 * (1.84)	0.017 * (1.82)	0.014 (1.60)	0.015 (1.63)	0.017 * (1.81)	0.017 * (1.76)
STD_EBITDA	0.020 * (1.72)	0.018 (1.64)	0.019 * (1.68)	0.026 ** (2.25)	0.023 ** (2.05)	0.016 (1.44)	0.016 (1.46)
EARNINGS_AR1	0.041 *** (5.77)	0.041 *** (5.78)	0.040 *** (5.69)	0.038 *** (5.48)	0.038 *** (5.46)	0.041 *** (5.75)	0.040 *** (5.72)
定数項	0.063 *** (2.60)	0.060 *** (2.63)	0.059 ** (2.33)	0.055 *** (2.65)	0.050 ** (2.53)	0.061 ** (2.42)	0.055 ** (2.51)
観測数	1,222	1,222	1,222	1,233	1,232	1,222	1,222
修正 R ²	0.160	0.164	0.161	0.151	0.153	0.165	0.165

注1. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

注2. 括弧内は、不均一分散に頑健な White の標準誤差から計算した t 値を示す。

注3. 産業ダミーの推計結果は省略している。

表 2-7 配当平準化に関する回帰分析の結果 (続き)

パネル B : 被説明変数が RV の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
EX_SHBASE	0.022 *** (2.61)	0.009 (0.99)	0.025 *** (2.97)			0.011 (1.24)	0.006 (0.66)
EX_SHBASE*LOW_PR		0.080 *** (3.25)				0.082 *** (3.31)	0.080 *** (3.21)
EX_SHBASE ²			-0.022 ** (-2.40)				
INST				0.014 (0.96)		0.021 (1.40)	
CROSS					-0.027 *** (-3.03)		-0.024 *** (-2.75)
MTB	0.101 *** (4.21)	0.105 *** (4.39)	0.103 *** (4.28)	0.100 *** (4.10)	0.102 *** (4.22)	0.102 *** (4.22)	0.106 *** (4.39)
CASH	-0.005 (-0.34)	-0.006 (-0.36)	-0.004 (-0.29)	-0.013 (-0.80)	-0.012 (-0.79)	-0.010 (-0.63)	-0.009 (-0.55)
PR	-0.061 *** (-5.43)	-0.062 *** (-5.54)	-0.062 *** (-5.57)	-0.058 *** (-5.26)	-0.056 *** (-5.14)	-0.062 *** (-5.61)	-0.060 *** (-5.45)
SIZE	0.001 (0.07)	0.003 (0.21)	0.005 (0.38)	-0.011 (-0.64)	-0.002 (-0.16)	-0.014 (-0.81)	0.000 (0.01)
LN(AGE)	-0.068 *** (-4.40)	-0.068 *** (-4.47)	-0.070 *** (-4.49)	-0.069 *** (-4.44)	-0.061 *** (-3.97)	-0.069 *** (-4.53)	-0.062 *** (-4.08)
TANGIBILITY	-0.007 (-0.57)	-0.004 (-0.33)	-0.007 (-0.59)	-0.006 (-0.51)	-0.009 (-0.76)	-0.004 (-0.33)	-0.007 (-0.52)
RETURN_VOL	0.022 (1.61)	0.020 (1.50)	0.020 (1.49)	0.018 (1.41)	0.018 (1.39)	0.019 (1.46)	0.018 (1.37)
STD_EBITDA	0.001 (0.06)	-0.001 (-0.07)	0.000 (0.01)	0.008 (0.48)	0.004 (0.23)	-0.004 (-0.25)	-0.005 (-0.32)
EARNINGS_AR1	0.107 *** (9.75)	0.107 *** (9.75)	0.106 *** (9.63)	0.103 *** (9.50)	0.103 *** (9.46)	0.107 *** (9.72)	0.106 *** (9.68)
定数項	0.087 * (1.85)	0.082 * (1.84)	0.079 (1.62)	0.079 * (1.88)	0.069 * (1.68)	0.082 * (1.80)	0.070 * (1.66)
観測数	1,222	1,222	1,222	1,233	1,232	1,222	1,222
修正 R ²	0.238	0.245	0.241	0.233	0.237	0.246	0.248

注1. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

注2. 括弧内は、不均一分散に頑健な White の標準誤差から計算した t 値を示す。

注3. 産業ダミーの推計結果は省略している。

表 2-8 自社株買いに基づく平準化の比較

REP_TOTAL	配当のみ		総利益還元	
	LM-SOA	RV	LM-SOA	RV
第1五分位	0.283	0.423	0.300	0.497
第2五分位	0.227	0.359	0.292	0.537
第3五分位	0.226	0.366	0.527	1.829
第4五分位	0.224	0.369	0.568	2.243
第5五分位	0.256	0.420	0.589	2.777
t-stat (第1五分位－第5五分位)	-1.30	-0.08	10.70***	9.16***

注1. 表中の最下段は t 統計量、それ以外は各グループの平均値を表す。

注2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 2-9 総利益還元の平準化に関する回帰分析の結果

パネル A：被説明変数が LM-SOA (総利益還元) の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EX_SHBASE	0.001 (0.09)	-0.011 (-0.94)	-0.018 (-1.54)	-0.004 (-0.35)	-0.013 (-1.21)	-0.021 * (-1.87)
EX_SHBASE*LOW_PR		0.077 *** (2.93)	0.077 *** (2.94)		0.064 *** (2.60)	0.065 *** (2.60)
EX_SHBASE ²	-0.001 (-0.09)			-0.002 (-0.21)		
INST		0.041 ** (2.54)			0.038 ** (2.48)	
CROSS			-0.020 * (-1.79)			-0.025 ** (-2.32)
MTB	0.068 *** (2.95)	0.067 *** (2.89)	0.073 *** (3.20)	0.067 *** (3.04)	0.065 *** (2.95)	0.071 *** (3.26)
CASH	0.043 *** (2.75)	0.034 ** (2.15)	0.040 ** (2.54)	0.032 ** (2.15)	0.024 (1.59)	0.028 * (1.89)
TOTAL_PR	-0.020 (-1.53)	-0.019 (-1.49)	-0.018 (-1.39)	-0.050 *** (-3.91)	-0.049 *** (-3.87)	-0.048 *** (-3.77)
SIZE	0.023 * (1.82)	-0.010 (-0.53)	0.021 * (1.68)	0.003 (0.21)	-0.028 (-1.56)	0.000 (0.01)
LN(AGE)	0.008 (0.61)	0.007 (0.48)	0.013 (0.93)	0.004 (0.34)	0.003 (0.22)	0.010 (0.79)
TANGIBILITY	-0.006 (-0.37)	-0.004 (-0.23)	-0.005 (-0.31)	-0.011 (-0.75)	-0.009 (-0.61)	-0.011 (-0.74)
RETURN_VOL	0.006 (0.44)	0.004 (0.28)	0.004 (0.25)	-0.024 * (-1.65)	-0.026 * (-1.78)	-0.027 * (-1.83)
STD_EBITDA	-0.015 (-0.97)	-0.021 (-1.33)	-0.019 (-1.20)	-0.016 (-1.05)	-0.022 (-1.39)	-0.021 (-1.35)
EARNINGS_AR1	0.042 *** (3.34)	0.040 *** (3.24)	0.041 *** (3.26)	0.035 *** (2.91)	0.034 *** (2.83)	0.034 *** (2.82)
REP_TOTAL				0.112 *** (10.39)	0.110 *** (10.35)	0.112 *** (10.42)
定数項	-0.007 (-0.07)	-0.024 (-0.19)	-0.017 (-0.15)	0.005 (0.04)	-0.010 (-0.08)	-0.004 (-0.04)
観測数	1,197	1,197	1,197	1,197	1,197	1,197
修正 R ²	0.058	0.070	0.067	0.146	0.155	0.154

注1. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

注2. 括弧内は、不均一分散に頑健な White の標準誤差から計算した t 値を示す。

注3. 産業ダミーの推計結果は省略している。

表 2-9 総利益還元の平準化に関する回帰分析の結果 (続き)

パネル B : 被説明変数が RV (総利益還元) の回帰分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EX_SHBASE	0.043 (0.54)	-0.085 (-1.16)	-0.106 (-1.45)	-0.001 (-0.02)	-0.109 (-1.56)	-0.132 * (-1.91)
EX_SHBASE*LOW_PR		0.644 ** (2.53)	0.645 ** (2.53)		0.523 ** (2.29)	0.523 ** (2.28)
EX_SHBASE ²	-0.072 (-0.71)			-0.086 (-0.93)		
INST		0.171 (1.42)			0.141 (1.27)	
CROSS			-0.015 (-0.18)			-0.066 (-0.81)
MTB	0.841 *** (4.51)	0.849 *** (4.45)	0.875 *** (4.64)	0.816 *** (4.73)	0.819 *** (4.67)	0.841 *** (4.83)
CASH	0.253 ** (2.04)	0.209 * (1.66)	0.242 * (1.96)	0.151 (1.34)	0.115 (1.01)	0.136 (1.21)
TOTAL_PR	-0.533 *** (-5.10)	-0.520 *** (-5.08)	-0.520 *** (-5.09)	-0.830 *** (-7.32)	-0.813 *** (-7.30)	-0.811 *** (-7.31)
SIZE	0.060 (0.61)	-0.087 (-0.60)	0.047 (0.49)	-0.131 (-1.44)	-0.254 * (-1.92)	-0.148 * (-1.69)
LN(AGE)	-0.019 (-0.16)	-0.024 (-0.21)	-0.014 (-0.12)	-0.059 (-0.53)	-0.061 (-0.56)	-0.040 (-0.37)
TANGIBILITY	-0.037 (-0.28)	-0.014 (-0.11)	-0.013 (-0.10)	-0.087 (-0.73)	-0.068 (-0.57)	-0.073 (-0.60)
RETURN_VOL	-0.120 (-1.14)	-0.130 (-1.26)	-0.127 (-1.23)	-0.412 *** (-3.88)	-0.414 *** (-3.96)	-0.417 *** (-3.94)
STD_EBITDA	-0.469 *** (-3.73)	-0.493 *** (-3.89)	-0.470 *** (-3.76)	-0.469 *** (-4.05)	-0.487 *** (-4.19)	-0.478 *** (-4.16)
EARNINGS_AR1	0.417 *** (4.35)	0.413 *** (4.31)	0.419 *** (4.34)	0.354 *** (4.04)	0.353 *** (4.01)	0.355 *** (4.00)
REP_TOTAL				1.062 *** (9.48)	1.048 *** (9.47)	1.053 *** (9.52)
定数項	0.959 * (1.69)	0.905 * (1.84)	0.951 * (1.72)	1.080 * (1.73)	1.052 * (1.87)	1.079 * (1.77)
観測数	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195	1,195
修正 R ²	0.098	0.107	0.105	0.230	0.236	0.235

注1. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

注2. 括弧内は、不均一分散に頑健な White の標準誤差から計算した t 値を示す。

注3. 産業ダミーの推計結果は省略している。

表 2-10 分析結果の頑健性の検証

	被説明変数：LM-SOA			被説明変数：RV		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
EX_SHBASE	0.016 *** (3.69)	0.014 *** (3.15)	0.016 *** (3.68)	0.020 ** (2.04)	0.004 (0.38)	0.021 ** (2.08)
EX_SHBASE*LOW_PR		0.008 (0.67)			0.082 ** (2.46)	
EX_SHBASE ²			-0.000 (-0.02)			-0.004 (-0.32)
MTB	0.005 (0.48)	0.005 (0.47)	0.005 (0.48)	0.094 *** (4.00)	0.094 *** (3.96)	0.094 *** (4.00)
CASH	-0.006 (-0.99)	-0.006 (-1.03)	-0.006 (-0.99)	0.060 *** (3.71)	0.058 *** (3.58)	0.060 *** (3.73)
PR	-0.030 *** (-6.14)	-0.030 *** (-6.14)	-0.030 *** (-6.13)	-0.089 *** (-7.75)	-0.089 *** (-7.82)	-0.090 *** (-7.76)
SIZE	-0.001 (-0.14)	-0.000 (-0.09)	-0.001 (-0.13)	0.014 (1.12)	0.016 (1.34)	0.015 (1.14)
LN(AGE)	0.011 ** (2.11)	0.011 ** (2.03)	0.011 ** (2.09)	-0.001 (-0.06)	-0.004 (-0.34)	-0.001 (-0.10)
TANGIBILITY	-0.003 (-0.40)	-0.003 (-0.40)	-0.003 (-0.40)	0.010 (0.66)	0.010 (0.64)	0.010 (0.67)
RETURN_VOL	0.021 *** (3.52)	0.021 *** (3.54)	0.021 *** (3.51)	0.024 * (1.84)	0.026 ** (1.97)	0.024 * (1.83)
STD_EBITDA	0.032 *** (4.28)	0.032 *** (4.26)	0.032 *** (4.28)	0.049 ** (2.33)	0.045 ** (2.24)	0.049 ** (2.33)
EARNINGS_AR1	0.029 *** (5.98)	0.029 *** (5.99)	0.029 *** (5.95)	0.084 *** (7.98)	0.086 *** (8.17)	0.084 *** (7.90)
定数項	0.120 *** (5.22)	0.120 *** (5.18)	0.120 *** (5.22)	0.265 *** (5.88)	0.261 *** (5.59)	0.264 *** (5.90)
観測数	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009	1,009
修正 R ²	0.279	0.279	0.278	0.323	0.331	0.322

注1. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

注2. 括弧内は、不均一分散に頑健な White の標準誤差から計算した t 値を示す。

注3. 産業ダミーの推計結果は省略している。

第3章：ペイアウト政策と取締役会の独立性

3.1 はじめに

近年、日本においても企業内部のガバナンスのメカニズムに関心を払い、社外取締役の導入・増員や取締役会の小規模化などの取締役会改革に着手する企業が増加している。また、数は少ないながらも委員会設置会社（改正会社法の指名委員会等設置会社にあたる）の形態をとる企業も存在している²⁵。内部の組織構造を見直す企業は増加傾向にあるものの、その取り組みが不十分であるとして海外の機関投資家や Institutional Shareholder Services などの議決権行使助言会社から批判の対象となっている企業も多い。また、2015年5月の改正会社法の施行、同年6月の東京証券取引所におけるコーポレートガバナンス・コードの適用など、取締役会をはじめとする日本企業におけるガバナンスシステムは大きな変化の途上にある。

上述の取締役会改革のねらいとしては、経営の効率化や複雑な経営課題への対処、内輪の論理に基づいた意思決定の排除、経営に対する監督強化など様々なものが挙げられる。しかしながら、その必要性や実現可能性の点から取締役会改革に慎重な意見も存在する。日本においては、監査役会または取締役会が経営者（業務執行者）による企業経営を監督する役割を有する。この監督機能が十分に果たされ、経営者に対する規律付けが適切であるならば、経営者による機会主義的な行動を抑制し、株主 - 経営者間の利害対立を緩和することにつながると思われる（Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1993）。株主 - 経営者間の利害対立から生じる問題が企業財務の各分野に影響を及ぼしていることは数多くの研究で指摘されているが、中でもペイアウト政策に及ぼす影響は大きい²⁶。つまり、取締役会によるガバナンス・メカニズムが株主 - 経営者の利害対立に影響を与えることを通してペイアウト政策に影響を及ぼしている可能性が考えられる。

コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係を分析した研究は、株式の所有構造など株主に焦点を当てたものが多く、取締役会に焦点を当てたものは Hu and Kumar(2004) や Sharma(2011)が挙げられる程度である²⁷。これらの実証研究は、日本企業とは企業内部

²⁵ 日経 NEEDS-Cges のデータによると、上場企業のうち社外取締役が存在する企業は 2005 年の 8 月時点では 1392 社であったが、2013 年の 8 月時点には 1902 社にまで増加している。また、委員会設置会社（現在は指名委員会等設置会社）は 2005 年から 2013 年を通じて 60 社前後で推移している。

²⁶ Denis and Osobov (2008)は、クロス・カントリーのデータを用いて配当政策に関する種々の仮説を検証した。そして、企業のエージェンシー問題が配当政策に大きな影響を与えており、エージェンシー理論による説明が数ある仮説の中で最も説得的であることを指摘している。

²⁷ 例えば、機関投資家などの大口の株主と企業のペイアウト政策の関係について分析した実証研究の中で、

の組織構造が大きく異なる米国企業を分析対象にしたものである。米国では SOX 法 (Sarbanes-Oxley Act) 施行以降、取締役会の社外取締役比率は 50% を大きく上回り、日本と比較すると非常に高い水準にある。また、米国の上場企業の多くは取締役会内に社外取締役だけで構成される三つの委員会 (監査委員会・指名委員会・報酬委員会) を設置し、取締役会およびそれらの委員会が業務執行者である CEO などを規律付ける体制となっている。これに対して、日本の大半の企業は監査役会設置会社制度を採用しており、監査役が経営の監督を務めることになっているが、監査役の役割は企業経営が適法性の基準を満たすか否かを判断するにとどまり、その妥当性の判断については関与しないとされる。このように内部の組織構造が日米で大きく異なる状況にあるため、先行研究から得られた示唆が日本企業においても同様に当てはまるかどうかは明らかではない。

日本に目を向けると、そもそもコーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係を分析した研究自体数が限られているが、内部ガバナンスとペイアウト政策に関するものに絞ると筆者の知る限り殆ど存在しておらず、両者の関係について十分な研究蓄積があるとは言いがたい²⁸。また、近年社外取締役を導入する企業の数が増えているように、日本企業の内部ガバナンスシステムは変化の過渡期にあり、組織構造の変化がその後のペイアウト政策に与える影響について分析するうえで適した環境となっている。さらに、日本企業のコーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係について研究を深めていくためには、企業内部のガバナンスシステムに着目した研究の必要性は高いと考えられる。

以上の点を踏まえ、日本企業の内部ガバナンスがペイアウト政策にどのような影響を与えているのか、また企業内部の組織構造の変化がその後のペイアウト政策にどのような影響を与えているのかを明らかにするため、本章では、企業の取締役会特性とペイアウト政策特に配当政策との関係について分析を行う。分析においては、取締役会の監督機能を左右する社外取締役、その中でも経営者からの独立性が高いと考えられる独立取締役に焦点を当てている。

主要な分析結果についてまとめると次のとおりである。第一に、社外取締役または独立取締役の導入に関する自己選択のバイアスを考慮しても、社外取締役比率または独立取締役比率が高い企業ほど配当額が多く、この傾向は主に独立取締役によってもたらされたも

エージェンシー問題に着目している研究としては Short, Zhang, and Keasey(2002)や Grinstein and Michaely(2005)、日本企業を対象にしたものでは諏訪部(2006)や佐々木(2010)などが挙げられる。

²⁸ 日本企業を対象に内部ガバナンス (取締役会) とペイアウト政策の関係を検証している研究として入江・蜂谷(2010)が挙げられるが、入江・蜂谷(2010)は取締役会改革と企業価値の変化を見る上で企業のペイアウト政策の変化に注目しているに過ぎず、内部ガバナンスとペイアウト政策の関係を詳細に検証しているわけではない。

のであることが見出された。第二に、独立取締役が配当額に与える正の効果は、独立取締役が二人以上存在することによって生じている可能性がある。第三に、フリー・キャッシュフローが大きく、エージェンシー問題が深刻であると考えられる企業ほど、社外（独立）取締役と配当額との間の正の関係は強いことが確認された。第四に、独立取締役を初めて導入した企業は次期以降の配当額を増加させる傾向にあった。

本章の貢献としては以下の点が挙げられる。一つ目は、米英企業とは異なる特徴を持つ日本企業の取締役会とペイアウト政策の関係を明らかにし、日本におけるコーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係について新たな知見を得たことである。二つ目は、取締役会の変化とペイアウト政策の変化の関係を分析し、独立取締役の導入という企業内部の組織構造の変化がその後のペイアウト政策に影響を与えるという実証結果を提示したことである。

本章の構成は次のとおりである。3.2 節において先行研究を概観し、本章で検証する仮説を導出する。3.3 節で実証分析の方法、3.4 節で分析に用いるデータについて説明した後、3.5 節で分析結果とその解釈について言及する。そして 3.6 節において結論を述べる。

3.2 先行研究と仮説の導出

取締役会と企業のペイアウト政策を関連づけるものとして、株主と経営者の間に生じるプリンシパル-エージェント問題（以下エージェンシー問題と記す）がある。企業経営において、プリンシパル（依頼人）である株主と彼らのエージェント（代理人）である経営者の目的が異なる場合、経営者が株主価値の最大化につながらない行動をとる可能性が生じる（Jensen and Meckling, 1976）。Jensen (1986) は、エージェンシー問題の一つとして、経営者が企業内部の余剰資金を負の NPV を持つ投資案件に費やすことによって株主価値が毀損するというフリー・キャッシュフロー問題（以下フリー・キャッシュフローは FCF と記す）の存在を指摘している。Easterbrook (1984) は、エージェンシー問題を軽減する手段として FCF を配当として株主に還元することの有効性を論じている²⁹。

企業内部のガバナンスの担い手である取締役会は、経営を監督し適切に経営者を規律付けることで、上記のエージェンシー問題を軽減する役割が期待されている。Fama and

²⁹ FCF 問題以外にエージェンシー問題として、経営者が株主価値最大化を目標とせず個人的な利得 (perquisites) を追求することや、穏やかな生活 (quiet life) を望むために株主価値最大化に寄与すると考えられるものの遂行することが困難な計画（例えば、不採算事業の廃止やリストラクチャリングなど）の実行を回避することなどが挙げられる。ペイアウト政策は、FCF 問題以外のこれらのエージェンシー問題を軽減するうえでも有効な手段となりうる。

Jensen(1983)は、取締役の中でも内部取締役に比べると社外取締役は経営者の行動を客観的に判断し批判的な意見を出しやすい立場にあるため、株主 - 経営者間の利害対立を緩和する働きがあることを指摘している³⁰。Fluck(1999)の理論モデルでは、経営権を維持することで私的便益を享受することができる経営者は、外部株主によって経営権を奪われるリスクと私的便益のトレードオフ関係を考慮して適切な配当水準を決定する。このモデルでは、内部ガバナンスが有効なほど経営者は支配権の争奪に敗れる確率が高まるため、均衡となる配当水準も高くなることが示されている。仮に、社外取締役の増員により企業の内部ガバナンスが向上するのであれば、Fluck(1999)が示唆するように、経営者はペイアウトを増やす可能性が考えられる。つまり、社外取締役比率が高い企業ほどペイアウト水準も高くなることが予想される。日本における改正前の会社法（2006年5月施行）上の社外取締役の定義では、経営者からの独立性が低いと考えられる取締役も社外取締役として認められていたが、仮に社外取締役とペイアウト水準の正の関係が社外取締役による経営の監督機能によってもたらされているのであれば、経営者からの独立性が高く客観的な判断を下すことができると考えられる社外取締役（以降、このような社外取締役のことを独立取締役と記す）との関係においてより強くあらわれるであろう³¹。

Hu and Kumar(2004)および Sharma(2011)は、社外取締役比率または独立取締役比率が一定の値を超える取締役会を経営者からの独立性が高い取締役会と捉え、そのような取締役会を有する企業は配当を実施する蓋然性や配当利回りが高いことを報告している。この結果は、社外取締役や独立取締役の存在とペイアウト水準の関係は単純な線形関係にはなく、ある閾値を超えた場合にのみあらわれる可能性を示唆している。この点を考慮し、閾値の概念を取り入れて独立取締役とペイアウト水準の関係を検証する。ただし、日本企業は米国企業に比べると社外（独立）取締役比率が非常に低い水準にあるため、先行研究のように比率に基づいて閾値を設定することが難しく、また基準についての理論的な根拠も存在しない。そのため本章では、2015年6月から適用されたコーポレートガバナンス・コードの原則 4-8 において東証第一部および第二部上場企業は独立性の高い社外取締役を 2

³⁰ 社外取締役の役割として、経営に対する助言機能について着目している先行研究 (Raheja, 2005; Adams and Ferreira, 2007) も存在するが、本章の主目的は社外取締役特に独立取締役の持つ経営の監督機能がペイアウト政策に与える影響を検証することにあるため、この点については社外取締役導入に関する決定要因の1要素として扱うにとどめている。

³¹ 2006年5月施行の会社法では、株式会社の取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人でなく、かつ、過去に当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないものを社外取締役と定義している。また、2015年5月に施行された改正会社法では、社外取締役の要件が厳格化され、親会社および兄弟会社の業務執行者等ではないこと、当該株式会社の業務執行者等の近親者ではないことが要求されている。本章で定義する独立取締役（後述）は、改正会社法上の社外取締役に近いものといえる。

人以上選任することが要求されていることを踏まえ、独立取締役が 2 人以上存在するか否かを基準としている。

また、ペイアウトによるエージェンシー問題の軽減効果は FCF が大きい企業においてより大きいと考えられるため、社外（独立）取締役比率とペイアウト水準との間に正の関係が存在するのであれば、FCF が大きい企業において強くあらわれることが予想される。Jensen(1986)は、利子返済の強制力が負債による規律付けを有効にしていることを指摘している。この考えをペイアウト政策に当てはめると、コミットメントとして強く機能する配当の方が自社株買いよりも FCF のエージェンシー問題の軽減効果が大きいと予想される³²。そのため、上記の社外（独立）取締役とペイアウト水準の関係を検証するには配当に注目した方が良いと考えられる。以上の考察から、次の仮説を設定する。

仮説 1

社外取締役比率または独立取締役比率が高いほど配当額が多い。また、その関係は主に独立取締役の存在によってもたらされている。

仮説 2

独立取締役と配当額との間の正の関係は、独立取締役が 2 人以上存在する企業においてのみ確認される。

仮説 3

仮説 1 および仮説 2 における社外（独立）取締役と配当額との間の正の関係は、FCF が大きい企業においてより強く見られる。

Byoun, Chang, and Kim(2013)は、女性の取締役や社会的少数者の取締役を導入している企業は取締役会が効率的で経営の監督機能が有効に働くため、配当実施の蓋然性が高く、配当水準も高いという実証結果を得ている。また、新しく女性の取締役や社会的少数者の取締役を導入した企業は内部ガバナンスが向上する結果、その後の配当実施確率や配当水準が上昇するという実証結果も得ている。この結果を踏まえると、社外取締役特に独立取締役の導入が内部ガバナンスの向上につながるのであれば、新しく独立取締役を導入した企業はその後の配当額が増加することが予想される。この点について以下の仮説を設定する。

³² Brav et al.(2005)および芹田・花枝(2008)は、企業の経営者・財務担当者が配当政策に保守的であり、減配を回避する傾向が強いことを報告している。

仮説 4

独立取締役を導入した企業は、導入しなかった企業と比較するとその後の配当額を増加させる。

3.3 分析方法

3.3.1 変数の設定

本節では、社外（独立）取締役と配当額の実証的に分析する方法について説明する。まず、分析に使用する変数について説明する。被説明変数には配当額を用いるが、その際配当額は簿価総資産で基準化している³³。分析において注目する変数は、取締役会の独立性を表す社外取締役比率（OUTSIDE）である。ただし、齋藤(2011)が指摘しているように、日本における社外取締役の中には経営者からの独立性が低いと考えられる社外取締役が一定数存在する。社外取締役の経営監督機能が企業の配当額に影響を与えるのであれば、経営者からの独立性が高い社外取締役が多いほど配当額に与える影響も大きくなると予想される。この点を検証するため、独立取締役比率（INDEP）と非独立取締役比率（NON_INDEP）を使用する。本章では、独立取締役を 2006 年 5 月施行の改正前の会社法上の社外取締役から、親会社またはその他の関係会社からの社外取締役、および相互派遣の社外取締役を除いた者と定義している。また、独立取締役の閾値の検証のため、取締役会に独立取締役が 1 人だけ存在する場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数である独立取締役ダミー（1 人）（INDEP_ONE）と、独立取締役が 2 人存在する場合は 1、そうでない場合は 0 をとる独立取締役ダミー（2 人）（INDEP_TWO）を使用する。

取締役の人数により取締役会の監督機能が左右される結果、企業業績や財務行動に影響を及ぼす可能性が先行研究で指摘されている（Yermack, 1996; Coles, Daniel, and Naveen, 2008）。そこで、配当額への影響をコントロールするために取締役会の規模（BOARD_SIZE）を説明変数として使用する。

回帰分析においては、上記の変数以外に配当政策に影響を与えうる企業属性をコントロールするために以下の変数を推計式に加えている。まず、企業規模の代理変数として簿価総資産の自然対数値（LN(ASSETS)）を用いる。大規模な企業ほど経営者と外部投資家との間の情報の非対称性は小さいと考えられる。Bhattacharya(1979)、John and

³³ 簿価の株主資本で基準化しても結果に大きな違いは見られなかった。また、配当性向は当期純利益が赤字や 0 に近い場合、負の値や極端に大きな値をとり異常値の扱いが困難であるため、本章では被説明変数には採用していない。

Williams(1985)、Miller and Rock(1985)のシグナリング仮説の観点からは、情報の非対称性が小さい企業ではシグナルとして配当を利用する誘因が小さいと考えられるため、企業規模が大きいほど配当額は少なくなることが予想される。一方で、大規模な企業は成熟して収益が安定している場合が多く、資本市場へのアクセスも容易であるため内部資金需要は小さいと考えられる。この場合、企業規模が大きいほど配当額は多くなることが予想される (Lloyd, Jahera, and Page, 1985; Fenn and Liang 2001)。また、投資機会の代理変数には時価簿価比率 (MTB) を用いる。多くの先行研究では投資機会が大きい企業ほど資金需要が旺盛であるためペイアウトに消極的になることが予想されている (LaPorta et al., 2000; Fama and French, 2001; DeAngelo, DeAngelo, and Stulz, 2006)。この場合、配当額と時価簿価比率は負の関係にあることが予想される。また、Jensen(1986)で指摘されているように、負債は FCF 問題を軽減する手段として配当と代替的な関係となりうる。推計においては、負債の影響をコントロールするために有利子負債を総資産で除した負債比率 (LEV) を使用する。Chay and Suh(2009)は、キャッシュフローの不確実性の代理変数として株式リターンのボラティリティを用いてペイアウト政策との関係を検証し、両者は負の関係にあることを報告している。この点を踏まえ、過去 3 年間の株式のトータルリターンの標準偏差 (RETURN_VOL) をコントロール変数として使用する。さらに、収益性や資産の流動性の影響をコントロールするために総資産利益率 (ROA) および現預金比率 (CASH) もコントロール変数として用いている。また、産業および年度に特有の影響をコントロールするため、東証 33 業種に基づく産業ダミーと年度ダミーも使用する。次節で説明する変数も含め、本章で使用する変数の詳細な定義は表 3-1 を参照されたい。

3.3.2 推計モデル

配当額を被説明変数、社外 (独立) 取締役に関する変数を説明変数として回帰分析する際、OLS による推計では社外 (独立) 取締役導入の選択における自己選択バイアスの問題が生じる可能性がある。例えば、社外取締役の導入と関連のある私的情報が配当額とも関連している場合、その私的情報を考慮せずに推計すると推計結果にバイアスが生じることが考えられる。そのため、分析では Heckman(1979)で提案された 2 段階の推計方法を採用する³⁴。2 段階推計法では、以下の二つの式を順に推計することによってバイアスに対処した推計値を求める。第 1 段階の推計モデルは次式であらわされる。

³⁴ サンプル・セレクション・モデルの推計方法としては Heckman(1979)で提示された 2 段階の推計方法と、第 1 段階の推計式と第 2 段階の推計式を最尤法によって同時に推計する 2 種類の方法が存在するが、尤度関数が複雑になると最尤法による推計では計算が収束しない場合がある。本章の分析においても尤度関数の最大化計算が収束しなかったため 2 段階推計を使用している。

$$\begin{aligned}
OUTSIDE_D_{i,t} = & \alpha + \beta_1 MTB_{i,t-1} + \beta_2 RETURN_{VOL_{i,t-1}} + \beta_3 R\&D_{i,t-1} + \beta_4 FCF_{i,t-1} \\
& + \beta_5 ROA_AVG3_{i,t-1} + \beta_6 TENURE_{i,t-1} + \beta_7 INST_{i,t-1} \\
& + LN(ASSETS)_{i,t-1} + \beta_9 LN(AGE)_{i,t-1} + \beta_{10} LEV_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (1)
\end{aligned}$$

(1)式は社外取締役の導入に関する推計モデルであり、被説明変数の OUTSIDE_D は、社外取締役が存在すれば1、そうでない場合は0をとるダミー変数である。

説明変数は取締役会構成や社外（独立）取締役の導入に関する決定要因を分析した先行研究を参考にして選択している（Boone et al., 2007; Coles, Daniel, and Naveen, 2008; Linck, Netter, and Yang, 2008; 齋藤, 2011）。時価簿価比率（MTB）、株式リターンの標準偏差（RETURN_VOL）および研究開発費比率（R&D）は、社外取締役が経営の監督に要するコストの代理変数である。時価簿価比率が高い企業ほど投資機会が大きく、外部者である社外取締役が経営を監督することは難しくなると考えられる。株式リターンの標準偏差が大きい企業は不確実性が高く、経営の監督が困難であることが想定される。また、研究開発費比率が高い企業は企業特殊な情報の重要性が高いため、社外取締役の情報収集のコストも大きくなり経営の監督に要するコストも大きくなると考えられる。

フリー・キャッシュフロー比率（FCF）は社外取締役による経営の監督によってもたらされる便益を表す変数である。フリー・キャッシュフロー比率が高い企業ほどエージェント問題が深刻となりうるため、社外取締役による経営の監督の効果は大きいと考えられる。

過去の収益性（ROA_AVG3）および社長の就任後経過年数（TENURE）は経営者の交渉力を表す変数である。経営者の交渉力が強いほど取締役会は経営者にとって都合の良い構成になるため、内部取締役比率が上がると考えられる。

株主からの影響を表す変数として機関投資家持株比率（INST）を使用する。Giannetti and Simonov(2006)によると、機関投資家はコーポレート・ガバナンスの良い企業に投資する傾向にあるため、機関投資家持株比率が高いほど社外取締役が存在する蓋然性は高くなることが予想される。

企業規模（LN(ASSETS)）、社齢の自然対数値（LN(AGE)）および負債比率（LEV）は社外取締役からの助言の必要性を表す変数である。企業規模が大きい企業や社齢の高い企業は事業環境が複雑であると考えられるため、外部取締役による経営上の助言の必要性は高いであろう。また負債比率が高い企業は金融に関する助言の必要性が高いことが考えられる。以上の変数に加え、産業ダミーおよび年度ダミーも使用する。(1)式の被説明変数は

ダミー変数であるためプロビット・モデルで推計し、逆ミルズ比を得る。第 2 段階では、社外取締役が存在するサンプルを対象に以下の式のように第 1 段階の推計で得られた逆ミルズ比 λ を説明変数に加えて推計することで自己選択バイアスに対処した推計値を得る。この推計結果に基づき仮説 1 を検討する。

$$DIVIDEND_{i,t} = \alpha + \gamma_1 OUTSIDE_{i,t} \text{ or } \gamma_1 INDEP_{i,t} + Control\ Variables_{i,t} + \lambda_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

OUTSIDE と INDEP はそれぞれ社外取締役比率と独立取締役比率を表し、コントロール変数は 3.3.1 節で説明した変数を使用する。

仮説 2 の検証にも Heckman(1979)の 2 段階推計を用いる。なお、仮説 2 は独立取締役の人数に着目するため、第 1 段階の推計モデルの被説明変数には独立取締役が存在すれば 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数 (INDEP_D) を用いる。次に、第 2 段階では逆ミルズ比を加えた以下の式を推計する。

$$DIVIDEND_{i,t} = \alpha + \gamma_1 INDEP_ONE_{i,t} + \gamma_2 INDEP_TWO_{i,t} + Control\ Variables_{i,t} + \lambda_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

前節で述べたように、INDEP_ONE は独立取締役が 1 人だけならば 1、そうでなければ 0 をとるダミー変数、INDEP_TWO は独立取締役が 2 人存在すれば 1、そうでなければ 0 をとるダミー変数である。(3)式の推計は独立取締役が存在するサンプルに限定されるため、リファレンスとなるのは独立取締役が 3 人以上存在する企業についての推計結果である。仮説 2 が支持されるのであれば、 γ_1 は負で有意な値をとる一方、 γ_2 は有意な値をとらない。

仮説 3 を検証するためには FCF が大きい企業を特定する必要がある。本章では、FCF の代理変数として、当期純利益に減価償却費を加えたキャッシュフローの指標から固定資産の変動分及びネットの流動資産の変動分を差し引いたものを前期末総資産で除したフリー・キャッシュフロー比率 (FCF) を使用している。次に、FCF がサンプルの第 4 四分位にあたる場合は 1、それ以外の場合は 0 を取るダミー変数である高 FCF 企業ダミー (H_FCF) を作成する。そして、(2)式および(3)式に H_FCF および H_FCF との交差項を加えたモデルを推計し、FCF 問題が深刻な企業における社外 (独立) 取締役と配当額の関係を検証する。

3.4 サンプルと記述統計量

3.4.1 サンプルとデータ

本章の分析対象は、2013年3月期時点において上場中の3月期決算企業（金融業除く）である。分析期間は2006年から2013年までの8年間であるが、被説明変数の配当の指標には1期後のデータを使用するため、実質的な分析期間は2006年から2012年までの7年間となっている。財務データについては日経 NEEDS-FinancialQUEST、株主構成および取締役会に関するデータは日経 NEEDS-Cges から主に取得している（ともに日本経済新聞社）。なお、財務データに関しては、連結財務諸表を公表している企業については連結財務諸表のデータを使用している。

3.4.2 記述統計量と単変量分析

表 3-2 にサンプルの記述統計量を示している。なお、ダミー変数を除くすべての変数に関して上下各 1%以内にある観測値を上下各 1%に相当する観測値に置き換える異常値処理（winsorization）を行っている。表 3-3 では、配当水準に基づきサンプルを 4 分割し、グループ間の企業特性の違いを見ている。また、表 3-4 に回帰分析に使用した変数の相関係数行列を示している。回帰分析においては VIF により多重共線性の有無を検証し、深刻な多重共線性が存在しないことを確認している。

表 3-2 を見るとわかるように、社外取締役が存在する企業の割合は分析期間中の平均で全体の 41.6%（OUTSIDE_D の 0.416）であり、過半数の企業は社外取締役が一人もいなかった。独立取締役に関しては全体の 37.2%（INDEP_D の 0.372）で社外取締役が存在する企業よりもさらに数は少ない。その差は 4.6%であることから、社外取締役が存在する企業の 1 割以上は経営者からの独立性が疑われる社外取締役しか存在していないといえる。社外取締役または独立取締役が全取締役に占める割合について見ると、社外取締役比率（OUTSIDE）が 8.98%、独立取締役比率（INDEP）が 7.67%となっている。取締役会構成の決定要因に関する実証研究によると、1990 年から 2004 年の米国企業の社外取締役比率は平均 65.7%（Linck, Netter, and Yang, 2008）、1981 年から 2002 年の英国企業の社外取締役比率は平均 41%（Guest, 2008）であったことから、10 年以上前の米英企業に比べても日本企業の社外（独立）取締役比率は非常に低い水準にあることがわかる³⁵。

表 3-3 パネル A を見ると、社外取締役または独立取締役が存在する企業の割合はともに

³⁵ Linck, Netter, and Yang(2008)は 6,931 社 53,602 サンプル、Guest(2008)は 2,515 社 19,307 サンプルが分析対象となっている。

第 4 四分位が最も高く、次に高い値を示しているのは第 1 四分位となっている。社外（独立）取締役比率に関しても同様の傾向が確認される。また、第 4 四分位と第 1 四分位の平均値の差はいずれの変数についても統計的に有意である。パネル B は、有配企業に限定したサンプルについての結果を示している。第 4 四分位が最も高い値を示しているのはパネル A と同様であるが、今回は第 1 四分位が最も低い値をとっている。社外（独立）取締役比率に関しても同様の傾向が見られ、社外（独立）取締役比率が高い企業ほど配当額が多い傾向にある。またパネル A と同様、いずれの変数についても両グループの平均値の差は統計的に有意である。その他の変数について見ると、LEV、RETURN_VOL、ROA、CASH については先行研究の実証結果と整合的であり、負債比率が低い企業、株式リターンリスクが低い（キャッシュフローのボラティリティが低い）企業、収益性が高い企業、現預金が豊富な企業ほど配当額が多い傾向にある。ただし、取締役会規模と企業規模に関してはパネル A とパネル B で一貫した結果を示していない。また、MTB に関しては配当額が多いグループほど高い値を示しており、投資機会が大きい企業ほど配当額が多い傾向にあることが見て取れる³⁶。

以上の結果は、配当政策の企業間の違いに社外（独立）取締役が影響を与えている可能性を示唆するものであるが、この結果はその他の企業属性によってもたらされている可能性がある。この点を考慮し、次節では種々の企業属性の影響をコントロールするために回帰分析を行い 3.2 節で導出した仮説の検証を行う。

3.5 分析結果

3.5.1 社外取締役および独立取締役と配当額に関する回帰分析

本節では、回帰分析を行い 3.2 節で導出した仮説の検証を行う。表 3-5 に推計結果を示している。(1)から(3)および(7)は Heckman(1979)の 2 段階推計による結果、(4)から(6)はトビット・モデルによる推計結果をそれぞれ示している。(1)および(2)を見ると、OUTSIDE および INDEP は 1%水準で有意に正の値をとっている。この結果は、社外（独立）取締役比率が高いほど配当額が増加するという仮説 1 を支持するものである。(3)は社外取締役のうち独立性が低いと考えられる非独立取締役比率 (NON_INDEP) を加えたときの推計結

³⁶ この結果は先行研究からの予想とは逆の結果であるが、日本企業をサンプルに含むペイアウト政策に関するクロス・カントリーの分析を行った Chay and Suh(2009)は、日本については表 3-3 および以降の回帰分析の結果と同様の結果を報告している。Chay and Suh(2009)は、配当政策と時価簿価比率の間に正の関係が見られる理由として、投資機会が大きい企業ほど将来の収益が増加することを見込んでいるため、現時点のペイアウトを増加させる可能性をあげている。

果である。NON_INDEP は統計的に有意な値をとっていないことから、OUTSIDE の正の効果は独立取締役によって主にもたらされているものであり、独立性の低い社外取締役は内部ガバナンスの向上に寄与せず、配当政策にも影響を与えていない可能性が示唆される。INDEP の値は 0.003 であるので、独立取締役比率が 1 標準偏差分 (12%) 上昇した場合 (これは、平均的な取締役会 (8.16 人) に独立取締役を 1 人導入した状況に近い) に DIV_TA は 0.036% (平均値から 4%程度) 増加することを意味し、経済的にも有意なレベルの影響があるといえる。また、Lambda は選択効果の大きさを示しており、これは有意に正の値をとっている。この結果は、社外取締役導入の意思決定と関連する私的情報が企業の配当額と正の関係にあること、言い換えれば、社外取締役を導入している企業ほど株主還元に積極的である可能性を示唆している。ただし、(1)から(3)の結果が示すように、そのような効果を考慮してもなお社外取締役特に独立取締役は配当額に正の影響を与えていることが示唆される。

(4)から(6)のトービット・モデルによる推計結果においても、(1)から(3)と同様の傾向が確認されるが、OUTSIDE および INDEP ともに有意性が低下しており、OUTSIDE に関しては 10%水準での有意性も失われている。コントロール変数については BOARD_SIZE が有意に負となっており、取締役会の規模が大きくなるほど取締役会の監督機能が低下し、配当額が減少することが示唆される。それ以外の変数については、LN(ASSETS)が(1)から(3)で有意に正の値をとっていることを除き 3.4.2 節で確認された傾向と殆ど同じである。

(7)は仮説 2 の検証結果を示している。INDEP_ONE のみ有意に負の値をとっており、INDEP_TWO は有意ではない。これは、独立取締役が 3 人以上存在する企業と 2 人存在する企業では配当額に与える影響に有意な違いはないが、1 人しか存在しない企業では有意に配当額が少ないことを表しており、仮説 2 を支持する結果といえる。

また表 5 パネル B は、社外取締役導入の決定要因に関する 1 段階目の推計結果を示している。結果は先行研究で報告されている実証結果と概ね類似している。MTB、RETURN_VOL、R&D が大きい企業、すなわち経営の監督に要するコストが大きい企業ほど社外取締役を導入する蓋然性は低い。ROA_AVG3 および TENURE は負の値をとっており、TENURE については統計的にも有意である。この結果は、社長の交渉力が強い企業ほど社外取締役を導入する蓋然性が低いことを示唆している。LN(ASSETS)が有意に正の値をとっていることから、社外取締役による助言の必要性が高いと考えられる企業ほど社外取締役を導入する蓋然性が高い。ただし、LN(AGE)と LEV は齋藤(2011)の実証結果と同様に有意な値をとっていない。独立取締役導入の決定要因に関する推計結果も社外取締役

と類似しているため表は割愛している。

表 3-6 に H_FCF および H_FCF との交差項を加えたモデルの推計結果を示している。交差項の係数は FCF 問題が相対的に深刻である企業とそうでない企業で社外（独立）取締役が配当額に与える影響の違いを表す。推計結果を見ると、OUTSIDE*H_FCF および INDEP*H_FCF はいずれも 1%の水準で有意に正の値をとっている。この結果は、社外（独立）取締役の存在が配当額に与える影響は FCF が大きくエージェンシー問題が深刻と考えられる企業においてより大きくなることを示唆しており、仮説 3 を支持する結果といえる。また、高 FCF 企業において独立取締役比率が配当水準に与える影響の大きさは 0.006 (0.002+0.004=0.006) であり、独立取締役比率が 1 標準偏差分 (12%) 上昇したならば DIV_TA は 0.072%増加することを意味する。表 5 パネル A の(2)と比較すると、高 FCF 企業では独立取締役が配当に与える影響の大きさは 2 倍になっていることがわかる (0.072÷0.036=2)。(4)を見ると、H_FCF*INDEP_ONE は負であるものの統計的に有意ではない。ただし、p 値は 12%で限界的に有意なレベルといえる。これは、高 FCF 企業においても独立取締役が 1 人の場合は配当額に与える影響が小さい可能性を示唆する結果といえる。

以上の結果をまとめると、社外取締役導入に関する自己選択バイアスを考慮してもなお社外取締役特に独立取締役が多く存在する企業ほど配当額を増やす傾向にあることが見出された。ただし独立取締役が取締役会に複数存在し、取締役会で一定の影響力を持つような環境が整っていなければ、彼・彼女らの持つ経営の監督機能は有効にならない可能性が示唆された。また、FCF が大きくエージェンシー問題が深刻と思われる企業では社外（独立）取締役が配当額に与える影響は強くなるという結果が得られた。このことは、社外（独立）取締役の存在が内部ガバナンスを向上させた結果、余剰資金を株主に還元するようになった可能性を示唆する。

3.5.2 独立取締役の導入効果に関する分析

本節では、分析期間中に独立取締役を導入した企業と導入しなかった企業でその後の配当政策に違いが生じるか否かを検証するため、Difference-in-differences (以下 DID と記す) による分析を行う。近年の取締役会に関する実証研究では、取締役会の変化がその後の企業業績や企業行動にどのような影響を与えるのかを検証する分析が増えている。例えば Masulis and Mobbs(2011)は、内部取締役が他社の独立取締役を兼任した後に企業業績にどのような変化が生じるかを DID 分析によって検証している。また Byoun, Chang, and Kim(2013)は、女性や社会的少数者を取締役として導入した企業のその後配当政策を DID

分析によって検証している。本節では、Byoun, Chang, and Kim(2013)にならい、傾向スコアによるマッチング (Propensity Score Matching) によってマッチング・サンプルを組成し、そのマッチング・サンプルを用いて DID 分析を行う。傾向スコアによるマッチングを行うことで、トリートメント企業 (独立取締役を導入した企業) と類似性の高いコントロール企業 (独立取締役を導入しなかった企業) を対応させることができるため、より正確な因果効果を測定することが可能となる。

マッチング・サンプルの組成方法は以下のとおりである。まず、分析期間中に初めて独立取締役を導入した企業と分析期間を通じて独立取締役を一度も導入しなかった企業をサンプルとして抽出して各期についてロジット回帰を行い、傾向スコアを推計する³⁷。回帰モデルの被説明変数には、次の期に独立取締役を導入した場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数、説明変数には 3.3.2 節でとりあげた社外 (独立) 取締役の決定要因に関する変数を用いる。次に、独立取締役を導入しなかった企業の中から傾向スコアがトリートメント企業の傾向スコアに最も近く、かつ傾向スコアの差が一定の範囲内に収まる企業を非復元抽出で選びコントロール企業とする (one to one matching)。基準となる範囲である caliper は傾向スコアのロジットの標準偏差に 0.25 を乗じたものとする³⁸。なお、基準を満たすコントロール企業が存在しなかったトリートメント企業はサンプルから除外している。この作業を 2006 年から 2011 年の各期について行う。なお、既にコントロール企業として抽出された企業が、異なる年で再度コントロール企業として抽出されることを避けるため、そのような企業は次年以降はマッチングの候補から外している。以上の手続きにより、最終的に 389 組のマッチング・サンプルが組成できる。

次に、得られたマッチング・サンプルを用いて DID 分析を行う。推計するモデルは以下のとおりである。被説明変数には前節の分析と同様配当額を使用する。説明変数は、分析期間中に独立取締役を導入した企業は全期間 1、そうでない企業は全期間 0 を取るダミー変数 (TREATMENT)、独立取締役を導入した年以降は 1、それ以前は 0 をとるダミー変数 (POST_TREAT)、さらにそれら二つのダミー変数の交差項 (TREAT_EFFECT) にコントロール変数を加えたものである。推計方法は OLS による推計に加え、トービット・モデルによる推計も行っている。本分析の焦点である独立取締役の導入がその後の配当額に与える効果は TREAT_EFFECT にあらわされる。

推計結果を表 3-7 に示している。(1)および(3)は OLS による推計結果、(2)および(4)はト

³⁷ 分析期間を通じて常に独立取締役が存在していた企業、独立取締役を導入した後に廃止した企業はサンプルから除外している。

³⁸ caliper を 0.1 に設定しマッチング・サンプルを組成しても、DID 分析の結果に大きな違いは見られなかった。

一ビット・モデルによる推計結果である。独立取締役導入の効果を表す `TREAT_EFFECT` は(1)から(4)の全てで有意に正の値をとっている。これは、独立取締役を導入した企業は導入後に配当額を増やすという仮説 4 を支持する結果である。(1)について見ると、独立取締役を導入した企業はその後の `DIV_TA` を以前より 0.09%ほど増加させることを示しており、独立取締役の導入が配当額に与える影響は経済的にも有意なものといえる。

`TREATMENT` はすべての推計結果で有意ではない。これは、独立取締役導入以前の期間に関してはトリートメント企業とコントロール企業で配当額に違いは見られなかったことを示す結果である。`POST_TREAT` は(2)および(4)のみ 10%水準で有意に負である。この結果からは、トリートメント企業が独立取締役を導入する前年から導入年にかけてコントロール企業が配当額を減らしている可能性が示唆される。以上の結果は、独立取締役を導入するまではトリートメント企業とコントロール企業の間で配当政策に差はないものの、独立取締役を導入した企業はその後配当額を増加させる一方で、独立取締役を導入しなかった企業は配当額を減らしている可能性さえあることを示唆している。

3.5.3 頑健性の検証

本節では、これまでの分析結果の頑健性を確認する。まず、前節までの分析で使用した変数と異なる変数を使用しても同様の結果が得られるかを確認する。自社株買い解禁以降、利益還元の目標として配当に自社株買いを加えた総利益還元を重視する企業が増加傾向にある。この点を考慮し、被説明変数として配当額に自己株式取得額を加えた総利益還元額を使用して分析を行っても同様の結果が得られるかを確認する。なお、自己株式取得額にはキャッシュフロー計算書の自己株式の取得による支出額から自己株式の処分による収入額を差し引いたネットの金額を使用し、ネットの自己株式取得額が負となる場合には 0 に置き換えている。また、前節までの分析では独立取締役に銀行出身者（退職者も含む）を含めていた。しかし、日本においてはメインバンクに代表されるように銀行と企業は資金面以外にビジネス上でも密接な関係にあることが知られている。そのため、独立取締役から銀行出身者を除いた変数を使用して分析を行っても同様の結果が得られるかどうかを確認している。

それぞれの結果を表 3-8 に示している。パネル A は総利益還元額を総資産で基準化した変数 (`TOTAL_TA`) を被説明変数として表 3-5 の(2)および(3)、(7)と同様の分析を行った結果を示している。`NON_INDEP` が負で有意な値をとっているものの、`INDEP`、`INDEP_ONE`、`INDEP_TWO` いずれも表 3-5 と類似した結果を示しており、総利益還元額

に関しても配当額と同様の傾向が確認された。

パネル B は銀行出身者を除く独立取締役の変数を使用した推計結果を示している。なお INDEP2 は従来の独立取締役から銀行出身者を除いた取締役を表す。INDEP2_ONE が有意ではないものの、p 値は 10.6%であり限界的に有意なレベルであり、表 3-5 の結果と大きな違いは見られない。また、表 3-6 および表 3-7 と同様の分析も行ったが、結果に質的な変化は見られず、これまでの分析結果と同様の解釈が成り立つといえる。

3.6 結論

本章は、社外取締役および独立取締役とペイアウト政策特に配当政策との関係について実証的な分析を行った。まず、社外（独立）取締役が配当政策に与える影響について分析したところ、社外取締役比率が高い企業ほど配当額が多い傾向にあるという結果が得られた。また、社外取締役の中でも経営者からの独立性が高いと考えられる独立取締役とそれ以外の社外取締役（非独立取締役）が配当政策に与える影響は異なり、社外取締役と配当額との間の正の関係は、主に独立取締役によってもたらされていることが見出された。さらに、独立取締役と配当額との間の正の関係は独立取締役が 2 人以上存在する場合において強くあらわれることが分かった。FCF が大きくエージェンシー問題が深刻であると思われる企業では、そうでない企業に比べて社外（独立）取締役の存在が配当額を増加させる傾向にある。

次に、マッチング・サンプルを用いた DID 分析によって独立取締役の導入に伴いその後の配当政策がどのように変化したのかを検証したところ、分析期間中に初めて独立取締役を導入した企業は次期以降の配当額を増加させる傾向にあることが分かった。

これらの実証分析から得られた結果は、社外取締役特に独立取締役の存在が経営の監督機能の強化につながり、エージェンシー問題が深刻となり得るような企業は、FCF を配当として積極的に株主に還元するようになるという考えを支持するものである。つまり、企業のガバナンスを強化する上で独立取締役の存在は重要となることを示唆している。また、独立取締役が取締役会に 1 人しか存在しないのか 2 人以上存在するのかによって配当政策に与える影響が異なるということは、取締役会による経営者の規律付けのメカニズムを有効にするためには複数の独立取締役が必要になることを示唆しており、コーポレートガバナンス・コードの原則の妥当性は支持されるものといえる。

最後に本章の分析の限界とそれに伴う研究課題について述べる。一つ目は、本章では取

締役の特性として経営者からの独立性に焦点を当てているが、それ以外の取締役の特性については考慮していない。例えば、内部取締役であったとしても厳しい目で経営を監督し、経営者に異を唱えることができる取締役も存在するであろう。逆に、独立取締役と考えられる取締役であっても経営者と個人的なつながりがあったならば、経営者を規律付けようとする誘因は弱いかもしれない。この点を考慮した分析を行うことで、健全な企業経営や企業価値の増大に資する取締役会の在り方について重要な知見を得ることができるかもしれない。

二つ目は、取締役会における意思決定のプロセスを考慮する必要性があるということである。本章の結果からは、経営者を規律付けるために要求される取締役会の組織構造に関しては示唆を与えることはできたものの、有効なプロセスについての示唆は得られていない。東芝のように委員会設置会社（現在は指名委員会等設置会社）制を採用し、経営の監督が有効に機能すると期待されていた取締役会構造を構築した企業であっても不祥事が生じている。なぜこのような問題が生じてしまったのかという問いに対する答えを得るためには、組織構造だけでなく意思決定におけるプロセスをも考慮に入れた分析を行う必要があると思われる。以上は今後の研究課題としたい。

表 3-1 変数定義表

変数名	名称	定義
DIV_TA	配当額（対総資産）	配当総額÷期末総資産
OUTSIDE	社外取締役比率	社外取締役人数÷取締役人数
OUTSIDE_D	社外取締役ダミー	社外取締役が1人以上存在すれば1、それ以外の場合は0をとるダミー変数
INDEP	独立取締役比率	独立取締役人数÷取締役人数。社外取締役のうち過去・現在において支配会社、関係会社の職務歴がなく、相互派遣ではない者を独立取締役と定義する。
INDEP_D	独立取締役ダミー	独立取締役が1人以上存在すれば1、それ以外の場合は0をとるダミー変数
NON_INDEP	非独立取締役比率	社外取締役のうち独立取締役ではない取締役の人数÷取締役人数
INDEP_ONE	独立取締役ダミー（1人）	独立取締役が1人だけ存在すれば1、それ以外の場合は0をとるダミー変数
INDEP_TWO	独立取締役ダミー（2人）	独立取締役が2人存在すれば1、それ以外の場合は0をとるダミー変数
BOARD_SIZE	取締役会規模	取締役人数÷期末総資産の自然対数値
LN(ASSETS)	企業規模（総資産）	期末総資産の自然対数値
MTB	時価簿価比率	（株式時価総額+総資産-簿価株主資本）÷期末総資産 ※株式時価総額は期末発行済株式数から自己株式を除いたものに決算月の平均株価を乗じて算出する
LEV	負債比率	有利子負債÷総資産
RETURN_VOL	株式リターンの標準偏差	当期末から過去3年間の株式のトータルリターンの標準偏差（日次ベース）
ROA	総資産利益率	営業利益÷期中平均総資産
CASH	現金比率	（現預金+有価証券）÷総資産
R&D	研究開発費比率	研究開発費÷総資産
FCF	フリーキャッシュフロー比率	[(当期純利益+減価償却費)-(当期末純流動資産-前期末純流動資産)-(当期末固定資産-前期末固定資産)]÷前期末総資産 ※純流動資産=流動資産-流動負債
TENURE	社長在職期間	現職の会社代表者の就任日から当期末までの経過年数
INST	機関投資家持株比率	外国人株式保有比率（除く外国法人判明分）+信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率
LN(AGE)	社齢	会社設立日から当期末までの経過年数に1を加えた値の自然対数値
H_FCF	高FCF企業ダミー	FCFがサンプルの第4四分位にあたる場合は1、それ以外の場合は0をとるダミー変数

表 3-2 記述統計量

変数名	観測数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
DIV_TA	15,017	0.848	0.675	0.784	0.000	4.268
OUTSIDE_D	15,488	0.416	0.000	0.493	0.000	1.000
OUTSIDE	15,488	8.981	0.000	13.040	0.000	54.545
INDEP_D	15,488	0.372	0.000	0.483	0.000	1.000
INDEP	15,488	7.675	0.000	12.002	0.000	50.000
NON_INDEP	15,488	1.221	0.000	4.417	0.000	25.000
BOARD_NUM	15,488	8.164	8.000	3.404	3.000	31.000
BOARD_SIZE	15,460	0.759	0.719	0.246	0.349	1.535
ASSETS	15,179	213,947	35,160	626,012	1,228	4,391,864
MTB	15,012	1.060	0.953	0.505	0.425	3.966
LEV	15,155	19.571	16.187	17.440	0.000	68.062
RETURN_VOL	14,531	2.685	2.484	1.019	1.022	6.346
ROA	15,030	4.848	4.227	5.895	-16.065	26.366
ROA_AVG3	14,797	5.090	4.306	5.347	-11.205	25.876
CASH	15,155	17.092	13.637	13.123	1.080	67.383
R&D	15,155	1.430	0.472	2.197	0.000	11.300
FCF	14,975	3.559	4.140	7.660	-36.266	20.792
TENURE	15,488	6.591	4.000	7.824	1.000	38.000
INST	15,387	14.763	9.370	15.500	0.000	59.720
AGE	15,473	53.549	57.000	23.404	4.000	113.000

注 1. ダミー変数を除く変数については、異常値処理として上下各 1%で winsorize している。

注 2. ASSETS および AGE(+1)は、LN(ASSETS)および LN(AGE)の対数変換前の値を表す。

注 3. BOARD_NUM は、異常値処理を行っていない取締役の人数を表す。

注 4. ROA_AVG3 は、当期末から過去 3 年間の ROA の平均値を表す。

注 5. DIV_TA および MTB を除く比率を表す変数の単位はパーセンテージである。

表 3-3 配当額に基づいた企業特性の比較

パネル A：全サンプル

変数名	DIV_TAに基づく四分位				t-stat (4-1)
	1	2	3	4	
OUTSIDE_D	0.418	0.395	0.389	0.450	2.78 ***
INDEP_D	0.381	0.339	0.348	0.406	2.19 **
OUTSIDE	9.760	7.528	7.731	10.500	2.27 **
INDEP	8.465	6.209	6.585	9.045	1.93 *
BOARD_SIZE	0.711	0.787	0.781	0.758	8.75 ***
LN(ASSETS)	10.200	10.980	10.847	10.504	7.67 ***
MTB	1.075	0.925	0.959	1.277	14.23 ***
LEV	29.526	23.244	16.415	8.997	-56.21 ***
RETURN_VOL	3.354	2.545	2.415	2.402	-37.31 ***
ROA	0.858	3.735	5.256	9.644	63.75 ***
CASH	15.869	12.846	15.693	23.857	23.89 ***

パネル B：有配企業のみ

変数名	DIV_TAに基づく四分位				t-stat (4-1)
	1	2	3	4	
OUTSIDE_D	0.378	0.400	0.392	0.457	6.45 ***
INDEP_D	0.327	0.353	0.348	0.415	7.35 ***
OUTSIDE	7.392	7.543	7.935	10.806	10.52 **
INDEP	6.098	6.389	6.776	9.316	10.78 ***
BOARD_SIZE	0.765	0.792	0.783	0.753	-2.11 **
LN(ASSETS)	11.045	10.916	10.837	10.451	-14.53 ***
MTB	0.922	0.93	0.983	1.315	30.33 ***
LEV	27.395	21.135	15.134	8.215	-52.66 ***
RETURN_VOL	2.689	2.487	2.406	2.392	-13.45 ***
ROA	2.945	4.202	5.73	10.119	58.53 ***
CASH	12.063	13.703	16.282	24.864	40.75 ***

注. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 3-4 相關係數行列

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) DIV_TA											
(2) OUTSIDE	0.07										
(3) INDEP	0.07	0.93									
(4) NON_INDEP	0.00	0.38	0.01								
(5) BOARD_SIZE	0.02	0.02	-0.01	0.07							
(6) LN(ASSETS)	0.02	0.06	0.07	0.01	0.24						
(7) MTB	0.32	0.12	0.13	0.01	0.04	0.02					
(8) LEV	-0.40	-0.01	0.01	-0.04	0.01	0.13	0.03				
(9) RETURN_VOL	-0.25	0.11	0.11	0.01	-0.20	-0.32	0.18	0.18			
(10) ROA	0.61	0.02	0.01	0.02	0.07	0.12	0.38	-0.23	-0.18		
(11) CASH	0.35	0.05	0.07	-0.04	-0.13	-0.30	0.15	-0.41	0.14	0.17	

表 3-5 社外取締役および独立取締役が配当額に与える影響

パネル A：配当額と社外（独立）取締役の回帰分析（第 2 段階の推計結果）

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	DIV_TA						
OUTSIDE	0.003 *** (3.81)			0.001 (1.47)			
INDEP		0.003 *** (4.51)	0.003 *** (3.91)		0.002 * (1.85)	0.002 * (1.84)	
NON_INDEP			-0.001 (-0.60)			-0.002 (-1.30)	
INDEP_ONE							-0.058 ** (-2.42)
INDEP_TWO							0.017 (0.65)
BOARD_SIZE	-0.076 ** (-2.36)	-0.069 ** (-2.15)	-0.071 ** (-2.18)	-0.036 (-1.01)	-0.034 (-0.95)	-0.031 (-0.88)	-0.138 *** (-3.96)
LN(ASSETS)	0.028 *** (3.24)	0.026 *** (3.03)	0.026 *** (2.96)	0.010 (1.32)	0.010 (1.25)	0.010 (1.25)	0.014 (1.36)
MTB	0.300 *** (13.94)	0.296 *** (13.78)	0.296 *** (13.75)	0.214 *** (5.26)	0.213 *** (5.22)	0.213 *** (5.23)	0.287 *** (12.17)
LEV	-0.010 *** (-16.94)	-0.010 *** (-17.23)	-0.010 *** (-17.22)	-0.010 *** (-15.39)	-0.010 *** (-15.48)	-0.010 *** (-15.60)	-0.009 *** (-15.90)
RETURN_VOL	-0.165 *** (-15.59)	-0.165 *** (-15.63)	-0.165 *** (-15.60)	-0.234 *** (-15.77)	-0.234 *** (-15.81)	-0.233 *** (-15.75)	-0.173 *** (-14.75)
ROA	0.068 *** (42.70)	0.068 *** (42.83)	0.068 *** (42.84)	0.077 *** (28.14)	0.077 *** (28.14)	0.077 *** (28.11)	0.069 *** (40.85)
CASH	0.010 *** (14.08)	0.010 *** (13.71)	0.010 *** (13.60)	0.010 *** (8.24)	0.009 *** (8.18)	0.009 *** (8.13)	0.010 *** (12.44)
Lambda	0.179 *** (2.69)	0.170 ** (2.56)	0.166 ** (2.51)				0.111 (1.45)
Constanat	0.257 (1.04)	0.291 (1.18)	0.306 (1.24)	0.792 *** (8.14)	0.797 *** (8.19)	0.800 *** (8.23)	0.637 ** (2.35)
Year	YES						
Industry	YES						
観測数	13,184	13,184	13,184	13,912	13,912	13,912	13,195
打切られた観測数	7,973	7,973	7,973				8,558
疑似決定係数				0.341	0.341	0.341	
p値(カイ二乗統計量)	0.000	0.000	0.000				0.000

注 1.(1)から(3)および(7)の括弧内は Heckman(1979)の方法で求められる標準誤差に基づく z 値、(4)から(6)の括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値をそれぞれ示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

パネル B：社外取締役導入の決定要因

(第 1 段階の推計結果)

OUTSIDE_D	
MTB	0.167 *** (3.62)
RETURN_VOL	0.057 ** (2.32)
R&D	0.043 *** (3.01)
FCF	0.041 (0.57)
ROA_AVG3	-0.007 (-1.52)
TENURE	-0.019 *** (-6.60)
INST	0.003 (1.23)
LN(ASSETS)	0.126 *** (4.96)
LN(AGE)	0.044 (0.75)
LEV	-0.001 (-0.69)
Constanat	-2.191 *** (-4.48)
Year	YES
Industry	YES
疑似決定係数	0.082

注 3. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。

表 3-6 社外取締役および独立取締役が配当額に与える影響：高 FCF 企業

	(1) DIV_TA	(2) DIV_TA	(3) DIV_TA	(4) DIV_TA
OUTSIDE	0.001 (1.06)			
INDEP		0.002 ** (2.13)	0.001 (1.43)	
NON_INDEP			-0.002 (-1.37)	
INDEP_ONE				-0.029 (-1.01)
INDEP_TWO				0.022 (0.70)
OUTSIDE*H_FCF	0.005 *** (3.56)			
INDEP*H_FCF		0.004 *** (2.90)	0.005 *** (3.16)	
NON_INDEP*H_FCF			0.003 (1.27)	
INDEP_ONE*H_FCF				-0.072 (-1.54)
INDEP_TWO*H_FCF				-0.003 (-0.05)
H_FCF	0.028 (0.83)	0.064 ** (2.17)	0.041 (1.19)	0.179 *** (4.37)
BOARD_SIZE	-0.075 ** (-2.35)	-0.067 ** (-2.09)	-0.069 ** (-2.14)	-0.132 *** (-3.81)
LN(ASSETS)	0.066 *** (41.60)	0.067 *** (41.84)	0.067 *** (41.80)	0.067 *** (39.95)
MTB	0.030 *** (3.43)	0.028 *** (3.17)	0.027 *** (3.13)	0.015 (1.54)
LEV	0.298 *** (13.92)	0.294 *** (13.72)	0.294 *** (13.70)	0.286 *** (12.17)
RETURN_VOL	-0.010 *** (-17.37)	-0.010 *** (-17.60)	-0.010 *** (-17.63)	-0.010 *** (-16.10)
ROA	-0.164 *** (-15.57)	-0.165 *** (-15.63)	-0.164 *** (-15.57)	-0.172 *** (-14.75)
CASH	0.011 *** (14.41)	0.010 *** (14.05)	0.010 *** (13.93)	0.010 *** (12.72)
Lambda	0.215 *** (3.24)	0.207 *** (3.12)	0.203 *** (3.06)	0.155 ** (2.03)
Constanat	0.230 (0.93)	0.253 (1.03)	0.276 (1.12)	0.535 ** (1.97)
Year	YES	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES	YES
観測数	13,184	13,184	13,184	13,184
打切られた観測数	7,973	7,973	7,973	7,973
p値(カイ二乗統計量)	0.000	0.000	0.000	0.000

注 1. 括弧内は Heckman(1979)の方法で求められる標準誤差に基づく z 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 3-7 独立取締役の導入効果

	DIV_TA		DIV_TA	
	(1)	(2)	(3)	(4)
TREATMENT	0.006 (0.20)	-0.011 (-0.34)	0.006 (0.20)	-0.012 (-0.35)
POST_TREAT	-0.039 (-1.28)	-0.055 * (-1.65)	-0.041 (-1.36)	-0.057 * (-1.68)
TREAT_EFFECT	0.091 ** (2.46)	0.097 ** (2.41)	0.095 ** (2.57)	0.101 ** (2.50)
BORD_SIZE	0.020 (0.39)	0.013 (0.25)	0.018 (0.34)	0.017 (0.31)
LN(ASSETS)	-0.017 (-1.41)	-0.004 (-0.31)	-0.030 *** (-2.63)	-0.017 (-1.39)
MTB	0.308 *** (4.64)	0.263 *** (3.67)	0.331 *** (5.08)	0.280 *** (3.96)
LEV	-0.009 *** (-8.97)	-0.010 *** (-8.80)	-0.008 *** (-9.18)	-0.009 *** (-9.32)
RETURN_VOL	-0.160 *** (-7.73)	-0.211 *** (-8.34)	-0.166 *** (-8.91)	-0.221 *** (-9.77)
ROA	0.055 *** (17.11)	0.067 *** (17.77)	0.056 *** (17.38)	0.069 *** (18.18)
CASH	0.008 *** (3.94)	0.007 *** (3.47)	0.009 *** (5.08)	0.009 *** (4.54)
Constant	1.147 *** (8.18)	1.177 *** (7.85)	0.975 *** (6.74)	0.961 *** (6.25)
Year	YES	YES	NO	NO
Industry	YES	YES	YES	YES
観測数	5,167	5,167	5,167	5,167
修正済決定係	0.513		0.498	
疑似決定係数		0.333		0.320

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 3-8 頑健性の検証

パネル A：独立取締役が総利益還元を与える影響

	(1) TOTAL_TA	(2) TOTAL_TA	(3) TOTAL_TA
INDEP	0.005 *** (3.49)	0.003 ** (2.20)	
NON_INDEP		-0.007 *** (-2.58)	
INDEP_ONE			-0.104 ** (-2.13)
INDEP_TWO			-0.036 (-0.68)
BOARD_SIZE	-0.131 ** (-1.99)	-0.141 ** (-2.14)	-0.205 *** (-2.88)
LN(ASSETS)	0.074 *** (4.17)	0.069 *** (3.92)	0.048 ** (2.35)
MTB	0.520 *** (11.94)	0.516 *** (11.84)	0.498 *** (10.42)
LEV	-0.014 *** (-12.30)	-0.014 *** (-12.51)	-0.014 *** (-11.55)
RETURN_VOL	-0.180 *** (-8.42)	-0.178 *** (-8.32)	-0.192 *** (-8.07)
ROA	0.090 *** (27.89)	0.090 *** (27.97)	0.095 *** (27.71)
CASH	0.020 *** (13.22)	0.020 *** (12.95)	0.020 *** (12.54)
Lambda	0.251 * (1.87)	0.223 * (1.66)	0.112 (0.72)
Constanat	-0.214 (-0.43)	-0.079 (-0.16)	0.484 (0.88)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
観測数	13,184	13,184	13,195
打切られた観測数	7,973	7,973	8,558
p値(カイ二乗統計量)	0.000	0.000	0.000

パネル B：銀行出身者を除いた独立取締役の影響

	(1) DIV_TA	(2) DIV_TA	(3) DIV_TA
INDEP2	0.002 *** (3.48)	0.003 *** (3.50)	
NON_INDEP2		0.001 (0.76)	
INDEP2_ONE			-0.037 (-1.61)
INDEP2_TWO			-0.003 (-0.13)
BOARD_SIZE	-0.078 ** (-2.43)	-0.076 ** (-2.36)	-0.130 *** (-3.73)
LN(ASSETS)	0.027 *** (3.11)	0.028 *** (3.15)	0.015 (1.48)
MTB	0.297 *** (13.81)	0.298 *** (13.83)	0.286 *** (12.14)
LEV	-0.010 *** (-17.15)	-0.010 *** (-17.04)	-0.009 *** (-15.88)
RETURN_VOL	-0.164 *** (-15.56)	-0.165 *** (-15.57)	-0.172 *** (-14.70)
ROA	0.068 *** (42.76)	0.068 *** (42.76)	0.069 *** (40.87)
CASH	0.010 *** (13.84)	0.010 *** (13.86)	0.010 *** (12.57)
Lambda	0.168 ** (2.54)	0.172 *** (2.58)	0.093 (1.22)
Constanat	0.310 (1.26)	0.292 (1.18)	0.655 ** (2.41)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
観測数	13,184	13,184	13,195
打切られた観測数	7,973	7,973	8,558
p値(カイ二乗統計量)	0.000	0.000	0.000

注 1. 括弧内は Heckman(1979)の方法で求められる標準誤差に基づく z 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

第4章：ペイアウト政策と製品・サービス市場の競争度

4.1 はじめに

バブル崩壊以降の「失われた20年」の間に、日本におけるコーポレート・ガバナンスは株式所有構造の変化や取締役会改革等に代表されるように大きな変化を遂げてきた。株主や取締役会を通じたガバナンスのメカニズムは経営者の規律付けの中心的な役割と考えられており、それらと企業業績や企業行動との関係について数多くの研究が行われてきた。本章では、株主自身またはその代理とされる取締役会による直接的な規律付けではなく、企業が直面している環境からの規律付け、特に製品・サービス市場における企業間の競争による規律付けの機能に着目して企業のペイアウト政策との関係を検証する。

製品・サービス市場における企業間の競争が経営者を規律付け、株主 - 経営者間の利害対立を緩和する可能性については古くから指摘されていたが、他のガバナンスのメカニズムに比べるとこれまであまり焦点を当てられて来なかった。製品・サービス市場における競争と経営者のインセンティブの関係に着目した理論研究として、Hart(1983)、Schmidt(1997)、Raith(2003)などが挙げられる。これらの研究では、企業同士の競争によって経営者の怠慢 (managerial slack) が緩和される可能性を示している。実証研究では、製品・サービス市場の競争度が企業業績や生産性に正の影響を与えるという結果を提示しているものが多い (Graham, Kaplan, and Sibley, 1983; Nickell, 1996; Berger and Hannan, 1998; Griffith, 2001)。また、Allen and Gale(2000)は、敵対的買収などの株式市場を通じた企業のコントロール、すなわち経営権市場 (market for corporate control) による規律付けよりも製品・サービス市場における競争のほうが有効なガバナンスのメカニズムとなりうることを指摘している。

Allen and Gale(2000)は、米国および英国に比べ、日本やドイツ、フランスでは敵対的買収がほとんど行われていないことを報告している。実際、日本において敵対的買収が行われ始めたのは2000年代に入ってからであり、現在においても敵対的買収の成功例は数件しかない。このことは、日本では経営権市場を通じた経営者の規律付けは未だに限定的であることを意味している。そのため、日本において企業外部の市場を通じた規律付けのメカニズムが機能しているか否かを評価するためには、製品・サービス市場における競争に着目した分析を行う必要があると考えられる。

エージェンシーモデルのもとでは、企業のペイアウト政策は株主と経営者間の利害対

立に大きく影響を受けるとされる (Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986)。そのため、製品・サービス市場の競争が経営者の規律付けとして機能し、株主 - 経営者間の利害対立を緩和するのであれば、その効果はペイアウト政策にもあらわれると考えられる。また、株主や取締役会による直接的な規律付けを同時に考慮した場合、製品・サービス市場の競争がペイアウト政策に与える影響がどのように変化するかということについては依然として明らかにされていない。この点について実証的に分析することによって、コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係について新しい実証的な証拠を提示するだけでなく、最適なコーポレート・ガバナンスシステムを考えるうえで重要な知見を得ることも期待できる。

以上を踏まえ、本章では、製品・サービス市場における競争とペイアウト政策の関係を検証する。また、製品・サービス市場における競争と前章までに扱った企業レベルのガバナンスのメカニズムを同時に考慮したとき、ペイアウト政策に与える影響がどのように変化するかについても検証を行う。

本章の結果は以下のとおりである。まず、製品・サービス市場における企業間の競争とペイアウト政策の関係についての仮説を導出し、検証している。その際、市場における競争度の代理変数としてハーフィンダール・ハーシュマン指数を使用するが、変数の算出には非上場企業も含めたデータを使用している。この方法によって、上場企業のデータのみを使用して算出した場合に生じうるバイアスを軽減することが可能となる。分析の結果、製品・サービス市場の競争はペイアウトを増加させる傾向にあり、それは競争が経営者の規律付けとして機能していることによってもたらされたと結論付けることができる。また、製品・サービス市場の競争による規律付けのメカニズムは株主や取締役会といった他のガバナンスのメカニズムと補完的な関係にある可能性が示唆された。

本章の貢献としては以下のことが挙げられる。一つ目は、幅広い産業の非上場企業のデータを使用することでより精緻な競争度の代理変数を算出し、企業のペイアウト政策との関係について分析を行っていることである。先行研究では、上場企業のみデータに基づいた変数を使用している場合や、分析対象が製造業に限定されているなどデータおよびサンプルが限定されていた。二つ目は、製品・サービス市場の競争による規律付けがペイアウト政策に与える影響が、企業レベルのガバナンスのメカニズムを考慮した場合どのように変化するかを検証し、製品・サービス市場の競争度とコーポレート・ガバナンスの関係について新たな知見を得たことである。

本章の構成は以下のとおりである。次節では、先行研究を説明し、本章で検証する仮説

を導出する。続く 4.3 節では、仮説検証のための分析方法および分析に使用するデータについて説明を行う。4.4 節で実証分析の結果を提示し、仮説の検証および結果の解釈を行った後、4.5 節で本章の結論を述べる。

4.2 仮説の導出

製品・サービス市場における企業間の競争が経営者を規律付けるという考えには、背景として次の仮説が存在する。一つ目は、企業間の競争によって各企業の業績を相対的に評価する機会が増えることで観測が困難な経営者の努力水準に関する追加的な情報を得ることが可能となり、経営者と株主の間の情報の非対称性が小さくなるという仮説である (Holmstrom,1982; Nalebuff and Stiglitz,1983)。この仮説の下では、競争が激しくなるほど情報の非対称性が軽減されることによってモニタリングのコストが低下し、株主によるモニタリングが有効に機能することで経営者の規律付けにつながるとされる。

二つ目は倒産脅威 (threat-of-liquidation) 仮説と呼ばれるものであり、次のような論理である (Schmidt, 1997)。競争的な産業に属する企業の経営者が負の NPV の投資案件を実行したり、自己の便益のために企業の資源を浪費した場合、企業の競争力が低下することで収益は悪化し、最悪の場合倒産に至る。そのため、競争的な産業に属する企業の経営者は業績悪化や倒産による報酬の削減・失職のリスクを避けるために効率的な企業経営を行うとされる。

製品・サービス市場における競争が経営者の規律付けとして働き、企業の業績や生産性に正の影響を与えるという実証結果を報告している先行研究としては次のものが挙げられる。Graham, Kaplan, and Sibley (1983)は、米国の航空産業において規制緩和後に有意に生産性が改善したことを見出している。また Nickell(1996)は、英国企業を対象に製品・サービス市場の競争と企業の生産性との関係を検証し、競争が激しい産業ほど全要素生産性が高くなることを明らかにした。Berger and Hannan(1998)は、米国の銀行業を対象にした分析を行い、市場支配力の指標と効率性の指標の間に強い負の関係が存在することを指摘している。Griffith(2001)は、エージェンシー対立が深刻な企業においては、製品・サービス市場における競争が生産性を改善させることを示している。

以上の先行研究からは、製品・サービス市場における企業間の競争がガバナンスのメカニズムとなっている可能性が示唆される。

コーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の関係について議論するうえで重要な示唆

を与えてくれる研究として La Porta et al.(2000)が挙げられる。La Porta et al.(2000)は、コーポレート・ガバナンスの強度を表す変数として株主保護制度に着目し、各国の株主保護制度の違いが配当政策に与える影響について実証的に分析している。彼らは、株主保護制度と配当政策の関係についてエージェンシーモデルに基づいた二つの概念的モデルを提示している。一つ目は”outcome model”と呼ばれるもので、実効性の高い株主保護制度が存在するならば、株主特に少数株主の要求が経営者に受け入れられやすいため、株主は企業から配当を引き出すことができると想定している。つまり、コーポレート・ガバナンスが有効に機能している結果として企業の配当政策に影響が出ることを意味する。outcome model では、株主保護が手厚い国ほど配当水準が高くなることが予想される。二つ目は”substitute model”と呼ばれるもので、企業は将来の資金調達のコストを軽減するために資本市場における評判 (reputation) を確立しようとするが、このときに配当が利用されることを想定している。評判 (reputation) の確立のために配当を利用する場合、株主保護制度が未整備で株主の権利が弱い国においてその効果はより大きくなる。したがって、substitute model では、outcome model とは逆に株主保護が弱い国ほど配当水準が高くなることが予想される。以上の異なる二つの仮説を検証した結果、La Porta et al.(2000)は outcome model が支持されると結論付けている。

Grullon and Michaely (2014)は、La Porta et al.(2000)の考えに基づき、製品・サービス市場における競争とペイアウト政策の関係を検証している。彼らは、企業間の競争によって経営者が規律付けられることの結果としてペイアウト政策に違いが生じるのか (outcome 仮説)、または企業間の競争の代わりとしてペイアウト政策に違いが生じるのか (substitute 仮説) を検証するとともに、他社のプレデーション行動に対応するためにペイアウト政策に違いが生じている (predation 仮説) という仮説についても検証している。分析の結果、製品・サービス市場における競争とペイアウト政策の関係は outcome 仮説によって説明できると結論付けている。

前段の predation 仮説とは、競合企業の新規参入の阻止や競合企業を市場から排除するといった市場略奪的な行動 (以下、プレデーション行動または単にプレデーションと記す) に対する備えとして企業はペイアウトを控えるという仮説である。Zingales(1998)などで報告されているように、プレデーション行動の効果は非競争的な産業ほど大きいとされる。そのため、predation 仮説では非競争的な産業ほどペイアウト政策に消極的であることが予想されるが、predation 仮説から示唆される市場競争度とペイアウト政策の関係は outcome 仮説から予想される関係と類似したものとなる。この点に関して、三谷(2013)は日本企業を

対象に Grullon and Michaely (2014)と同様の分析を行ったところ、日本においても産業の競争度とペイアウト政策の間には正の関係が見られるが、その関係は **outcome** 仮説による説明ではなく **predation** 仮説による説明が妥当であると結論付けている。

上記のように、製品・サービス市場における競争とペイアウト政策には正の関係が見られるものの、その背景にある仮説は日米で異なるものが支持されており議論の余地が残るところである。そこで本章では、この点を検証するために次の仮説を設定し、検証を行う。

仮説 1

製品・サービス市場における競争が激しい産業に属する企業ほどペイアウト金額が多い。

仮説 2-1

市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係は、エージェンシー問題が深刻と考えられる企業において強まる (**outcome** 仮説)。

仮説 2-2

市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係は、競合他社からのプレデーションのリスクが高いと考えられる企業において強まる (**predation** 仮説)。

先行研究と同様に **outcome** 仮説または **predation** 仮説のいずれかが成立しているのであれば、仮説 1 が支持されるであろう。そして、仮説 1 が成立している状況のもとで仮説 2 について検証を行う。

製品・サービス市場における競争と企業業績および企業行動の関係を検証している近年の実証研究では、他のコーポレート・ガバナンスのメカニズム（買収の脅威や内部ガバナンスなど）との関係を考慮に入れた分析が行われている。Giroud and Mueller(2010)は、非競争的な産業では、資本市場を通じた規律付けを弱めるような法律（BC 法）が施行された後に有意に企業業績が悪化したことを明らかにした。また、Tian and Twite(2011)は、オーストラリアの企業を対象に製品・サービス市場または資本市場からの規律付けが内部ガバナンスと生産性の関係にどのような影響を与えているのかを分析し、生産性に与える影響は製品・サービス市場における競争と内部ガバナンスの間で代替的な関係が成り立つという実証結果を提示している。Chhaochharia et al.(2015)は、SOX 法前後の企業業績を比較し、非競争的な産業に属している企業では SOX 法施行後に有意に業績が改善しているという結果を提示し、産業の競争度と内部ガバナンスが代替的な関係にあると結論付けている。これらの実証結果から示唆されるように、製品・サービス市場における競争と企業レ

ベルのコーポレート・ガバナンスが経営者を規律付けるメカニズムとして代替的な関係にあるのであれば、ペイアウト政策との関係においてもあらわれる可能性がある。このとき、市場競争度とペイアウト政策の関係は他のコーポレート・ガバナンスが機能することによって弱まることが予想される。

一方、Holmstrom and Milgrom(1994)は、プリンシパル－エージェント関係におけるマルチタスク問題が存在するような状況においては種々のインセンティブ・スキームが補完的に機能することを示している。株主－経営者間の利害対立を緩和する手段としてガバナンスの効果とインセンティブ・スキームが代替的であるならば、製品・サービス市場における競争が企業レベルのコーポレート・ガバナンスと補完的な関係にある可能性も考えられる³⁹。また、倒産脅威仮説において経営者に対する規律付けの源泉となっている倒産や業績悪化による負の効用は、潜在的なガバナンスの脅威が存在するほど大きくなると考えられる（例えば、業績悪化時における取締役選任議案に対する反対など）。この場合、製品・サービス市場における競争がペイアウト政策に与える影響は企業レベルのガバナンスが機能している企業ほど強くなる可能性がある⁴⁰。以上より、仮説 2-1 が成立していることを所与として次の仮説が導出される。

仮説 3-1

製品・サービス市場における企業間の競争とペイアウト金額との間の正の関係は、他のコーポレート・ガバナンスのメカニズムが機能していると考えられる企業において弱まる（代替関係）。

仮説 3-2

製品・サービス市場における企業間の競争とペイアウト金額との間の正の関係は、他のコーポレート・ガバナンスのメカニズムが機能していると考えられる企業において強まる（補完関係）。

³⁹ Giroud and Mueller(2011)は、効率的なガバナンスが経営者のインセンティブ・スキームの代わりとなり得るという前提のもとで、製品・サービス市場における企業間競争と G-index で測られるコーポレート・ガバナンスの強度が補完的な関係にあるか代替的な関係にあるかを検証している。彼らは、ガバナンスが弱く非競争的な産業に属する企業では有意に株式のリターンは低く企業業績も悪いという代替関係を支持する結果を報告している。

⁴⁰ Grosfeld and Tressel(2002)は、ポーランドの企業を対象に産業の競争度と株式所有構造が企業業績に与える影響を分析し、ガバナンスが強いと考えられる企業ほど産業の競争度が企業業績に与える影響は大きいという補完的な関係を支持する結果を見出している。

4.3 分析方法とデータ

4.3.1 分析方法

本節では、仮説検証のための推計モデルを定式化し、分析に使用する変数について説明する。

まず、仮説 1 の検証には以下の式を推計する。

$$PAYOUT_{i,t} = \alpha + \beta_1 HHI_{j,t} + Control\ Variables_{i,t} + u_{i,t}$$

ここで、被説明変数となる $PAYOUT_{i,t}$ には配当総額、自己株式取得額、配当総額に自己株式取得額を加えた総利益還元額をそれぞれ期末簿価総資産で基準化したものを使用する⁴¹。自己株式取得額は、キャッシュフロー計算書に記載されている自己株式取得による支出金額から自己株式処分による収入金額を差し引いた値に-1 を乗じたものである。なお、自己株式取得額が負の値をとるものは 0 に置き換える処置を行っている。分析で最も注目すべき変数である $HHI_{j,t}$ は、t 期における産業 j のハーフィンダール・ハーシュマン指数（以下、HHI と記す）であり、各期の各産業の製品・サービス市場における競争度の代理変数である。HHI が低い産業ほど市場における企業間の競争が激しいと捉えられる⁴²。 $HHI_{j,t}$ の定義は以下のとおりである。

$$HHI_{j,t} \equiv \sum_{i=1}^{N_j} s_{i,j,t}^2$$

$s_{i,j,t}$ は、t 期における産業 j に属する企業 i の売上高に基づく市場占有度を表す。HHI を算出する際、上場企業のデータのみを使用して市場占有度を計算し HHI を算出すると、実際の市場競争度を過小評価してしまう可能性がある。この点を考慮し、非上場企業も含めた売上高のデータを使用して HHI を算出することでこの問題に対処している。なお、HHI を算出する際の産業区分は 2012 年版の北米産業区分の 4 桁基準（NAICS 4-digit code）を使用している。この基準では、分析サンプルは全 196 種の産業に分類されるため、産業分

⁴¹ 当期純利益で基準化すると負の値や極端に大きな値をとる観測値が生じ、変数の解釈が困難であるため、本章では配当性向や総利益還元性向は被説明変数に使用していない。

⁴² ただし、HHI で評価すると寡占的な市場であっても、Baumol(1982)で提唱されたような投下資本の流動性が高く参入障壁や退出コストが小さい”contestable”な市場であれば、潜在的な新規参入企業の脅威は大きく、企業間の競争が激しい産業と捉えられる可能性もある。

類が大きい（粗い）ことによって事業内容や製品の特性が大きく異なる企業を同一産業に分類してしまう誤りがある程度軽減できると考えられる。なお、HHI の算出においては、同一産業内で非欠損値のデータが少なくとも 5 社分は存在する産業にサンプルを限定している。産業別の HHI（サンプル期間平均）の結果は章末の付表を参照されたい。

回帰分析においては、企業属性の違いをコントロールするために Grullon and Michaely(2014)を参考に以下の変数をコントロール変数として使用している。まず、企業規模の影響をコントロールするために株式時価総額の自然対数値 (LN(MV)) を使用する。規模が大きい企業ほど経営者と外部投資家との間の情報の非対称性は小さく、資本市場から資金調達することも容易であるため内部留保を増やす動機は弱いと考えられる。そのため、企業規模とペイアウト金額は正の関係にあることが予想される (Lloyd, Jahera, and Page, 1985)。一方、シグナリング理論の観点から考えると、経営者と外部投資家との間の情報の非対称性が小さいのであれば、将来の業績に関するシグナルとしてペイアウトを行うことの誘因は弱いと考えられる (Bhattacharya, 1979; John and Williams, 1985; Miller and Rock, 1985)。この場合、企業規模とペイアウト金額は負の関係にあることが予想される。次に、投資機会の代理変数として時価簿価比率 (MTB) を用いる。ペイアウト政策に関する多くの先行研究では、投資機会が大きい企業ほど資金需要が旺盛なためペイアウトを控えることが予想されている。この場合、ペイアウト金額と時価簿価比率は負の関係にあることが予想される。また、Chay and Suh(2009)は、キャッシュフローの不確実性が大きい企業は将来の資金不足に備えて内部資金を蓄えるためにペイアウトを抑制するという実証結果を得ている。彼らはキャッシュフローの不確実性の代理変数として株式リターンのボラティリティを用いているが、本分析においてもこれにならい、収益の不確実性がペイアウトに与える影響をコントロールするため、過去 3 年間の株式のトータルリターン（日次ベース）の標準偏差 (RETURN_VOL) を使用する。さらに、企業の収益性の代理変数として総資産利益率 (ROA)、余剰資金の代理変数として現預金比率 (CASH) を説明変数に加える。収益性が高い企業、手元流動性が豊富な企業ほどペイアウト金額が多いと予想される。資本構成の影響は負債比率 (LEV) を加えることでコントロールする。Jensen(1986)は、フリー・キャッシュフローの削減手段として負債利用が有効で配当支払いの代替手段となる可能性を指摘している。この考えに基づくと、負債比率が高い企業ほどペイアウト金額は少なくなることが予想される。その他、産業に特有の影響やマクロ環境の影響をコントロールするために産業ダミーと年度ダミーを使用する⁴³。また、被説明変数であるペイ

⁴³ 産業ダミーは 2012 年版北米産業区分の 2 桁基準 (NAICS 2-digit code) に基づく。

アウトの指標が 0 で打ち切られていることを考慮し、推計にはトービット・モデルを使用している。

分析では、まず(1)式を推計し、HHI の符号条件により **outcome** 仮説・**predation** 仮説が妥当であるか、または **substitute** 仮説が妥当であるかを検討する。HHI の符号が正であるならば **outcome** 仮説または **predation** 仮説が支持され、符号が負であるならば **substitute** 仮説が支持される。ただし、(1)式を推計して HHI の符号が正であったとしても、**outcome** 仮説と **predation** 仮説のどちらが支持されるかを判断することはできない。両仮説のどちらが妥当であるかを判断するために次式を推計する。

$$\begin{aligned}
 PAYOUT_{i,t} = & \alpha + \beta_1 HHI_{j,t} + \beta_2 HHI_{j,t} * LARGE_{i,t} + \beta_3 LARGE_{i,t} + Control\ Variables_{i,t} \\
 & + u_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{3}$$

(3)式は、(1)式に **LARGE** および **HHI** と **LARGE** の交差項を加えた推計モデルとなっている。ここで、**LARGE** は企業規模が所属産業 (NAICS 4-digit) の平均値を上回っている場合は 1 そうでない場合 0 をとるダミー変数で、所属産業内の相対的な規模の大きさを表す変数である。産業内の相対的な規模が大きい企業は、他の企業に比べてフリー・キャッシュフローが大きくエージェンシー問題が深刻であることが予想される。**outcome** 仮説による説明が妥当であるならば、製品・サービス市場における競争がペイアウト金額に与える正の影響 (HHI とペイアウト金額との間の負の関係) はこのような企業においてより強くなると考えられる。つまり、 β_2 の符号は負になることが予想される。一方、**predation** 仮説による説明が妥当であるならば、産業内の相対的な規模が小さい企業ほど資本力も弱く販売チャネルも少ないため、プレデーションのリスクは高いと考えられる。このような企業においては、HHI とペイアウト金額との間の負の関係はより強くなるであろう。逆に、相対的に規模が大きい企業はプレデーションのリスクが小さいため両者の負の関係は弱くなるはずである。つまり、**outcome** 仮説とは反対に β_2 の符号は正になることが予想される。

この検証方法は、産業内の相対的な企業規模の違いではなく市場支配力に着目しても同様に実行可能であろう⁴⁴。市場支配力が強い企業ほど高価格を維持することにより収益をあげることが容易であるため、フリー・キャッシュフローも大きくなると考えられる。上述のとおり、**outcome** 仮説による説明が妥当であるならば、市場支配力が強い企業ほど HHI とペイアウト金額との間の負の関係は強まることが予想される。また、市場支配力が強い

⁴⁴ 三谷(2013)は、プライス・コスト・マージンで表される市場支配力に着目して製品・サービス市場における競争とペイアウト政策の関係を検証し、**predation** 仮説による説明が妥当であることを指摘している。

企業ほど、競合企業がシェアを奪うために低価格戦略を仕掛けてきたとしても対応することは容易であるため、プレデーションのリスクは小さいと予想される。つまり、先程と同様 predation 仮説による説明が妥当であるならば、市場支配力が強い企業ほど HHI とペイアウト金額との間の負の関係は弱まることが予想される。本分析では、市場支配力をプライス・コスト・マージン（以下、PCM と記す）で捉えている。PCM は実際に観測することが不可能であるため、Phillips(1995)や三谷(2013)にならい、売上高から売上原価および棚卸資産変動分を差し引いたものを売上高+棚卸資産変動分で除すことで PCM の代理変数を算出している。分析においては、PCM が所属産業（NAICS 4-digit）の平均値を上回っている場合は 1 そうでない場合 0 をとるダミー変数（H_PCM）を LARGE の代わりに用いて推計を行い交差項の符号条件を検討する。4.4.3 節の分析で使用するガバナンスに関する変数も含め、本章で扱う変数の詳細については表 4-1 を参照されたい。

4.3.2 サンプルとデータ

本章の分析は、2013 年 3 月期時点で上場中の 3 月期決算企業を対象にしている。ただし他の産業と特性が大きく異なるため、日経業種分類で金融業に属する企業は分析対象から除外している。サンプル期間は 2005 年 3 月期から 2013 年 3 月期までの 9 年間とする。HHI を算出する際に使用する財務データは非上場企業の財務データを収録している Oriana（ビューロ・ヴァン・ダイク社）から取得し、それ以外の財務データは日経 NEEDS-FinancialQUEST、株主構成や取締役会のデータは日経 NEEDS-Cges から取得している（ともに日本経済新聞社）。

表 4-2 に本章の分析に使用する変数の記述統計量、表 4-3 に相関係数行列をそれぞれ示している。なお、すべての変数は上下各 1%の観測値を上下各 1%に相当する観測値に置き換えることで異常値の影響を軽減している（winsorization）。表 4-3 から HHI は変数の中で LN(MV)と最も相関が高いことが見て取れる。Ali, Klasa, and Yeung(2009)は、非上場企業も含めて算出された米国の国勢調査の HHI が企業規模と正の相関があることを報告しており、同様の傾向が本章のデータからも確認される。

4.4 分析結果

4.4.1 製品・サービス市場の競争度がペイアウト金額に与える影響

本節では、製品・サービス市場における企業間の競争がペイアウト金額に与える影響を検証するため、4.3.1 節の(1)式を推計する。結果を表 4-4 に示している。いずれの被説明変

数についても HHI は有意に負の値をとっている。この結果は、HHI が低い（製品・サービス市場における競争が激しい）産業ほど配当額、自己株式取得額、総利益還元額が多いという outcome 仮説および predation 仮説からの予想と整合的な結果である。また、DIV_TA の結果について見ると、HHI は-0.222 で他の変数を平均値に固定したときの限界効果は-0.205 となる。これは HHI が 1 標準偏差分 (0.125) 低下した場合、DIV_TA が 0.026%（平均から 3%程度）上昇することを表している。米国の製造業を対象にした Grullon and Michaely(2014)では、HHI の 1 標準偏差分の低下により平均値から見て配当水準が 30%から 40%程度上昇することを報告しており、製品・サービス市場の競争度がペイアウト金額に与える影響の大きさは日米で異なっていることがわかる。

コントロール変数の結果について見ると、概ね先行研究の結果と整合的である。多くの先行研究と同様、LN(MV)、ROA、CASH は有意に正の値をとっており、RETURN_VOL と LEV は有意に負の値をとっている。つまり、企業規模が大きい企業、収益性が高い企業、手元流動性が豊富な企業、株式のトータルリターンが安定的な企業、負債比率が低い企業ほどペイアウト金額が多いことが示唆される。ただし、MTB に関しては予想の符号条件とは逆で、二つの推計結果 (DIV_TA と TOTAL_TA) で有意に正の値をとっている。これは、投資機会が大きい企業ほどペイアウト金額が多いことを示唆している。この結果の解釈としては、Chay and Suh(2009)で指摘されているように、投資機会が大きい企業ほど将来の収益増加が見込まれるため、現時点のペイアウトを増加させている可能性が考えられる。

以上の結果から substitute 仮説は棄却されたが、この結果だけでは outcome 仮説と predation 仮説のどちらが成立しているのかを判別することは難しい。この点については次節で検証する。

4.4.2 outcome 仮説と predation 仮説の検証

表 4-4 の分析で確認された製品・サービス市場の競争度とペイアウト金額との間の正の関係が outcome 仮説によって説明可能であるか、または predation 仮説によって説明可能であるかを検証するため、本節では、所属産業における企業規模と PCM の相対的な大きさに着目した分析を行う。4.3.1 節で述べたように、製品・サービス市場における競争が経営者の規律付けとして機能しており outcome 仮説による説明が妥当であるならば、所属産業内で相対的に規模が大きい企業ほど市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係は強くなると考えられる。つまり、HHI と LARGE の交差項の符号は負となることが期待される。同様に、所属産業内で相対的に PCM が大きい企業ほど市場競争度とペイアウト金額との間

の正の関係は強くなると考えられるため、HHIとH_PCMの交差項の符号も負となることが期待される。一方、predation仮説による説明が妥当であるならば、所属産業内で相対的に規模またはPCMが大きい企業ほど市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係は弱くなると考えられる。つまり、HHIとLARGEまたはH_PCMとの交差項の符号は正となることが期待される。

表4-5に推計結果を示している。パネルAはHHIとLARGEの交差項とLARGEを加えたモデルの推計結果、パネルBはHHIとH_PCMの交差項およびH_PCMを加えたモデルの推計結果を示している。パネルAを見ると、いずれの被説明変数についてもHHI*LARGEは有意に負の値をとっていることがわかる。パネルBを見ると、HHI*H_PCMは有意性は低下しているもののパネルAと同様にいずれの被説明変数についても負の値をとっており、被説明変数がDIV_TAの場合10%水準で有意となっている。この結果から、outcome仮説による説明が妥当であり、製品・サービス市場における企業間の競争は経営者の規律付けとして機能している可能性が示唆される。表4-4の結果と比べると、HHIは負の値をとるものの係数の大きさおよび有意性は低下していることから、製品・サービス市場の競争による規律付けがペイアウト金額に与える効果は、相対的に規模やPCMが大きくフリー・キャッシュフローが大きいと思われる企業、すなわちエージェンシー問題が深刻であると思われる企業によって主にもたらされていることが示唆される。また、DIV_TAのみパネルA・Bともに交差項が統計的に有意に負となっていることは、フリー・キャッシュフローの削減手段としては自社株買いよりも硬直的で企業のコミットメントが強いと考えられる配当のほうが有効かつ重要なペイアウト手段であるという考えとも整合的な結果である。

以上の結果から、日本においても製品・サービス市場における競争は経営者の規律付けのメカニズムとして機能していることが示唆される。しかし、前節で見たようにHHIがペイアウト金額に与える影響の程度は日米で大きな差がある。これは、日本においては米国ほど企業間の競争による規律付けが強くない可能性を示唆している。この点を踏まえ、次節では、ペイアウト金額に与える影響で見たときに製品・サービス市場の競争度と企業レベルのガバナンスのメカニズムが補完的であるのかまたは代替的であるのかを検証する。

4.4.3 製品・サービス市場の競争度と企業レベルのガバナンスの関係

前節までの分析により、製品・サービス市場の競争が経営者を規律付けるメカニズムとして機能するという考えを支持する結果が得られた。本節では、製品・サービス市場の競

争がペイアウト金額に与える影響が、株主構成や取締役会構造で捉えられる企業レベルのガバナンスの強度を考慮した場合にどのように変化するかを検証する。

本分析では、企業レベルのガバナンスの強度を表す変数として以下の変数を使用する。まず、株主に関する変数として機関投資家持株比率（INST）がサンプルの中央値を上回る場合 1 そうでない場合は 0 をとるダミー変数である高機関投資家ダミー（H_INST）を用いる。Allen, Bernardo, and Welch(2000)は、機関投資家は他の株主と比較すると情報収集能力やモニタリング能力に優れるため、株主 - 経営者間のエージェンシー問題を軽減しうることを指摘している。そのため、機関投資家による株式保有が多いほどガバナンス機能の向上につながると予想される。また、株主に関する変数として筆頭株主ダミー（TOP）も使用する。TOP は、個人または持株会を除いて持株比率が 5%超の筆頭株主が存在すれば 1 そうでない場合は 0 をとるダミー変数である。この変数は、企業外部者の大株主が存在するか否かを表す変数である。外部の大株主は経営のモニタリングを行い、それに伴う費用を負担する動機を有すると考えられるため、外部の大株主の存在はガバナンスを強めると考えられる（Shleifer and Vishny, 1986; Cyert, Kang, and Kumar, 2002）。ただし、個人の筆頭株主は多くの場合創業者一族であり、持株会は従業員や取引先などの株主とは異なる利害関係者による株式保有を表すため、これらの株主が筆頭株主である場合は持株比率が 5%超の筆頭株主であったとしても外部の大株主とは見なさず、筆頭株主ダミーは 0 とする。

次に取締役会に関する変数としては、社外取締役比率（OUTSIDER）が 10%以上であれば 1 そうでない場合は 0 をとる高社外取締役ダミー（H_OUTSIDER）を使用する⁴⁵。Fama and Jensen(1983)および Jensen(1993)によると、社外取締役は経営者から独立した立場にあり、客観的に経営のモニタリングを行うことができるため企業内部のガバナンスの向上につながるとされる。以上の変数と HHI との交差項を(1)式に加えたモデルを推計することで、ペイアウト金額に与える影響で見たときに産業レベルのガバナンスのメカニズムと企業レベルのガバナンスのメカニズムが互いに補完的であるかまたは代替的であるかを検証する。なお、上記の 3 つの変数はいずれも 1 期前のものを使用している。

表 4-6 に推計結果を示している。パネル A はガバナンス変数として高機関投資家ダミー、パネル B は筆頭株主ダミー、パネル C は高社外取締役ダミーをそれぞれ使用している。被説明変数が DIV_TA の推計結果は、パネル A・B・C のすべてにおいて HHI との交差項は有意に負の値をとっている。この結果は、製品・サービス市場の競争度がペイアウト特に

⁴⁵ 社外取締役が存在すれば 1 そうでない場合は 0 をとるダミー変数を使用して同様の分析を行ったが、結果に大きな違いは見られなかった。

配当に与える影響は、機関投資家の株式保有が多い企業、外部の筆頭株主が存在する企業、社外取締役が多く存在する企業ほど強まることを示している。つまり、企業レベルのガバナンスのメカニズムと産業レベルのガバナンスのメカニズムである製品・サービス市場における企業間競争は補完的な関係にあることが示唆される。また、HHIは有意でなくなっていることから、表4-4で確認された市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係はガバナンスが強いと考えられる企業においてのみ確認される関係であるといえる。さらに、フリー・キャッシュフローのエージェンシー・コスト削減の面では配当よりも効果が小さいと考えられる自社株買いは、いずれのパネルでも交差項は有意な値をとっていない。この結果は、製品・サービス市場における企業間の競争による規律付けと企業レベルのガバナンスが補完的に機能し合うことで全体的にガバナンスが向上する結果、主に配当が増加することを意味し、エージェンシー理論に基づくフリー・キャッシュフロー仮説からの示唆とも整合的である。

また、結果の頑健性を確認するため次の分析を行った。分析においては、コーポレート・ガバナンスに関する3つの指標、機関投資家持株比率、筆頭株主ダミー、社外取締役比率を主成分分析によって1つの指標へと縮約した総合的なガバナンスの強度を表す変数を使用する。この変数（主成分得点）は平均が0で標準偏差が1となるため、これが0を上回る場合には1、0以下となる場合には0をとるガバナンスダミー（GOV）を作成し、先程と同様の分析を行っている。結果は表4-6のパネルDに示しているとおりで、これまでの分析結果と同様の傾向が確認される。

以上の結果は、ペイアウト金額に与える影響に関して製品・サービス市場の競争度と企業レベルのガバナンスは補完的な関係にあるという仮説3-2を支持する結果といえる。このことは、日本企業のガバナンスを強化するためには、取締役改革などの企業レベルのガバナンス改革を進めるだけでなく、規制緩和を進めることで企業間の競争を活発にする必要があることを示唆している。

4.5 結論

本章では、製品・サービス市場における企業間の競争が企業のペイアウト政策に与える影響を分析した。企業間の競争が経営者を規律付けるメカニズムとして機能する可能性は古くから指摘されており、実証研究からも整合的な結果が示されていた。分析の結果、所属産業の競争が激しい企業ほどペイアウト特に配当が多い傾向にあることが確認された。

またこの傾向は、産業内で相対的に規模が大きい企業や市場支配力が強い企業において強くなることが確認された。この結果は、ペイアウト政策の研究の文脈においても産業の競争度が経営者を規律付けるメカニズムになるという考えが支持されることを意味する。さらに、この製品・サービス市場の競争による規律付けのメカニズムは、ペイアウト政策に対して企業レベルのガバナンスのメカニズムと補完的な関係にあるという結果も見出された。

以上の結果は、日本においても製品・サービス市場の競争という産業レベルの規律付けのメカニズムがペイアウト政策を議論する上で重要な要因となりうることを示唆する。また、産業レベルの規律付けのメカニズムと企業レベルの規律付けのメカニズムがペイアウト政策においては補完的な関係にあるという結果は、ペイアウト政策の研究だけでなく、有効なコーポレート・ガバナンスのあり方を議論していく上でも重要な知見になると思われる。

ただし、本章の分析には次の課題が存在する。それは、製品・サービス市場における競争度を表す変数として HHI だけでは国際的な競争度や潜在的な競合企業の存在を反映することが不可能または困難であるという点である。製品やサービスの特性によっては、国際的な競争が企業行動に大きく影響する可能性もあるため、この点を考慮することが必要となるであろう。この点については今後の研究課題としたい。

表 4-1 変数定義表

変数名	名称	定義
DIV_TA	配当額（対総資産）	配当総額 ÷ 簿価総資産
REP_TA	自己株式取得額（対総資産）	自己株式取得総額 ÷ 簿価総資産 自己株式取得額は、キャッシュフロー計算書の自己株式取得による支出額から自己株式処分による収入額を差し引いたものに-1を乗じたもの。なお、負の値をとる観測値は0に置き換えている。
TOTAL_TA	総利益還元額（対総資産）	(配当総額 + 自己株式取得額) ÷ 簿価総資産
HHI	ハーフィンダール・ハーシュマン指数	各産業における各企業の市場占有率（売上高）の二乗和
LN(MV)	企業規模（株式時価総額）	株式時価総額の自然対数値 株式時価総額は当期末決算月の平均株価に期末発行済株式数を乗じたもの。
MTB	時価簿価比率	(株式時価総額 + 簿価総資産 - 簿価株主資本) ÷ 簿価総資産
RETURN_VOL	株式リターンの標準偏差	過去3年間の株式のトータルリターンの標準偏差（日次ベース）
ROA	総資産利益率	営業利益 ÷ 期中平均簿価総資産
CASH	現預金比率	(現預金 + 有価証券) ÷ 簿価総資産
LEV	負債比率	有利子負債 ÷ 簿価総資産
LARGE	企業規模ダミー	産業平均の株式時価総額を上回っている場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数 ※産業は2012年のNAICS4桁コードに基づく。
PCM	プライス・コスト・マージン	(売上高 - 売上原価 + 棚卸資産変動分) ÷ (売上高 + 棚卸資産変動分)
H_PCM	高PCMダミー	産業平均のPCMを上回っている場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数 ※産業は2012年のNAICS4桁コードに基づく。

表 4-1 変数定義表 (続き)

変数名	名称	定義
INST	機関投資家持株比率	外国人持株比率 (外国法人は除く) + 生保特別勘定・信託勘定持株比率 (期末)
H_INST	高機関投資家持株比率ダミー	機関投資家持株比率がサンプルの中央値を上回る場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数
TOP	筆頭株主ダミー	持株比率が 5%以上の筆頭株主 (個人および持株会を除く) が存在すれば 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数
OUTSIDER	社外取締役比率	改正前会社法 (2006 年 5 月施行) の定義に基づく社外取締役が全取締役に占める割合
H_OUTSIDER	高社外取締役比率ダミー	社外取締役比率が 10%以上であれば 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数
GOV	ガバナンスダミー	ガバナンスの強度を表す指標が 0 を上回る場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数

表 4-2 記述統計量

変数名	観測数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
DIV_TA(%)	19,765	0.821	0.657	0.764	0.000	4.234
REP_TA(%)	19,235	0.246	0.000	0.804	0.000	5.543
TOTAL_TA(%)	19,235	1.090	0.740	1.270	0.000	7.743
HHI	19,992	0.116	0.077	0.121	0.008	0.711
MV	19,264	103,488	12,965	302,824	606	2,152,823
MTB	19,235	1.079	0.952	0.558	0.452	4.441
RETURN_VOL(%)	18,144	2.653	2.448	1.015	1.009	6.263
ROA	18,882	0.048	0.042	0.055	-0.147	0.247
CASH	19,235	0.172	0.138	0.132	0.011	0.674
LEV	19,235	0.195	0.161	0.174	0.000	0.672
PCM	19,614	0.259	0.224	0.168	-0.040	0.799
INST(%)	18,831	14.769	9.360	15.439	0.000	59.610
TOP	19,038	0.732	1.000	0.443	0.000	1.000
OUTSIDER(%)	18,949	8.170	0.000	12.481	0.000	50.000

注 1. MV の単位は百万円で、LN(MV)の対数変換前の値を表す。

注 2. ダミー変数を除くすべての変数は上下各 1%で winsorize している。

表 4-3 相關係數行列

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) DIV_TA														
(2) REP_TA	0.25													
(3) TOTAL_TA	0.77	0.79												
(4) HHI	-0.04	-0.01	-0.02											
(5) LN(MV)	0.25	0.13	0.23	0.13										
(6) MTB	0.29	0.12	0.26	0.05	0.30									
(7) RETURN_VOL	-0.28	-0.05	-0.20	0.03	-0.32	0.20								
(8) ROA	0.61	0.15	0.47	0.00	0.30	0.35	-0.18							
(9) CASH	0.35	0.11	0.29	-0.06	-0.13	0.20	0.14	0.16						
(10) LEV	-0.41	-0.12	-0.32	0.06	-0.04	0.02	0.18	-0.23	-0.41					
(11) PCM	0.39	0.13	0.32	0.03	0.10	0.31	-0.04	0.34	0.32	-0.15				
(12) INST	0.25	0.15	0.24	0.08	0.75	0.18	-0.16	0.25	-0.02	-0.09	0.07			
(13) TOP	0.00	0.01	0.00	0.01	0.23	-0.03	-0.10	0.03	-0.18	-0.06	-0.11	0.19		
(14) OUTSIDER	0.06	0.03	0.06	0.05	0.10	0.13	0.09	0.02	0.06	-0.01	0.10	0.11	0.12	

表 4-4 HHI がペイアウト政策に与える影響

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.222 *** (-2.70)	-0.249 * (-1.69)	-0.295 ** (-2.46)
LN (MV)	0.024 *** (3.75)	0.189 *** (15.41)	0.076 *** (7.15)
MTB	0.155 *** (5.03)	-0.058 (-1.23)	0.248 *** (4.80)
RETURN_VOL	-0.244 *** (-18.26)	-0.100 *** (-4.60)	-0.295 *** (-15.61)
ROA	7.851 *** (31.55)	1.439 *** (3.83)	9.571 *** (24.30)
CASH	0.970 *** (9.02)	0.587 *** (3.37)	1.517 *** (9.12)
LEV	-0.922 *** (-15.20)	-0.589 *** (-5.01)	-1.223 *** (-13.04)
Constant	1.156 *** (5.42)	-1.678 *** (-4.09)	0.878 *** (2.75)
Year	YES	YES	YES
Industry (2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	18,002	18,011	18,011
疑似決定係数	0.362	0.056	0.155

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。
 注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 4-5 outcome 仮説と predation 仮説の検証

パネル A：企業規模との交差項

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.163 *	-0.113	-0.193
	(-1.78)	(-0.72)	(-1.50)
HHI*LARGE	-0.362 **	-0.683 **	-0.569 *
	(-2.18)	(-2.00)	(-1.93)
LARGE	-0.027	-0.007	-0.009
	(-0.93)	(-0.11)	(-0.17)
LN (MV)	0.037 ***	0.206 ***	0.091 ***
	(4.78)	(14.21)	(7.35)
MTB	0.154 ***	-0.061	0.246 ***
	(5.04)	(-1.27)	(4.78)
RETURN_VOL	-0.242 ***	-0.098 ***	-0.293 ***
	(-18.12)	(-4.54)	(-15.54)
ROA	7.810 ***	1.388 ***	9.526 ***
	(31.49)	(3.70)	(24.22)
CASH	0.968 ***	0.582 ***	1.514 ***
	(9.04)	(3.34)	(9.13)
LEV	-0.920 ***	-0.585 ***	-1.220 ***
	(-15.13)	(-4.96)	(-12.96)
Constant	1.042 ***	-1.871 ***	0.741 **
	(5.19)	(-4.87)	(2.48)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
(2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	18,002	18,011	18,011
疑似決定係数	0.363	0.057	0.156

パネル B：PCM との交差項

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.128	-0.121	-0.198
	(-1.49)	(-0.68)	(-1.52)
HHI*H_PCM	-0.227 *	-0.296	-0.252
	(-1.82)	(-1.16)	(-1.23)
H_PCM	0.088 ***	0.041	0.110 ***
	(3.88)	(0.92)	(2.98)
LN (MV)	0.025 ***	0.188 ***	0.076 ***
	(3.79)	(15.31)	(7.11)
MTB	0.157 ***	-0.052	0.253 ***
	(5.14)	(-1.09)	(4.92)
RETURN_VOL	-0.240 ***	-0.100 ***	-0.292 ***
	(-18.07)	(-4.60)	(-15.47)
ROA	7.583 ***	1.392 ***	9.262 ***
	(30.22)	(3.63)	(22.92)
CASH	0.947 ***	0.578 ***	1.488 ***
	(8.86)	(3.31)	(8.91)
LEV	-0.923 ***	-0.596 ***	-1.228 ***
	(-15.35)	(-5.09)	(-13.13)
Constant	1.135 ***	-1.662 ***	0.855 ***
	(5.15)	(-3.95)	(2.61)
Year	YES	YES	YES
Industry	YES	YES	YES
(2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	17,972	17,981	17,981
疑似決定係数	0.364	0.056	0.156

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 4-6 市場競争度とペイアウト金額の関係に企業レベルのガバナンスが与える影響

パネル A：機関投資家

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.020 (-0.16)	0.029 (0.14)	0.009 (0.05)
HHI*H_INST	-0.338 ** (-2.30)	-0.420 (-1.60)	-0.499 ** (-2.37)
H_INST	0.073 *** (3.01)	0.162 *** (3.36)	0.173 *** (4.45)
LN (MV)	0.019 ** (2.32)	0.167 *** (11.96)	0.054 *** (4.17)
MTB	0.158 *** (5.09)	-0.049 (-1.04)	0.257 *** (4.96)
RETURN_VOL	-0.245 *** (-18.31)	-0.103 *** (-4.75)	-0.298 *** (-15.74)
ROA	7.820 *** (31.60)	1.385 *** (3.70)	9.508 *** (24.27)
CASH	0.959 *** (8.95)	0.556 *** (3.21)	1.486 *** (8.97)
LEV	-0.918 *** (-15.12)	-0.570 *** (-4.85)	-1.207 *** (-12.85)
Constant	1.195 *** (5.27)	-1.525 *** (-3.66)	1.032 *** (3.08)
Year	YES	YES	YES
Industry (2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	17,989	17,998	17,998
疑似決定係数	0.363	0.057	0.156

パネル B：筆頭株主

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	0.035 (0.20)	-0.060 (-0.23)	0.051 (0.21)
HHI*TOP	-0.339 * (-1.86)	-0.245 (-0.82)	-0.455 * (-1.71)
TOP	0.017 (0.61)	-0.004 (-0.07)	0.028 (0.67)
LN (MV)	0.026 *** (4.00)	0.191 *** (15.32)	0.078 *** (7.22)
MTB	0.153 *** (4.99)	-0.060 (-1.26)	0.246 *** (4.77)
RETURN_VOL	-0.242 *** (-18.23)	-0.099 *** (-4.55)	-0.293 *** (-15.53)
ROA	7.853 *** (31.56)	1.441 *** (3.84)	9.574 *** (24.33)
CASH	0.954 *** (8.97)	0.565 *** (3.23)	1.500 *** (9.12)
LEV	-0.932 *** (-15.49)	-0.600 *** (-5.10)	-1.235 *** (-13.20)
Constant	1.150 *** (5.21)	-1.676 *** (-3.96)	0.867 *** (2.62)
Year	YES	YES	YES
Industry (2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	18,002	18,011	18,011
疑似決定係数	0.363	0.056	0.156

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 4-6 市場競争度とペイアウト金額の関係に企業レベルのガバナンスが与える影響 (続き)

パネル C : 社外取締役

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.088 (-0.96)	-0.272 (-1.56)	-0.161 (-1.20)
HHI*H_OUTSIDER	-0.367 ** (-2.29)	0.079 (0.29)	-0.368 (-1.52)
H_OUTSIDER	0.058 ** (2.30)	-0.071 (-1.50)	0.067 * (1.68)
LN (MV)	0.025 *** (3.79)	0.191 *** (15.54)	0.076 *** (7.10)
MTB	0.153 *** (4.99)	-0.054 (-1.15)	0.245 *** (4.77)
RETURN_VOL	-0.243 *** (-18.21)	-0.097 *** (-4.46)	-0.295 *** (-15.55)
ROA	7.855 *** (31.60)	1.422 *** (3.79)	9.577 *** (24.31)
CASH	0.975 *** (9.06)	0.581 *** (3.33)	1.524 *** (9.13)
LEV	-0.918 *** (-15.13)	-0.596 *** (-5.08)	-1.218 *** (-12.97)
Constant	1.100 *** (5.30)	-1.706 *** (-4.10)	0.826 *** (2.65)
Year	YES	YES	YES
Industry (2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	18,002	18,011	18,011
疑似決定係数	0.363	0.056	0.156

パネル D : 総合的なガバナンス変数

	被説明変数		
	DIV_TA	REP_TA	TOTAL_TA
HHI	-0.015 (-0.14)	-0.032 (-0.17)	0.185 (1.16)
HHI*GOV	-0.379 *** (-2.64)	-0.380 (-1.44)	-0.609 *** (-2.68)
GOV	0.044 * (1.95)	0.011 (0.25)	0.097 ** (2.51)
LN (MV)	0.025 *** (3.63)	0.188 *** (14.43)	0.065 *** (5.62)
MTB	0.154 *** (4.99)	-0.048 (-1.06)	0.273 *** (5.47)
RETURN_VOL	-0.243 *** (-18.15)	-0.092 *** (-4.52)	-0.293 *** (-16.10)
ROA	7.847 *** (31.53)	1.490 *** (3.95)	9.800 *** (24.78)
CASH	0.965 *** (9.03)	0.621 *** (3.72)	1.701 *** (11.13)
LEV	-0.923 *** (-15.23)	-0.705 *** (-6.47)	-1.244 *** (-14.61)
Constant	1.129 *** (4.79)	-1.812 *** (-12.01)	0.171 (1.37)
Year	YES	YES	YES
Industry (2-digit NAICS)	YES	YES	YES
観測数	17,989	17,998	17,998
疑似決定係数	0.363	0.054	0.151

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差に基づく t 値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

付表：各産業の HHI（分析期間中の平均値）

産業名	HHI	産業名	HHI
Vegetable and Melon Farming	0.631	Bakeries and Tortilla Manufacturing	0.160
Poultry and Egg Production	0.115	Other Food Manufacturing	0.077
Fishing	0.711	Beverage Manufacturing	0.124
Oil and Gas Extraction	0.411	Fiber, Yarn, and Thread Mills	0.192
Nonmetallic Mineral Mining and Quarrying	0.128	Fabric Mills	0.032
Electric Power Generation, Transmission and Distribution	0.160	Textile and Fabric Finishing and Fabric Coating Mills	0.133
Natural Gas Distribution	0.219	Textile Furnishings Mills	0.264
Water, Sewage and Other Systems	0.151	Other Textile Product Mills	0.411
Residential Building Construction	0.025	Apparel Knitting Mills	0.154
Nonresidential Building Construction	0.238	Cut and Sew Apparel Manufacturing	0.060
Utility System Construction	0.060	Apparel Accessories and Other Apparel Manufacturing	0.153
Highway, Street, and Bridge Construction	0.044	Footwear Manufacturing	0.399
Other Heavy and Civil Engineering Construction	0.021	Sawmills and Wood Preservation	0.066
Foundation, Structure, and Building Exterior Contractors	0.009	Veneer, Plywood, and Engineered Wood Product Manufacturing	0.080
Building Equipment Contractors	0.010	Other Wood Product Manufacturing	0.054
Building Finishing Contractors	0.017	Pulp, Paper, and Paperboard Mills	0.263
Other Specialty Trade Contractors	0.020	Converted Paper Product Manufacturing	0.048
Animal Food Manufacturing	0.115	Printing and Related Support Activities	0.169
Grain and Oilseed Milling	0.104	Petroleum and Coal Products Manufacturing	0.185
Sugar and Confectionery Product Manufacturing	0.238	Basic Chemical Manufacturing	0.048
Fruit and Vegetable Preserving and Specialty Food Manufacturing	0.142	Resin, Synthetic Rubber, and Artificial Synthetic Fibers and Filaments Manufacturing	0.105
Dairy Product Manufacturing	0.171	Pesticide, Fertilizer, and Other Agricultural Chemical Manufacturing	0.060
Animal Slaughtering and Processing	0.153		
Seafood Product Preparation and Packaging	0.156		

注. 産業は NAICS2012 の 4-digit に基づく。

産業名	HHI	産業名	HHI
Pharmaceutical and Medicine Manufacturing	0.057	Coating, Engraving, Heat Treating, and Allied Activities	0.034
Paint, Coating, and Adhesive Manufacturing	0.084	Other Fabricated Metal Product Manufacturing	0.092
Soap, Cleaning Compound, and Toilet Preparation Manufacturing	0.185	Agriculture, Construction, and Mining Machinery Manufacturing	0.227
Other Chemical Product and Preparation Manufacturing	0.070	Industrial Machinery Manufacturing	0.112
Plastics Product Manufacturing	0.011	Commercial and Service Industry Machinery Manufacturing	0.163
Rubber Product Manufacturing	0.293	Ventilation, Heating, Air-Conditioning, and Commercial Refrigeration Equipment Manufacturing	0.295
Clay Product and Refractory Manufacturing	0.127	Metalworking Machinery Manufacturing	0.058
Glass and Glass Product Manufacturing	0.274	Engine, Turbine, and Power Transmission Equipment Manufacturing	0.097
Cement and Concrete Product Manufacturing	0.126	Other General Purpose Machinery Manufacturing	0.030
Lime and Gypsum Product Manufacturing	0.134	Computer and Peripheral Equipment Manufacturing	0.303
Other Nonmetallic Mineral Product Manufacturing	0.070	Communications Equipment Manufacturing	0.085
Iron and Steel Mills and Ferroalloy Manufacturing	0.254	Audio and Video Equipment Manufacturing	0.708
Steel Product Manufacturing from Purchased Steel	0.043	Semiconductor and Other Electronic Component Manufacturing	0.093
Alumina and Aluminum Production and Processing	0.284	Navigational, Measuring, Electromedical, and Control Instruments Manufacturing	0.057
Nonferrous Metal (except Aluminum) Production and Processing	0.113	Manufacturing and Reproducing Magnetic and Optical Media	0.172
Foundries	0.347	Electric Lighting Equipment Manufacturing	0.144
Forging and Stamping	0.031	Household Appliance Manufacturing	0.711
Cutlery and Handtool Manufacturing	0.091	Electrical Equipment Manufacturing	0.087
Architectural and Structural Metals Manufacturing	0.088	Other Electrical Equipment and Component Manufacturing	0.382
Boiler, Tank, and Shipping Container Manufacturing	0.601	Motor Vehicle Manufacturing	0.257
Hardware Manufacturing	0.090	Motor Vehicle Body and Trailer Manufacturing	0.448
Spring and Wire Product Manufacturing	0.290		
Machine Shops; Turned Product; and Screw, Nut, and Bolt Manufacturing	0.050		

産業名	HHI	産業名	HHI
Motor Vehicle Parts Manufacturing	0.057	Grocery and Related Product Merchant Wholesalers	0.022
Aerospace Product and Parts Manufacturing	0.196	Chemical and Allied Products Merchant Wholesalers	0.009
Ship and Boat Building	0.168	Petroleum and Petroleum Products Merchant Wholesalers	0.042
Other Transportation Equipment Manufacturing	0.571	Miscellaneous Nondurable Goods Merchant Wholesalers	0.037
Household and Institutional Furniture and Kitchen Cabinet Manufacturing	0.076	Automobile Dealers	0.016
Office Furniture (including Fixtures) Manufacturing	0.244	Automotive Parts, Accessories, and Tire Stores	0.220
Medical Equipment and Supplies Manufacturing	0.102	Furniture Stores	0.327
Other Miscellaneous Manufacturing	0.057	Home Furnishings Stores	0.194
Motor Vehicle and Motor Vehicle Parts and Supplies Merchant Wholesalers	0.424	Electronics and Appliance Stores	0.127
Furniture and Home Furnishing Merchant Wholesalers	0.016	Grocery Stores	0.194
Lumber and Other Construction Materials Merchant Wholesalers	0.014	Specialty Food Stores	0.031
Professional and Commercial Equipment and Supplies Merchant Wholesalers	0.037	Beer, Wine, and Liquor Stores	0.184
Metal and Mineral (except Petroleum) Merchant Wholesalers	0.027	Health and Personal Care Stores	0.054
Household Appliances and Electrical and Electronic Goods Merchant Wholesalers	0.015	Gasoline Stations	0.015
Hardware, and Plumbing and Heating Equipment and Supplies Merchant Wholesalers	0.157	Clothing Stores	0.100
Machinery, Equipment, and Supplies Merchant Wholesalers	0.008	Jewelry, Luggage, and Leather Goods Stores	0.191
Miscellaneous Durable Goods Merchant Wholesalers	0.113	Sporting Goods, Hobby, and Musical Instrument Stores	0.159
Paper and Paper Product Merchant Wholesalers	0.286	Book Stores and News Dealers	0.077
Drugs and Druggists' Sundries Merchant Wholesalers	0.083	Department Stores	0.037
Apparel, Piece Goods, and Notions Merchant Wholesalers	0.018	Other General Merchandise Stores	0.142
		Used Merchandise Stores	0.238
		Other Miscellaneous Store Retailers	0.039
		Electronic Shopping and Mail-Order Houses	0.173
		Direct Selling Establishments	0.037

産業名	HHI	産業名	HHI
Scheduled Air Transportation	0.654	Offices of Real Estate Agents and Brokers	0.027
Rail Transportation	0.110	Automotive Equipment Rental and Leasing	0.150
Deep Sea, Coastal, and Great Lakes Water Transportation	0.234	General Rental Centers	0.089
Inland Water Transportation	0.070	Commercial and Industrial Machinery and Equipment Rental and Leasing	0.067
General Freight Trucking	0.068	Accounting, Tax Preparation, Bookkeeping, and Payroll Services	0.711
Urban Transit Systems	0.280	Architectural, Engineering, and Related Services	0.025
Taxi and Limousine Service	0.407	Computer Systems Design and Related Services	0.028
Support Activities for Air Transportation	0.548	Management, Scientific, and Technical Consulting Services	0.076
Support Activities for Water Transportation	0.164	Scientific Research and Development Services	0.207
Freight Transportation Arrangement	0.292	Advertising, Public Relations, and Related Services	0.148
Other Support Activities for Transportation	0.075	Management of Companies and Enterprises	0.195
Warehousing and Storage	0.047	Employment Services	0.048
Newspaper, Periodical, Book, and Directory Publishers	0.205	Business Support Services	0.015
Motion Picture and Video Industries	0.125	Travel Arrangement and Reservation Services	0.121
Radio and Television Broadcasting	0.127	Investigation and Security Services	0.197
Cable and Other Subscription Programming	0.207	Services to Buildings and Dwellings	0.026
Wired Telecommunications Carriers	0.711	Waste Collection	0.014
Wireless Telecommunications Carriers (except Satellite)	0.479	Other Schools and Instruction	0.362
Other Telecommunications	0.221	Medical and Diagnostic Laboratories	0.254
Data Processing, Hosting, and Related Services	0.042	Other Ambulatory Health Care Services	0.362
Other Information Services	0.343	Nursing Care Facilities (Skilled Nursing Facilities)	0.314
Other Financial Investment Activities	0.243	Other Residential Care Facilities	0.254
Agencies, Brokerages, and Other Insurance Related Activities	0.205	Individual and Family Services	0.218
Lessors of Real Estate	0.017		

産業名	HHI
Performing Arts Companies	0.151
Spectator Sports	0.355
Amusement Parks and Arcades	0.116
Other Amusement and Recreation Industries	0.124
Traveler Accommodation	0.050
Special Food Services	0.028
Drinking Places (Alcoholic Beverages)	0.308
Personal Care Services	0.098
Death Care Services	0.079
Drycleaning and Laundry Services	0.162
Other Personal Services	0.075

第5章：ペイアウト政策とステークホルダー型経営

5.1 はじめに

前章までは、株主が企業の所有者であり、企業は株主のために経営されるべきであるという株主主権の企業を前提としてコーポレート・ガバナンスに関連する諸要素とペイアウト政策との関係について検証してきた。しかしながら、コーポレート・ガバナンスの議論の大前提となる「企業は誰のために経営されるべきか」という問いに対する答えは国によって異なるであろう。米国や英国のような株主主権の考えが一般的な国では、企業の経営者は株主価値の最大化に対する責務を負っており、株主のための経営が規範とされている。一方、ドイツやフランス、日本では、株主以外の利害関係者（以下、株主以外の利害関係者については「ステークホルダー」と記す）も考慮した経営を行うステークホルダー重視の企業が多く存在する。すなわち、経営者は従業員や顧客、取引先企業、それに債権者や地域社会の利益にも関心を払うことになる。Yoshimori(1995)は、米国、英国、フランス、ドイツ、日本の主要企業の経営者にアンケート調査を行っている。そして、米国および英国では70%以上の経営者が「株主の利益を最優先する」と回答している一方、フランスとドイツの経営者はそれぞれ78%と83%、さらに日本の経営者に至っては97%が「すべての利害関係者の利益を重視する」と回答していることを報告している。この結果は、米国および英国は株主重視の経営、フランスやドイツ、日本は株主およびステークホルダー重視の経営を行うという各国についての伝統的な企業経営観とも整合的である。

しかしながら、ステークホルダー重視の経営（以下、ステークホルダー型経営と記す）の最終的な目標が何であるかについては議論の余地がある。たとえば、経営者は株主の富を毀損する可能性があるにもかかわらずステークホルダーの利益と株主の利益の調和を図ろうとするかもしれない。この場合、ステークホルダーへ利益をもたらすことそれ自体が企業の最終的な目標と捉えられる。一方、経営者はステークホルダーに利益をもたらすことによって株主価値の最大化を図ろうと考えているかもしれない。たとえば、顧客満足や顧客のロイヤルティを獲得するため品質の良い製品・サービスを低価格で提供することは、将来の利益を増やし結果的に株主価値の増大につながるかもしれない。異時点間での株主価値の最大化は将来の期待利益と現時点の利益のトレードオフとなるため、ステークホルダーの利益を考慮した経営を行うということである。つまり、ステークホルダーに利益をもたらすことは株主価値最大化のための手段となっており、結果的には株主重視の企業も

ステークホルダー重視の企業と同じ目標を持つと考えられる。

本章では、2005年から2010年までの期間を対象に日本の上場企業のデータを使用して、ステークホルダーに対して利益をもたらすことそれ自体がステークホルダー型経営の目標であるのか、それとも、ステークホルダー型経営は株主価値最大化のための手段となっているのかを検証する。具体的には、ステークホルダー型経営が企業の配当政策に与える影響を検証している。ステークホルダーに対して利益をもたらすことが最終的な目標であるならば、ステークホルダー型経営を行っている企業は株主重視の企業よりも配当支払いが少ないことが予想される。一方、ステークホルダーに対して利益をもたらすことが株主価値最大化の手段として経営者が捉えている場合、ステークホルダー型経営を行っている企業と株主重視の企業との間に配当政策に関して違いは見られないことが予想される。分析結果を先取りすると、ステークホルダー型経営は企業の配当政策に影響を与えていない、すなわち、ステークホルダー型経営は株主価値最大化のための手段となっている可能性が示唆された。

本章では、ステークホルダー型経営が企業の総利益還元（配当に自社株買いを加えたもの）に与える影響についても検証している。また、当期純利益が赤字の場合にステークホルダー型経営が配当および総利益還元に与える影響についても分析を行っている。さらに、分析期間中に企業の経営理念が変化する可能性を考慮し、分析期間を2005年から2008年に限定した分析も行っている。殆どの分析において、ステークホルダー型経営と配当および総利益還元との間に有意な関係は見出さなかったが、ステークホルダー型経営が株主価値最大化に資することを示唆する実証結果もいくつか得られた。本章の分析結果は、潜在的な自己選択バイアスの問題を考慮した分析手法を用いても頑健であることが確認されている。分析の結果からは、ステークホルダーに対して利益をもたらすことはステークホルダー型経営の最終的な目標ではないことが示唆された。

本章は先行研究に対して次の二つの点に関連している。一つ目は、ステークホルダー型経営と企業の財務的パフォーマンスの関係を検証している研究に対してである。これまでの実証研究では、両者の間に正の関係が存在することを報告するものが多かったが、逆の結果を報告している研究もいくつか存在していた。Waddock and Graves(1997)や Ogden and Watson (1999)、Hillman and Keim (2001)、Ruf et al. (2001)、Berrone, Surroca, and Tribo (2007)は、ステークホルダー型経営と財務的なパフォーマンスとの間に正の関係を見出している。一方、Meznar, Nigh, and Kwok(1994)、Moore(2001)、Omran, Atrill, and Pointon(2002)は負の関係を見出していたり、有意な関係が確認できなかったことを報告し

ている。

二つ目は、ペイアウト政策の決定要因を分析した研究に対してである⁴⁶。ペイアウト政策に関する研究では、企業間のペイアウト政策の違いを税制 (Dhaliwal, Erickson, Trezevant, 1999; Desai and Jin, 2011 など) やエージェンシー問題 (e.g., Agrawal and Jayaraman, 1994; La Porta et al., 2000 など)、経営者と外部投資家との間の情報の非対称性 (Michaely, Thaler, and Womack, 1995) など様々な観点から説明を試みている。しかしながら、筆者の知る限りでは、ステークホルダーに対する企業の姿勢と配当政策の関係を検証している研究は存在していない。

本章の貢献としては次のことが挙げられる。一つ目は、ステークホルダーの利益を重視すると考えられている日本企業のデータを使用している点である。多くの先行研究は米国または英国どちらかの実証結果を示しているが、これらの国の企業は株主の利益を最終的な目標としていると考えられる。この背景のもと先行研究では、敵対的買収や経営者のストックオプションといった資本市場からの影響に着目している⁴⁷。株主価値重視の姿勢が一般的である米国および英国の企業とは、コーポレート・ガバナンスのシステムなど企業を取り巻く環境が大きく異なる国においてステークホルダーに対する企業の姿勢と株主価値の関係について検証することは、ステークホルダー型経営に関する新しい知見を得るうえでも意義が大きいと考えられる。

二つ目は、株主価値の創造を表す指標として配当政策に着目している点である。先行研究では、株主価値の創造を表す指標として、市場付加価値 (Hillman and Keim, 2001; Berrone, Surroca, and Tribo, 2007) や株式リターン (Ogden and Watson, 1999; Omran, Atrill, and Pointon, 2002; Bird et al., 2007)、会計上の利益指標 (Waddock and Graves, 1997; Moore, 2001; Ruf et al., 2001; Omran, Atrill, and Pointon, 2002; Berrone, Surroca, and Tribo, 2007) を使用している。配当政策に着目する利点としては、配当政策の意思決定には経営者または取締役会の意向が直接反映されることにある。ステークホルダー型経営は先行研究で使用された財務的なパフォーマンスに影響を与えるかもしれないが、財務的なパフォーマンスは経営者 (取締役会) の意思決定の直接的な帰結というわけではない。一方、配当政策は経営者 (取締役会) の意思決定が直接反映されるため、ステークホルダーに対する企業の姿勢を直接的に評価することが可能となる。

本章の構成は次のとおりである。次節でステークホルダー型経営と企業パフォーマンス

⁴⁶ ペイアウト政策の研究については、Allen and Michaely(2003)や Kalay and Lemmon(2008)のレビュー論文を参照されたい。

⁴⁷ ただし、Berrone, Surroca, and Tribo(2007)は、ステークホルダー型経営と企業パフォーマンスの関係をクロス・カントリーのデータ (26 か国 398 の企業) を使用して分析している。

の関係について分析している先行研究を概観し、本章で検証する仮説を導出する。次に 5.3 節で分析に使用するデータと分析方法について説明した後、5.4 節で実証結果を示す。そして 5.5 節において結論を述べる。

5.2 先行研究と仮説の導出

企業（株式会社）が所有者（株主）以外の利害関係者の利益も追及すべきかどうかについては 1930 年代頃から議論されてきた。株主主権の観点から、Berle(1931: 1049)は、「企業、経営者または企業内の任意の集団に与えられたあらゆる権力は、…（中略）…全株主の出資比率に応じた利益の為だけに必要で、かつ常にそのためだけに実行されうるものである。」と指摘している。一方、ステークホルダーも重視する観点から、Dodd(1932: 1160)は、「従業員、顧客、および一般社会に対する社会的責任の意識は、事業の関係者に受け入れられるための適切な態度と見なされるようになるかもしれない。」と主張している。

Freeman(1984)は、企業は株主の利益だけでなくステークホルダーの利益も考慮して経営されるべきであることを主張している。彼はまた、ステークホルダーの利益は企業業績の向上にもつながる手段として捉えられるべきであるとも述べている。この考えは後に”instrumental stakeholder theory”として知られるようになった。近年では、Jensen(2001)が株主価値の最大化はステークホルダー型経営と両立することを指摘している。彼は、長期にわたる企業価値最大化のためには株主だけでなくすべてのステークホルダーの利益を満たす必要があると述べている。Tirole(2001)は、”stakeholder society”という考えを提唱した。これは、企業は社会的責任を負うべきであるという世論に合った考えであり、この stakeholder society においては、経営者はたとえ全体の利潤が減少するとしても自身の意思決定によって生じる様々な利害関係者に対する外部性を製品やサービスの価格に反映すべき費用として捉えたとされる⁴⁸。

ステークホルダー型経営と企業業績の関係についてはこれまで数多く研究が行われてきたが、実証結果は混在している⁴⁹。Waddock and Graves(1997)および Ruf et al.(2001)は、S&P500 企業の社会的業績に関するデータを収録しているデータベースである Kinder, Lydenberg, Domini(KLD)を利用して、社会的業績が企業の財務的なパフォーマンスを改善

⁴⁸ 株主重視は時として、株主価値最大化の結果として他の利害関係者に負の外部性を課してしまう。例えば、不採算事業からの撤退は労働の機会や取引先の利益を害する可能性があり、地域経済にも損害を与えることになりうる。

⁴⁹ ステークホルダー型経営の研究に関しては、Agle et al.(2008)および Laplume, Sonpar, and Reginald(2008)のサーベイ論文を参照されたい。

させることを明らかにした。Hillman and Keim (2001)もまた KLD を利用して社会的業績と企業の財務的パフォーマンスの関係を分析しているが、Waddock and Graves(1997)および Ruf et al.(2001)とは分析のアプローチが異なっている。彼らは、社会的業績をステークホルダー型経営（例えば、ステークホルダーとの良好な関係の構築など）と社会問題への取組み（例えば、ステークホルダーとは無関係の軍事関連商品の取り扱いを禁止するといった社会問題への取組みに対して経営資源を使用すること）に分類し、財務的パフォーマンスに与えるステークホルダー型経営の純粋な影響を検証している。その結果、ステークホルダー型経営は株主価値を増大する一方、ステークホルダー型経営とは直接的に関係しない社会問題への取組みは株主価値を減少させていることを明らかにした。Ogden and Watson (1999)は、英国の水道業のデータを使用し、ステークホルダー型経営が顧客および株主の利益を同時に増加させることを明らかにし、ステークホルダー型経営が株主価値の増大につながると結論付けている。Berrone, Surroca, and Tribo (2007)は、クロス・カントリーのデータを使用し、強力な企業倫理基準を持つ企業ほどステークホルダーの満足度を高めており、財務的パフォーマンスの向上につながっていることを明らかにした。彼らはまた、財務的パフォーマンスの向上は社会的パフォーマンスの向上にもつながることを示しており、ステークホルダー型経営と社会的パフォーマンスの間に正の関係が存在することを推察している。

一方、ステークホルダー型経営は株主価値と無関連または負の効果をもたらすという結果を報告している研究も存在する。Mezner, Nigh, and Kwok (1994)は、社会問題への取組みが株主価値の毀損につながるかどうかを検証するため、南アフリカからの事業撤退のアナウンスメントに対する株式市場の反応を調べている。南アフリカからの事業撤退は、アパルトヘイト実施国において事業を行わないという社会問題への取組みと捉えられる。そして、そのようなアナウンスメントは株式のリターンに有意に負の影響を与えていること、すなわち、ステークホルダーへの配慮が株主価値を毀損する可能性があることを見出した。ステークホルダー型経営に関する多くの研究は単一の社会的パフォーマンスの指標を使用しているが、Moore(2001)は、英国の小売業に関して Ethical Investment Research Services というデータベースや年次報告書から社会的パフォーマンスを表す 16 の指標を作成し、実証分析を行っている。そして、財務的パフォーマンスはステークホルダー型経営と負の関係にあることを明らかにしている。また、Omran, Atrill, and Pointon (2002)は、ステークホルダー型経営に対する企業の姿勢を判別するために英国の上場企業の経営理念を利用して分析を行っている。そして彼らは、株主重視の企業とステークホルダー重視の企業で株

式のリターンに有意な差は確認されなかったことを報告している。

以上の先行研究を踏まえ、本章では、株主重視の経営方針を表す指標として企業の配当政策に着目する。配当政策に着目する理由は、前節でも述べたが企業の配当政策は取締役会で決定されるため、株主に対する利益還元の姿勢を直接的に評価することができ、先行研究で多く使用されている会計情報に基づく指標（ROA や ROE、売上高成長率など）や市場情報に基づく指標（市場付加価値や時価簿価比率、株式のリターン）に比べてステークホルダー型経営に対する企業の方針（最終的な目標か手段か）を直接的に反映していると考えられるからである。ステークホルダーに利益をもたらすことそれ自体がステークホルダー型経営の最終的な目標であるならば、ステークホルダー重視の企業は株主に対する利益還元となる配当政策には積極的ではないことが予想される。この点を検証するために次の帰無仮説を設定する。

仮説 1

ステークホルダー型経営は企業の配当政策と関連はない。

また、ステークホルダーに利益をもたらすことそれ自体がステークホルダー型経営の最終的な目標であるならば、企業業績が芳しくないとき、具体的には当期純利益が赤字のときには特に配当政策には積極的ではないことが予想される。なぜなら、企業は余剰資金以上の配当を支払った場合、従業員の賃金削減といった形でステークホルダーに分配する富を犠牲にしなければならないからである。一方、ステークホルダー型経営が株主価値最大化の手段であるならば、企業は赤字であっても配当を維持する可能性がある。これは、減配や配当の廃止が株価の下落につながり株主価値を毀損するため、経営者は長期的な目標配当水準を維持しようとすることによって生じると考えられる⁵⁰。このことから次の帰無仮説を導出する。

仮説 2

赤字の期間において、ステークホルダー型経営は企業の配当政策と関連はない。

Yoshimori(1995)は、95%以上の日本企業の経営者が配当支払いよりも雇用の維持が重要であると回答している一方、米国および英国企業の経営者の約 90%が配当支払いのほうが

⁵⁰ この現象は、配当平準化として知られている（Lintner, 1956）。

重要であると回答していることを報告している。Yoshimori(1995: 33)は、「明らかに、日本は株主の利益よりも従業員の利益を優先している。」と結論付けている。また Dore(2000)は、日本企業が株主の利益よりも顧客や取引先、債権者、地域社会などの利害関係者の利益を優先していることを指摘している。彼は、企業を従業員の共同体と解釈することができること、それゆえ株主の権利は従業員の権利内に制限されると主張している。そして、Dore(2000: 10)は、「日本においては、今までのところ従業員が明らかに優先されていることに疑いの余地はない。」と結論付けている。以上より、次の帰無仮説を導出する。

仮説 3

ステークホルダーとして従業員を重視している企業では、ステークホルダー経営は配当政策と関連がない。

5.3 データと分析方法

5.3.1 サンプルとデータ

本章の分析対象は日本の上場企業で、サンプル期間は 2005 年から 2010 年までの 6 年間とする。企業の利害関係者の特定については、企業の経営理念から判断している⁵¹。これは、経営理念が企業の価値や原則、果ては企業の戦略的な意思決定を企業内部および外部の利害関係者に伝えるための重要な手段となっていると考えられるためである (Klemm, Sanderson, and Luffman, 1991; Campbell, 1997; Leuthesser and Kohli, 1997)⁵²。本章において利害関係者と定義されるのは株主、従業員、顧客、取引先企業、地域社会の 5 つである⁵³。企業の経営理念に関するデータは、日本生産性本部編『社是社訓 第 4 版』から取得している。この本には、2004 年時点の日本企業 983 社の経営理念およびそれに相当する

⁵¹ 米国企業を対象にステークホルダー型経営について分析している多くの先行研究 (Waddock and Graves, 1997; Hillman and Keim, 2001; Ruf et al., 2001; Berrone, Surroca, and Tribo, 2007; Bird et al., 2007) では、KLD データベースを使用している。このデータベースには、S&P500 企業を含む約 800 社に関する 9 分野の社会的パフォーマンス (従業員関係、地域社会関係、製品特性など) に関するデータが収録されている。日本企業については KLD データベースに相当するデータソースが存在しないため、本章ではステークホルダー型経営の判別に経営理念を使用している。

⁵² いくつかの先行研究では、経営理念が日本企業のパフォーマンスに影響を与えることを報告している。Wang(2009)は、日本企業の経営理念が人的資源のマネジメントや成長余力といった企業の社会的パフォーマンスに影響を与えていることを示した。また、Hirota et al.(2010)は、公式な経営理念を持つ日本企業はそうでない企業に比べて財務的パフォーマンスが優れていることを報告している。

⁵³ 本章では、経営理念において収益性、企業価値または株主価値について言及している企業は株主を主要な利害関係者として認識していると捉えている。債権者、特に銀行も日本企業に関しては重要な利害関係者と考えられることができるが、経営理念に債権者について言及している企業は見当たらなかったため、分析では扱っていない。

内容が掲載されている。経営理念は企業の基本的な価値観や目標であるため、時間を通じて大きな変化はないものと考えられる。そのため、分析期間中経営理念は不変であるという仮定を置いて分析を行っている。ただし、分析期間中に他社と合併した企業は合併時に経営理念を変更していることが考えられるため、これらの企業はサンプルから除外している。この他、金融業および非上場企業もサンプルから除外している。分析では、株主を唯一の利害関係者として認識している企業と株主を複数の利害関係者のうちの 1 つとして認識している企業で配当政策に違いが存在するかどうかを検証する。そのため、経営理念に株主に対する言及がない企業はサンプルから除外している。最終的に、延べ 690 社のサンプルとなり、内訳は株主重視の企業が延べ 72 社、ステークホルダー重視の企業が延べ 618 社であった。さらにステークホルダー重視の企業の 70%が従業員、84%が顧客、29%が取引先企業、14%が地域社会について経営理念で言及していた。

分析に使用するその他の財務データや株価情報は日経 NEEDS・FinancialQUEST（日本経済新聞社）から取得している。

5.3.2 分析方法

本節では、仮説検証のためのモデルを定式化する。まず、仮説 1 の検証のために推計するモデルは以下の式で表される。

$$\begin{aligned}
 DIVIDEND_{i,t} = & \alpha + \beta_1 STAKE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 M/B_{i,t} + \beta_5 RETURN_VOL_{i,t} \\
 & + \beta_6 CASH_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 INDUSTRY + \beta_9 YEAR + u_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

被説明変数には有配ダミーと配当利回りの二つの指標を用いる。有配ダミーは配当を実施していれば 1、実施していない場合は 0 をとるダミー変数である。配当利回りは配当総額を当期末の株式時価総額で基準化したものである。本章では、この二つの変数を使用して、ステークホルダー型経営が配当実施の決定および配当水準の決定に与える影響を分析する。推計においては、有配ダミーはロジット・モデル、配当利回りは 0 で打ち切られた打ち切りデータと考えられるためトービット・モデルを使用して推計する。

説明変数は以下のとおりである。本分析で最も注目する変数は STAKE というダミー変数である。この変数は、企業がステークホルダーを重視している場合（経営理念で従業員、顧客、取引先企業、地域社会のいずれかについて言及している場合）は 1、株主を重視している場合（経営理念で株主に対してのみ言及している場合）は 0 をとる。STAKE が負（正）

の値をとれば、ステークホルダー型経営の企業は株主を重視した経営を行っている企業に比べて配当実施確率または配当水準が低い（高い）ことを意味し、これはステークホルダー型経営が株主価値を低下（上昇）させる可能性を示唆する。係数が統計的に有意な値をとらないのであれば、株主価値最大化の目標に対して、ステークホルダー型経営の企業と株主重視の企業で違いがないことを示唆する。

また、配当政策に関連する種々の企業属性の影響をコントロールするために STAKE 以外に次の変数を説明変数として使用している。まず、経営者と外部投資家との間の情報の非対称性の程度をコントロールするために総資産の対数値で表される企業規模（SIZE）を使用する。大規模な企業ほどアナリストによるカバレッジも多く、投資家からの認知度も高いと考えられるため、配当を通して自社の将来利益に関する情報を投資家に伝える必要性は低いであろう。したがって、企業規模が大きいほど配当実施確率および配当利回りは低下すると予想される。一方で、大規模な企業は成熟して収益が安定している場合が多く、資本市場へのアクセスも容易であるため内部資金需要は小さいと考えられる。この場合、企業規模が大きいほど配当政策に積極的であることが予想される（Lloyd, Jahera, and Page, 1985; Fenn and Liang, 2001）。次に社齢（AGE）の代理変数として、Grullon, Michaely, and Swaminathan(2002)や Fink et al.(2010)で定義された会社設立後の経過年数（自然対数値）を使用する。Grullon, Michaely, and Swaminathan(2002)で提唱された成熟仮説（maturity hypothesis）では、社齢が高くなるほど投資機会が減少し、資本支出も減少するため、企業は多額の資金を配当として株主に還元するとされる。この仮説に従うと、社齢と配当実施確率および配当利回りとの間には正の関係が成り立つことが予想される。また、投資機会の代理変数として先行研究で多く使用されている時価簿価比率（M/B）を使用する。投資機会が豊富な企業ほど将来の投資に備えて配当を減らすことが予想される。RETURN_VOL は当期末から直近 3 年間の日次ベースの株式のトータルリターンの標準偏差であり、キャッシュフローの不確実性の代理変数として使用する。キャッシュフローが不確実な企業ほど配当を抑制することが予想されるため、RETURN_VOL と配当実施確率および配当利回りは負の関係にあることが予想される（Chay and Suh, 2009）。CASH は企業の現金保有量を表し、現預金に有価証券を加えたものを総資産で除したものとする。営業利益を総資産で除した ROA は収益性をコントロールするために説明変数として使用する。現金保有が多い企業および収益性が高い企業ほど配当実施確率および配当利回りは高くなると予想される。さらに、産業および年度特有の影響をコントロールするため、東証業種分類の大分類に基づいた産業ダミーおよび年度ダミーを使用している。

次に、仮説 2 を検証するために(1)式に $LOSS$ および $LOSS$ と $STAKE$ の交差項を加えた(2)式を定義する。

$$\begin{aligned}
 DIVIDEND_{i,t} = & \alpha + \beta_1 STAKE_{i,t} + \beta_2 LOSS_{i,t} + \beta_3 LOSS_{i,t} * STAKE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} \\
 & + \beta_6 M/B_{i,t} + \beta_7 RETURN_VOL_{i,t} + \beta_8 CASH_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} INDUSTRY \\
 & + \beta_{11} YEAR + u_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$LOSS$ は、企業の当期純利益が赤字の場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数である。(2)式で最も注目する変数は、交差項の $LOSS*STAKE$ である。赤字の際にステークホルダー型経営の企業よりも株主重視の企業が配当政策に積極的であるならば、係数は正の値をとることが予想される。一方、ステークホルダー型経営の企業が赤字の時期であっても株主重視の企業と同等以上に配当政策に積極的であるならば、係数は非負の値をとると予想される。

最後に仮説 3 を検証するため、(1)式に $EMP*STAKE$ を加えたモデルを推計する。

$$\begin{aligned}
 DIVIDEND_{i,t} = & \alpha + \beta_1 STAKE_{i,t} + \beta_2 EMP_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 M/B_{i,t} \\
 & + \beta_6 RETURN_VOL_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 INDUSTRY + \beta_{10} YEAR \\
 & + u_{i,t}
 \end{aligned} \tag{3}$$

EMP は、経営理念の中で株主に対して言及している企業のうち、従業員に対しても言及している場合は 1、そうでない場合は 0 をとるダミー変数を表す。したがって、主要な利害関係者として従業員を重視している企業のステークホルダー型経営が配当政策に与える影響が $EMP*STAKE$ であらわされる。もし、企業にとって従業員の存在が非常に重要であれば、利益の分配が株主への配当より優先されるため配当政策に消極的となるであろう。よって、係数は負の値をとることが予想される。

5.4 分析結果

5.4.1 配当政策に与える影響

表 5-1 は、全サンプル、株主重視の企業だけのサブサンプル、ステークホルダー型経営の企業だけのサブサンプルについての記述統計量を示している。表から分かるように、株主

重視の企業とステークホルダー型経営の企業では配当実施確率に統計的に有意な差は見られない。配当利回りについては、ステークホルダー型経営の企業の方が株主重視の企業よりも高いことが見てとれる。これは、ステークホルダー型経営の最終的な目標がステークホルダーに価値をもたらすことではない可能性を示唆するものである。配当だけでなく、配当に自社株買いを加えた総利益還元についても実施確率や株式時価総額で基準化した水準の差を見ると、両指標ともステークホルダー型経営の企業よりも株主重視の企業のほうが大きな値をとっているが、その差は統計的に有意なものではない。また、配当および総利益還元ともに右に歪んだ分布をしており、少数の企業が大規模なペイアウトを実施していることが見てとれる。この他、ステークホルダー型経営の企業よりも株主重視の企業の方が RETURN_VOL は有意に小さく、CASH および ROA は有意に大きいことがわかる。

表 5-2 にステークホルダー型経営の企業と株主重視の企業に関する産業ごとのサンプルの分布を示している。ステークホルダー型経営の企業と株主重視の企業の割合は産業によって異なっているものの、サンプルサイズそのものは上場企業全体の産業分布と類似している。

表 5-3 に分析に使用する変数の相関係数行列を示している。深刻な多重共線性を生じさせるほど高い相関を示している変数は存在しない。

表 5-4 に推計結果を示している。(1)は(1)式の被説明変数が有配ダミーの推計結果、(2)は(1)式の被説明変数が配当利回りの推計結果である。(1)、(2)ともに STAKE は有意な値をとっておらず、ステークホルダーに利益をもたらすことがステークホルダー型経営の目標であるという考えは支持されない。

(3)および(4)は、(2)式の推計結果である。被説明変数にはそれぞれ有配ダミーと配当利回りを使用している。(3)、(4)ともに LOSS は有意に負の値をとっており、当期純利益が赤字である時は配当を控えることを示している。また、STAKE*LOSS は(3)、(4)ともに有意に正の値をとっている。この結果は、ステークホルダー型経営の企業が株主重視の企業ほどには業績悪化時に配当を減らしていないことを示しており、ステークホルダー型経営が株主価値を増大するための手段となっている可能性を示唆する。

(5)および(6)は、(3)式の推計結果である。被説明変数はこれまでと同様、有配ダミーと配当利回りである。STAKE は(1)から(4)と同じく有意な値をとっていない。また、EMP*STAKE もどちらの推計結果でも有意な値をとっていない。この結果は、経営理念において従業員を主要な利害関係者に含んでいる企業とそうでない企業の間で配当政策に差はないことを表しており、日本企業の経営者は従業員を最重要視しているという伝統的な

企業経営観とは対照的な結果といえる。

他の変数について見ると、AGE は(1)から(6)のすべてで有意に負となっており、社齢が高い企業ほど配当を控えることを示唆している。M/B は 5 つの推計結果で有意に負の値をとっており、先行研究からの予想と整合的で投資機会が豊富な企業ほど配当を控える傾向にある。RETURN_VOL は(1)、(3)および(5)で有意に負の値をとっており、キャッシュフローの不確実性が高い企業ほど配当を実施しない傾向にある。ROA はすべての推計結果で有意に正となっていることから、収益性が高い企業ほど配当政策に積極的であることがわかる。SIZE および CASH はいずれの推計結果においても有意な値をとっていない。

5.4.2 頑健性の検証

前節の分析結果の頑健性を確認するため、(1)式から(3)式の被説明変数を配当から総利益還元に変更して推計を行っている。総利益還元は、配当総額に自己株式取得額を加えたものである⁵⁴。表 5-5 に結果を示している。ほとんどの推計結果に質的な違いは見られない。STAKE はすべての推計結果で有意な値をとっておらず、ステークホルダーに利益をもたらすことそれ自体がステークホルダー型経営の目標ではないことを示唆している。STAKE*LOSS は表 5-4 の結果と同様に有意に正の値をとっており、業績悪化時においてはステークホルダー型経営の企業は株主重視の企業に比べるとペイアウトが多い傾向にある。EMP*STAKE は(5)および(6)ともに表 5-4 の結果と同様、統計的に有意な値をとっていない。

次に、経営理念が変更されている可能性を考慮し、分析期間を 2005 年から 2008 年に短縮して表 5-4 と同様の分析を行っている。配当に関する変数を被説明変数に用いた推計結果を表 5-6、総利益還元に関する変数を被説明変数に用いた推計結果を表 5-7 にそれぞれ示している。なお、サンプルサイズの減少に伴いロジット回帰の際に有配ダミーと STAKE*LOSS が完全予測の状態となってしまったため、(2)式の推計結果は表に示していない。表 5-6 の推計結果のいずれにおいても STAKE は有意な値をとっていないが、表 5-7 では 2 つの推計式で 10%水準ではあるが有意に正となっている。

さらに、ステークホルダー型経営の企業と株主重視の企業を比較する際、サンプルの選択に問題が存在する可能性を考慮し、マッチング・サンプルを用いた分析も行っている。具体的には、Rosenbaum and Rubin (1983)によって提唱された傾向スコア (propensity score) によるマッチングを行う。マッチングのアルゴリズムは復元抽出の 1 対 1 の最近傍

⁵⁴ 自己株式取得額はキャッシュフロー計算書の自己株式取得による支出（負の勘定科目）に自己株式処分による収入を加えたものに-1 を乗じることで求めている。なお、負の値をとる観測値は 0 に置き換えている。

マッチングとする。まず、被説明変数として企業がステークホルダー型経営の企業であれば 1、そうでない場合（株主重視企業の場合）は 0 をとるダミー変数、説明変数に RETURN_VOL、CASH、ROA（いずれの変数も分析期間中の平均値）および産業ダミーを用いてプロビット・モデルで推計する⁵⁵。得られた推計値に基づき傾向スコアを算出し、ステークホルダー型経営の企業と傾向スコアが最も近い株主重視の企業をマッチングさせる。そして得られたマッチング・サンプルを使用してこれまでと同様の推計を行った。結果表は割愛するが、これまでの結果と大きな違いは見られず、ステークホルダー型経営とペイアウト政策の間に有意な関係は見出せなかった。また、業績悪化時には株主重視の企業よりもステークホルダー型経営の企業のほうがペイアウト政策に消極的ではなかった。

以上の結果は、ステークホルダーに利益をもたらすことそれ自体がステークホルダー型経営の最終的な目標とはなっていないことを示唆している。

5.5 結論

本章では、ステークホルダー型経営の企業にとって、ステークホルダーに対する価値の創出が株主価値最大化のための手段であるのか、それともそれ自体が最終的な目標であるのかを検証するため、2005 年から 2010 年までの期間を対象に日本の上場企業のデータを使用し、ステークホルダー型経営が企業の配当政策に与える影響について実証分析を行った。また、配当に自社株買いを加えた総利益還元についても同様の分析を行っている。多くの推計結果でステークホルダー型経営とペイアウト政策の間に有意な関係は確認できなかったが、赤字企業と 2005 年から 2008 年の期間についてはステークホルダー型経営とペイアウト政策の間に正の関係が存在することを示す結果が得られた。全体の分析結果からは、ステークホルダーの利益を創出する事それ自体はステークホルダー型経営の最終的な目標ではないことが示唆された。

企業ごとにステークホルダーの構成が異なるにもかかわらず、ステークホルダー型経営がペイアウト政策に関する企業の方針に同様の影響を与えているという点は注目すべき点であると思われる。しかしながら、複数の利害関係者のグループに対する姿勢は産業や企業ごとに異なるであろう。例えば、競争的な産業に属する企業は顧客の力が強く、それゆえに顧客満足により注力するであろう。また、国際的な資本市場の影響にさらされている企業は、全世界の投資家からの株主価値最大化達成に対する圧力によって、より株主価値を重視するようになるかもしれない。このことは、時代が異なることで企業が重視する利

⁵⁵ RETURN_VOL、CASH、ROA を説明変数としたのは、表 5-1 に示したようにこれらの変数がステークホルダー型経営の企業と株主重視の企業で有意に異なっていたためである。

害関係者のグループが異なる可能性があることを意味しており、利害関係者に対する姿勢の違いはこのような可能性を考慮したうえで指標化する必要があると考えられる。この点については今後の研究課題としたい。

表 5-1 記述統計量

変数	全サンプル				ステークホルダー重視企業				株主重視企業				t-stat
	観測数	平均値	中央値	標準偏差	観測数	平均値	中央値	標準偏差	観測数	平均値	中央値	標準偏差	
Propensity (dividend)	690	0.909	1	0.288	618	0.914	1	0.28	72	0.861	1	0.348	1.25
Dividend/equity (%)	690	1.696	1.474	1.136	618	1.72	1.493	1.141	72	1.491	1.338	1.08	1.69 *
Propensity (payout)	690	0.917	1	0.275	618	0.924	1	0.265	72	0.861	1	0.348	1.48
Payout/equity (%)	690	2.38	1.669	2.412	618	2.422	1.72	2.441	72	2.015	1.454	2.126	1.51
ASSETS (百万円)	690	447,000	79,256	1,020,000	618	425,000	79,256	964,000	72	632,000	83,751	1,380,000	-1.23
AGE	690	57.535	58	20.203	618	57.82	58	20.684	72	55.083	57	15.377	1.37
M/B	690	1.176	1.077	0.407	618	1.177	1.074	0.416	72	1.164	1.096	0.321	-0.33
RETURN_VOL (%)	685	2.353	2.267	0.743	613	2.316	2.205	0.74	72	2.675	2.645	0.701	-4.09 ***
CASH (%)	690	13.823	11.643	9.495	618	14.396	11.921	9.745	72	8.902	8.128	4.723	8.07 ***
ROA (%)	690	5.87	5.148	5.188	618	6.066	5.308	5.095	72	4.188	3.995	5.698	2.67 ***
LOSS	690	0.143	0	0.351	618	0.141	0	0.348	72	0.167	0	0.375	-0.56

注 1. Propensity(dividend)と Propensity(payout)はそれぞれ配当の実施確率と総利益還元の実施確率、Dividend/equity と Payout/equity はそれぞれ配当総額と総利益還元額を期末株式時価総額で除した値を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 5-2 産業ごとのサンプルの分布

産業	ステークホルダー 重視企業	株主重視 企業	観測数
建設業	30	0	30
食料品	48	6	54
繊維製品	24	0	24
化学	96	6	102
医薬品	18	0	18
ゴム製品	0	6	6
ガラス・土石製品	12	6	18
鉄鋼	12	0	12
非鉄金属	6	6	12
金属製品	18	6	24
機械	42	6	48
電気機器	90	6	96
輸送用機器	6	0	6
精密機器	18	0	18
その他製品	24	0	24
電気・ガス業	12	0	12
陸運業	12	0	12
海運業	6	6	12
情報・通信業	33	6	39
卸売業	33	6	39
小売業	24	0	24
サービス業	54	6	60
合計	618	72	690

注. 産業は東証 33 業種分類に基づく。

表 5-3 相関係数行列

変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) Propensity (dividend)												
(2) Div/equity	0.469 ***											
(3) Propensity(payout)	0.759 ***	0.371 ***										
(4) Payout/equity	0.298 ***	0.658 ***	0.299 ***									
(5) STAKE	0.060	0.064 *	0.069 *	0.054								
(6) SIZE	0.088 **	-0.105 ***	0.110 ***	-0.022	0.004							
(7) AGE	-0.130 ***	-0.108 ***	-0.113 ***	-0.117 ***	0.021	0.292 ***						
(8) M/B	0.110 ***	-0.308 ***	0.111 ***	-0.142 ***	0.008	0.191 ***	-0.258 ***					
(9) RETURN_VOL	-0.423 ***	-0.072 *	-0.280 ***	-0.042	-0.148 ***	-0.157 ***	0.021	-0.131 ***				
(10) CASH	0.083 **	0.115 ***	0.069 *	0.069 *	0.179 ***	-0.180 ***	-0.198 ***	0.170 ***	-0.098 ***			
(11) ROA	0.370 ***	0.085 **	0.312 ***	0.089 **	0.111 ***	0.077 **	-0.209 ***	0.671 ***	-0.283 ***	0.291 ***		
(12) LOSS	-0.355 ***	-0.067 *	-0.254 ***	-0.034	-0.023	-0.100 ***	-0.009	-0.241 ***	0.184 ***	-0.029	-0.525 ***	

注. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 5-4 ステークホルダー型経営と配当政策

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Propensity	Dividend/equity	Propensity	Dividend/equity	Propensity	Dividend/equity
STAKE	0.226 (0.938)	0.006 (0.219)	-0.393 (1.267)	-0.138 (0.203)	0.043 (1.003)	-0.034 (0.224)
LOSS			-2.884 ** (1.264)	-1.310 ** (0.660)		
LOSS*STAKE			1.923 * (1.140)	1.156 * (0.686)		
EMP*STAKE					1.105 (0.752)	0.308 (0.243)
SIZE	0.230 (0.219)	-0.002 (0.038)	0.200 (0.232)	-0.014 (0.037)	0.275 (0.238)	0.002 (0.039)
AGE	-1.790 * (0.984)	-0.507 ** (0.211)	-1.948 * (1.032)	-0.534 *** (0.206)	-2.114 * (1.147)	-0.554 *** (0.214)
M/B	-2.162 * (1.131)	-1.678 *** (0.193)	-1.793 (1.109)	-1.574 *** (0.193)	-2.082 * (1.213)	-1.697 *** (0.194)
RETURN_VOL	-1.728 *** (0.506)	-0.172 (0.126)	-1.926 *** (0.519)	-0.191 (0.125)	-1.796 *** (0.539)	-0.180 (0.126)
CASH	0.002 (0.028)	0.002 (0.009)	-0.007 (0.026)	0.003 (0.009)	0.001 (0.029)	0.001 (0.009)
ROA	0.407 *** (0.082)	0.124 *** (0.018)	0.283 *** (0.103)	0.107 *** (0.018)	0.422 *** (0.085)	0.126 *** (0.018)
Constant	26.479 *** (3.780)	4.968 *** (0.925)	29.628 *** (4.119)	5.332 *** (0.942)	28.384 *** (4.235)	5.120 *** (0.915)
観測数	673	685	673	685	673	685
疑似決定係数	0.524	0.161	0.542	0.168	0.530	0.164

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 5-5 ステークホルダー型経営と総利益還元

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Propensity	Payout/equity	Propensity	Payout/equity	Propensity	Payout/equity
STAKE	0.194 (0.803)	0.174 (0.373)	-0.811 (1.157)	-0.146 (0.324)	0.090 (0.850)	0.125 (0.379)
LOSS			-2.451 ** (0.972)	-2.927 ** (1.162)		
LOSS*STAKE			2.632 *** (0.875)	2.714 ** (1.174)		
EMP*STAKE					0.576 (0.709)	0.382 (0.308)
SIZE	0.296 * (0.171)	0.069 (0.081)	0.252 (0.167)	0.045 (0.083)	0.325 * (0.183)	0.074 (0.082)
AGE	-1.671 (1.039)	-0.948 ** (0.389)	-1.763 (1.087)	-1.001 ** (0.388)	-1.875 * (1.107)	-1.006 ** (0.393)
M/B	-0.642 ** (0.293)	-0.229 (0.195)	-0.766 *** (0.293)	-0.269 (0.195)	-0.654 ** (0.302)	-0.239 (0.195)
RETURN_VOL	0.290 *** (0.055)	0.181 *** (0.031)	0.256 *** (0.074)	0.151 *** (0.035)	0.296 *** (0.057)	0.183 *** (0.031)
CASH	-0.002 (0.027)	-0.007 (0.013)	-0.009 (0.026)	-0.005 (0.013)	-0.002 (0.028)	-0.007 (0.013)
ROA	-1.146 (0.911)	-1.924 *** (0.388)	-0.858 (0.981)	-1.729 *** (0.400)	-1.154 (0.933)	-1.947 *** (0.395)
Constant	23.062 *** (3.778)	7.077 *** (1.693)	24.125 *** (4.137)	7.826 *** (1.724)	23.569 *** (3.872)	7.268 *** (1.691)
観測数	673	685	673	685	673	685
疑似決定係数	0.310	0.063	0.327	0.066	0.313	0.063

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 5-6 ステークホルダー型経営と配当政策：2005年から2008年の期間

	(1) Propensity	(2) Dividend/equity	(3) Propensity	(4) Dividend/equity
STAKE	1.875 (1.237)	0.055 (0.170)	1.664 (1.353)	0.018 (0.175)
EMP*STAKE			2.345 (1.537)	0.278 (0.247)
SIZE	0.019 (0.256)	-0.037 (0.031)	0.148 (0.318)	-0.033 (0.032)
AGE	-4.274 ** (2.000)	-0.419 ** (0.180)	-5.658 ** (2.209)	-0.463 ** (0.183)
M/B	-0.398 (2.806)	-1.056 *** (0.179)	0.789 (2.658)	-1.070 *** (0.185)
RETURN_VOL	-2.766 *** (0.700)	-0.153 (0.122)	-3.096 *** (0.748)	-0.164 (0.121)
CASH	-0.087 (0.080)	-0.002 (0.008)	-0.106 (0.069)	-0.002 (0.008)
ROA	0.403 *** (0.127)	0.074 *** (0.021)	0.452 *** (0.146)	0.076 *** (0.021)
Constant	39.189 *** (8.477)	4.453 *** (0.842)	43.675 *** (9.689)	4.611 *** (0.836)
観測数	406	455	406	455
疑似決定係数	0.610	0.167	0.630	0.172

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

表 5-7 ステークホルダー型経営と総利益還元：2005 年から 2008 年の期間

	(1) Propensity	(2) Payout/equity	(3) Propensity	(4) Payout/equity
STAKE	0.356 (0.878)	0.498 * (0.285)	0.274 (0.923)	0.482 * (0.288)
EMP*STAKE			0.403 (0.848)	0.118 (0.412)
SIZE	0.417 * (0.239)	0.024 (0.077)	0.435 * (0.240)	0.026 (0.077)
AGE	-3.277 *** (1.208)	-0.733 * (0.442)	-3.421 *** (1.188)	-0.751 * (0.450)
M/B	-2.113 * (1.118)	-0.868 * (0.460)	-2.100 * (1.132)	-0.874 * (0.465)
RETURN_VOL	-0.499 (0.372)	-0.207 (0.182)	-0.518 (0.394)	-0.211 (0.182)
CASH	-0.032 (0.038)	-0.016 (0.014)	-0.032 (0.038)	-0.016 (0.014)
ROA	0.323 *** (0.083)	0.095 *** (0.036)	0.326 *** (0.083)	0.096 *** (0.036)
Constant	26.572 *** (4.436)	5.570 *** (1.657)	26.980 *** (4.513)	5.637 *** (1.686)
観測数	447	455	447	455
疑似決定係数	0.331	0.036	0.333	0.036

注 1. 括弧内は企業ごとのクラスター内相関に頑健な標準誤差を示す。

注 2. *, **, ***はそれぞれ 10%、5%、1%の水準で統計的に有意であることを示す。

第 6 章：結論

本章では、本論文の実証結果を振り返った後、結論を述べる。

まず、第 2 章では、株主構成だけでなく株主数も含めた株主層に焦点を当て、配当平準化および総利益還元の平準化について分析を行った。分析では、配当平準化の代理変数として Leary and Michaely(2011)で提示された 2 つの指標を使用している。一つ目は、これまでの配当平準化の研究で主に使用されてきた Lintner(1956)の調整速度が持つバイアスに対処した調整速度の指標である。二つ目は、配当の変動の大きさに対する利益の変動の大きさの比を使用している。この指標には、モデルを特定する必要性がないという利点がある。株主層に関する変数としては、株主数、機関投資家持株比率、株式持合比率を使用している。株主数については、総資産や上場年数の影響をコントロールした指標である超過株主数 (excess shareholder base) という変数を推計し、この変数を株主数の代理変数として使用している。

上記の変数を使用して回帰分析を行った結果、超過株主数が少ない企業ほど配当平準化の傾向が強く、この傾向は低配当性向企業において顕著であった。この結果は、株主数が少なく、資金調達が困難な企業ほど配当を平準にすることを示唆している。また、株主構成に関しては、機関投資家の存在と配当平準化の間には有意な関係は見出せなかった一方、株式持合比率が高い企業ほど配当を平準にする傾向にあることが確認された。この結果は、株式持合によって経営者エンタレンチメントが強くなっている企業では、経営者がエンタレンチメントを維持・強化するための配当行動をとる結果として配当平準化が生じる可能性を示唆している。配当に自社株買いを加えた総利益還元についても同様の分析を行ったところ、配当平準化に比べ回帰モデルの説明力が大きく低下していることが明らかとなった。ペイアウト政策に関するサーベイ研究では、配当に比べると自社株買いは資金需要や株価に応じて機動的に行われていることを報告しているが、この結果はそれらの事実と整合的で、自社株買いには配当ほど明確な目標水準が存在していないことを示唆する結果といえる。

第 3 章では、近年の日本におけるコーポレート・ガバナンスに関する議論の中心になっている取締役会に焦点を当て、取締役会特性とペイアウト政策の関係について検証している。その際、取締役会特性の中でも取締役会の独立性に着目し、社外取締役や経営者からの独立性がより高いと考えられる独立取締役の存在が企業のペイアウト政策に与える影響を分析している。独立取締役の具体的な定義は、改正前の会社法 (2006 年 5 月施行) 上の社外取締役から、親会社またはその他の関係会社からの社外取締役、および相互派遣の社

外取締役を除いた社外取締役としている。分析では、社外取締役または独立取締役の導入の選択には自己選択に伴う内生性が存在することが想定されるため、Heckman(1979)の 2 段階推計法を用いることで選択バイアスに対処している。また、独立取締役の存在が企業間のペイアウト政策に違いを生じさせているかどうかを検証するだけでなく、独立取締役の導入に伴いその後のペイアウト政策に変化が生じるかどうかについても Difference-in-differences (DID) による分析を行い検証している。DID 分析においても、傾向スコア・マッチングの手法を用いて組成したマッチング・サンプルを使用することで選択バイアスに対処している。

分析の結果、社外取締役特に独立取締役の存在は配当額に正の影響を与えていることが明らかとなった。この結果は、取締役会の独立性が高くなることによって取締役会の監督機能が強化され、経営者が利益や内部留保を配当として株主に還元するように規律付けられている可能性を示唆するものである。また、この効果は独立取締役が 2 人以上存在する場合にのみ有意に観察されること、フリー・キャッシュフローが大きくエージェンシー問題が深刻と思われる企業ほど強くなることが見出された。さらに、独立取締役の導入の効果に関する分析からは、独立取締役の導入によってその後の配当額が有意に増加していること、すなわち独立取締役の導入が取締役会による経営の規律付けの機能を向上させている可能性を示唆する結果が得られた。

第 4 章では、株主や取締役会などの企業のガバナンスに直接的に関与する経済主体ではなく、企業が直面している環境、すなわち外部市場からの規律付けのメカニズムに着目した研究を行っている。分析では、製品・サービス市場における企業間の競争に焦点を当てており、製品・サービス市場の競争度の代理変数としてハーフィンダール・ハーシュマン指数 (HHI) を用いてペイアウト政策との関係を検証している。分析においては、上場企業のデータのみを使用して HHI を算出すると、市場競争度を過小に評価してしまうおそれがあるため、非上場企業のデータも使用して HHI を算出することでこの問題に対処している。また、製品・サービス市場の競争度は企業のプレデーション行動を左右することでペイアウト政策に影響を及ぼしている可能性も考えられるため、この点を考慮した分析も行っている。さらに、製品・サービス市場の競争度がもたらす経営者の規律付けのメカニズムと企業レベルのガバナンスのメカニズムが、ペイアウト政策に対して補完的に働くのか、それとも代替的に働くのかを明らかにするため、HHI と企業レベルのガバナンスの強度を表す変数を同時に考慮した分析を行っている。企業レベルのガバナンスの代理変数としては、機関投資家、外部筆頭株主、取締役会の独立性に関する変数、およびそれらを主成分

分析によって1つの指標に縮約したものを使用している。

分析の結果、製品・サービス市場の競争が激しい（HHI が低い）産業に属する企業ほどペイアウト金額が多い傾向にあることが見出された。また、市場競争度とペイアウト金額との間の正の関係は、企業のプレデーション行動によるものではなく、経営者の規律付け効果によってもたらされていることを支持する結果が得られた。さらに、ガバナンスの代理変数のいずれに関しても、配当額に与える影響はHHIと補完的な関係にあることが見出された。この結果は、製品・サービス市場における企業間の競争による経営者の規律付けのメカニズムと企業レベルのガバナンスのメカニズムが補完的な関係にあることを示唆する結果である。

第5章では、コーポレート・ガバナンスの議論において前提となっている企業観、すなわち株主主権型の企業と、株主以外の利害関係者も重視する企業でペイアウト政策に違いが存在するかどうかを検証している。分析においては、各企業の経営理念を用いて、経営理念において株主について言及している企業のみを分析サンプルとしている。そして、その中で従業員、顧客、取引先企業、地域社会の4つの利害関係者のうち、少なくともいずれか1つについて経営理念の中で言及している場合は1、そうでない場合は0をとるダミー変数を作成し、そのダミー変数を使用して回帰分析を行うことで株主主権型の企業、つまり株主重視の経営をする企業とステークホルダー重視の経営をする企業のペイアウト政策を比較している。

分析の結果、株主重視の経営をしている企業とステークホルダー重視の経営をしている企業の間でペイアウト政策の違いはないことが確認された。また、当期純利益が赤字の時期において両企業のペイアウト政策の違いが生じるかどうかを検証したところ、ステークホルダー重視の経営をしている企業は、赤字の時期においても株主重視の経営をしている企業ほどペイアウトを減らしていないことが確認された。また、ステークホルダー重視の経営をしている企業の中でも特に従業員を重視している企業のペイアウト政策と株主重視の企業のペイアウト政策を比較したが、両企業間で違いは見られなかった。以上の結果は、株主価値の最大化とステークホルダー重視の経営は必ずしも相反しないことを示唆する結果である。

本論文の目的は、日本企業のペイアウト政策をコーポレート・ガバナンスに着目して実証的に分析し、ペイアウト政策およびコーポレート・ガバナンスに関する議論の進展に資する実証的証拠を得ることであった。本論文の結果からは、コーポレート・ガバナンスはエージェンシー問題を左右することによって企業のペイアウト政策に影響を与えている可

能性が示された。また、第 4 章の結果からも示唆されるように、ガバナンスは一元的に捉えることは出来ず、日本においては様々なガバナンスのメカニズムが複合的に機能し合うことによって初めて有効となる可能性がある。さらに、先進国の中でも株主以外の利害関係者の利益を重視していると考えられていた日本企業においても、近年では株主価値の最大化を最終的な目標とする株主主権型の企業経営観が一般的になってきている可能性が示唆される。

一連の結果をまとめると次のことがいえる。コーポレート・ガバナンスは企業のペイアウト政策を左右する重要な要素の一つであり、企業のペイアウト政策を説明するためには企業のガバナンスに目を向ける必要がある。また、ペイアウト政策はコーポレート・ガバナンスが有効に機能しているか否かを評価するための適切な指標にもなりうる。

本論文は、日本だけでなく海外の研究においても確認されていなかった実証結果を提示している。これらの研究成果は、ペイアウト政策およびコーポレート・ガバナンスに関する今後の研究の進展に貢献するものとなることが期待される。

参考文献

- 入江和彦・蜂谷豊彦 (2010) 「取締役会改革と企業価値の変化」『現代ファイナンス』 Vol.28, pp.45-67.
- 荻島誠治 (2001) 「日本の株式持ち合いと株価」『証券アナリストジャーナル』 Vol.39, No.7, pp.69-91.
- 久保克行・齋藤卓爾 (2009) 「配当政策と経営者持株—エンタレチメントの観点から—」『経済研究』 Vol.60, No.1, pp.47-59.
- 齋藤巡友 (2015) 「わが国企業による配当平準化と株主層」『経営財務研究』 Vol.35, No.(1-2), forthcoming.
- 齋藤卓爾 (2011) 「日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果」宮島英昭編『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて—』第4章, 東洋経済新報社, pp.181-213.
- 佐々木寿記 (2010) 「ペイアウト政策と機関投資家持分比率の相互関係」『証券アナリストジャーナル』 Vol.48, No.12, pp.102-112.
- 諏訪部貴嗣 (2006) 「株主価値を向上させる配当政策」『証券アナリストジャーナル』 Vol.44, No.7, pp.34-47.
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文 (2011) 「日本企業のペイアウト政策と株式分割—機関投資家へのサーベイ調査による実証分析—」『経営財務研究』 Vol.31, No.1, pp.2-25.
- 花枝英樹・芹田敏夫 (2008) 「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』 Vol.24, pp.129-160.
- 三谷英貴 (2013) 「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」『甲南経済学論集』 Vol.53, No.(3-4), pp.29-64.
- Adams, R. B. and D. Ferreira (2007) “A Theory of Friendly Boards,” *Journal of Finance*, Vol.62, No.1, pp.217-250.
- Adams, R. B., B. E. Hermalin and M. S. Weisbach (2010) “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey,” *Journal of Economic Literature*, Vol.48, No.1, pp.58-107.
- Agle, B.R., D. Thomas, R. E. Freeman, M. C. Jensen, R. K. Mitchell and D. J. Wood (2008) “Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory,” *Business Ethics Quarterly*, Vol.18, No.2, pp.153-190.
- Agrawal, A. and N. Jayaraman (1994) “The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of

- the Free Cash Flow Theory,” *Managerial and Decision Economics*, Vol.15, No.2, pp.139-148.
- Aivazian, V. A., L. Booth and S. Cleary (2006) “Dividend Smoothing and Debt Ratings,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.41, No.2, pp.439-453.
- Alchian, A. A. (1950) “Uncertainty, Evolution, and Economic Theory,” *Journal of Political Economy*, Vol.58, No.3, pp.211-221.
- Ali, A., S. Klasa and E. Yeung (2009) “The Limitations of Industry Concentration Measures Constructed with Compustat Data: Implications for Finance Research,” *Review of Financial Studies*, Vol.22, No.10, pp.3839-3871.
- Allen, F., A. E. Bernardo and I. Welch (2000) “A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles,” *Journal of Finance*, Vol.55, No.6, pp.2499-2536.
- Allen, F. and D. Gale (2000) “Corporate Governance and Competition,” published in *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, X. Vives (ed). Cambridge University Press, pp.23-94.
- Allen, F. and R. Michaely (2003) “Payout Policy,” published in *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1A. Constantinides G. M., M. Harris and R. M. Stulz (eds). Elsevier, pp.337-429.
- Almeida, H., M. Campello and M. S. Weisbach (2004) “The Cash Flow Sensitivity of Cash,” *Journal of Finance*, Vol.59, No.4, pp.1777-1804.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith Jr (1988) “Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-market Repurchases,” *Journal of Financial Economics*, Vol.22, No.1, pp.61-82.
- Bates, T. W., K. M. Kahle and R. M. Stulz (2009) “Why do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used to?” *Journal of Finance*, Vol.64, No.5, pp.1985-2021.
- Baumol, W. J. (1982) “Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure,” *American Economic Review*, Vol.72, No.1, pp.1-15.
- Becht, M., P. Bolton and A. Roell (2003) “Corporate Governance and Control,” published in *Handbook of the Economics of Finance*, Vol.1A. Constantinides G. M., M. Harris and R. M. Stulz (eds). Elsevier, pp.1-109.
- Berger, A. N. and T. H. Hannan (1998) “The Efficiency Cost of Market Power in the Banking Industry: A Test of the ‘Quiet Life’ and Related Hypotheses,” *Review of Economics and Statistics*, Vol.80, No.3, pp.454-465.
- Berle Jr, A. A. (1931) “Corporate Powers as Powers in Trust,” *Harvard Law Review* Vol.44, No.7, pp.1049-1074.
- Berrone, P., J. Surroca and J. A. Tribo (2007) “Corporate Ethical Identity as a Determinant of Firm

- Performance: A Test of the Mediating Role of Stakeholder Satisfaction,” *Journal of Business Ethics*, Vol.76, No.1, pp.35-53.
- Bhattacharya, S. (1979) “Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘the Bird in the Hand’ Fallacy,” *Bell Journal of Economics*, Vol.10, No.1, pp.259-270.
- Bird, R., A. D. Hall, F. Momentè and F. Reggiani (2007) “What Corporate Social Responsibility Activities are Valued by the Market?” *Journal of Business Ethics*, Vol.76, No.2, pp.189-206.
- Bodnaruk, A. and P. Östberg (2013) “The Shareholder Base and Payout Policy,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.48, No.3, pp.729-760.
- Boone, A. L., L. C. Field, J. M. Karpoff and C. G. Raheja (2007) “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.85, No.1, pp.66-101.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey and R. Michaely (2005) “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics*, Vol.77, No.3, pp.483-527.
- Brennan, M. J. and A. V. Thakor (1990) “Shareholder Preferences and Dividend Policy,” *Journal of Finance*, Vol.45, No.4, pp.993-1018.
- Byoun, S., K. Chang and Y. S. Kim (2013) “Does Corporate Board Diversity Affect Corporate Payout Policy?” SSRN Working Paper 1786510.
- Campbell, A. (1997) “Mission Statements,” *Long Range Planning*, Vol.30, No.6, pp.931-932.
- Chay, J. B. and J. Suh (2009) “Payout Policy and Cash-flow Uncertainty,” *Journal of Financial Economics*, Vol.93, No.1, pp.88-107.
- Chhaochharia, V., Y. Grinstein, G. Grullon and R. Michaely Forthcoming 2015 “Product Market Competition and Internal Governance: Evidence from the Sarbanes Oxley Act,” *Management Science*.
- Coles, J. L., N. D. Daniel and L. Naveen (2008) “Boards: Does One Size Fit All?” *Journal of Financial Economics* Vol.87, No.2, pp.329-356.
- Cyert, R. M., S. H. Kang and P. Kumar (2002) “Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence,” *Management Science*, Vol.48, No.4, pp.453-469.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and R. M. Stulz (2006) “Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory,” *Journal of Financial Economics*, Vol.81, No.2, pp.227–254.
- Denis, D. J. and I. Osobov (2008) “Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy,” *Journal of Financial Economics*, Vol.89, No.1, pp.62-82.

- Desai, M. A. and L. Jin (2011) "Institutional Tax Clienteles and Payout Policy," *Journal of Financial Economics*, Vol.100, No.1, pp.68-84.
- Dewenter, K. L. and V. A. Warther (1998) "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms," *Journal of Finance*, Vol.53, No.3, pp.879-904.
- Dhaliwal, D. S., M. Erickson and R. Trezevant (1999) "A Test of the Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies," *National Tax Journal*, Vol.52, No.2, pp.179-194.
- Dodd Jr, E. M. (1932) "For Whom Are Corporate Managers Trustees?" *Harvard Law Review*, Vol.45, No.7, pp.1145-1163.
- Dore, R. (2000) "Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany versus the Anglo-Saxons," Oxford University Press.
- Easterbrook, F. H. (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol.74, No.4, pp.650-659.
- Eisenberg, T., S. Sundgren and M. Wells (1998) "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.48, No.1, pp.35-54.
- Fama, E. F. and H. Babiak (1968) "Dividend Policy: An Empirical Analysis," *Journal of the American Statistical Association*, Vol.63, No.324, pp.1132-1161.
- Fama, E. F. and K. R. French (2001) "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.1, pp.3-43.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth (1973) "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, Vol.81, No.3, pp.607-636.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.301-325.
- Fenn, G. W. and N. Liang (2001) "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.1, pp.45-72.
- Fink, J., K. E. Fink, G. Grullon and J. P. Weston (2010) "What Drove the Increase in Idiosyncratic Volatility during the Internet Boom?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.45, No.5, pp.1253-1278.
- Fluck, Z. (1999) "The Dynamics of the Management-Shareholder Conflict," *Review of Financial Studies*, Vol.12, No.2, pp.379-404.
- Freeman, D. E. (1984) "Strategic Management: A Stakeholder Approach," Pitman Publishing Inc.
- Fudenberg, D. and J. Tirole (1995) "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," *Journal of Political Economy*, Vol.103, No.1, pp.75-93.

- Giannetti, M. and A. Simonov (2006) "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices," *Journal of Finance*, Vol.61, No.3, pp.1507-1547.
- Giroud, X. and H. M. Mueller (2010) "Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries?" *Journal of Financial Economics*, Vol.95, No.3, pp.312-331.
- Giroud, X. and H. M. Mueller (2011) "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol.66, No.2, pp.563-600.
- Graham, D. R., D. P. Kaplan and D. S. Sibley (1983) "Efficiency and Competition in the Airline Industry," *Bell Journal of Economics*, Vol.14, No.1, pp.118-138.
- Griffith, R. (2001) "Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis," Working Paper, Institute for Fiscal Studies.
- Grinstein, Y. and R. Michaely (2005) "Institutional Holdings and Payout Policy," *Journal of Finance*, Vol.60, No.3, pp.1389-1426.
- Grosfeld, I. and T. Tressel (2002) "Competition and Ownership Structure: Substitutes or Complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange," *Economics of Transition*, Vol.10, No.3, pp.525-551.
- Grossman, S. J. and O. D. Hart (1980) "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, Vol.11, No.1, pp.42-64.
- Grullon, G., G. Kanatas and J. P. Weston (2004) "Advertising, Breadth of Ownership, and Liquidity," *Review of Financial Studies*, Vol.17, No.2, pp.439-461.
- Grullon, G. and R. Michaely (2014) "The Impact of Product Market Competition on Firms' Payout Policy," Working Paper, Rice University.
- Grullon, G., R. Michaely and B. Swaminathan (2002) "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business*, Vol.75, No.3, pp.387-424.
- Guest, P. M. (2008) "The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from the UK," *Journal of Corporate Finance*, Vol.14, No.1, pp.51-72.
- Gugler, K. (2003) "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment," *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, No.7, pp.1297-1321.
- Guttman, I., O. Kadan and E. Kandel (2010) "Dividend Stickiness and Strategic Pooling," *Review of Financial Studies*, Vol.23, No.12, pp.4455-4495.
- Hart, O. D. (1983) "The Market Mechanism as an Incentive Scheme," *Bell Journal of Economics*,

- Vol.14, No.2, pp.366-382.
- Heckman, J. J. (1979) "Sample Selection Bias as a Specification Error," *Econometrica*, Vol.47, No.1, pp.153-161.
- Hillman, A. J. and G. D. Keim (2001) "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?" *Strategic Management Journal*, Vol.22, No.2, pp.125-139.
- Hirota, S., K. Kubo, H. Miyajima, P. Hong and Y. W. Park (2010) "Corporate Mission, Corporate Policies and Business Outcomes: Evidence from Japan," *Management Decision*, Vol.48, No.7, pp.1134-1153.
- Holmstrom, B. (1982) "Moral Hazard in Teams," *Bell Journal of Economics*, Vol.13, No.2, pp.324-340.
- Holmstrom, B. and P. Milgrom (1994) "The Firm as an Incentive System," *American Economic Review*, Vol.84, No.4, pp.972-991.
- Holmström, B., and J. Tirole (1993) "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, Vol.101, No.4, pp.678-709.
- Hu, A. and P. Kumar (2004) "Managerial Entrenchment and Payout Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.39, No.4, pp.759-790.
- Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Jensen, M. C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.831-880.
- Jensen, M. C. (2001) "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.14, No.3, pp.8-21.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol.3, No.4, pp.305-360.
- John, K. and J. Williams (1985) "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," *Journal of Finance*, Vol.40, No.4, pp.1053-1070.
- Kalay, A. and M. A. Lemmon (2008) "Payout Policy," published in *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. 2. Eckbo (ed). North-Holland, pp.3-57.
- Klemm, M., S. Sanderson and G. Luffman (1991) "Mission Statements: Selling Corporate Values to Employees," *Long Range Planning*, Vol.24, No.3, pp.73-78.
- Kumar, P. (1988) , "Shareholder-Manager Conflict and the Information Content of Dividends," *Review of Financial Studies*, Vol.1, No.2, pp.111-136.
- Kumar, P. and B. S. Lee (2001) "Discrete Dividend Policy with Permanent Earnings," *Financial*

- Management*, Vol.30, No.3, pp.55-76.
- Laplume, A. O., K. Sonpar and R. A. Litz (2008) "Stakeholder Theory: Reviewing a Theory That Moves Us," *Journal of Management*, Vol.34, No.6, pp.1152-1189.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (2000) "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, Vol.55, No.1, pp.1-33.
- Leary, M. T. and R. Michaely (2011) "Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence," *Review of Financial Studies*, Vol.24, No.10, pp.3197-3249.
- Leuthesser, L. and C. Kohli (1997) "Corporate Identity: The Role of Mission Statements," *Business Horizons*, Vol.40, No.3, pp.59-66.
- Linck, J. S., J. M. Netter and T. Yang (2008) "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.87, No.2, pp.308-328.
- Lintner, J. (1956) "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, Vol.46, No.2, pp.97-113.
- Lloyd, W. P., J. S. Jahera Jr and D. E. Page (1985) "Agency Costs and Dividend Payout Ratios," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol.24, No.3, pp.19-29.
- Masulis, R. W. and S. Mobbs (2011) "Are All Inside Directors the Same? Evidence from the External Directorship Market," *Journal of Finance*, Vol.66, No.3, pp.823-872.
- Merton, R.C. (1987) "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information," *Journal of Finance*, Vol.42, No.3, pp.483-510.
- Meznar, M. B., D. Nigh and C. C. Y. Kwok (1994) "Effect of Announcements of Withdrawal from South Africa on Stockholder Wealth," *Academy of Management Journal*, Vol.37, No.6, pp.1633-1648.
- Michaely, R. and M. R. Roberts (2012) "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms," *Review of Financial Studies*, Vol.25, No.3, pp.711-746.
- Michaely, R., R. H. Thaler and K. L. Womack (1995) "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?" *Journal of Finance*, Vol.50, No.2, pp.573-608.
- Miller, M. H. and F. Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business* Vol.34, No.4, pp.411-433.
- Miller, M. H. and K. Rock (1985) "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, Vol.40, No.4, pp.1031-1051.
- Moore, G. (2001) "Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry," *Journal of Business Ethics*, Vol.34, No.3-4, pp.299-315.
- Nalebuff, B. J. and J. E. Stiglitz (1983) "Prizes and Incentives: Towards a General Theory of

- Compensation and Competition,” *Bell Journal of Economics*, Vol.14, No.1, pp.21-43.
- Nickell, S. J. (1996) “Competition and Corporate Performance,” *Journal of Political Economy*, Vol.104, No.4, pp.724-746.
- Ogden, S. and R. Watson (1999) “Corporate Performance and Stakeholder Management: Balancing Shareholder and Customer Interests in the U.K. Privatized Water Industry,” *Academy of Management Journal*, Vol.42, No.5, pp.526-538.
- Omran, M., P. Atrill and J. Pointon (2002) “Shareholders versus Stakeholders: Corporate Mission Statements and Investor Returns,” *Business Ethics: A European Review*, Vol.11, No.4, pp.318-326.
- Phillips, G. M. (1995) “Increased Debt and Industry Product Markets an Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, Vol.37, No.2, pp.189-238.
- Raheja, C. G. (2005) “Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.40, No.2, pp. 283-306.
- Raith, M. (2003) “Competition, Risk, and Managerial Incentives,” *American Economic Review*, Vol.93, No.4, pp.1425-1436.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1983) “The Central Role of the Propensity Score in the Observational Studies for Causal Effects,” *Biometrika*, Vol.70, No.1, pp.41-55.
- Rozeff, M. S. (1982) “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios,” *Journal of Financial Research*, Vol.5, No.3, pp.249-259.
- Ruf, B. M., K. Muralidhar, R. M. Brown, J. J. Janney and K. Paul (2001) “An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective,” *Journal of Business Ethics*, Vol.32, No.2, pp.143-156.
- Schmidt, K. M. (1997) “Managerial Incentives and Product Market Competition,” *Review of Economic Studies*, Vol.64, No.2, pp.191-213.
- Sharma, V. (2011) “Independent Directors and the Propensity to Pay Dividends,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, No.4, pp.1001-1015.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986) “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, Vol.94, No.3, pp.461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-783.
- Short, H., H. Zhang and K. Keasey (2002) “The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership,” *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, No.2, pp.105-122.
- Stigler, G. J. (1958) “The Economies of Scale,” *Journal of Law and Economics*, Vol.1, pp.54-71.

- Tian, G. Y. and G. Twite (2011) "Corporate Governance, External Market Discipline and Firm Productivity," *Journal of Corporate Finance*, Vol.17, No.3, pp.403-417.
- Tirole, J. (2001) "Corporate Governance," *Econometrica*, Vol.69, No.1, pp.1-35.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves (1997) "The Corporate Social Performance–Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, Vol.18, No.4, pp.303-319.
- Wang, Y. (2009) "Examination on Philosophy-Based Management of Contemporary Japanese Corporations: Philosophy, Value Orientation and Performance," *Journal of Business Ethics*, Vol.85, No.1, pp.1-12.
- Yermack, D. (1996) "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.2, pp.185-211.
- Yoshimori, M. (1995) "Whose Company is it? The Concept of the Corporation in Japan and the West," *Long Range Planning*, Vol.28, No.4, pp.33-44.
- Zingales, L. (1998) "Survival of the Fittest or the Fattest? Exit and Financing in the Trucking Industry," *Journal of Finance*, Vol.53, No.3, pp.905-938.