

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

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

齋藤 巡友

はじめに

本論文では、日本企業のペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係を明らかにするため、コーポレート・ガバナンスに関連する諸要素に焦点を当てて実証的な分析を行っている。

一つ目の要素は株主である。1988 年度に日本の上場企業の株式を合わせて 70% 近く保有していた金融機関と事業法人は、徐々に株主としての存在感を弱めていき、2008 年度には両者の株式保有比率は合わせて 50% を下回るようになった。これらの株主に代わり存在感を強めてきたのが外国人投資家をはじめとする機関投資家であり、1988 年度から 2008 年度の間、20% 以上株式の保有比率を増加させている。機関投資家特に外国人投資家は、金融機関や事業法人の株主と異なり、企業の経営に積極的に関与するいわゆる「物言う株主」であり、企業のガバナンスを大きく変容させる存在となった。

二つ目の要素は取締役会である。2000 年代以降、社外取締役の導入や取締役会規模の縮小と言った取締役会改革を進める企業が増加してきている。東洋経済新報社『役員四季報』のデータによると、社外取締役を導入した企業が全上場企業に占める割合は 2002 年度では 25% にも満たなかったのに対し 2012 年度には 50% を超えるまでに増加している。また取締役会の規模をあらわす取締役数に関しても同期間で 2 人程度減少している。このような取締役会改革に伴い、企業の内部ガバナンスも以前までとは大きく異なったものとなっている可能性が考えられる。

三つ目の要素は企業を取り巻く環境である。株主や取締役会といった企業の所有者やその代理によるガバナンスのメカニズムは研究の対象となることが多いが、これらのガバナンスのメカニズムに加え、市場、特に製品・サービス市場からの規律付けのメカニズムもコーポレート・ガバナンスを議論していくうえで重要な要素となりうる。

また、多くのコーポレート・ガバナンスの研究で前提とされている株主主権型の企業経営観が日本においても妥当なものであるかどうかは、有効なコーポレート・ガバナンスを議論するうえで重要なテーマとなる。

本論文では、以上のコーポレート・ガバナンスに関連する諸要素および企業経営観に焦点を当て、各章（第 2 章から第 5 章）で企業のペイアウト政策に関する実証分析を行っている。以下、各章の内容について説明する。

第 2 章：配当平準化と株主層

第 2 章では、配当支払いの流列を滑らかにしようとする企業の財務政策、すなわち配当平準化に焦点を当て、それと株主層との関係を明らかにするため、配当平準化に関する実証的な分析を行っている。

配当平準化は、米国では古くからその存在が確認されており、配当平準化を対象にした研究は数多く見られる。また、日本においてはこれまで殆ど研究されてこなかったものの、一株当たり 5 円配当という従来までの配当慣行に表されるように、日本企業においても配当平準化は意識されていた可能性がある。経営者および財務担当者へのアンケート調査の結果からは、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可能性が示唆されている。例えば、Brav et al.(2005)は、経営者が減配を避けるために正の NPV を有するプロジェクトへの投資を抑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）。米国だけでなく日本においても配当平準化が企業にとって重要な財務政策となっている可能性が考えられるものの、配当平準化の実態については未だに明らかにされていない点が数多く存在する。

以上を踏まえ、第 2 章では、配当平準化を説明する要素として企業の株主層に着目し、両者の関係を検証している。株主層は、その規模を表す株主数やその構造を表す株主構成に分けられるが、これらの要素はエージェンシー問題や資本市場における情報の非対称性の問題と密接に関連しているため、配当平準化とも関連している可能性がある。しかしながら、筆者の知る限りこれらの要素に着目し配当平準化との関係を検証している研究は存在していない。

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)の配当の調整速度に改良を加えた調整速度の指標である。この指標は、Lintner(1956)の調整速度が有する小標本を使用した際の過大推計のバイアスを軽減しうる特長を持つ。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である。この指標は、モデルを特定する必要がないため特定化の誤りによって生じるバイアスに対して頑健であるという特長を持つ。分析においては、主要な説明変数として株主に関する変数に注目している。具体的には、株主の規模を表す株主数や、株主の中でも企業のガバナンスを大きく左右すると考えられる機関投資家および持株株主に着目している。これらの株主の代理変数としてそれぞれ機関投資家持株比率と株式持合比率を使用している。ただ

し、株主数についてはそのままの（単元）株主数を使用してしまうと、総資産や上場年数による影響を大きく受けているため、純粋な株主数の影響を見ることができない。そのため、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。

分析の結果、超過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、さらにこの傾向は低配当性向企業において顕著であることがわかった。この結果は、株主数が少なく、投資家からの認知度が低い企業や経営者と外部投資家との間の情報の非対称性が大きい企業ほど資金調達が困難であり、企業業績が良い時であっても配当を増やさないために配当平準化が強まるという仮説を支持する結果である。

また、機関投資家の存在と配当平準化との間には有意な関係は見出せなかった一方で、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trenチメントが強くなっている企業では、経営者がエンtrenチメントを維持するために配当政策を利用することで配当平準化が生じている可能性を示唆するものである。

さらに、配当に自社株買いを加えた総利益還元についても平準化の指標を推計し、総利益還元の平準化についても同様の分析を行った。自社株買いの利用が配当平準化や総利益還元の平準化に影響を与えているか否かを確認したところ、自社株買いを利用する企業ほど総利益還元の平準化が弱い、つまり目標となる総利益還元水準への調整が速いという予想通りの結果が得られたが、配当平準化には影響を与えていないことが明らかとなった。

総利益還元の平準化の指標を被説明変数として回帰分析を行ったところ、配当平準化と概ね同様の傾向にあるものの配当平準化に比べモデルの説明力が大きく低下していることがわかった。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あり、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であるといえる。

以上の結果から、日本企業の配当平準化は株主層と深く関連しており、配当平準化を説明するうえで重要な要素となっているといえる。

第3章：ペイアウト政策と取締役会の独立性

第3章では、取締役会の役割の一つとされる経営の監督が有効に機能することで経営者

の規律付けが適切に行われているかどうかを明らかにするため、社外取締役および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が企業のペイアウト政策に与える影響を実証的に分析している。

近年、日本においても企業内部のガバナンスに関心を払い、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、2015 年 5 月の改正会社法の施行や同年 6 月からの東京証券取引所におけるコーポレートガバナンス・コードの適用に表されるように、取締役会に関連する法・制度も変化の途上にある。取締役会は経営を監督し、経営者を適切に規律付けることが役割の一つとされる。経営の監督において中心的な役割を果たすと考えられているのが、日々の業務には従事しない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独立取締役である。社外取締役や独立取締役による経営の監督が十分に果たされ経営者に対する規律付けが適切に行われているのであれば、経営者による機会主義的な行動を抑制することができ、株主 - 経営者間の利害対立の緩和につながるとされる (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。つまり、取締役会によるガバナンスのメカニズムが株主 - 経営者間の利害対立に影響を与えることを通じて企業間のペイアウト政策に違いを生じさせている可能性が考えられる。

以上を踏まえ、第 3 章では、社外取締役や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実証的に分析している。分析においては、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の問題が生じる可能性があるため、Heckman(1979)の 2 段階推計法を用いている。また、社外（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) による分析によって検証を行っている。DID 分析においては、分析期間中に初めて独立取締役を導入した企業と、分析期間を通して独立取締役が存在していなかった企業を傾向スコア (propensity score) に基づいてマッチングすることによって組成したマッチング・サンプルを使用している。

分析の結果、社外取締役特に独立取締役の存在は配当や配当に自社株買いを加えた総利益還元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で経営の監督機能が強化され、経営者が規律付けられたことによって、利益や内部留保をペイアウトとして株主に還元するようになった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有意であること、フリー・キャッシュフローが豊富で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を見出された。これらの結果は、独立取締役の有効性や、コーポレートガバナンス・コードにおける「独立社外取締役の 2 名以上の選任」の原則の有効性を支持する結果であるといえる。

さらに、独立取締役の導入の効果を検証した DID 分析の結果からは、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が確認された。これは、独立取締役の導入が取締役会の経営の監督機能を強化することにつながり、経営者の規律付けが適切に行われるようになった可能性を示唆する結果といえる。

以上の結果から、ペイアウト政策から見た場合、社外取締役特に独立取締役の存在は取締役会による経営の監督機能の向上につながる可能性があるといえる。

第 4 章：ペイアウト政策と製品・サービス市場の競争度

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要素ではなく、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がペイアウト政策に与える影響、および市場からの規律付けが株主や取締役会による企業レベルのガバナンスのメカニズムとどのような関係にあるのかを明らかにするため、製品・サービス市場の競争度とペイアウト政策の関係を検証している。

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、株主の行動や取締役会などの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。しかしながら、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が有効なガバナンスのメカニズムとなりうると指摘している。仮に、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の緩和につながるのであれば、その効果はペイアウト政策にあらわれる可能性がある。また、製品・サービス市場の競争が規律付けとして機能する場合、株主や取締役会を通じた規律付けのメカニズムとどのような関係にあるのか、そしてそれらを同時に考慮した場合、ペイアウト政策にどのような影響を与えるのかということに関しては依然として明らかにされていない。

以上を踏まえ、第 4 章では、製品・サービス市場の競争度とペイアウト政策の関係を実

証的に分析している。分析では、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ドール・ハーシュマン指数（以下 HHI と記す）を用いてペイアウト政策との関係を検証している。市場の競争度をより正確に反映するため、HHI は上場企業だけでなく非上場企業のデータも使用して算出している。また、製品・サービス市場の競争度が経営者の規律付けとして機能することによってではなく、企業の経営戦略上の行動に影響を及ぼすことによって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使用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、およびそれらの変数を主成分分析によって 1 つの指標に縮約した変数を使用している。

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政策との間の正の関係は、企業の経営戦略上の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、企業レベルのガバナンスに関するいずれの代理変数についても、配当に与える影響は HHI と補完的な関係にあることが見出された。

以上の結果は、製品・サービス市場における企業間の競争が経営者の規律付けのメカニズムとして機能する結果、経営者はフリー・キャッシュフローをペイアウトとして株主に還元している可能性を示唆するものである。また、製品・サービス市場の競争による産業レベルのガバナンスのメカニズムが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ことは、企業レベルのガバナンスだけでなく産業レベルのガバナンスも考慮してコーポレート・ガバナンスの制度設計をする必要性があることを意味する。

第 5 章：ペイアウト政策とステークホルダー型経営

第 5 章では、株主以外の企業の利害関係者（以下、「ステークホルダー」と記す）を重視する企業の経営目標が、ステークホルダーに利益をもたらすことそのものであるのか、それとも株主の利益を最大化するための手段となっているのかを明らかにするため、利害関係者に対する企業の姿勢、すなわち企業の経営観がペイアウト政策に与える影響について

実証的に分析している。

コーポレート・ガバナンスの議論では、企業は株主のために経営されるという株主主権型の企業が前提となっている。ただし、この前提は国や時代によっては異なったものになることが考えられる。Yoshimori(1995)は、米国および英国企業の経営者の大半が株主主権型の企業経営観と整合的な認識を持っている一方、ドイツやフランス、特に日本企業に至っては殆どすべての経営者が株主主権型とは異なる企業経営観を持っていることを示している。後者の国の経営者は従業員、顧客、取引先企業、地域社会といったステークホルダーの利益も重視した経営を行っている可能性がある。しかしながら、ステークホルダー重視の経営を行っている企業が株主主権型の企業と相反するものであるかどうかについては議論の余地がある。経営者が株主の利益を犠牲にしてもステークホルダーの利益を優先するならば、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なっており、株主主権型企業の前提は現実とは適合しないといえるであろう。一方、経営者がステークホルダーに利益をもたらすことによって最終的には株主価値の最大化を図ろうと考えている場合、株主主権型の企業経営観の前提は間違いとはいえないであろう。

以上を踏まえ、第 5 章では、企業のペイアウト政策に着目し、ステークホルダー重視の経営の目標が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であるのか、それとも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。企業のペイアウト政策には経営者の意思決定が直接反映されるため、ペイアウト政策に着目することで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と考えられる。

分析においては、日本生産性本部編『社是社訓 第 4 版』に掲載されている経営理念の中に株主重視の記述が存在す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、すなわち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に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者のペイアウト政策に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。さらに、株主を重視している企業

と利害関係者の中でも従業員を特に重視している企業のペイアウト政策を比較したが、両者のペイアウト政策に違いは見られなかった。

以上の結果からは、ステークホルダー重視の経営が株主利益の追求と相反していないこと、また日本においても株主主権型企業的前提は棄却されないということがいえる。