

ペイアウト政策にコーポレート・ガバナンスと 余剰資金が与える影響

The Effect of Corporate Governance and Excess Cash on Payout Policy

佐々木 寿 記

1. はじめに
2. 仮説の設定
 - (1) Substitute モデルと Outcome モデル
 - (2) 修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデル
 - (3) ガバナンス変数の種類および強弱の定義
3. リサーチ・デザイン
 - (1) データ・サンプル
 - (2) 変数の定義と定式化
 - (3) 予想される符号
4. 分析結果
 - (1) 基本統計量と相関係数
 - (2) 多変量分析
5. 結論

1. はじめに

日本企業のガバナンス構造は、伝統的に経営者や従業員といった内部者の力が強く、株主からの要求は軽視されがちな傾向にあった。しかし 2000 年代以降は、一転してアメリカ型のコーポレート・ガバナンスがもてはやされるようになり、外国人投資家やファンドなどの“物言う株主”の存在感の増加や、それによる敵対的買収の脅威の高まりと買収防衛策の導入、社外取締役の選任を初めとする取締役会改革など、日本企業のコーポレート・ガバナンスに様々な変化が生じた。

また、このようなコーポレート・ガバナンスの変化と時を同じくして、我が国のペイアウト政策も大きな変化が生じ、ペイアウト総額の増加傾向や業績連動型配当政策の導入などが報告されている。

本稿の目的は、このような我が国におけるコーポレート・ガバナンスとペイアウト政策の変化を踏まえたうえで、ペイアウト政策と機関投資家以外の株主や取締役会、買収の脅威、ストックオプションと言ったコーポレート・ガバナンス全般の関係を検証することである。

本稿では La Porta, Lopez, Shleifer, and Vishny (LLSV, 2000) で提示された Substitute モデルと Outcome モデルを拡張し、余剰資金の影響をモデルに取り込んだ分析を行っており、それが本稿の貢献のひとつとなっている。

また、モデルの修正以外の貢献としては、企業のガバナンスメカニズムの強度

を数値化する際に、取締役会・株主構成・買収の脅威という複数の視点から、多角的に評価しているという点が挙げられる。コーポレート・ガバナンスには、取締役会や株主構成、買収の脅威などの様々なメカニズムが含まれているが、ペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスに関する先行研究のほとんどがコーポレート・ガバナンスの一要素を取り出して、ペイアウト政策との関係を議論した論文となっている。ゆえに、コーポレート・ガバナンスを多角的に評価したうえで、ペイアウト政策との関係を議論した論文は非常に少なく、本稿の貢献の1つとなっている。

本稿の主な分析結果について述べると、まず配当金額とガバナンスの関係に関する分析では、すべての企業でガバナンスとの間に有意な関係が見られなかった。これは、配当は硬直性が高いため、ガバナンスが変化しても配当金額があまり変化しないという予想と一致した結果である。

自社株買い金額とガバナンスの関係については、低余剰資金企業では、自社株買いとガバナンスの間に強い負の相関が見られた一方、高余剰資金企業については、強い正の相関が見られ、余剰資金の多寡に応じて、関係が成り立つことが示された。また、総還元額とガバナンスの関係について見てみると、高余剰資金企業については、有意に正の相関が見られたが、低余剰資金企業では両者の関係は特に見られなかった。

最後に、ペイアウト手法の選択とコーポレート・ガバナンスの関係については、低余剰資金企業ではガバナンスが強化されるほど自社株買いが有意に減少する一方で、配当金額には有意な変化が見られず、結果的に総還元に占める配当の割合が増加することが示された。一方、高余剰資金企業ではガバナンスの強化に応じて自社株買い金額が有意に増加する一方で、やはり配当金額には有意な変化が見られず、結果的に総還元に占める配当の割合も有意に低下するという結果が得られている。

本稿の構成は以下のとおりである。まず次節では、本稿で検証するモデルの説明と、コーポレート・ガバナンスの強弱や余剰資金の多寡をどのようにして定義するかについての説明を行う。そして、第3節でリサーチ・デザインについて説明したあと、第4節で分析結果の報告を行い、第5節が本稿のまとめである。

2. 仮説の設定

(1) Substitute モデルと Outcome モデル

LLSV (2000) は、経営者と株主の利害対立が存在することを前提としたうえで、Substitute モデルと Outcome モデルという、コーポレート・ガバナンスと配当政策の関係が異なる2つのモデルを設定し、そのどちらが成り立つのかを検証している。

まず、Substitute モデルでは、経営者が有利な条件で新たな外部資金調達を行うために、経営者が株主から得た資金を私的に流用しないという“評判”が必要となることを想定している。この“評判”を打ち立てるためには、あらかじめ配当を実施し、経営者が利己的な行動をとる余地がないことを示すことが一つの方

法として考えられる。このような“評判”が特に重要となるのは、ガバナンスが機能していない企業であると LLSV (2000) は述べている。なぜなら、ガバナンスによる経営者の規律付けが期待できない以上、株主には他に頼るものがないからである。逆に、強力なガバナンスメカニズムが構築されている企業であれば、すでに“評判”を獲得できているため、ここでさらにペイアウトを実行する必要性は薄い。

以上のことから、ガバナンスが機能していない企業では、機能している企業よりも多額の配当が実施されることが予想され、配当金額とガバナンスの間には相互代替的な関係が成り立つと予想した。

次に、Outcome モデルについて説明する。経営者と株主の間にエージェンシー対立が存在する場合、余剰資金が豊富な企業で過剰投資問題が発生する可能性がある (Easterbrook (1984), Jensen (1984))。そこで、株主は経営者に対して、配当の実施を求め、過剰投資問題を回避しようとする。しかし、ただ要求するだけでは利己的な動機を持つ経営者が自己の利益を犠牲にして株主の要求を聞き入れることはないため、経営者に対する影響力を株主が持つことが必要となる。そして、その際に利用されるのがコーポレート・ガバナンスである。LLSV (2000) によると、コーポレート・ガバナンスが機能している企業であれば、株主総会における議決権行使や株式の売却や株価の低下を通じた敵対的買収の圧力などにより経営者に対して圧力をかけ、配当を実施させることができる。ゆえに、他の条件が同じであれば、ガバナンスが機能している企業のほうが機能していない企業に比べて株主の意見が通りやすい分、配当金額も増加することが予想されている。ゆえに、Outcome モデルでは、コーポレート・ガバナンスが強化されるほど配当金額が増加するという補完的な関係が成り立つことが予想される。

(2) 修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデル

本稿では、LLSV (2000) の Substitute モデルと Outcome モデルを独自に修正したモデルを使って、我が国企業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議論している。修正は余剰資金の多寡による影響と配当以外のペイアウト手法の追加の二点である。

LLSV (2000) では、全企業を対象にコーポレート・ガバナンスと配当金額の間には代替関係と補完関係のどちらが見られるのかという二律背反的な検証を行っていた。しかし、Substitute モデルでは外部資金調達を有利な条件で行うために配当の実施が必要とされる一方、Outcome モデルでは過剰投資問題の解消が配当実施のインセンティブにつながるなど、企業が資金不足の状態にあるか資金余剰の状態にあるかで Substitute モデルと Outcome モデルにおけるペイアウトの必要性は変化し、それに伴ってガバナンスとペイアウト政策の関係も変化することが予想される。ゆえに、本稿では企業が抱える余剰資金の多寡に注目し、それぞれのモデルの中でも余剰資金が少ない企業と余剰資金が多い企業でペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの相関が変化すると考え、モデルの修正を施している。

次に LLSV (2000) は株主に対する利益分配手法として配当のみに注目していたが、本研究では配当と自社株買い、総還元という 3 種類のペイアウト金額に注目した分析を行う。配当も自社株買いも総還元も株主還元という意味では異ならないため、ガバナンスとの符号関係については全く同じと予想される。しかし、配当と自社株買いには実施金額の柔軟性に違いがある。なぜなら、減配による株価の低下は自社株買い減少による株価低下や増配による株価上昇よりもはるかに大きい影響を及ぼすためである。そして、株価の下落を避けるために経営者は減配を嫌い、配当は一度実施されると次期以降も実施され続ける傾向にあることが先行研究で報告されている (Lintner (1956)、Brav, Graham, Harvey, and Michaely (2005)、Skinner (2008))。このため、コーポレート・ガバナンスが変化したときのペイアウト金額の変化率は自社株買いのほうが配当よりも大きくなることが予想され、配当についてはガバナンスとの間に有意な相関が見られない可能性も考えられる。また、配当と自社株買いという 2 つのペイアウト手法を考慮に入れることで、ペイアウト手法の選択とコーポレート・ガバナンスの関係という新たなテーマに関する分析が可能となる。本稿では、先述したような配当と自社株買いの柔軟性の違いがガバナンス強度の変化によるペイアウト手法の選択に対し重要な影響を与えていると考えている。

まずは、修正 Substitute モデルでのペイアウト金額とコーポレート・ガバナンスの関係について述べる。先述のとおり、Substitute モデルでは将来的に外部資金調達が必要となった際に有利な条件で資金調達を行うために、ペイアウトの実施か、ガバナンスメカニズムの構築が必要となる。将来的に外部資金調達が必要となる可能性は企業内に蓄積された余剰資金が少ない企業において特に高いと予想されるため、余剰資金が少ない企業ではペイアウト金額とコーポレート・ガバナンスの間に強い負の相関が見られることが予想される。逆に、余剰資金が多い企業では外部資金調達の必要性が低いいため、ペイアウト金額とコーポレート・ガバナンスの間の負の相関も弱まることが予想される。

なお、コーポレート・ガバナンスが変化したときのペイアウト金額の変化率は、その硬直性の違いから配当よりも自社株買いのほうが大きく、さらに配当は場合によってはガバナンスとの間に有意な相関を持たない可能性がある⁽¹⁾。

ペイアウト手法の選択に関して、修正 Substitute モデルでは特に余剰資金が少ない企業において、ガバナンスとペイアウト金額の間に強い負の相関が予想されているが、この際、配当の減額は株価に強い負の影響をもたらすために敬遠される一方、自社株買いについては株価への負の効果は弱いいため、ペイアウト金額の減少は主に自社株買いの減額により実現されると予想される。結果的に、配当額がそれほど変わらない一方で、自社株買い金額のみが減少することになるため、総還元額に占める配当の割合はガバナンスが強化されている企業ほど上昇することが予想される。なお、ガバナンスの強化による総還元に占める配当の割合の変化は余剰資金が多くなるほど小さくなることが予想される。

以上の議論を踏まえて、修正 Substitute モデルの予測をまとめる。

修正 **Substitute** モデル：コーポレート・ガバナンスが強化されている企業ほど、ペイアウト金額は減少し(減少幅は配当<自社株買い)、その際には、配当金額はあまり変化せず、主に自社株買い金額の減少によって総還元額が減少するため、総還元に占める配当の割合はガバナンスが強化されるにつれて上昇する。なお、この関係は企業内に蓄積された余剰資金が少なくなるほど強くなる。

次に、修正 **Outcome** モデルでのペイアウト金額とコーポレート・ガバナンスに関する予想について述べる。**Outcome** モデルでは経営者による過剰投資問題を防ぐためにペイアウトの実施が必要となるが、利己的な経営者にペイアウトの実施を認めさせるためにはコーポレート・ガバナンスによる圧力が必要とされるという関係が想定されていた。

経営者による過剰投資問題は、特に余剰資金が多い企業において深刻になると予想されるため、ペイアウト金額とコーポレート・ガバナンスの正の関係も余剰資金が多い企業で特に強くなることが予想される。一方、余剰資金が少ない企業では経営者による過剰投資問題が起きにくいいため、ペイアウトの実施の必要性も小さく、コーポレート・ガバナンスが強化されてもペイアウト金額はあまり増えないことが予想される。

なお、ガバナンス強度が変化したときのペイアウト金額の変化率は修正 **Substitute** モデルの時と同様の理由で、配当よりも自社株買いのほうが大きいと思われ、配当についてはガバナンスと無相関となる可能性も想定される。

次に、修正 **Outcome** モデルでのペイアウト手法の選択に関する予測であるが、特に余剰資金が多い企業において、ガバナンスが強化されるほどペイアウト金額が増えることが予想されているが、配当の減額は株価に強い負の効果をもたらすため、将来利益に対してよほどの自信がない限り、経営者は増配を選択することはない。そのため、ガバナンスが強化されても配当額はそれほど変化せずに、主に柔軟性の高い自社株買いを増加させることで、ペイアウト金額を調整すると予想される。結果として、修正 **Outcome** モデルにおいてはコーポレート・ガバナンスが強化されるほど、総還元に占める配当の割合は低下することが予想され、また、その低下率は余剰資金が多い企業ほど大きくなることが予想される。

以上の議論を踏まえて、修正 **Substitute** モデルの予測をまとめると、

修正 **Outcome** モデル:コーポレート・ガバナンスが強化されている企業ほど、ペイアウト金額が増加し(増加率は配当<自社株買い)、その際には、硬直性の高い配当金額はあまり変化せず、主に自社株買い金額の増加によって総還元額が増加するため、総還元に占める配当の割合はガバナンスが強化されるにつれて低下する。なお、この関係は企業内に蓄積された余剰資金が多くなるほど強くなる。

表1 ペイアウト政策とガバナンスの関係

パネル(A) ペイアウト金額とガバナンスの関係		
	余剰資金	
	多い	少ない
修正 Substitute モデル	やや負	負
修正 Outcome モデル	正	やや正

パネル(B) 総還元に占める配当の割合とガバナンスの関係		
	余剰資金	
	多い	少ない
修正 Substitute モデル	やや正	正
修正 Outcome モデル	負	やや負

(3) ガバナンス変数の種類および強弱の定義

本稿の分析で使用するコーポレート・ガバナンスに関する変数は、取締役会関連（5種類）、株主によるモニタリング（4種類）、買収の脅威（1種類）、その他の指標（4種類）の4つのカテゴリに分かれる。本稿ではそれらを加算することで、独自のG-INDEXを作成し、ガバナンス強度を測定している。

まずは、取締役会の効率性をあらわす5つのガバナンス変数について説明する。取締役会の効率性を表す1つめの指標として、取締役の人数を使用する。Yermack（1996）や鈴木・胥（2000）は取締役や常務の人数と企業業績との間に負の相関があることを報告しているため、取締役の人数が少ない企業ほどコーポレート・ガバナンスが機能していると仮定する。同様に常務以上の役職の人数についても、少ない方がガバナンスが機能していると仮定する。

次に独立の社外取締役を使用する。社外取締役の有無は取締役会の効率性を議論する際に、よく議論されるテーマであり、社外取締役の有無が企業価値に与える影響については、これを否定する結果も多いが、入江・野間（2008）は独立性のない社外取締役は企業価値に有意な影響を与えない一方で、独立性のある社外取締役は企業価値を有意に向上させること報告しており、本稿でも独立社外取締役の存在はコーポレート・ガバナンスを強化すると仮定した。

さらに執行役員制度および委員会等設置会社も取締役会の効率性を高める効果があると想定して変数に加える。これらの制度は、経営の執行と監督を分離させ、経営の合理化と適正化を図る仕組みであるとされているため、どちらかを採用していれば、通常の取締役会型の企業に比べてコーポレート・ガバナンスが強化されていると仮定を置いた。

最後に相談役や顧問の有無を変数に加える。相談役や顧問の存在は経営組織の非効率性を象徴していると考えられるため、コーポレート・ガバナンスを弱体化させる要因となると仮定する。

次に、本稿では株主によるモニタリングの効率性を計測するために、機関投資家持分比率、小株主持分比率、持合比率、役員・従業員持株会持分比率の4つの株主持分比率に注目している。

まず、機関投資家は個人投資家などに比べて企業に対する投資金額が大きく、経営者をモニタリングする動機を強く持つと考えられている (Grossman & Hart, 1980; Shleifer & Vishny, 1986)。また情報処理能力という面でもモニタリング能力に優れ、多くの先行研究で機関投資家持分比率の増加はコーポレート・ガバナンスを強化すると考えられており、本稿でもそのように取り扱う。

逆に、小さな持分しか持たない小株主はモニタリングにかかるコストを負担できないため、モニタリングに対するフリーライダー問題を深刻化させる要因となることが予想される。ゆえに 50 単元未満の株式しか持たない小株主持分比率^②の増加はコーポレート・ガバナンスを弱体化させると仮定する。

3 つめが相互保有関係にある国内法人が保有する株式持分比率である。相互保有関係にある会社同士では業績悪化時にも外部株主からの圧力を妨げ、経営者の地位が保全されるなどの弊害が指摘されており、本稿でも持合比率の増大はコーポレート・ガバナンスを弱体化させると仮定する。

最後が役員・従業員持株会比率である。役員および従業員持株会が株式を保有することは、内部者である彼らと外部株主の利害を一致させ、エージェンシー対立を軽減する効果がある。一方で、役員・従業員持株会比率が上昇を続けると、徐々に外部株主の権利が制限されていき、最終的に内部者によるエントレンチメントが完成されてしまうことになる。ゆえに、役員・従業員持株会持分比率の増大は始めのうちはコーポレート・ガバナンスを強化するが、ある比率を超えると逆にコーポレート・ガバナンスは弱体化してくるといふ、上に凸の二次関数的な形を描くことが予想される^③。

コーポレート・ガバナンスの強弱を表わす 3 つめのカテゴリーとして本稿で用いているのが、買収の脅威の程度である。本稿では買収防衛策の導入は経営者の地位を強固にし、コーポレート・ガバナンスを弱体化させると仮定する。

最後に、取締役会・株主によるモニタリング・買収の脅威のいずれのカテゴリーにも当てはまらないが、コーポレート・ガバナンスに影響すると考えられる要素について紹介する。1 つめはストックオプションである。ストックオプションは経営者や従業員の利益を株主の利益と結び付ける効果を持ち、彼らの利害対立を緩和する効果が期待されるためコーポレート・ガバナンスを強化させる効果があると仮定する。

2 つめは経営者交代の柔軟性である。業績が悪化しているにもかかわらず経営者交代が実現していない企業では経営者によるエントレンチメントが進んでいるなどの適切なガバナンスシステムが構築されていない企業である可能性が高い。ゆえに、本稿では経営者交代の柔軟性が高い企業ほど、コーポレート・ガバナンスは機能している企業であるとみなす。

3 つめは無限定適正監査意見の有無である。無限定適正意見の表明は企業の会計報告が適正に行われていることを示す指標であり、コーポレート・ガバナンスが適正に機能していることを示す代理変数となると考える。

4 つめの指標はウェブサイトの充実度である。ウェブサイトの情報は投資家との重要なコミュニケーションツールであり、情報開示に対する企業の姿勢が反映

される。ウェブサイトが充実しているほど企業は株主を重視した経営を行っていると考えられるため、コーポレート・ガバナンスも機能している企業であると仮定をおいた。

3. リサーチ・デザイン

(1) データ・サンプル

本稿の分析では、2009年3月時点において東京証券取引所第1部に上場している3月期決算の非金融企業を対象としている。また、途中で決算月の変更があった企業は除いている。2003年3月期から2009年3月期までに存続し続けた企業のデータを収集しているが、一部データの制約上、実際の分析期間は2007年3月期から2009年3月期までの3年間である。最終的なサンプル数は、全3219サンプルとなっている（異常値処理前）。なお、2006年3月期以前のデータについては、過去3年分の成長率や企業リスクなどを計算する際に用いている。

財務データについては日経 NEEDS-FinancialQUEST の企業財務データから入手し、主に連結決算データを使用している。また取締役会の効率性や株主構成、その他のガバナンス要因に関するデータは日経 NEEDS-Cges、買収防衛策の導入状況については、資料版商事法務からそれぞれ入手している。

(2) 変数の定義と定式化

本稿の分析で用いる被説明変数は、コーポレート・ガバナンスとペイアウト金額の関係を検証する際にはDIV（配当額/資本合計）、REP（自社株買い金額/資本合計）、TOTAL（総還元額/株主資本）の3つの変数を用いる。また、ペイアウト手法の選択を検証する際には、総還元額に占める配当額の割合（DIV/TOTAL：配当額/総還元額）を用いる。なお本稿では、自己株式の売却のように現金の流入を伴う自己株式の取引は一種の資金調達であり、自社株買いによる利益分配とは逆の取引であると捉え、その金額を自己株式の取得金額から差し引いた。なお、差し引いた結果、自社株買い金額や総還元額が負となる場合は、0と置き換えている。

次に本稿で用いるガバナンス変数の定義について説明する。本稿では、Gompers, Ishii and Metrick（2003）で使用されたG-INDEXを参考に、日本で入手可能な変数を用いて独自にG-INDEXを作成し、これをGOVと定義した。GOVは取締役会の効率性（BRD）や株主によるモニタリング（MNTR）、買収の脅威（TO）、その他のガバナンス変数（OTHER）の合計値であり、GOVの数値が高まるほどその企業のガバナンスメカニズムが強力に機能していることを意味する。各変数の定義については表2を参照されたい。

表2 変数の定義

変数名	説明
DIV	配当総額/資本合計
REP	自社株買い金額/資本合計
TOTAL	総還元額/資本合計
DIV/TOTAL	配当総額/総還元額
GOV	BRD+MNTR+TO+OTHER。Max14
BRD	取締役会人数（規模調整）+独立の社外取締役の有無+執行役員・委員会設置会社+常務相当人数（規模調整）+相談役・顧問の有無。Max5。取締役人数（規模調整）が全企業の上位33%→+0、中位33%→+0.5、下位33%→+1（取締役人数はln（総資産）で標準化）。独立の社外取締役が存在すれば+1、存在しなければ+0（独立の社外取締役：(1)銀行 (2)支配会社 (3)関係会社 (4)主要取引銀行 (5)支配会社への職務経験を持たず、他社で社長級の役職に就かず、相互派遣でもない社外取締役）。執行役員制導入企業もしくは委員会設置会社であれば+1、それ以外は+0。常務相当人数（規模調整）が全企業の上位33%→+0、中位33%→+0.5、下位33%→+1（常務相当人数はln（総資産）で標準化）。相談役もしくは顧問が存在すれば+0、存在しなければ+1。
MNTR	機関投資家+小株主+持合株主+役員・従業員持株会。Max4。機関投資家持分比率が全企業の上位33%→+1、中位33%→+0.5、下位33%→+0（機関投資家：外国人+信託勘定株式+生保特別勘定株式）。小株主持分比率が全企業の上位33%→+0、中位33%→+0.5、下位33%→+1（小株主：持分が50単元未満の株主）。持合比率が全企業の上位33%→+0、中位33%→+0.5、下位33%→+1（持合株主：相互保有関係にある国内会社）。役員+従業員持株会持分比率が0%→+0、~5%→+0.5、~20%→+1、~33.3%→+0.5、それ以上→+0。
TO	事前警告型買収防衛策もしくはライツプランを導入していれば0、それ以外は1をとるダミー変数
OTHER	ストックオプション+経営者交代の柔軟性+無限定適正意見+ウェブサイトの充実度。Max4。ストックオプション制度が採用されていれば+1、そうでなければ+0。経営者交代の柔軟性は、日経NEEDS-Cgesの定義に従い、代表者就任が1年以内なら+1。就任が1~4年以内の場合、トービンのQ \geq 1なら+0.5、トービンのQ<1なら+0.25。就任が4年以上の場合、ROA（3年平均） \geq 0なら+0.75、ROA（3年平均）<0なら+0。過去3年間の無限定適正意見の回数が3回なら+1、2回なら+0.66、1回なら+0.33、0回なら+0。ウェブサイトの充実度（日興アイアール調べ）が上位33%→+1、中位33%→+0.5、下位33%→+0。
dA/A	（期末総資産-期首総資産）/期首総資産
CASH	期首時点の（現預金+有価証券）/総資産
ROA	営業利益/総資産
ASSET	総資産の対数値
DEBT	有利子負債/資本合計
RISK	過去5年分の営業利益の変動係数
TOBINQ	（時価総額+負債合計）/総資産

本稿の分析の特徴のひとつとして、余剰資金の多寡で企業をグループ分けしていることが挙げられるが、その判別には成長性と内部資金という2種類の変数を用いている。

まず成長性については、総資産成長率 (dA/A) の過去3年分の平均値をもとに全体をメディアンで2等分し、高成長企業群・低成長企業群にグループ分けした。また内部資金については、現預金比率 (CASH) の過去3年分の平均値を用いて、成長性と同様に、高内部資金企業群・低内部資金企業群に2等分している。成長性と内部資金について過去3年分の値を用いているのは、本稿では余剰資金は過去のフリーキャッシュフローの積み重ねで生じた持続的な性質をもつものとして捉えているためである。

そして、これらのグループ分けに従い、企業を成長性の多寡や内部資金の多寡が異なる4つのグループに分けたうえで、その中で“高成長性かつ低内部資金企業”に分類される企業を低余剰資金企業群 (L_FCF ダミー=1)、“低成長性かつ高内部資金企業”に分類される企業を高余剰資金企業群 (H_FCF ダミー=1) とそれぞれ置いている。それ以外の企業群については中余剰資金企業群と定義し、分析を行った。

コントロール変数には、企業の収益性の代理変数としての ROA、規模の代理変数としての ASSET、資本構成の違いによる影響をコントロールするための DEBT、企業の利益のボラティリティをコントロールする代理変数としての RISK を用いている。

本稿では総還元額や自社株買い金額が負の値をとる企業については金額を0と見なしており、TOBIT モデルによる回帰分析を採用している。またパネル分析は行っていないが、会計年度や産業属性の違いによる影響を取り除くために、年度ダミーと産業ダミーを全ての回帰式に組み込んでいる。産業ダミーについては日経業種中分類に基づき作成している。

本稿では、GOV がペイアウト政策に与える影響が、余剰資金の多寡により、どのように変化してくるのかを検証するために、GOV や BRD、MNTR などの単独項に加え、GOV と L_FCF および H_FCF ダミーとの交差項を設け、修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデルの検証を1本の式で行っている。

本稿で使用する回帰式は以下のように定式化される。

$$\text{被説明変数}_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{GOV}_{it} + \beta_2 \cdot \text{L_FCF} \cdot \text{GOV}_{it} + \beta_3 \cdot \text{H_FCF} \cdot \text{GOV}_{it} \\ + \text{コントロール変数} + \text{産業} \cdot \text{年度ダミー} + u_{it} \quad (1)$$

(3) 予想される符号

次に、それぞれの仮説で予想される符号について説明する。まず、修正 Substitute モデルでは、コーポレート・ガバナンスが強化されるとペイアウト金額が減るとされているため、GOV (β_1) は負の値をとることが予想される。また修正 Substitute モデルでは、余剰資金が多い企業ほどガバナンスとの負の相関が弱まる一方、余剰資金が少ない企業の場合は逆にペイアウトとガバナンスとの負の

相関が強まることが予想されていたため、 $L_FCF*GOV(\beta_2)$ の値は有意に負、 $H_FCF*GOV(\beta_3)$ の値は有意に正の値をとることが予想される。最終的に、負の相関は $(\beta_1 + \beta_3) < \beta_1 < (\beta_1 + \beta_2)$ の順に強くなることが予想され⁴⁾、また、この強弱の関係は、硬直性が弱い自社株買いではっきりとみられる一方、硬直性が強い配当ではあまり見られないことも予想されている。

次に、修正 Substitute モデルにおけるペイアウト手法の選択については、ガバナンスの強化によるペイアウト金額の減少は、主に柔軟性の高い自社株買いの減額を通じて実現され、硬直性の高い配当額はさほど変化しないという予想から、 $DIV/TOTAL$ に対して $GOV(\beta_1)$ は有意に正の値をとることが予想される。また、この関係は余剰資金が少ない企業ほど強まる一方、余剰資金が多い企業では弱まることを予想されていたため、この正の相関は $(\beta_1 + \beta_3) < \beta_1 < (\beta_1 + \beta_2)$ の順に強くなることも予想されている（図3を参照）。

表3 それぞれの仮説において予想される符号

パネル(A) ペイアウト金額との関係		
	修正 Substitute モデル	修正 Outcome モデル
GOV	負	正
L_FCF*GOV	負	負
H_FCF*GOV	正	正
$\beta_1 + \beta_2$	大きく負	小さく正
$\beta_1 + \beta_3$	小さく負	大きく正

パネル(B) 総還元に占める配当の割合との関係		
	修正 Substitute モデル	修正 Outcome モデル
GOV	正	負
L_FCF*GOV	正	正
H_FCF*GOV	負	負
$\beta_1 + \beta_2$	大きく正	小さく負
$\beta_1 + \beta_3$	小さく正	大きく負

次に、修正 Outcome モデルでは、コーポレート・ガバナンスとペイアウト金額の間に正の相関が想定されているが $(\beta_1 > 0)$ 、その正の相関は余剰資金が少ない企業では弱く $(\beta_2 < 0)$ 、余剰資金が多い企業では強まる $(\beta_3 > 0)$ ことが予想されている。最終的に、この正の相関関係は $(\beta_1 + \beta_2) < \beta_1 < (\beta_1 + \beta_3)$ の順に強くなることが予想され、特に、この関係は硬直性が弱い自社株買いではっきりとみられる一方、硬直性が強い配当ではあまり見られないことが予想されている。

また、ペイアウト手法の選択については、ガバナンスの強化によるペイアウト金額の増加は主に柔軟性の高い自社株買いの増額を通じて実現され、硬直性の高い配当はさほど変化しないという予想から、 $DIV/TOTAL$ に対して $GOV(\beta_1)$ は有意に負の値をとることが予想されている。また、この負の関係は余剰資金が少ない企業ほど弱まる一方、余剰資金が多い企業では強まることを予想されている。

4. 分析結果

(1) 基本統計量と相関係数

表4には本稿で用いる変数の基本統計量を載せている。dA/A、CASH、ROA、DEBT、RISKについては、平均値±3σ以上の値を異常値としてカットしている。また、REPやTOTALが0未満の企業については0と置き換え、DIV/TOTALが0未満の企業についてはDIV/TOTAL=0と、DIV/TOTALが100以上の値をとる企業についてはDIV/TOTAL=100とそれぞれ置き換えている。

表4 基本統計量

	サンプル数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
DIV	3219	1.968	1.798	1.283	0.000	14.686
REP	3219	0.977	0.024	3.145	0.000	67.438
TOTAL	3219	2.903	2.054	3.596	0.000	73.910
DIV/TOTAL	3079	80.426	98.196	30.093	0.000	100.000
GOV	3165	6.702	6.580	1.890	1.660	12.580
BRD	3173	2.690	2.500	1.065	0.000	5.000
MNTR	3173	2.132	2.000	0.847	0.500	4.000
TO	3165	0.821	1.000	0.383	0.000	1.000
OTHER	3173	1.876	1.830	0.852	0.000	4.000
dA/A	3193	-0.618	-0.482	10.382	-42.334	45.887
CASH	3168	12.164	10.075	8.626	0.023	45.022
ROA	3176	5.222	4.623	4.488	-10.582	21.386
ASSET	3219	11.766	11.525	1.433	8.054	17.299
DEBT	3162	63.274	35.175	76.134	0.000	414.510
RISK	3217	0.658	0.321	1.909	0.017	47.169
TOBINQ	3200	1.049	0.972	0.339	0.255	3.233

(注)dA/A、CASH、ROA、DEBT、RISK、TOBINQについては、平均値±3σ以上の値を異常値としてカット。REPやTOTALが0未満の企業については0と置き換え、DIV/TOTALが0未満の企業についてはDIV/TOTAL=0、DIV/TOTALが100以上の値をとる企業についてはDIV/TOTAL=100とそれぞれ置き換えている。

(2) 多変量分析

表5は、ペイアウト政策(DIV, REP, TOTAL, DIV/TOTAL)にコーポレート・ガバナンスが与える影響を検証した表である。表5ではG-INDEXにGOVを用いており、列(1)～列(4)はそれぞれ被説明変数に(1)DIV、(2)REP、(3)TOTAL、(4)DIV/TOTALを用いた場合の分析結果である。

まずは、表5の(1)列でGOVが配当金額に与える影響について見てみると、 $GOV(\beta_1)$ や $L_FCF*GOV(\beta_2)$ 、 $H_FCF*GOV(\beta_3)$ はいずれも有意な値をとっておらず、 $(\beta_1+\beta_2)$ や $(\beta_1+\beta_3)$ も有意な値となっていない。本稿では、減配がもつ強力な株価低下効果のために配当は硬直的に決定される性質を持ち、そのためガバナンスとの相関が弱いと予想しており、予想と一致する結果が得られたといえる。

次に、表5の(2)列でコーポレート・ガバナンスが自社株買い金額に与える効果

を見てみる。まずは中剰資金企業について見てみると、GOVは有意な値をとっていなかった。また、L_FCF*GOVは有意に負の値を、H_FCF*GOVは有意に正の値をとっており、これらの結果は修正 Substitute モデルや修正 Outcome モデルの予想と一致する結果となっている⁽⁶⁾。また、 $(\beta_1 + \beta_2)$ は有意に負の値をとり、修正 Substitute モデルの予想と一致する結果が得られた一方、 $(\beta_1 + \beta_3)$ は有意に正の値をとり、こちらは修正 Outcome モデルと一致する結果となっている。

これらの結果は、剰資金の多寡に応じて修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデルが並立して成り立っている可能性を示唆している。もともと修正 Substitute モデルは剰資金が多い企業では当てはまりが悪くなると予想している一方、修正 Outcome モデルについても剰資金が少ない企業では当てはまりが悪くなると予想していたため、このような結果が得られたとしても不思議ではない。また、剰資金が中程度の企業群 (GOV) で有意な結果が得られなかったのも、両モデルの効果が混在していたためと考えれば納得のいく結果である。

表5 ペイアウト政策とコーポレート・ガバナンス

	(1)DIV	(2)REP	(3)TOTAL	(4)DIV/TOTAL
GOV	0.007 (0.610)	-0.053 (-1.420)	0.046 (1.360)	0.308 (0.680)
L_FCF*GOV	0.011 (1.560)	-0.043 ** (-1.940)	-0.027 (-1.340)	0.919 *** (3.420)
H_FCF*GOV	0.004 (0.590)	0.134 *** (6.230)	0.113 *** (5.750)	-1.987 *** (-7.550)
ROA	0.148 *** (29.670)	0.120 *** (7.510)	0.246 *** (16.870)	0.205 (1.040)
ASSET	0.097 *** (6.250)	0.293 *** (5.800)	0.209 *** (4.580)	-1.008 (-1.620)
DEBT	0.000 (-0.480)	0.000 (0.460)	0.001 (1.170)	-0.081 *** (-6.710)
RISK	-0.026 *** (-2.600)	-0.039 (-1.210)	-0.066 ** (-2.220)	-0.822 ** (-1.908)
定数項	-1.224 * (-2.470)	-4.812 *** (-3.190)	-3.797 *** (-2.680)	145.767 *** (7.860)
Log-likelihood	-3769	-5820	-6686	-10761
PseudoR ²	0.151	0.016	0.037	0.011
$\beta_1 + \beta_2$	0.018	-0.095 **	0.019	1.227 **
$\beta_1 + \beta_3$	0.011	0.081 **	0.159 ***	-1.679 ***

(注)ペイアウト政策にコーポレート・ガバナンスが与える効果について、交差項を用いて外部資金需要が異なる企業群ごとに分けたうえで、Tobit 分析を行った。すべての回帰式で年度ダミーおよび産業ダミーを含む。括弧内の数値はt値。***、**、*はそれぞれ有意水準1%、5%、10%で有意であることを示す。

なお、本稿ではガバナンスとの相関は、その硬直性の違いから配当よりも自社株買いのほうが高くなると予想していたが、(1)列および(2)列の結果はこの予想と一致する結果となっており、硬直性の違いに関する両モデルの予想も支持されたといえる。

次に、表5の(3)列で総還元額にコーポレート・ガバナンスが与える効果について見てみると、 $GOV(\beta_1)$ はここでも有意な値とはなっていない一方、 $L_FCF*GOV$ は非有意ながらも負の値を、 $H_FCF*GOV$ は有意に正の値をとっている。また、 $(\beta_1+\beta_2)$ は有意な値をとっておらず、両モデルの予測とは一致しない結果が得られた一方、 $(\beta_1+\beta_3)$ は有意に正の値をとっており、修正 Outcome モデルの予測と一致する結果が得られている。

最後に、表5の(4)列でペイアウト手法の選択とコーポレート・ガバナンスの関係について見てみる。まず、 $L_FCF*GOV(\beta_2)$ は有意に正の値を、 $H_FCF*GOV(\beta_3)$ は有意に負の値をとり、修正 Substitute モデルや修正 Outcome モデルの予想と一致した結果が得られている。また、 $GOV(\beta_1)$ は有意な値ではないものの、 $(\beta_1+\beta_2)$ は有意に正の値を、 $(\beta_1+\beta_3)$ は有意に負の値をとっている。 $(\beta_1+\beta_2)$ の符号については修正 Substitute モデルの予測と、 $(\beta_1+\beta_3)$ については修正 Outcome モデルの予測とそれぞれ一致する結果であり、(4)列の結果は(2)列と同様に、余剰資金の多寡に応じて修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデルという別のモデルが並立的に成り立つ可能性を示唆している。また、 β_1 が有意な値をとらないことも、この可能性を支持する結果といえる。

5. 結論

本稿では、ペイアウト政策にコーポレート・ガバナンスが与える影響について、LLSV (2000) の理論をさらに発展させる形で分析を行った。LLSV (2000) との違いとして、余剰資金の多寡に応じてペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係が同じモデルの中でも異なってくると考えたことが挙げられる。また、配当だけでなく自社株買いや総還元も考慮に入れ、それぞれの柔軟性の違いによるコーポレート・ガバナンスとの相関の変化やペイアウト手法の選択に与える効果についての予測を追加した事やコーポレート・ガバナンスを取締役会や株主構成、買収の脅威といった複数の要素から多角的に評価した点なども改良点として挙げられる。

以下では本稿で得られた検証結果をまとめる。まず、配当額とコーポレート・ガバナンスの関係については余剰資金の多寡に関わらず有意な関係は確認されなかったが、これは配当の硬直性の高さからガバナンスとの相関は弱くなるという予想と一致した結果である。

また、自社株買いとコーポレート・ガバナンスの関係については、低余剰資金企業では修正 Substitute モデルの予想通りに負の相関が見られる一方、高余剰資金企業では修正 Outcome モデルの予想どおりに正の相関が見られた。これらの結果は、余剰資金の多寡に応じて2つのモデルが並立的に成り立っているという可能性を示唆している。なお、総還元額とペイアウト政策の関係については、高

余剰資金企業ではペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの間に強い正の相関が見られ、修正 Outcome モデルの予想と一致する結果が得られた一方、低余剰資金企業群や中余剰資金企業群については有意な結果が得られていない。

最後に、ペイアウト手法の選択とコーポレート・ガバナンスの関係を総還元額に占める配当の割合の変化を見ることで検証し、ここでも余剰資金の多寡に応じて修正 Substitute モデルと修正 Outcome モデルが別々に成り立っていることを示す結果が得られている。

本稿で得られた結論を踏まえて本稿の貢献について改めて考えると、ペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係に関するこれまでの先行研究ではガバナンスとペイアウト金額の間に正の相関を見出す研究がある一方、両者の間に負の相関を見出す先行研究も存在し、これまで統一的な見解は得られていなかった。しかしながら、本稿で示した通り、コーポレート・ガバナンスがペイアウト政策に与える影響が、余剰資金の多寡により変わってくるということであれば、先行研究で相反する結果が報告されていたことの説明がつく。ゆえに、本稿で得られた結果は、ペイアウト政策とコーポレート・ガバナンスの関係性に関して新たな可能性を提示するものであるといえる。

【注】

- (1) 硬直性の高い配当のほうが、より強固な“評判”を生み出せるという見方もありうるが、一度でもペイアウトを停止すると、それ以降の資金調達が著しく難しくなるため (Bulow and Rogoff (1989))、配当と自社株買いの硬直性の違いはここでは問題とならない。
- (2) これは日経 NEEDS-Cges での定義に基づく。
- (3) 手嶋 (2004) でも、経営者による株式保有と企業価値の間には上に凸の二次関数型の関係が見られることを報告している。
- (4) 係数の合計値が有意か非有意かについては、Wald 検定により検定している。以降の分析も同様。
- (5) 表 3 でも示したとおり、L_FCF*G-INDEX と H_FCF*G-INDEX に関する予想は両モデルで共通している。

【参考文献】

- Brav, A., Graham, A. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77, 483-527.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Gompers, P., Ishii, I., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Grossman, S., & Hart, O. (1980). Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, 11, 42-54.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46, 97-113.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-212.
- 入江和彦・野間幹晴 (2009). 「社外役員の独立性と企業価値・業績」『経営財務研究』28, 38-55.
- 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』48, 102-112.
- 鈴木誠・胥鵬 (2000). 「取締役人数と企業経営」『証券アナリストジャーナル』38, 50-65.
- 手嶋宣之 (2004). 『経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス』白桃書房.

(2016年1月8日受理)