

# 粘着的配当政策の合理的背景とその実証

宮川 壽夫

## 要 旨

従来、配当支払は企業の無駄なキャッシュを社外に流出することによって経営者の裁量を狭め、エージェンシーコストを削減する効果があると理解されることが多かった (Jensen [1986] のフリーキャッシュフロー仮説)。しかし、人的資産など特殊性資産が企業価値に与える影響を考慮すると、利益に応じた配当支払によって経営者裁量を狭めることは株主にとって必ずしも合理的結果をもたらすとは限らない。なぜなら株主が経営者とエージェンシー関係を締結し、経営者の裁量に委ねることによって結合効果が生まれる可能性が考えられるからである。

本稿は人的資産の努力インセンティブという視点からエージェンシー関係がもたらす結合効果に着目し、フリーキャッシュフロー仮説では説明できない現実を取り上げる。分析においては、宮川 [2009] で行われた検証結果を参考にし、人件費への投資が大きい企業は人的資産の努力インセンティブが重要であるため企業の収益性に連動した配当ではなく粘着化するとの仮説を検証する。仮説の構築は Myers [2000] による外部株主モデルに依拠したものである。

本研究の貢献は、エージェンシー関係の負の側面 (エージェンシーコスト) を抑制する手段としての一面的配当観から、エージェンシー関係の便益面 (結合効果) をも維持・促進する効果としての配当という両義的な配当分析を可能にしたことである。

## 目 次

- |                                     |                           |
|-------------------------------------|---------------------------|
| I. 本研究の目的                           | 3. 企業の所有権と特殊性資産           |
| II. 先行研究と依拠する理論                     | III. 仮説設定に対する考え方          |
| 1. エージェンシー理論とフリーキャッシュフロー仮説          | 1. 特殊性資産と配当政策の関係          |
| 2. Myers [2000] にみる外部株主モデルと固定配当の合理性 | 2. 仮説の設定                  |
|                                     | IV. 宮川 [2009] の実証とサンプルの拡大 |
|                                     | 1. 宮川 [2009] の実証結果の紹介     |

目 次

2. サンプルを拡大した分析結果

V. 本研究のリサーチデザイン

1. 人件費に着目したパラメータの導入

2. 分析対象サンプルカバー率の改善結果

3. 分析結果

VI. おわりに

## I. 本研究の目的

配当政策とは、企業が獲得した利益と外部から調達した資金の和から投資を差し引いた残余のどれほどを株主に還元し、どれほどを内部留保として企業内に蓄積するかを判断する意思決定である。社外に流出した配当は株主に按分され、社内にとどまった留保利益は再び次の利益を獲得するための資産に再投資される。配当政策の意思決定には少なくともこの両面の意思決定をはじめとして多様な財務的要素が有機的に関与し合っている。しかも同時に経営成果の配分を意味する配当政策は、株主と経営者はじめ企業に関わるあらゆる利害関係者の活動を規定する利害調整機能をも有していると考えられる。

配当政策と企業価値との関係を中心に多くの実証研究が行われてきた。本研究もそのような一連の研究の流れから得られた知見に則ったものであるが、ただし、現代の複雑化した企業組織や経済環境を重要視し、そのような条件下で株主と経営者が配当政策の意思決定に対して何を優先するかという視点を加えた。これによって従来の配当政策の実証研究に新たなフレームワークを提供することを目指したものである。

配当政策の研究においては、株主と経営者との間の情報の非対称性 (Bhattacharya [1979] 等) やエージェンシーモデル (Jensen and Meckling [1976]) を背景として、配当政策に

は経営者にとって対外的に何らかの意思を表明する意味があり、また株主にとってはモニタリングの効果測定としての意味があると考えられている (Easterbrook [1984] 等)。これまで行われてきた数多くの研究は、配当が企業価値に影響しないとの配当無関連命題 (Miller and Modigliani [1961]) をフリーキャッシュフロー仮説 (Jensen [1986]) を前提に批判することによって発展してきたと考えられる。すなわち配当を支払うことがエージェンシーコスト (Jensen and Meckling [1976]) の低下に寄与し、企業価値に対してポジティブであるとのフレームワークが主流とされてきた。この考え方は実務においても、企業に配当を要求する投資家にとっていわば格好の拠り所になっているとも思われる。

これに対して本研究はエージェンシーコストの発生を認識しつつも、株主と経営者がエージェンシー関係を構築することによって産み出される効果に一定のインセンティブを持っているとの議論を展開していく。そして、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説のフレームワークでは説明できない現実を取り上げ、その背景に理論的な考察を加えるとともに実証を行う。

本研究は、宮川 [2009] で実証された仮説を応用し、「人的資産など特殊性資産への投資が重要な企業はエージェンシー関係から得られる結合効果が期待されるため配当が企業の収益性に連動せず粘着化する」との仮説を検証する。異なる変数とサンプルを用いることによって宮

川 [2009] で行われた実証方法の課題に対して頑健性を補完した。また、粘着的配当政策の合理的背景を所有権理論 (Coase [1937], Grossman and Hart [1986], Hart and Moore [1990] など) など「組織の経済学 (Organizational Economics)」の理論群に依拠しながら Myers [2000] の外部株主モデルや倉澤 [2004] の理論を参考とした。

## II. 先行研究と依拠する理論

### 1. エージェンシー理論とフリーキャッシュフロー仮説

ここで、Jensen and Meckling [1976] によるエージェンシー理論と Jensen [1986] によるフリーキャッシュフロー仮説の考え方を改めて確認しておきたい。経営者は彼が経営者としての地位を維持する以上企業価値の最大化という不確実性の高い要求と重圧を課せられることになる。仮に配当政策が企業価値に影響するとすれば経営者は自らの目的と株主の要求をバランスさせ、企業価値最大化を目指すために配当政策に対して何らかの機能を積極的に見出すであろう。このようにして経営者は毎年配当政策に思い悩むことになるのである。

しかし、配当政策の効果を議論する出発点は Miller と Modigliani が主張した配当無関連命題なのであり (Miller and Modigliani [1961]), 配当政策は企業価値に影響を与えないという前提に立ち返るところにある。配当無関連命題の貢献は一定の条件を前提とした理想の世界で配当政策と企業価値が独立であることを示したことにある。

これに対して Jensen and Meckling [1976]

は、エージェンシー理論を用いて経営者と株主を独立の経済主体として認識し、それぞれが異なる利害を持つという現実を明示的に考慮することによって Miller and Modigliani [1961] が主張した配当無関連命題とは異なる世界を描いた。完備契約を前提としないエージェンシー理論ではパレート最適な契約が結ばれることを前提としていない。そのため経営者は株主から経営という業務の委託を受けたエージェントと仮定されるが、経営者が選択する行動の結果が資金提供者であるプリンシパルと仮定される株主にとって望ましいとは限らない。エージェントには常に自由裁量の余地が残されており、その範囲内で自己の利益を目的とした行動を選択するであろうと想定するからである。所有と経営が分離した企業においては、経営者は経営資源を株主のためではなく自分自身の利益のために利用することが場合によって可能であろう。経営者による私的利益拡大の誘因が企業のキャッシュフローを変化させ、企業価値を低下させることになる。このようにエージェンシー関係の存在によって企業価値の低下をもたらす損失をエージェンシーコストと呼ぶが、Jensen [1986] はフリーキャッシュフロー仮説によってエージェンシーコストの解決策としての配当政策の機能を提示している。すなわち配当の支払いには経営者の裁量を狭め、経営者による私的利益拡大の誘因を抑制する効果を持つとの主張である。フリーキャッシュフロー仮説の立場に立てば配当金額の大きさは企業価値に正の影響をもたらすことになる。

### 2. Myers [2000] にみる外部株主モデルと固定配当の合理性

フリーキャッシュフロー仮説がエージェン

シー問題に対して一定の解決策を提供したことは極めて大きな貢献であった。しかし、結局のところプリンシパルの利益最大化のためエージェントの機会主義的行動を抑止するという結論以外には行き着かない。

これに対して経営者の努力インセンティブに着目し、異なる見解を唱えたのが Myers [2000] であった。彼は、外部株主 (outside equity) と経営者 (insider) の利害対立を外部株主と経営者双方がそれぞれの資産を株式会社 に投下し、お互いがそこから創出されるリターンの獲得を期待しているという背景から説明している。すなわち、経営者からは経営能力といった無形の人的資産が投入され、一方の外部株主からは資本が投下され、株式会社はこれら双方のインプットによって形成されている。その結果、株式会社が産むキャッシュフローは外部株主と経営者それぞれの所有物のインプットによるものであるため、自分達が会社に投入した資産に対するリターンを期待している。リターンの配分は双方の交渉力によるが、外部株主は株式の保有比率を背景に交渉力を高め、経営者の行動に対する介入を行うことができる。しかし、その介入があまりに過剰になると経営者のインセンティブを低下させてしまうため必ずしも企業価値の向上は望めなくなる。外部株主は究極的には企業の資産の一部もしくは全部を経営者から剥奪する権利 (残余コントロール権) を有している一方で、経営者と従業員は自分達が企業から去ることによって企業特殊化した人的資産を持ち去ることができる<sup>1)</sup>。

Myers [2000] は、このような株主と経営者の利害対立を調整する手段が固定的な配当政策であると主張する。すなわち経営者が株主資本

コストに見合った配当総額を每期支払い続ける限り、将来の配当に対する株主の期待は安定化し、株主は現経営者による企業活動の継続を認め経営者の罷免を含む経営への介入を行わないよう意思決定する。おそらく新規の資金調達についても、株主資本コストに見合う配当が支払われ続けると期待される限り株主は応じるであろう。他方、経営者は、株主資本コストに見合った配当総額を支払い続ける限り株主の介入を防ぐことができ、企業特殊的な人的資産を投入して経営効率を高め、その結果として私的便益を確保する。配当は自ずと固定的となるが、そうした固定的配当政策を継続できる限り、経営者の企業特殊的な人的資産投入を行うインセンティブが保持され、株主はそうした経営者のインセンティブを活用しながら株主資本コストに見合った投資収益を確保するのである。

倉澤 [2004] は、この考え方をさらに一步進めて企業経営の意思決定すべてを経営者に委ねるならば効率的な経営がもたらされ、株主に意思決定権を与えると効率的企業経営は達成されない可能性を主張する。倉澤 [2004] も経営者のモチベーションに注目し、経営者に自由裁量を与えることが直ちに企業価値の毀損に結びつくのではなく、経営者は自らの利益にかなう限りにおいて自己を規律付けするような方策が選択され、結果として効率的な経営が実現するという理論モデルを提唱している。倉澤モデルによれば、経営者は資金提供者である株主に対して正当な見返りを支払うことを確信させなければならないため長期間に渡って安定的な配当を払い続けることが有効な手段となる。過去何年にも渡って安定的な配当を支払った実績が株式による資金調達コストを大幅に軽減するとしている。他方、企業が利益を獲得すればするだけ

すべてを配当として株主に配分してしまうと経営者の企業努力や企業特殊的な人的資産への投資が行われなくなり、やがて企業価値が毀損されてしまうのである。

### 3. 企業の所有権と特殊性資産

ある経済活動を行うための生産設備や権利を所有しているのはプリンシパルである。一方、その生産設備や権利関係を用いて実際に経済活動を行うのは委託を受けたエージェントである。プリンシパルにとって当該分野の専門的知識や的確な状況判断を行うための情報や経験を持たずに決定を下すことは大きなリスクとなる。そのためプリンシパルは支配力を行使できる立場にあるとしても当該分野に関する専門知識や情報を有したエージェントに決定を委ねた方が望ましいと考えるであろう。当該分野の理解には深い専門知識が求められ、情報の非対称性が高い場合には支配力の配分はさらに難しい。結局プリンシパルは物的資産に対する所有権を持っていたとしても多くの場合は物的資産が生み出す価値を自らコントロールすることができない。

所有権理論は人間が交換取引しようとするのは財やサービスそのものではなく、財やサービスがそれぞれ固有に持つ特性や属性に関する所有権 (property rights) であることを教えている<sup>2)</sup>。限定合理的な所有者はその特性や属性を明確に把握したり、コントロールすることができないため所有権を完全に帰属させることには非効率性が生じるのである。つまり株主は企業の所有者であるが、経営者や従業員など人的資産について完全にコントロールすることができないため現実には所有権を何に帰属させるかは難しい。そこで、株主が所有権を背景に企業の

支配力を高めるに際しては常に非効率性を産む可能性を検討する余地があるということになる。

Myers [2000]と倉澤 [2004]の議論は経営者の能力や従業員の技術力といった人的資産が企業内で生み出す価値を重視したものである。エージェントコストは、プリンシパルとエージェントの利害が異なることから発生するコストと同時にその関係が生み出す結合効果の双方を通じて企業価値に影響を与える。Milgrom [1992]は「組織の経済学 (Organizational Economics)」という文脈の中で組織化の結合効果は分業効果とリスク配分効果の二つの側面があると指摘しているが、分業効果はエージェントの専門知識の利用によって得られるとしている。所有と経営が分離した現代の企業においては、株主は経営者の知識や経営能力、従業員の技術力や情報といった企業に特化した特殊な資産の価値に期待して資本を拠出していると考えることが自然である。フリーキャッシュフロー仮説から帰結する配当政策は、株主が企業の所有者であることを前提に株主の支配力を強め、経営者の裁量を狭めることによってエージェントコストを最小化しようとする考え方である。これに対して Myers [2000]や倉澤 [2004]から得られる配当政策の考え方は、株主の所有権を前提としながらも、その支配力は人的資産など企業の無形資産に及ぶことは難しいため経営者の裁量を許容することによって人的資産から得られる結合効果を最大化しようとするものである。

現代の先進国企業においては機械や建物といった物的資産だけではなく企業内に専門的知識を蓄積し、企業独自のノウハウを形成することが高い競争力になる事業が多い。情報の非対

称性を前提とすれば当該企業にどのような知識や情報が必要なのか、あるいはどの程度の知識や情報が蓄積されているのかは現場にいる経営者や従業員にしかわからない。しかも知識や情報がどの程度蓄積されるかは経営者や従業員のインセンティブに依存しており、専門化高度化すればするほど外形的に観察することが困難になる。このような特殊性資産<sup>3)</sup>を用いて事業を行うことに競争力の源泉がある企業の株主は、安易に支配力を強めて経営者の機会主義的行動を抑制することより、エージェンシー関係を締結することで得られる結合効果を拡大させることの方が重要である。人的資産が強みとなっている企業で経営者の裁量を狭めてしまうと人的資産に重要なインセンティブが低下するため結合効果が期待できなくなるのである。これは経営者や従業員だけではなく株主にとっても合理的ではない。社会厚生上も望ましい結果とは言えないであろう。

### Ⅲ. 仮説設定に対する考え方

#### 1. 特殊性資産と配当政策の関係

仮説を設定するにあたり前節で展開してきた議論と配当政策の関係を改めて整理しておきたい。まずエージェンシー理論や所有権理論を背景に、株主は企業の所有者として経営者を監視(モニタリング)することが原則である。監視の代替手段として配当の支払が考えられる。フリーキャッシュフロー仮説を前提とすれば企業の余剰キャッシュを株主に配当として還元することが経営者の裁量を奪うこととなり、経営者の機会主義的行動やモラルハザードの抑止力となる。これが配当によってエージェンシーコス

トを低下させる仕組みである。

問題は株主の監視あるいは支配力をどこまで強めるべきかという点である。この点は経営者のインセンティブと株主のインセンティブの二つの着眼点があると思われる。まず株主の監視が過剰になり、企業が獲得した利益をそのまま配当として還元してしまうと人的資産によって生み出された価値が事後的に株主に移転してしまうため経営者や従業員の努力インセンティブは低下してしまう。また、株主にとってもそもそもコントロールできない人的資産や、専門知識を要する特殊性資産への支配力を高めて過剰な経営介入を行うことは合理的ではない。先に述べたように事業に関する十分な専門知識や情報を持たない株主が何らかの判断を行うことは株主自身にとってもリスクを負うことになる。

したがって株主の支配力をどこまで強めるべきかは企業が持つ特殊性資産の重要度に依存する。特殊性資産が企業の高い競争力になっているケースでは、利益やキャッシュが拡大したときに株主はそれに応じた総還元をその都度経営者に要求するのではなく固定的な配当の受け取りで満足することになる。昨今、会計ビッグバンなど制度改革が奏功し、株主重視の経営が標榜される中で安定配当政策に替わって利益連動型の配当政策を目指す企業も増えてはいるが、生命保険協会の調査などによれば期待されたほど定着しておらず依然として日本企業の配当は利益に応じて変動することが少ないと指摘されている<sup>4)</sup>。このような現象は何らかの経済的合理性を背景としていると考えることが自然であろう。これが本研究の問題意識である。

では経営者や従業員の固有の能力や技術力が特段企業価値に影響を与えやすい企業とはどのような属性を持つであろうか。数多くの経営学

や産業組織論の文献をあらためて紐解くまでもなく、企業に特化した人的資産の効果は複雑かつ多様であろう。しかしながら投資家が企業あるいは経営者を選択する動機を描写するモデルの中でこれら複雑な過程を考慮するには限界がある。

## 2. 仮説の設定

本研究では、宮川 [2009] で用いられた研究開発費と配当政策の関係、さらに人件費への投資と配当政策の関係に着目する。研究開発費と人件費への投資が人的資産と有機的に結合して価値を生む特殊性の高い資産への投資と考えた。このような投資を積極的に行っている企業では、エージェンシー関係によるコストのマイナス効果よりも結合効果が大きいと期待できる。つまり、株主にとっては収益に連動した配当を要求するよりも企業特化した人的資産の活用を優先させ経営者の裁量を拡大した方が合理的である。結果として、このような企業は安定的配当政策によって株主と経営者のインセンティブを維持することができると考えられる。

さらに、経営者や従業員固有の能力や技術力が企業価値に影響を与えやすい企業であるなら殊に人的資産に対する投資は重要である。そのような属性の企業は相対的に多額な人件費の支出が必要になると考えることは自然であろう。そこで、本研究では企業の売上高人件費率のデータを取得し、売上高人件費率が高い企業の配当政策が粘着化していることを検証する。

## IV. 宮川 [2009] の実証とサンプルの拡大

### 1. 宮川 [2009] の実証結果の紹介

宮川 [2009] では、研究開発費と配当政策の関係に着目し、研究開発費による企業の成長モデルを前提とした (Romer [1990] 等を参照)。そして、研究開発型企業の中でも研究開発投資が安定的に回収され実際に収益化している企業では、エージェンシー関係によるコストのマイナス効果よりも結合効果が大きいと期待できる、つまり、株主にとっては収益に連動した配当を要求するよりも企業特化した人的資産の活用を優先させ経営者の裁量を拡大した方が合理的であると考えた。ここでは昨今の企業分析でも活用されている「研究開発効率<sup>5)</sup>」を代替指標とした上で、以下(1)式のように分母の研究開発費と分子の営業利益の評価対象年度をずらすとともに分母分子ともに累積値を用いている。

$$RDE_t = \frac{OI_t + OI_{t-1}}{RD_{t-2} + RD_{t-3}} \quad (1)式$$

(1)式は、当期の研究開発効率は当期の営業利益と1期前の営業利益の2年間の累積収益が、それ以前の研究開発費との2年間の累積投資によって獲得されたものと仮定したものである。

仮説の検証にあたっては、宮川 [2008] の実証回帰モデルを参考にしている。宮川 [2008] では、2001年から2005年の東証一部上場企業を対象とした場合、5年間の配当変化率は売上高成長率、当期利益成長率、ROA に対して有意に正の関係があり、負債比率に対しては有意に負の関係にあることが実証された。この実証結果は、企業の売上や利益が成長してフリー

キャッシュフローの蓄積が予想される、あるいは経営効率が恒常的に高くフリーキャッシュフローが蓄積しやすい状況にあると、経営者は株主による過剰監視を回避するため増配の意思決定を行う、また負債比率が増すと債権者によるモニタリング効果が高まるので配当増によるフリーキャッシュフローの圧縮の必要性が低下する、といったことを結論としている。

これを応用し、従属変数を5年間の配当変化率と置き、利益とキャッシュフローに関連する変数を独立変数とする以下の回帰式を検証した。

$$\Delta DiV_i = a + \beta_1 \cdot Sales_i + \beta_2 \cdot PG_i + \beta_3 \cdot DER_i + \beta_4 \cdot ROA_i + \beta_5 \cdot ROA_i \cdot RDED_i + \bar{u}_i \quad (2)式$$

各変数の具体的な定義は以下の通りである。従属変数は企業*i*の5年間の年率配当変化率をとる。この変数は各企業のキャッシュフロー計算書の中の財務活動によるキャッシュフローから抽出した配当金の支払金額の絶対額を元に5年間の幾何平均変化率を計算することで求められる。売上高成長率(*Sales<sub>i</sub>*)と当期利益成長率(*PG<sub>i</sub>*)は直近5年間の幾何平均成長率を計算する。負債比率(*DER<sub>i</sub>*)は同5年間の負債比率の単純平均である。総資産利益率(*ROA<sub>i</sub>*)は、分子を事業利益、分母を期中平均総資産として計算した単年度総資産利益率の同5年間の単純平均である。これが企業の収益性を代替する指標となっている。また前節で説明した研究開発効率についてはダミー変数を作る。研究開発効率ダミー(*RDED<sub>i</sub>*)はサンプル企業の研究開発効率の中央値を採り、中央値を超える企業が1、そうでない企業が0の値をとるダミー変数である。最後に $\beta_k$  ( $k=1, \dots, k$ )は推計される各パラメータ、 $\bar{u}_i$ は誤差項である。このように各変数には5年平均の値を使用してお

り、(2)式は基本的にクロスセクション回帰式である。

ここでは紙幅の都合により宮川 [2009] の実証結果のみを紹介する。ただし、宮川 [2009] では行われなかったが、交差項に加えてダミー変数を推計式に入れて切片のシフトをコントロールした場合の分析結果を図表1に掲載した。

図表1を見ると売上高成長率 (*Sales*)、負債比率 (*DER*)、資産利益率 (*ROA*) いずれの変数も片側検定1%水準で有意、当期利益成長率 (*PG*) は同5%水準で有意であることがわかる。また売上高成長率、当期利益成長率、総資産利益率は配当変化率に対して有意に正の関係があり、負債比率は有意に負の関係があることがわかる。日本企業の配当政策はそれぞれの企業の財務特性に影響を受けており、収益性の高さを背景にキャッシュの蓄積が予想されると配当を増やしている傾向が強いという事実が確認されている。以上は一旦フリーキャッシュフロー仮説と整合的な結果である。

(2)式の注目変数はROAとRDEダミーの交差項である。(2)式ではROAが企業の収益性を表す代替指標という位置付けになっている。この結果を確認するとダミー交差項の係数は片側検定1%水準で有意に負を示している。これは分析対象期間における日本企業の配当は研究開発効率が高い企業ではROAと配当の連動性は低下することを証拠付けた分析結果であり、仮説を支持する結論が得られたことになる。以上のことから宮川 [2009] の仮説が示した通り企業の研究開発効率による違いは配当政策に影響を与えており、フリーキャッシュフロー仮説を背景に配当は収益性と連動して変化するが、研究開発効率が高い企業ではその連動性は低下

図表1 (1)式の分析結果

<i>Variable</i>	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
定数項 ( <i>Constant</i> )	-9.9336	2.3070	-4.3059**	0.000
売上高成長率 ( <i>Sales</i> )	0.8463	0.1366	6.1965**	0.000
当期利益成長率 ( <i>PG</i> )	0.0287	0.0175	1.6415-	0.101
平均負債比率 ( <i>DER</i> )	-0.0049	0.0009	-5.2362**	0.000
平均資産利益率 ( <i>ROA</i> )	2.8950	0.4002	7.2333**	0.000
<i>RDED</i>	4.6519	3.0890	1.5060-	0.133
<i>ROA*RDED</i>	-1.1776	0.4661	-2.5267**	0.012
<i>Adjusted R-squared</i>	0.2419			
<i>Included observations</i>	835 after adjustments			

(注) t値に付されているアスタリスクは、「\*\*」が片側検定1%水準で有意であることを、「\*」は片側検定5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。また、サンプル数の上にある「Adjusted R-squared」は自由度調整済み決定係数を表す。

し、配当が粘着化していることが検証できた。

## 2. サンプルを拡大した分析結果

### (1) 宮川 [2009] のサンプルカバーにおける課題

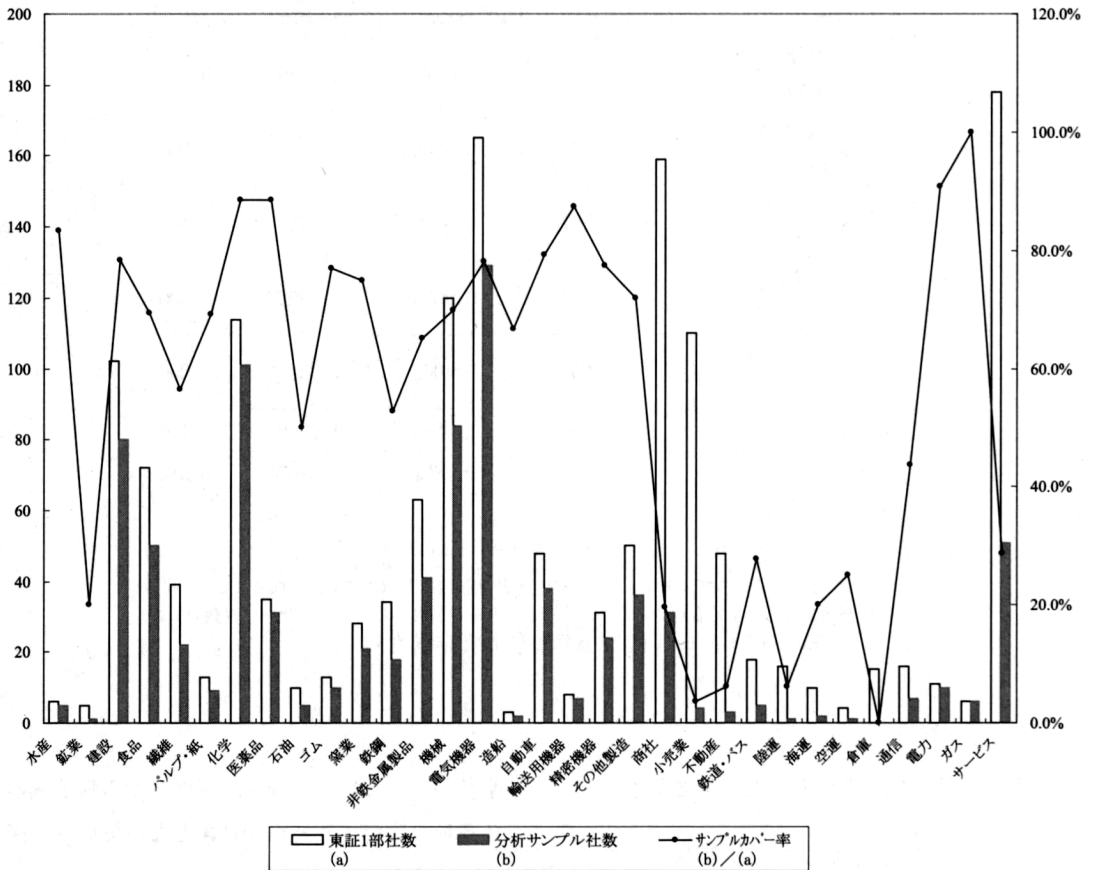
宮川 [2009] の分析結果に対しては、分析対象となる835社の属性把握が必要と思われる。なぜなら必ずしも全ての企業が研究開発費を計上していたり、開示しているとは限らないからである。そこで、本稿では分析対象となる835社が母集団である東証一部上場企業の属性とどの程度のずれがあるのか、あるいは母集団企業のどれくらいをまんべんなく捕捉できているのかを確認しておきたい。

図表2は日経業種分類の中分類といわれる36業種を元に東証一部上場企業ならびに分析対象企業の業種構成状況を整理したものである。36

業種の中から銀行、証券、保険、その他金融の4業種を除いて32業種が対象となっている。図表中の棒グラフ「東証1部社数」は分析の母集団として採用した東証一部上場1550社が各業種に何社分類されているかを示しており、「分析サンプル社数」は分析対象となった835社のサンプルを業種毎に分類したものである。また、分析対象のサンプルを業種別に見た場合、東証一部の母集団のどれくらいをカバーできているかを示したものが「サンプルカバー率」である。

まず分析対象企業のカバー率単純平均値は53.9%であり、業種ごとのカバー率が約半分であることを示している。これはカバー率10%以下の企業が4業種あることが大きな影響を与えている。しかし、その一方で各業種のカバー率を一つ一つ眺めてみると多くの業種で一定のサ

図表2 宮川 [2009] のサンプルカバー状況



(注) 日経業種中分類36業種を元に全上場企業ならびに分析対象企業の業種構成状況を整理したものである。ただし銀行、証券、保険、その他金融の4業種を除いて32業種が対象。「全上場社数(a)」は全上場企業が各業種に何社分類されているかを示しており、「分析サンプル社数(b)」は分析対象2271社のサンプルを業種毎に分類したものである。「サンプルカバー率」は分析対象のサンプルが業種別に東証一部の母集団のどれくらいをカバーできているかを示している。

ンプルカバー率が維持されていることに気付く。対象としている32業種中13業種はほぼ70%以上のカバー率となっている。また、東証一部上場企業に占める業種構成比が高い業種については押し並べてサンプルカバー率が高く、サンプルカバー率が低い業種は比較的業種構成比が低いとも言えよう。しかしながら、サンプルのカバー状況については分析手法に大きな改善余地があると言わざるを得ない。

## (2) サンプルを全上場企業に拡大した場合の分析結果

宮川 [2009] では研究開発効率性を計算し、東京証券取引所第一部上場企業を分析対象としたが、考えるに特殊性資産が競争力となっている企業という観点からは東証二部やジャスダックに上場している中小型規模の企業も含めるべきである。そこで、本研究ではサンプルの母集団を全上場企業に拡大するとともに、本研究を

図表3 サンプルを全上場企業に拡大した場合の分析結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
定数項 (Constant)	-4.8733	2.4858	-1.9604-	0.050
売上高成長率 (Sales)	0.6673	0.1327	5.0296**	0.000
EBIT 成長率 (EBITG)	0.0694	0.0167	4.1538**	0.000
平均負債比率 (DER)	-0.0372	0.0046	-8.1324**	0.000
平均資産利益率 (ROA)	2.7959	0.4373	6.3937**	0.000
RDED	7.0007	3.0300	2.3105*	0.021
ROA*RDED	-1.6521	0.4979	-3.3179**	0.001
Adjusted R-squared	0.2443			
Included observations	1057 after adjustments			

(注)  $t$  値に付されているアスタリスクは、「\*\*」が片側検定1%水準で有意であることを、「\*」は片側検定5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。また、サンプル数の上にある「Adjusted R-squared」は自由度調整済み決定係数を表す。

行った時点で取得が可能となった2006年までに対象期間も広げて再び検証を行った。

分析手法は同様であるが、2006年時点で上場している企業3773社を対象に、期間を2001年から2006年の6年間に伸ばして検証を行う<sup>6)</sup>。ただし、対象サンプルを拡大した結果、当期利益で赤字企業の数が増えたため、モデル式のパラメータである当期利益成長率をEBIT成長率に代替することとした<sup>7)</sup>。その結果、分析対象サンプルは1057社となった。改めてモデル式は以下(3)式である。

$$\Delta DIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot Sales_i + \beta_2 \cdot EBITG_i + \beta_3 \cdot Der_i + \beta_4 \cdot ROA_i + \beta_5 \cdot ROA_i \cdot RDED_i + \bar{u}_i \quad (3)式$$

変数は(2)式と類似しているため説明は省くが、EBIT成長率( $EBITG_i$ )は企業*i*の経常利益に支払利息・割引料を加えたEBITの2001年から2006年までの幾何平均年率成長率であ

る。

検証結果を図表3に示す。結論としては図表2で得られた結果とほぼ変わらないことが確認できる。 $t$ 値に付されているアスタリスクは前節と同様、「\*\*」が片側検定1%水準で有意であることを、「\*」は片側検定5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。まず、売上高成長率(*Sales*)、EBIT成長率(*EBITG*)、資産利益率(*ROA*)いずれの変数も片側検定1%水準で有意に正である。また負債比率(*DER*)に係る係数も前節同様に片側検定1%水準で有意に負を示している。注目変数であるROAとRDEダミーの交差項の係数は片側検定1%水準で有意に負となっている。サンプルを拡大して検証を行ったところ宮川[2009]の仮説を支持する結果が得られた<sup>8)</sup>。

## V. 本研究のリサーチデザイン

### 1. 人件費に着目したパラメータの導入

本研究では宮川 [2009] の分析結果を応用するが、人件費への投資に着目して仮説の検証を行う。本研究での問題意識は、株主の支配力が過剰に強くなって企業が獲得した利益をそのまま配当として還元してしまうと人的資産によって生み出された価値が事後的に株主に移転してしまうため経営者や従業員の努力インセンティブは低下してしまう、というものであった。株主の支配力をどこまで強めるべきかは企業が持つ特殊性資産の重要度に依存するとの考えから、経営者や従業員の固有の能力や技術力が特段企業価値に影響を与えやすい企業属性を考える上で、人件費への投資と配当政策の關係に着目する。

宮川 [2009] では実際に研究開発投資をほとんど行っていない、もしくは研究開発費を開示していない企業については検証が不可能であった。前節の業種別の状況を概観しても業種によっては全く分析対象とならなかった業種も多くはないものの存在している。そこで、研究開発費以外で多くの企業が一般的に開示している数値を本研究の仮説検証を行うに妥当なパラメータとして選択し、再び検証することができれば仮説の頑健性を確認することが可能になると考えられる。

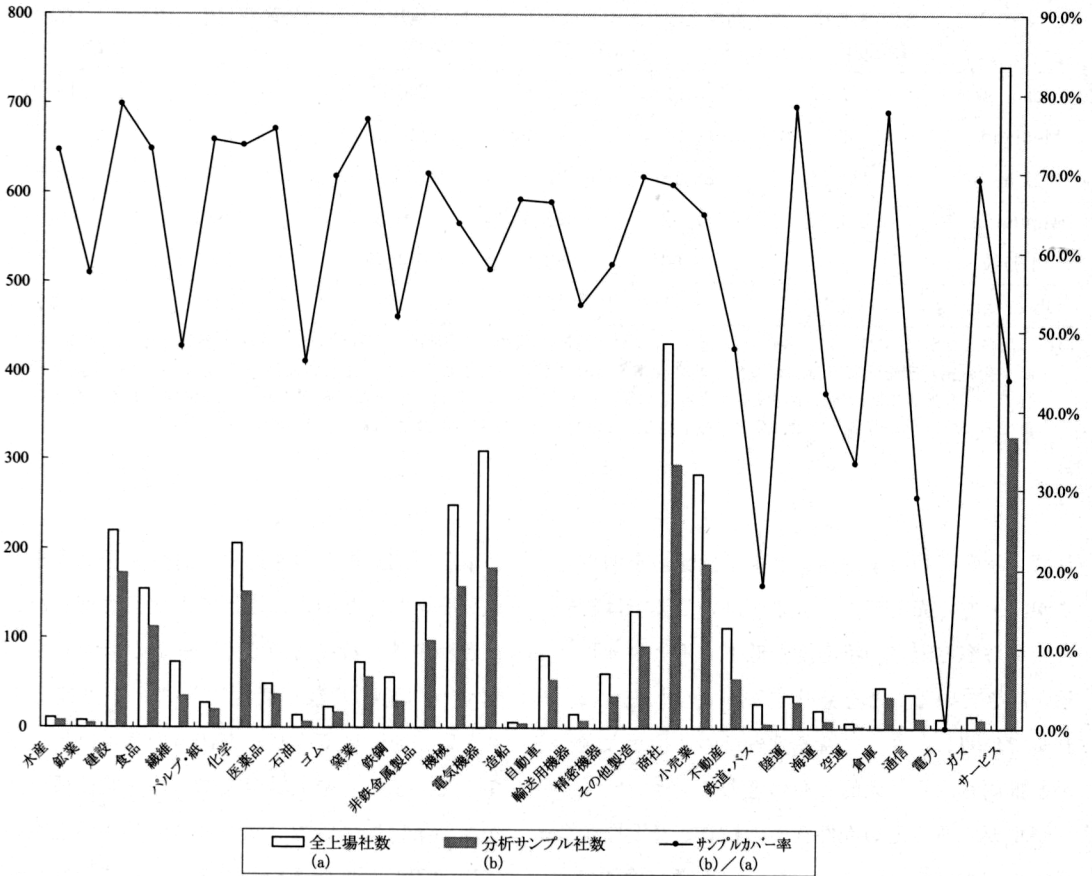
もし当該企業の競争力が人的資産に依存しているとすれば、経営者は相対的に多くの人件費を投下する必要があると考えられる。人件費をどれほど投資すべきかは経営者の判断というより事業の特性によるところが大きい。一定の人

件費を投資しなければ事業自体が成り立たない企業も多い。そのような企業は特殊性資産の蓄積が大きいと推測され、また人的資産の努力インセンティブが重要であると考えerことは自然である。

したがって本研究では売上高人件費率を特殊性資産の尺度として代替することとした。売上高に占める人件費が大きい企業は特殊性資産の蓄積が大きく、人的資産の努力インセンティブが重要であるため利益やキャッシュの拡大に連動した配当ではなく粘着化する、との考えによるものである。対象企業は前節と同様に全市場企業のサンプルを用いて、対象期間も2001年から2006年の6年間と設定した。売上高人件費率は各企業の6年間の単純平均値を計算し、中央値を採る。中央値より高い企業を1、低い企業を0とする売上高人件費率ダミー (LCD) を作り、同様にROAとの交差項の回帰係数に注目する。その他のパラメータは前節と同様であるのでここでの説明は割愛する。2001年から2006年の6年間を通して分析に必要とされる財務数値が取得可能な以下の条件を満たす企業サンプルは合計2271社となった。またモデル式は(3)式として示した

- ① 2001年から2006年まで継続して全ての国内証券取引所に上場し、その期間の各年度について配当を含む財務データが取得可能であること (一部の財務データに関しては2000年度から取得が可能であること。これは当分析に用いた財務指標における貸借対照表勘定はすべて期首期末平均を採用しているため)。ただし金融業 (銀行、証券、保険、その他金融の4業種) の企業は除く。
- ② 当期利益成長率の計算上、マイナス分母が算出できないため、サンプル期間中に一度でも

図表4 全上場企業と分析対象企業の業種構成状況



(注) 日経業種中分類36業種を元に全上場企業ならびに分析対象企業の業種構成状況を整理したものである。ただし銀行、証券、保険、その他金融の4業種を除いて32業種が対象。「全上場社数(a)」は全上場企業が各業種に何社分類されているかを示しており、「分析サンプル社数(b)」は分析対象2271社のサンプルを業種毎に分類したものである。「サンプルカバー率」は分析対象のサンプルが業種別に東証一部の母集団のどれくらいをカバーできているかを示している。

当期純利益がゼロ以下となった企業は除いている。

③ 6年間の配当変化率が年率平均で計測可能であること。すなわち分析初年度が無配の企業は計測不能であることからこれを便宜上異常値と看做して除いている。

$$\Delta DIV_i = a + \beta_1 \cdot Sales_i + \beta_2 \cdot EBITG_i + \beta_3 \cdot$$

(4)式

$$DER_i + \beta_4 \cdot ROA_i + \beta_5 \cdot ROA_i \cdot LCD_i + \bar{u}_i$$

なお  $LCD_i$  は売上高人件費率ダミーを示す。

各企業の6年間の売上高人件費率を計算し、中央値より高い企業を1、低い企業を0とするダミー変数である。また総資産利益率 (ROA) が企業の収益性を表す代替指標として位置付けられている。

この二つの変数すなわち売上高人件費率ダミーと総資産利益率の交差項を(4)式の第6項に加えた。総資産利益率の回帰係数  $\beta_4$  が正で有意、当該交差項の回帰係数  $\beta_5$  が負で有意とな

図表5 主要変数の基本統計量

	配当成長率 ( $\Delta DIV$ )	売上高成長率 ( $Sales$ )	EBIT 成長率 ( $EBIT$ )	平均負債比率 ( $DER$ )	平均資産利益率 ( $ROA$ )	売上高人件費率 ( $LC$ )
Mean	3.57	3.02	-12.38	206.82	5.59	11.10
Median	4.77	1.98	1.70	116.23	4.77	8.47
Maximum	239.74	88.16	177.87	24126.21	34.90	75.84
Minimum	-100.00	-47.32	-422.53	6.52	-29.34	0.64
Std. Dev.	31.80	8.66	59.53	614.45	4.61	9.11
Observations	2271	2271	2271	2271	2271	2271

(注) 配当成長率 ( $\Delta DIV$ ) は、各企業のキャッシュフロー計算書の中の財務活動によるキャッシュフローから抽出した配当金の支払金額の絶対額を元に6年間の幾何平均変化率を計算することで求められる。売上高成長率 ( $Sales$ ) と当期利益成長率 ( $PG$ ) は直近6年間の幾何平均成長率を計算する。負債比率 ( $DER$ ) は同6年間の負債比率の単純平均である。売上高人件費率 ( $LC$ ) は分子を人件費、分母を売上高として計算した6年間の平均売上高人件費率である。

れば、総資産利益率が高いと企業は配当を増やすが、一方で売上高人件費率が高い企業では総資産利益率と配当の感応度が低下するという現象が起きていることを意味する。すなわち、これまで説明したように特殊性資産の蓄積が大きいと推測される「人的資産の努力インセンティブが重要であるため人件費への投資が必要な企業」の配当は粘着的になるという仮説が検証できることになる。加えて他の変数に関しても予測される符号を示すと、収益性や成長性が高まると配当を増やすと考えられるため、売上高成長率 ( $Sales_i$ ) と EBIT 成長率 ( $EBITG$ ) にかかる回帰係数も正、また債権者によるモニタリング効果があると考えられるため負債比率 ( $DER_i$ ) にかかる係数は負が期待される。

## 2. 分析対象サンプルカバー率の改善結果

ここで分析対象となる2271社のサンプルカバー率を再び確認しておきたい。先述と同様に全上場企業を対象とした場合の業種構成状況を図表4で示している。サンプルカバー率を見る

と東証一部上場企業を対象に研究開発効率をパラメータとした場合に比べて大きく改善したことがわかる。特に前節でカバー率が低かった小売や不動産は大きく捕捉することが可能となり、電力を除いてカバー率10%の業種は皆無となった。また、全上場企業に占める業種構成比が高い業種についてはサービスの43.9%を除いてほぼ70%近くをカバーできていることもわかる。

## 3. 分析結果

サンプルカバー率を確認したところで以下分析結果を見ていこう。まず、基本統計量ならびに各変数の相関係数を図表5と図表6に示している。注目すべき売上高人件費率の基本統計量を見ると(図表5)、平均値が11.1%、最小値が0.64%、最大値が75.84%となっている。幅広い分布が観察されるが、中央値が8.47%を示しており、平均値と中央値は比較的近似していることがわかる。このことは分布が過度に歪な状態にはなっていないことを表しており、分析を行うパラメータとして深刻な問題は生じない

図表6 主要変数間の相関係数

	配当成長率 ( $\Delta DIV$ )	売上高成長率 (Sales)	EBIT 成長率 (EBIT)	平均負債比率 (DER)	平均資産利益率 (ROA)	売上高人件費率 (LC)
$\Delta DIV$	1.0000					
Sales	0.4448	1.0000				
PG	0.3101	0.2839	1.0000			
DER	-0.1835	-0.0842	-0.0176	1.0000		
ROA	0.4779	0.4419	0.3267	-0.1246	1.0000	
LC	-0.0385	-0.0253	-0.1078	-0.0669	0.1177	1.0000

(注) 配当成長率 ( $\Delta DIV$ ) は、各企業のキャッシュフロー計算書の中の財務活動によるキャッシュフローから抽出した配当金の支払金額の絶対額を元に6年間の幾何平均変化率を計算することで求められる。売上高成長率 (Sales) と当期利益成長率 (PG) は直近6年間の幾何平均成長率を計算する。負債比率 (DER) は同6年間の負債比率の単純平均である。売上高人件費率 (LC) は分子を人件費、分母を売上高として計算した6年間の平均売上高人件費率である。

図表7 (4)式の分析結果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
定数項 (Constant)	-10.6816	1.3128	-8.1368**	0.000
売上高成長率 (Sales)	0.9308	0.0717	12.9799**	0.000
EBIT 成長率 (EBITG)	0.0713	0.0099	7.1826**	0.000
平均負債比率 (DER)	-0.0062	0.0009	-6.9285**	0.000
平均資産利益率 (ROA)	2.7141	0.2074	13.0859**	0.000
売上人件費 D	2.0485	1.7678	1.1588	0.247
ROA* 売上人件費 D	-0.9103	0.2467	-3.6906**	0.000
Adjusted R-squared	0.3299			
Included observations	2271 after adjustments			

(注)  $t$  値に付されているアスタリスクは、「\*\*」が片側検定1%水準で有意であることを、「\*」は片側検定5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。また、サンプル数の上にある「Adjusted R-squared」は自由度調整済み決定係数を表す。

と判断できる<sup>9)</sup>。

また、相関係数を見ると(図表6)、売上高人件費率 (LC) は、配当成長率 ( $\Delta DIV$ )、売上高成長率 (Sales)、EBIT 成長率 (EBIT)、負債比率 (DER) に対して負の関係にあり、

また同じく ROA とは正の関係にあることがわかる。

次に検証結果を図表7に示す。 $t$  値に付されているアスタリスクは前節と同様、「\*\*」が片側検定1%水準で有意であることを、「\*」は片

側検定5%水準で有意であることをそれぞれ意味している。売上高成長率 (*Sales*), EBIT 成長率 (*EBITG*), 資産利益率 (*ROA*) いずれの変数も片側検定1%水準で有意に正であり, また負債比率 (*DER*) に係る係数も前節同様に片側検定1%水準で有意に負を示していることは期待したとおりの結果である。注目すべき *ROA* と売上高人件費率ダミー (*LCD*) の交差項は1%水準で有意に負を示した。回帰係数は約-0.91である。これは本研究で設定した仮説と整合的な結果である。同時に前節で行った検証結果の頑健性を確認できたものと考えられる<sup>10)</sup>。さらに, モデルの説明力が大幅に改善したことも注目すべきである。

なお, 本稿における重回帰分析はすべて White [1980]による不均一分散について調整した標準誤差を使用している。

## VI. おわりに

本研究が検証に取り組んだ仮説は, 「人的資産など特殊性資産への投資が重要な企業はエージェンシー関係から得られる結合効果が期待されるため配当が企業の収益性に連動せず粘着化する」というものであった。

検証にあたっては, まず最初に宮川 [2009] の分析手法を改善した2001年から2006年まで継続して国内証券取引所に上場した企業を対象とし, 従属変数を配当変化率, 独立変数を売上高成長率, 当期利益成長率, 負債比率, 総資産利益率とする重回帰分析を行った。また, 研究開発効率性を算出し, ダミー変数を作成, 総資産利益率との交差項を加えた重回帰分析を行うことによって研究開発効率が配当の粘着性に影響していることを実証した。

さらに, 本研究では特殊性資産の測定として人件費への投資に着目した分析を行った。売上高人件費を変数としたモデル式を構築し, 重回帰分析を行った結果, 売上高人件費率が高い企業は粘着的な配当政策を採っていることが確認され, 仮説検証の頑健性チェックとして効果的な結論を得ることができた。

従来の実証研究ではフリーキャッシュフロー仮説を中心に, 配当政策は経営者の裁量を狭めることによってエージェンシーコストを低減する効果として捉えられることが主流であった。しかし, 複雑化する経済環境の中で多様な競争力や価値観を持つ現代企業を想定する場合, エージェンシー関係によって発生するコストのみではなく結合効果のメリットが企業価値に与える影響を考慮する必要がある。その点を重視したことが本研究の特徴である。

プリンシパルとエージェントとの提携は, ある種の結合効果を得るために行われると考えられる。しかし, 本章で行った検証は必ずしもエージェンシーコストの存在を否定するものではない。Jensen and Meckling [1976]はエージェンシーコストを, ①利害が一致しない経営者の行動を株主が監視するために株主によって惹き起こされるモニタリング・コスト (the monitoring expenditure by the principal), ②経営者が株主の利益を毀損しないことを株主に示すために支払われるボンディング・コスト (the bonding expenditure by the agent), そして③それら両方の結果によって発生する残余損失 (the residual cost) により構成されるものとしている。

本来エージェンシーコストが前提としている考え方は, 企業の資産が経営者の管理下であり, 経営者は一定の裁量をもとに利益配分を決

定することができるという現実を重視したものである。そこで、経営者にはコントロール可能な資産を増やす、あるいは株主への利益還元を犠牲にして資産の一部を私的便益に費消するとの誘引が生じると考えられる。しかし、その一方で株主は経営者の専門知識の利用によって得られる価値に期待するためエージェンシー関係が締結される。例えばある経営環境下においては企業の資産を積極的に増やしていく必要に迫られるタイミングもあるであろう。そのタイミングを察知し、判断できるのは専門知識を持って現場に直面している経営者である。株主は経営者の機会主義的行動を考慮しながらも経営者が持つ専門知識の発揮による結合効果を促す必要がある。このような結合効果も含めてエージェンシーコストが構成されていると考えられる。

本研究では、以上のような結合効果の存在を明らかにするために結合効果がより高く発揮されるような企業特性に着目して検証を行った。経営者のノウハウや知識、従業員の技術力などの人的資産に競争力を持つ企業では、株主が主張する所有権を背景に支配力を高めてしまうと結合効果の発揮が阻害され、エージェンシーコストが高まる。このことを株主と経営者は認識しているために粘着型の配当政策は容認されるのである。複雑な経済環境の中で高度な競争を繰り返す現代企業を考えた場合、経営者の機会主義的行動という直線的な着眼点のみではなく、今後はエージェンシー関係による結合効果という視点がより重要になると考えられる。

## 注

- 1) いわゆる不完備契約アプローチにおける残余コントロール権についてはHart [1995]を参照のこと。
- 2) Grossman and Hart [1986]やHart and Moore [1990]による議論が代表的である。
- 3) Williamson [1975]は、取引費用理論において企業固有の設備や経営者個人のノウハウ、従業員が持つ技術力など取引に特有な資産 (transaction specific assets) という概念を取り入れている。
- 4) 生命保険協会による『株主価値向上に向けた取り組みについて』[2009]の調査においても、「日本企業と米国企業の配当性向における変化の要因を10年前対比で検証すると、米国企業の配当水準はほぼ純利益の伸びに応じた増加しているのに対し、日本企業の配当水準は低水準の伸びに留まっている」として日本企業の配当性向の低さは「配当支払が硬直であることに起因する」と言及している。
- 5) 研究開発効率は研究開発費がどれだけの収益を生み出す原動力になったかという投資効率を表す指標で「研究開発効率 = 営業利益 / 研究開発費」で表現する。
- 6) ここでいう「全上場企業」とはマザーズやヘラクレス、地方証券取引所などすべての上場企業が含まれている。
- 7) 本文で説明の通り分析の技術的な理由でEBIT成長率を当期利益成長率に代替したが、本研究の主張である利益成長に対して配当変化率が正の関係にあるという仮説の頑健性をチェックするという目的を考慮すればEBIT成長率を採用することに深刻な問題はないと判断した。
- 8) 分析においては研究開発効率が100%以上となった企業を異常値として処理したもの、異常値処理を全く行わなかったものの両方について実施したが、分析結果は質的に同じとなった。本文では研究開発効率100%以上を異常値として除いた分析を掲載している。なお100%以上として除いた企業数はサンプル中18社である。研究開発効率の異常値による分析への影響は軽微と考えられる。
- 9) 本分析においては全ての変数について99%以上と1%以下を除いた異常値修正を行ったが、本文には異常値修正を行っていないサンプルをもとに検証した結果を掲載報告している。異常値修正を行っても検証結果に質的な変わりがないことを確認している。
- 10) 分析においては売上高人件費比率100%以上となった企業を異常値として処理したもの、異常値処理を全く行わなかったものの両方について実施したが、分析結果は質的に同じとなった。本文では売上高人件費比率100%以上を異常値として除いた分析を掲載している。なお100%以上として除いた企業数はサンプル中9社である。売上高人件費比率の異常値による分析への影響は軽微と考えられる。

## 参 考 文 献

- 倉澤資成 [2004] 「企業金融論における経営者の役割」『フィナンシャル・レビュー (March-2004)』, 大蔵省財政金融研究所, pp.79-102
- 宮川壽夫 [2008] 「日本企業の配当政策における経営者の自己抑制的行動に関する研究」『経営財務研究』, 2008. Vol. 28-1, pp.56-75
- 宮川壽夫 [2009] 「企業の特異性資産と配当政策の粘着性」『証券アナリストジャーナル』, 2009. Vol. 47-No.8, pp.42-55
- Bhattacharaya, S., [1979], "ImPerfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy," *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 259-270.
- Coase, R. H., [1937] 'The Nature of the Firm', *Economica*, 4, pp. 386-405.
- Coase, R. H., [1988] 'The Firm, the Market, and the Law', *University of Chicago Press*.
- Easterbrook, F. H., [1984] "Two Agency-cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, 74(4) pp.650-659.
- Grossman, S., and O. Hart, [1986] "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94, pp.691-719.
- Hart, O., and J. Moore, [1990] "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy*, 98 pp.1119-1158.
- Hart, O., [1995] Firms, Contracts, and Financial Structure, *Oxford University Press*.
- Jensen Michael, [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic review*, pp. 323-329.
- Jensen, M., Meckling, W., [1976] "Theory of the firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Milgrom, P. and J. Roberts, [1992] Economic, Organization, and Management, *Prentice Hall*.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, [1961] "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, pp.411-433.
- Myers, S.C. [2000] "Outside Equity," *The Journal of Finance*, Vol. 55(3), pp.1005-1037
- Williamson, O. E., [1975] 'Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications', *Free Press*
- White, H. [1980], "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, 48(4), pp.817-838

(大阪市立大学大学院経営学  
研究科専任講師)