

企業のペイアウト政策： 再サーベイ調査による分析

鈴木 健嗣
(一橋大学)

芹田 敏夫
(青山学院大学)

花枝 英樹
(一橋大学)

要 旨

本稿では 2006 年と 2017 年に行ったペイアウトに関するサーベイ調査をもとに、日本企業のペイアウト政策に対する認識の変化の有無を検証した。主な検証結果としては、(1)配当に対する認識は概ね変わっていないが、自社株買いの意思決定については大きく変化した、(2)自社株買いを通じた ROE の改善についての意識は高い、(3)機関投資家・外国人投資家を惹きつけるためにペイアウトを用いる意識は高い、(4)ペイアウトの手段間での代替性は強く認識されていない、等のことがわかった。

キーワード：ペイアウト政策、配当政策、自社株買い、サーベイ調査

1 はじめに

日本企業の配当政策と自社株買いに対する意識、考え方を明らかにするために、われわれは 2006 年 5 月に全上場企業を対象にしたサーベイ調査を実施した(花枝・芹田, 2008; 2009)。その後 10 年を経過し、リーマンショックや日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード策定など日本企業を取り巻く環境は大きく変化した。2005 年度に約 5 兆円程度だった配当総額は 2016 年度には 10 兆円を上回る水準にまで上昇し、自社株買いも約 1 兆円(2016 年度 4.7 兆円)増加している。はたして日本企業のペイアウト政策に対する意識、考え方はこの 10 年で変化したのだろうか。どのような点が変わらないで継続しているのだろうか。また、近年特に注目を集めている ROE の水準や機関投資家・外国人投資家との関係を考える上で、日本企業はペイアウトをどのように認識しているのだろうか。これらの点を明らかにするために、われわれは 2017 年 1 月に全上場企業を対象に再度、サーベイ調査を実施した。本稿の目的は、2006 年と 2017 年に行ったペイアウトに関するサーベイ調査をもとに、日本企業のペイアウト政策に対する認識は変化したのか否かを明らかにすることである。ペイアウト政策について企業の認識をサーベイ調査した先行研究には、Brav et al. (2005)、花枝・芹田(2008)がある。両論文とも、ある一時点での企業の認識を調べているが、本稿は 10 年を隔てた期間でのペイアウト政策についての考え方の変化を調べている点が両論文との違

いであり、他に見られない特色と言える。

両サーベイ調査の回答データをもとに、本稿ではまず10年前のサーベイ調査との比較を行った。配当に関しては、2006年と2017年の両サーベイ調査において、企業の意識、考え方に大きな違いはみられなかった。特に、(1)長期的に増益を持続できることが確信できたときに初めて増配する、(2)減配回避の傾向、(3)増配の正の情報効果に肯定的、(4)投資政策を優先させる傾向はあるが、厳密な残余配当政策ではなく、特に減配してまで投資資金需要を満たすという考えはない、という点は変わっていない。ただし、配当の情報効果に対する肯定的な認識は前回と比べ弱まっていた。一方で、自社株買いについては、両サーベイ調査の間で意識や考え方に変化が見られた。特に、(1)当面用途の決まっていな余剰資金の株主還元としての自社株買いの役割、(2)時期や金額の面での柔軟性、(3)自社の現在の株価が割安であるとの情報伝達効果に関してである。2006年の調査時には、自社株買いが導入されて間もなく、十分な経験と認識が広まっていなかった可能性がある。配当と自社株買いの回答の違いは、自社株買いに対する学習効果や経験による影響かもしれない。敵対的買収防止策としての役割については、配当、自社株買い共に重視する割合が低下している。また、持ち合い解消の受け皿としての自社株買いの役割は、持ち合いを行っている企業でその潜在的な役割を認識している結果が得られた。

今回(2017年)の調査では、2006年のサーベイ調査では行わなかった新たな質問を行っている。第1に、ペイアウトの意思決定において「ROEの改善」はいかに重要かを尋ねた。配当、自社株買いのいずれにおいても重要と考えている企業は多く、特に自社株買いにおいて強くみられた。また、数ある指標の中でROEが自社株買いの意思決定の際に最も重要視する指標となっていることがわかった。これは伊藤レポート(経済産業省、2014)などで謳われているROE水準を企業が意識するようになり、それを念頭にペイアウトを行っているという考え方や整合的な結果である。

第2に、「機関投資家や外国人投資家を惹きつけるため」にペイアウト政策の意思決定がなされているかを質問した。Grinstein and Michaely (2005)は、機関投資家は高配当企業より低配当企業を好み、自社株買いを行う企業を保有しがちであると指摘している。今回の調査では、配当・自社株買いともにこの質問に賛同する企業が多かった。特に、配当は自社株買いより点数が高いことがわかった。この結果は、Grinstein and Michaely (2005)の検証結果とは整合的ではなく、佐々木(2010)の配当・自社株買いに関わらずペイアウト金額が増加するほど機関投資家比率は増加するという結果と整合的であった。

第3に、ペイアウトの代替性(配当と自社株買い、配当と株主優待)について質問した。Grullon and Michaely (2002)は、配当が低下する際には自社株買いが増加するという意味で、配当と自社株買いは代替的であるという結果を得ている。今回のサーベイ調査によると、配当と自社株買い、配当と株主優待のいずれにおいても代替的な関係にないという意見が大半を占めた。こうした結果は、Grullon and Michaely (2002)の主張とは異なり、山口(2007)の日本では配当と自社株買いが独立に考えられているという指摘や、株主優待の配当とは異なる導入要因を検証したKarpoff et al. (2018)の研究と整合的な結果といえる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節でサーベイ調査の概要と実施方法、さらに回答企業の特性について説明し、第3節では2006年のサーベイ調査と同じ質問に関して、過去の結果と違いがあるか否かを検証する。第4節は2017年での新たな質問について検証している。そして、第5節は本研究の結びである。

2 サーベイ調査の概要と実施方法

2.1 質問票のデザイン

今回のサーベイ調査の質問は計15問の大問で構成されており、各大問に詳細な枝問が配置され、枝問の全合計が70問で、すべてマルチプル・チョイス方式となっている。質問は問1から問9までが配当と自社株買い、問10・11が株主優待に関する質問である。そして、問12で自社株の株価の評価、問13から問15で回答者の属性を尋ねる質問が続いている¹⁾。本論文では配当・自社株買いの質問に関する分析を行い、株主優待についての詳細な分析は別論文に譲ることにしたい²⁾。

10年前に行ったサーベイ調査と比べて、ペイアウト政策に対する意識の変化を調べるのが今回のサーベイ調査の目的のひとつであるので、今回の質問の大部分(問1～問9)は前回と同じものを用いた。ただし、ペイアウト政策の決定要因としての重要性を聞く問2の中に、ペイアウト政策に関連した近年の動向の影響を調べるために、前回には含まれていない要因(機関投資家、ROEの改善、リーマンショックなどのマクロショック、コーポレートガバナンス・コードへの対応)の項目を付け加えた。また、問7の自社株買いの質問で、配当と自社株買いが代替的關係にあると思うか否かを明示的に問う質問を新たに加えた。さらに、問8で自社株買い決定要因として、ROEなどの資本効率の改善の重要性を新たに聞いた。

問13から問15で、回答者の属性に関して、所属部署、現在の職位、配当または自社株買い政策の決定に関わった経験の有無を尋ねた。なお、回答内容と回答企業の財務属性等との関係を分析するため、本サーベイ調査は、過去のサーベイ調査と同様に非匿名の調査とした。回答企業名がわかるため、回答企業の財務属性等についての質問は特に行わなかった。

2.2 実施方法、回収結果、データの出所

前回および今回のサーベイ調査の実施時期はそれぞれ2006年5月、2017年1月で、質問票を一斉に郵送した。送付先企業は、2006年3月、2016年12月時点で国内の全証券取引所に上場しているすべての企業で、それぞれ3,824社、3,702社である。送付先として前回は「財務／IR部門責任者」宛、今回は「財務／経営企画／IR担当部門 責任者」宛とした。質問票の回収は、ごく一部の遅れた企業を除き、回答期限の2006年6月末日、2017年1月末日までに完了した。回答企業は合計でそれぞれ658社、357社、回答率はそれぞれ17.2%、9.6%である。最終的には金融業を除いた事業会社それぞれ621社、320社を分析の対象とした³⁾。

本稿はこれらのサンプル企業を対象にさまざまなデータを用いて検証を行っている。企業の財務数値、株主構成、産業分類は日経NEEDS-Financial QUEST、株価データはNPM株価日次リターンデータベース、株式持ち合いデータは日経NEEDS-Cgesデータベースを用い、アンケート時期の直前期のデータを収集した。

2.3 回答企業・回答者の基本特性

分析に先立って、分析対象の回答企業が全上場企業からの偏りのないサンプルかどうかをチェック

表1 回答企業（サンプル）とユニバースの比較

パネルA 上場区分

	2017年		2006年	
	サンプル	ユニバース	サンプル	ユニバース
東証1部	61.9%	56.5%	58.3%	53.4%
東証2部	9.4%	14.3%	12.2%	16.4%
マザーズ	5.0%	5.9%	2.1%	2.1%
大証	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%
名証	1.9%	2.1%	1.3%	2.2%
福証・札証	0.6%	1.3%	1.1%	1.3%
ジャスダック	21.3%	19.9%	24.2%	23.2%
適合度検定	p 値 = 0.912		p 値 = 0.979	

パネルB 業種（東証大分類，10業種）

	2017年		2006年	
	サンプル	ユニバース	サンプル	ユニバース
水産・農林業	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%
鉱業	0.3%	0.2%	0.0%	0.2%
建設業	7.8%	5.1%	6.4%	6.1%
製造業	42.8%	42.9%	42.2%	45.5%
電気・ガス業	0.3%	0.7%	1.2%	0.7%
運輸・通信業	11.3%	14.9%	12.4%	13.0%
商業	22.5%	19.3%	23.8%	20.5%
不動産業	3.1%	3.5%	3.3%	3.4%
サービス業	11.6%	11.4%	10.6%	9.2%
その他	0.0%	1.7%	0.0%	1.0%
適合度検定	p 値 = 0.552		p 値 = 0.960	

パネルC 財務特性

		2017年		2006年	
		サンプル	ユニバース	サンプル	ユニバース
株式時価総額（億円）	平均値	2,745	1,544	2,062	1,175
	中央値	258	180	220	190
	適合度検定	p 値 = 0.036		p 値 = 0.000	
総資産（億円）	平均値	4,045	3,280	2,889	1,697
	中央値	338	280	292	282
	適合度検定	p 値 = 0.799		p 値 = 0.000	
ROA	平均値	6.58%	5.52%	6.09%	5.37%
	中央値	5.58%	4.85%	5.44%	4.64%
	適合度検定	p 値 = 0.676		p 値 = 0.701	
TobinQ	平均値	1.34	1.32	1.74	1.61
	中央値	1.04	1.05	1.23	1.19
	適合度検定	p 値 = 0.894		p 値 = 0.792	
有利子負債比率	平均値	16.97%	18.83%	20.45%	21.17%
	中央値	12.96%	14.12%	16.89%	17.68%
	適合度検定	p 値 = 0.720		p 値 = 0.931	
配当利回り	平均値	1.75%	1.72%	1.16%	1.18%
	中央値	1.68%	1.72%	1.12%	1.10%
	適合度検定	p 値 = 0.789		p 値 = 0.851	
現金保有比率	平均値	24.03%	22.84%	17.91%	17.11%
	中央値	20.20%	18.26%	13.73%	12.59%
	適合度検定	p 値 = 0.249		p 値 = 0.427	

する(表1参照)。まず上場区分についてユニバースと比較すると、回答企業は2017年、2006年共に東証1部、ジャスダックがユニバースと比べてやや高く、逆に、東証2部がやや低くなっているが、両者の分布は同じ傾向にある。業種(東証大分類の10業種)の分布に関しても、製造業がユニバースの比率とほぼ同じ、他の業種でも同じような比率であり、ユニバースに比べて回答企業の分布は同じ傾向にある。2017年、2006年のいずれのサンプルにおいてもサンプルとユニバース間で分布に有意な違いはみられなかった。

回答企業の財務特性を見ると(表1パネルC参照)、株式時価総額や総資産で見た規模では、2017年、2006年のいずれの回答企業の平均値、中央値ともユニバースより高く、大規模企業への偏りが見られた。ROA(=営業利益/総資産)、現金保有比率(=(現金預金+短期有価証券)/総資産)、有利子負債比率(=(借入金+社債)/総資産)、TobinQ(=(株式時価総額+負債総額)/総資産)、配当利回り(=1株当たり配当金/株価)の2017年、2006年のサンプル平均値、中央値は、ユニバースとほぼ同じである。

次に、回答者の属性について検討する(図1参照)。2017年のサンプルの所属部署は財務・経理部と経営企画が6割である。職位は、部長・次長クラスを含めた中堅管理職以上の職位が5割以上を占めている。回答者の7割が、自社の配当、自社株買い政策の決定に関わった経験を持っている。以上のことから、2017年調査の回答者は、全体的に見ると所属企業のペイアウト政策に対する考え方を尋ねるに当たり、所属企業を十分に代表していると考えられる。2006年調査との比較では、所属部署、現在の職位の分布に大きな違いはないが、ペイアウトの経験では自社株買いの増加を受けて、配当のみが減り、配当・自社株買い両方ありが増えている。

3 前回の調査結果との比較

今回のサーベイ調査でも、前回と同じ質問が多数含まれている。本節では同じ質問に対する前回と今回の類似点、相違点を調べることによって、ペイアウト政策についての考え方や意識で変わらない点と、変化が見られる点を明らかにしたい。

3.1 利益とペイアウト政策

利益と配当との関係については、リントナー仮説が有名である。周知のように、Lintner(1956)は、①企業は利益の一定割合を配当に振り向けるという意味で、目標とする配当性向を持っている、②しかし、利益の変動に応じて目標配当性向に配当額を瞬時に調整するのではなく時間的ラグを伴う、という行動仮説を提唱した。特に、②の側面は、配当の平準化行動や減配回避行動と密接に関連しており、米国のLeary and Michaely(2011)や日本の齋藤(2015)の配当平準化行動を支持する実証結果がある。一方、利益と自社株買いの関係については、自社株買いが不定期に不定額行われるものなので、一時的利益の分配として活用され、柔軟性の高い利益還元策であるという議論がある。この点に関連してJagannathan et al.(2000)は、キャッシュフローの変動が高い企業で自社株買いが活用されていることを明らかにしている。

表2の問2(1)と問2(2)が利益とペイアウト政策の関係を直接問う質問である。質問はそれぞれ、「全く重要ではない」、「あまり重要ではない」、「どちらとも言えない」、「かなり重要」、「非常に重要」のいずれに当てはまるか問うている。表2のパネルAにおける「重要」は「かなり重要」、「非常に重要」

図1 回答者の属性

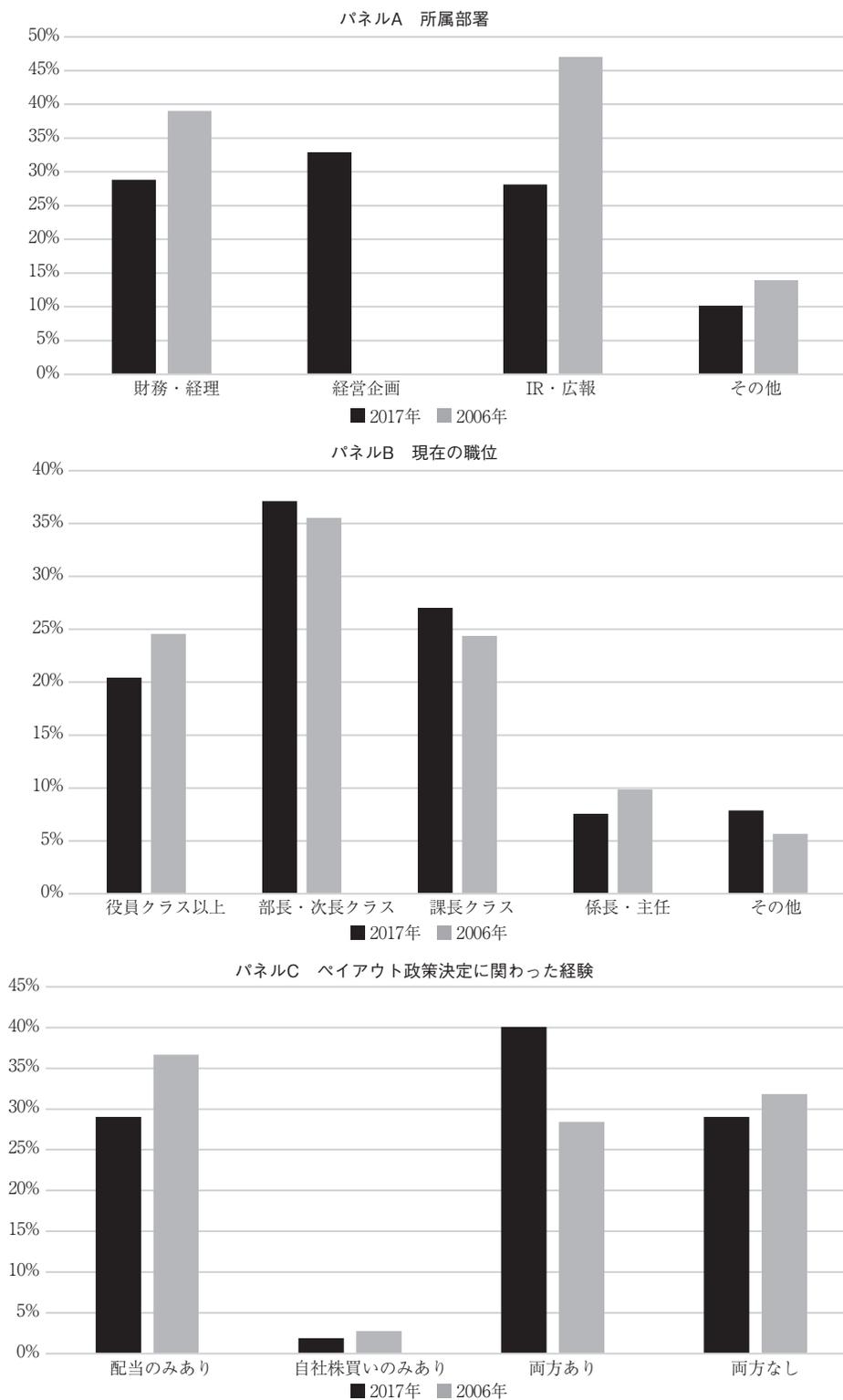


表2 ペイアウト政策の決定要因

パネルA：重要・重要でないと答えた企業の割合

要因	配当				自社株買い			
	2017年		2006年		2017年		2006年	
	重要	重要でない	重要	重要でない	重要	重要でない	重要	重要でない
問2(1)当期純利益の一時的な変化	41.6%	35.6%	44.0%	32.0%	23.9%	37.9%	19.1%	36.6%
問2(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化	81.6%	4.7%	79.9%	4.9%	48.9%	14.3%	39.6%	15.5%
問2(3)当面使途の決まっていない余剰資金	26.1%	31.4%	27.3%	25.8%	44.4%	17.9%	38.9%	17.5%
問2(4)同業他社の配当／自社株買い政策	26.9%	39.1%	28.6%	35.6%	15.2%	43.8%	16.1%	36.2%
問2(5)配当およびキャピタルゲインに対する税制	27.0%	26.7%	32.3%	21.3%	19.2%	26.0%	22.1%	19.9%
問2(6)既存株主の要求	55.8%	11.0%	59.2%	4.9%	39.5%	15.6%	36.9%	12.1%
問2(7)外部資金調達コスト	18.8%	31.3%	24.1%	28.3%	22.2%	26.6%	27.5%	24.3%
問2(8)過去の配当／自社株買い政策と整合性を維持	73.4%	7.8%	69.2%	7.1%	51.7%	17.5%	41.6%	12.2%
問2(9)株主資本が過剰になるのを抑える	20.8%	29.9%	23.3%	25.7%	34.9%	20.0%	31.1%	20.4%
問2(10)自社内での有利な投資機会の存在	32.7%	23.0%	31.7%	21.1%	39.6%	15.7%	38.8%	15.7%
問2(11)敵対的買収の対象企業になることの防止	24.4%	32.2%	46.5%	13.2%	35.8%	20.6%	45.2%	12.6%
問2(12)機関投資家や外国人投資家を惹きつける	48.6%	15.7%	—	—	43.8%	16.9%	—	—
問2(13)ROEの改善	36.6%	21.6%	—	—	49.7%	14.2%	—	—
問2(14)リーマンショックなどのマクロショック	37.2%	15.9%	—	—	33.9%	15.2%	—	—
問2(15)コーポレートガバナンス・コードへの対応	40.9%	12.8%	—	—	34.5%	15.5%	—	—

パネルB：平均点数

要因	配当				自社株買い			
	2017年	2006年	差	t値	2017年	2006年	差	t値
	平均 点数	平均 点数			平均 点数	平均 点数		
問2(1)当期純利益の一時的な変化	0.12*	0.19***	-0.08	-0.99	-0.17***	-0.26***	0.09	1.34
問2(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化	1.06***	1.07***	-0.01	-0.18	0.45***	0.28***	0.17**	2.53
問2(3)当面使途の決まっていない余剰資金	-0.09	0.00	-0.09	-1.38	0.30***	0.23***	0.07	1.03
問2(4)同業他社の配当／自社株買い政策	-0.24***	-0.18***	-0.06	-0.84	-0.44***	-0.33***	-0.11*	-1.69
問2(5)配当およびキャピタルゲインに対する税制	-0.04	0.11***	-0.16**	-2.55	-0.12**	-0.02	-0.10*	-1.73
問2(6)既存株主の要求	0.47***	0.64***	-0.17***	-3.12	0.23***	0.26***	-0.03	-0.44
問2(7)外部資金調達コスト	-0.19***	-0.10**	-0.09	-1.38	-0.09*	-0.04	-0.05	-0.72
問2(8)過去の配当／自社株買い政策と整合性を維持	0.82***	0.77***	0.05	0.89	0.38***	0.31***	0.07	1.06
問2(9)株主資本が過剰になるのを抑える	-0.14***	-0.06*	-0.07	-1.22	0.13**	0.10***	0.03	0.40
問2(10)自社内での有利な投資機会の存在	0.14***	0.15***	-0.01	-0.07	0.31***	0.28***	0.03	0.49
問2(11)敵対的買収の対象企業になることの防止	-0.12**	0.39***	-0.51***	-7.87	0.16***	0.39***	-0.23***	-3.50
問2(12)機関投資家や外国人投資家を惹きつける	0.36***	—	—	—	0.27***	—	—	—
問2(13)ROEの改善	0.16***	—	—	—	0.41***	—	—	—
問2(14)リーマンショックなどのマクロショック	0.25***	—	—	—	0.22***	—	—	—
問2(15)コーポレートガバナンス・コードへの対応	0.27***	—	—	—	0.16***	—	—	—

(注) パネルAにおける「重要」は「かなり重要」、「非常に重要」の割合の合計を、「重要でない」は「全く重要ではない」、「あまり重要ではない」の割合の合計を示している。パネルBは「全く重要ではない」を-2、「あまり重要ではない」を-1、「どちらとも言えない」を0、「かなり重要」を1、「非常に重要」を2点としたときの平均点数を示している。パネルBでは、平均点数が有意にゼロと異なるかの検定、および、2017年と2006年のサンプルで平均点数が異なるかの検定(差、t値)を行っている。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

の割合の合計を、「重要でない」は「全く重要ではない」、「あまり重要ではない」の割合の合計を示している。パネルBは「全く重要ではない」を-2、「あまり重要ではない」を-1、「どちらとも言えない」を0、「かなり重要」を1、「非常に重要」を2点としたときの平均点数を示している。

配当に関しては、「問2(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化」が重要な決定要因と答えた企業が81.6%と圧倒的に多い。それに対し「問2(1)当期純利益の一時的な変化」が重要と答えた割合は41.6%と少ない。前回調査でも同じような数値で、利益の変化と配当に関しては、一時的な利益増ではなく、長期的に増益を持続できることが確信できたときに初めて増配するという考えは前回と変わらない。

表3 サンプルの記述統計量

		両期間	2017年	2006年	差	t値
ln(総資産)	平均値	10.641	10.619	10.653	-0.034	-0.26
	中央値	10.278	10.415	10.217		
ROA	平均値	0.065	0.068	0.064	0.004	1.00
	中央値	0.055	0.056	0.055		
TobinQ	平均値	1.743	1.625	1.803	-0.178	-1.59
	中央値	1.231	1.093	1.271		
有利子負債比率	平均値	0.192	0.170	0.204	-0.035***	-2.87
	中央値	0.154	0.130	0.169		
現金保有比率	平均値	0.201	0.240	0.181	0.059***	5.50
	中央値	0.156	0.202	0.137		
ROA標準偏差	平均値	0.030	0.027	0.032	-0.006**	-2.19
	中央値	0.018	0.017	0.018		
配当ダミー	平均値	0.887	0.888	0.887	0.000	0.01
	中央値	1.000	1.000	1.000		
社外取締役比率	平均値	0.139	0.262	0.076	0.186***	22.08
	中央値	0.125	0.250	0.000		
外国人持ち株比率	平均値	0.110	0.113	0.108	0.005	0.64
	中央値	0.067	0.062	0.068		
機関投資家持ち株比率	平均値	0.200	0.183	0.209	-0.026***	-2.80
	中央値	0.174	0.163	0.178		
持ち合い比率	平均値	0.066	0.076	0.060	0.017***	2.98
	中央値	0.036	0.044	0.033		
回答者平均点数	平均値	0.174	0.135	0.195	-0.060**	-2.08
	中央値	0.182	0.182	0.227		
サンプル数		941	320	621		

(注) 総資産=簿価総資産, ROA=営業利益/総資産, TobinQ=(株式時価総額+負債簿価)/総資産, 有利子負債比率=(借入金+社債)/総資産, 現金保有比率=(現金預金+短期有価証券)/総資産, ROA標準偏差=過去5年間のROAの標準偏差, 配当ダミー=配当を行っている企業であれば1の値をとるダミー変数, 社外取締役比率=取締役会における社外取締役の人数の割合, 外国人持ち株比率=外国人投資家の持ち株比率合計, 機関投資家持ち株比率=金融商品取引業者と金融機関持ち株比率の合計値, 持ち合い比率=相互株式保有企業によって保有されている株式比率合計(ニッセイ基礎研究所算出), 回答者平均点数=問1, 2の回答点数の平均値である。2017年と2006年のサンプルで有意に異なるかの検定(差, t値)を行っている。***, **はそれぞれ1%, 5%水準で有意であることを示している。

表にはしていないが、問5「1株当たり配当額を低下させないことは、どの程度重要だと考えますか。」の回答結果は、「重要」の割合が82.2%なのに対し、「重要でない」の割合は4.4%と非常に少ない。この傾向は前回と同じで、減配回避の傾向は変わっていないことがわかる。

こうした配当についての傾向を検証するため2006年、2017年のサンプルを用いて順序プロビット分析を行った⁴⁾。被説明変数は配当の決定要因の質問について、「全く重要ではない」=-2, 「あま

表4 利益とペイアウト政策についての順序プロビット分析

	問2(1)当期純利益の 一時的な変化		問2(2)当期純利益の長 期的に維持可能な変化		問2(3)当面使途の決 まっていない余剰資金		問7(4)配当に比べて 柔軟性がある
	配当	自社株 買い	配当	自社株 買い	配当	自社株 買い	自社株 買い
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6	モデル7
NEW ダミー	-0.122 (-0.70)	0.689*** (3.64)	-0.095 (-0.54)	0.545*** (2.95)	-0.084 (-0.49)	0.445** (2.38)	0.324* (1.75)
ln (総資産)	-0.041 (-0.70)	0.022 (0.36)	0.116** (2.00)	-0.037 (-0.58)	0.018 (0.27)	-0.068 (-1.09)	0.028 (0.47)
ROA	3.451** (2.20)	0.255 (0.15)	0.308 (0.18)	0.031 (0.02)	0.498 (0.27)	-2.073 (-1.14)	-1.747 (-1.06)
TobinQ	0.034 (0.54)	0.004 (0.07)	-0.062 (-1.03)	-0.048 (-0.69)	0.045 (0.60)	0.071 (1.00)	-0.022 (-0.31)
有利子負債比率	-0.166 (-0.36)	-0.121 (-0.26)	-0.018 (-0.04)	0.364 (0.76)	-0.722 (-1.43)	-0.747 (-1.48)	0.509 (1.00)
現金保有比率	0.001 (0.00)	-0.795 (-1.22)	0.871 (1.32)	0.606 (0.86)	-1.069 (-1.61)	-1.673** (-2.38)	1.421** (2.21)
ROA 標準偏差	0.361 (0.16)	3.909* (1.70)	0.504 (0.22)	-0.971 (-0.39)	3.257 (1.18)	3.217 (1.12)	0.903 (0.47)
配当ダミー	-0.140 (-0.54)	-0.051 (-0.20)	-0.163 (-0.67)	-0.451 (-1.62)	-0.351 (-1.16)	-0.106 (-0.37)	-0.026 (-0.11)
社外取締役比率	0.357 (0.65)	-1.245** (-2.08)	0.379 (0.64)	0.068 (0.12)	0.315 (0.51)	0.682 (1.10)	-0.172 (-0.32)
外国人持ち株比率	-0.740 (-0.93)	-1.635* (-1.96)	-0.226 (-0.32)	-0.312 (-0.42)	0.998 (1.06)	0.874 (1.02)	1.423* (1.94)
機関投資家持ち株比率	-0.964 (-1.38)	0.529 (0.69)	-0.527 (-0.69)	0.835 (1.17)	-0.005 (-0.01)	2.078** (2.44)	2.119*** (2.65)
持ち合い比率	0.030 (0.03)	0.018 (0.02)	-0.643 (-0.65)	-0.236 (-0.24)	-2.447*** (-2.63)	-3.233*** (-3.07)	-1.455 (-1.29)
平均点数	1.493*** (7.73)	2.409*** (11.44)	1.587*** (7.45)	2.728*** (12.47)	2.164*** (10.52)	2.658*** (12.22)	0.639*** (3.60)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.0539	0.0991	0.0579	0.1188	0.0928	0.1285	0.0251
サンプル数	897	867	896	861	885	867	892

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

り重要ではない」=-1, 「どちらとも言えない」=0, 「かなり重要」=1, 「非常に重要」=2の順序を示す離散値である。説明変数として最も注目する変数はNEW ダミーで、2017年時に回答した企業を1, 2006年に回答した企業を0としたダミー変数である。企業の特徴をコントロールするために、企業規模の代理変数として総資産の自然対数、収益性の代理変数としてROA、成長性の代理変数としてTobinQ、資本構成として有利子負債比率、収益性リスクの代理変数としてROA 標準偏差(過去5年間のROAの標準偏差)を用いた(資産を除く財務変数は上下1%水準でwinsorizeしている)。また、配当を現在実施している企業であれば1, そうでなければ0の値をとるダミー変数(配当ダミー)、ガバナンス変数として社外取締役比率、外国人持ち株比率、機関投資家持ち株比率、持ち合い比率を用いた。回答者は楽観的、悲観的な回答に偏る場合があるため、回答者の平均回答点数(問1, 問2の回答点数の平均値)を説明変数に加えた。また、東証中分類(33業種)の産業ダミーも加えている。順序プロビット分析で用いた数値の記述統計量は表3の通りである。平均値の差の検定結果からは、総資産、ROA、TobinQ、配当ダミーでは、2006年と2017年のサンプルで有意な違いはみられない。それに対し、有利子負債比率は有意に減少、現金保有比率は有意に増加していることがわかる。ガバナンス変数については外国人持ち株比率に違いはみられないが、機関投資家持ち株比率は有意に

減少し、株式持ち合い比率は有意に増加している。また社外取締役比率は有意に増加しており、東京証券取引所による社外取締役導入の努力義務が影響していることがわかる。

表4は順序プロビット分析の結果を示している。問2(1), (2), (3)における配当の意思決定の認識に対し、NEW ダミーの係数はいずれも統計的に有意な関係はみられなかった(モデル1, 3, 5)。

一方、自社株買いでは、問2(1), (2)などの利益との関係で自社株買いを決定するという回答が前回よりも増え、特に、問2(3)が自社株買い決定に「重要」だとする回答は全体の44.4%に達し、配当の割合(26.1%)より20%ポイント近く高い(表2パネルA)。前回の調査の時に比べても高くなっている。また、問7(4)「自社株買いは、時期や金額の面で、配当に比べて柔軟性がある」に賛成と答えた企業の割合が、前回の46.3%から今回は54.9%に増加している(表7パネルA)。これらのことから、投資需要、当面の利益、余剰資金との兼ね合いで自社株買いを柔軟に決めるという意識や考え方が以前に比べて増加していることが読み取れる。

表4のモデル2, 4, 6, 7は、自社株買いの質問に対する順序プロビット分析の結果を示している。問2(1), (2), (3)の自社株買いの意思決定時における認識に対し、NEW ダミーの係数はいずれも正で統計的に有意な関係がみられた。この結果から、利益の一時的、持続的な変化が生じた際に2006年時より2017年時に自社株買いを行うと認識していることがわかる。また、使途の決まっていない余剰資金が生じた際には自社株買いを用いるという認識がより高まっていることがわかる。配当に比べて柔軟性があるか質問した問7(4)については、2017年の方がより柔軟であると認識する傾向が高いことがわかった。このように、前回に比べて、全体的に自社株買いの役割についての標準的なファイナンス理論に沿った理解が進んでいる印象がある。

3.2 ペイアウトの情報効果

ペイアウトの情報効果には、配当や自社株買いが経営者による将来の利益が増加するという情報を伝える効果(第1の情報効果)と、自社株買いが経営者の考えている株価水準より現在株価が割安であるという情報を伝える効果(第2の情報効果)がある。

第1の情報効果に関連した先行研究には、Baker et al. (2016) や石川 (2010) がある。行動経済学では、人々は実際に一度手に入れたものを価値判断の基準とする傾向があると考え、この基準を参照点と呼んでいるが、Baker et al. (2016) は、1株配当が投資家にとってこの参照点の役割を果たしており、企業の収益力や財務的強さに対する経営者の確信を伝えるシグナルになることを主張している。石川 (2010) の実証分析によれば、増配発表だけのときと比べると、増配発表と増益発表が同時に行われた方が、株価に及ぼす影響が強くなる傾向がある。「配当に込められた経営者の意思の強さ」を利益が裏付けするという形で、配当と利益の相互作用効果が生まれるためと説明している。

第2の情報効果に関連した先行研究には、山口 (2009) や太田・河瀬 (2016) がある。両論文とも自社株買い発表前に当該企業は株価の下落や負の異常リターンを経験しており、逆に自社株買い発表を受けて株価が短期的には上昇するという結果を得ており、株価が過小評価されているときに自社株買いが行われるという過小評価仮説と整合的である。

第1の情報効果に関連する質問として表5の問1(2), (4)がある。問1(2)「増配/自社株買いは、投資家に対して、将来の利益増大という経営者の持っている内部情報の伝達効果を持つ」について、配当では49.5%、自社株買いでは44.7%が「そう思う」で、「そう思わない」はそれぞれ20.5%、19.5%と少ない。ただし、配当に関しては2006年のサーベイ調査に比べて「そう思う」が8%ポイント程

表5 ペイアウト政策の命題

パネルA：そう思う・思わないと答えた企業の割合

命題	配当				自社株買い			
	2017年		2006年		2017年		2006年	
	そう思う	そう思わない	そう思う	そう思わない	そう思う	そう思わない	そう思う	そう思わない
問1(1)投資計画が決定された後に配当／自社株買いを決定するべきである	41.3%	27.6%	41.6%	21.4%	50.3%	17.1%	50.4%	12.9%
問1(2)増配／自社株買いは、投資家に対して、将来の利益増大という経営者の持っている内部情報の伝達効果を持つ	49.5%	20.5%	57.5%	11.9%	44.7%	19.5%	43.9%	14.6%
問1(3)必要な投資プロジェクトを行うために資金が必要なら減配／自社株買い減額をしてもよい	27.1%	45.4%	24.1%	45.9%	52.2%	24.1%	40.0%	23.8%
問1(4)増配／自社株買いは、投資家に対して、自社の投資機会が少ないと見られてしまう可能性がある	15.5%	57.9%	11.9%	45.4%	29.0%	43.5%	20.6%	34.3%
問1(5)内部留保資金は最もコストが安い資金源泉なので、配当／自社株買いをできるだけ抑え、内部留保すべきである	8.5%	65.5%	11.9%	51.7%	12.9%	56.5%	44.6%	11.7%

パネルB：平均点数

命題	配当				自社株買い			
	2017年	2006年	差	t値	2017年	2006年	差	t値
	平均点数	平均点数			平均点数	平均点数		
問1(1)投資計画が決定された後に配当／自社株買いを決定するべきである	0.23***	0.24***	-0.01	-0.08	0.48***	0.46***	0.02	0.30
問1(2)増配／自社株買いは、投資家に対して、将来の利益増大という経営者の持っている内部情報の伝達効果を持つ	0.34***	0.51***	-0.17***	-2.76	0.27***	0.32***	-0.04	-0.67
問1(3)必要な投資プロジェクトを行うために資金が必要なら減配／自社株買い減額をしてもよい	-0.22***	-0.27***	0.05	0.66	0.40***	0.21***	0.19**	2.55
問1(4)増配／自社株買いは、投資家に対して、自社の投資機会が少ないと見られてしまう可能性がある	-0.53***	-0.41***	-0.12*	-1.91	-0.20***	-0.16***	-0.03	-0.47
問1(5)内部留保資金は最もコストが安い資金源泉なので、配当／自社株買いをできるだけ抑え、内部留保すべきである	-0.69***	-0.51***	-0.18***	-2.89	-0.55***	-0.43***	-0.11*	1.81

(注) パネルAにおける「そう思う」は「そう思う」、「強くそう思う」の割合の合計を、「そう思わない」は「全くそう思わない」、「そう思わない」の割合の合計を示している。パネルBは「全くそう思わない」を-2、「そう思わない」を-1、「どちらとも言えない」を0、「そう思う」を1、「強くそう思う」を2点としたときの平均点数を示している。平均点数が有意にゼロと異なるかの検定、および、2017年と2006年のサンプルで平均点数が異なるかの検定(差, t値)を行っている。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

低下していて、配当の将来利益の情報効果に対する認識は肯定的ではあるが弱まっている。

逆に、問1(4)「増配／自社株買いは、投資家に対して、自社の投資機会が少ないと見られてしまう可能性がある」に対しては、「そう思う」が配当で15.5%、自社株買いで29.0%と少なく、「そう思わない」が配当で57.9%、自社株買いで43.5%と多く、配当・自社株買いの負の情報効果はないと考えている企業が多いことがわかる。

表6 ペイアウトの情報効果についての順序プロビット分析

	問1(2)将来の利益増大の 内部情報の伝達効果		問4(4)自社の投資機会が 少ないと見られる可能性		問7(2)株価が割安で あるとの情報を伝達	問8(2)自社株式の 市場価格
	配当	自社株 買い	配当	自社株 買い	自社株 買い	自社株 買い
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6
NEW ダミー	-0.393** (-2.05)	-0.148 (-0.76)	-0.394** (-2.04)	0.032 (0.16)	0.234 (1.23)	-0.151 (-0.73)
ln(総資産)	0.073 (1.10)	-0.081 (-1.27)	0.012 (0.21)	0.073 (1.23)	0.047 (0.82)	-0.000 (-0.00)
ROA	3.013* (1.77)	1.095 (0.65)	-0.469 (-0.27)	-0.266 (-0.14)	0.011 (0.01)	0.634 (0.35)
TobinQ	-0.120* (-1.80)	-0.057 (-0.91)	-0.022 (-0.35)	0.002 (0.03)	0.009 (0.13)	-0.084 (-1.32)
有利子負債比率	0.912* (1.78)	0.505 (1.11)	-0.779 (-1.57)	-1.045** (-2.18)	0.411 (0.84)	0.303 (0.56)
現金保有比率	0.206 (0.31)	1.071 (1.59)	-0.114 (-0.18)	-0.221 (-0.34)	1.104* (1.65)	1.010 (1.43)
ROA 標準偏差	-1.950 (-0.87)	-2.323 (-0.90)	2.125 (0.91)	1.571 (0.66)	2.618 (1.28)	0.495 (0.22)
配当ダミー	0.394 (1.57)	0.331 (1.41)	-0.004 (-0.02)	0.074 (0.29)	0.381 (1.41)	-0.199 (-0.81)
社外取締役比率	0.193 (0.33)	0.590 (0.96)	0.497 (0.94)	-0.035 (-0.06)	0.633 (1.07)	1.327** (2.14)
外国人持ち株比率	-0.580 (-0.74)	1.347 (1.61)	1.085 (1.51)	1.458* (1.82)	1.886** (2.41)	2.112** (2.32)
機関投資家持ち株比率	-0.462 (-0.61)	1.627** (2.11)	-1.431* (-1.74)	-0.211 (-0.27)	1.121 (1.60)	-0.326 (-0.39)
持ち合い比率	0.368 (0.33)	0.179 (0.17)	1.623* (1.70)	-1.156 (-1.27)	-0.803 (-0.74)	-1.145 (-1.09)
平均点数	1.657*** (9.44)	1.660*** (9.25)	2.758*** (14.04)	2.861*** (15.74)	0.816*** (4.98)	0.254 (1.50)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.0782	0.0724	0.1489	0.1545	0.0461	0.0307
サンプル数	888	868	889	869	890	885

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

つぎに、第1の将来利益に対するペイアウトの情報効果について、企業の特徴をコントロールしたうえで、2006年時と2017年時に違いがあるか検証するため順序プロビット分析を行った(表6参照)。被説明変数は問1(2)、(4)の点数である。説明変数は表4と同じである。主な検証結果として、配当のモデル1、3において、NEWダミーの係数は負で有意であることがわかった。この結果は、配当の利益増大および投資機会の減少についての情報効果に対する認識が、2006年時と比べ2017年時には低下していることを示唆している。一方で自社株買いのモデル2、4では、NEWダミーの係数は統計的に有意な影響はみられず、自社株買いの将来利益に関する情報効果についての考え方に違いはみられないことがわかった。

第2の株価の過小評価についての情報効果に関しては、表7パネルAの問7(2)、パネルBの問8(2)で自社株買いに関連した質問がある。問7(2)「自社株買いには、投資家に対して自社の現在の株価が割安であるとの情報を伝える効果がある」に対しては、半数以上の55.8%が「そう思う」と答えており、「そう思わない」の回答は13.8%と少ない。この結果は、自社株買いの決定要因として問8(2)

表7 自社株買い特有の命題および要因

パネルA：命題

自社株買いの命題	2017年			2006年			(a) - (b)	t 値
	そう思う	そう 思わない	平均点数 (a)	そう思う	そう 思わない	平均点数 (b)		
問7(1)自社株買いを行うのは、株主資本を減らし最適な資本構成を実現するためである	45.6%	18.9%	0.28***	46.3%	17.2%	0.31***	-0.04	-0.60
問7(2)自社株買いには、投資家に対して自社の現在の株価が割安であるとの情報を伝える効果がある	55.8%	13.8%	0.50***	48.6%	12.5%	0.39***	0.12**	2.05
問7(3)自社株買いには、需給を改善させて株価を上昇させる効果がある	65.2%	7.5%	0.65***	63.1%	7.2%	0.61***	0.04	0.69
問7(4)自社株買いは時期や金額の面で配当と比べ柔軟性がある	54.9%	14.4%	0.46***	46.3%	11.5%	0.39***	0.07	1.24

パネルB：要因

自社株買いの要因	2017年			2006年			(a) - (b)	t 値
	重要	重要で ない	平均点数 (a)	重要	重要で ない	平均点数 (b)		
問8(1)株式数減少による1株当たり利益の上昇	57.9%	11.0%	0.50***	59.2%	11.1%	0.52***	-0.02	-0.44
問8(2)自社株式の市場価格	69.4%	4.4%	0.79***	68.8%	5.6%	0.73***	0.06	1.14
問8(3)持合解消の受け皿	34.2%	27.9%	-0.01	30.9%	27.7%	-0.04	0.03	0.42
問8(4)自社株式の浮動株比率や流動性	49.2%	11.3%	0.41***	53.7%	10.4%	0.48***	-0.07	-1.28
問8(5)株式交換によるM&Aや(完全)子会社化に使う	40.1%	20.4%	0.20***	39.7%	17.9%	0.24***	-0.04	-0.59
問8(6)ストックオプションの権利行使への備え	32.0%	27.6%	-0.02	34.0%	26.4%	0.07*	-0.09	-1.33
問8(7)ROEなどの資本効率の改善	57.9%	9.3%	0.53***	—	—	—	—	—

(注) 平均点数が有意にゼロと異なるかの検定、および、2017年と2006年のサンプルで平均点数が異なるかの検定(差, t値)を行っている。***, **はそれぞれ1%, 5%水準で有意であることを示している。

「自社株式の市場価格」の重要性を聞いた質問に対して、69.4%が重要と答えている結果と整合的である。こうした自社株買いの過小評価についての情報伝達効果について、2006年時と2017年時に違いがあるか順序プロビット分析を行った。表6のモデル5, 6が検証結果を表している。NEWダミーの係数はいずれも統計的に有意ではなかった。この結果からは自社株買いの自社株価の過小評価情報伝達についての認識は、高い水準のまま変化はみられないことを示唆している。

3.3 投資政策とペイアウト政策

投資政策とペイアウト政策との関係に関しては、大きく2つの考え方がある。第1は、投資政策が優先され、純利益がまず投資の資金需要に充当され、残余があれば配当をするという残余配当政策である。第2は、配当政策を含めたペイアウト政策と投資政策が独立に決められるような場合である。投資資金需要に関係なく、安定配当を維持するような配当政策である。

表5の問1(1), (3)は、ペイアウト政策と投資政策決定の優先度を問う質問である。問1(1)「投資計画が決定された後に配当を決定すべきである」に対しては、「そう思う」が41.3%, 「そう思わない」が27.6%で、配当より投資が優先されているように見える。しかし、問1(3)「必要な投資プロジェクト

トを行うために資金が必要なら減配をしてもよい」に対しては、「そう思う」が27.1%、「そう思わない」が45.4%であり、減配してまでも投資需要を満たすという意識はない。これは前回の調査でも同様であり変化はなかった。以上より、投資政策を優先させる傾向はあるが、厳密な残余配当政策ではなく、特に減配してまで投資資金需要を満たすという考えはないという結果が得られた。また、表2の問2(10)「自社内での有利な投資機会の存在」が投資決定要因として重要と答えた割合が32.7%で、「重要でない」の23.0%を若干上回っている。

一方、自社株買いについては、表5パネルAの問1(1),(3)で「そう思う」の割合が50%を超えており、特に、問1(3)に対して、「そう思う」の割合が前回調査より12.2%ポイント増加している。また、表2の問2(10)を重要と答えた割合は39.6%で、「重要でない」の15.7%を大きく上回っている。

次に、2006年時と2017年時で投資政策とペイアウト政策の関係性に違いがないか、問1(1),(3)、問2(10)を被説明変数とした順序プロビット分析を行った結果が表8である。説明変数は表4と同じである。配当については、いずれのモデルにおいてもNEWダミーの係数は統計的に有意な値ではなかった(表8モデル1,3,5)。それに対して、自社株買いについては問1(3)、問2(10)の点数を被説明変数としたモデルにおいて、NEWダミーの係数は正で有意な関係がみられた(表8モデル4,6)。モデル2においては統計的に有意ではなかったがNEWダミーの係数は正であった(p値=13%)。以上をまとめると、配当政策については2006年時と2017年時に考え方に違いはみられなかったが、自社株買いについては、前回と比べて投資資金が必要なら自社株買いを抑えることに肯定的な意見が今回増加しているのが特徴といえる。

3.4 敵対的買収とペイアウト政策

第4.2節で後述するように、2006年のサーベイ調査時は持ち合い解消が進んだ時期である。また、2005年のライブドアによるフジテレビ、ニッポン放送に対する買収劇、2006年夏の王子製紙の北越製紙に対する敵対的買収の攻防に見られるように、敵対的買収が相次いだときでもあった。それに対し、2017年は敵対的買収が影を潜め、持ち合いが一部、維持・復活し、企業による買収防衛策の廃止が増えている時期といえる。このような変化が見られる中で、敵対的買収行動に対する備えや、株式持ち合いの解消手段としての配当・自社株買いの役割をどのように考えているかを、それぞれ3.4節と3.5節で分析していく。

Bagwell(1991,1992)は、株主に応じて株式に対する留保価値が違っていることに着目し、自社株買いの買収防衛策としての効果について論じている。自社株買いは既存株主から特定の価格で株式を買い取る。自社株買いに応じる株主は、自社株買い価格よりも留保価値が低い株主であるため、自社株買い後は相対的に高い留保価値を持つ株主構成に変化する。その結果、自社株買いを行った企業を買収しようとする買収者は、相対的に高い留保価値を持つ株主から株式を購入しなければならなくなり、買収者の買収時にかかるコスト(買収プレミアム)は高まり、結果として自社株買いが買収防衛の手段となると考えられる。Billett and Xue(2007)は、買収されやすい企業ほど多額の自社株買いを実施していることを明らかにし、自社株買いによる買収防衛仮説を支持している。

ペイアウトの意思決定は、敵対的買収の防衛手段として認識されているのか、認識されているのであれば時間とともに変化しているのか否かをみていく。表2は、ペイアウトの意思決定において問2(11)「敵対的買収の対象企業になることの防止」を重要だと答えた企業の割合、点数を示している。配当の意思決定において2006年時に重要だと答えた企業の割合は46.5%、重要ではないと答えた企業

表8 投資の意思決定とペイアウト政策についての順序プロビット分析

	問1(1)投資計画が決定された後に配当/自社株買いを決定すべきである		問1(3)必要な投資プロジェクトを行うために資金が必要なら減配/減額をしてもよい		問2(10)自社内での有利な投資機会の存在	
	配当	自社株買い	配当	自社株買い	配当	自社株買い
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6
NEW ダミー	0.021 (0.11)	0.294 (1.52)	0.181 (1.07)	0.497*** (2.83)	0.011 (0.06)	0.281* (1.69)
ln(総資産)	0.088 (1.40)	0.105 (1.56)	-0.089 (-1.33)	0.059 (1.00)	0.161** (2.26)	0.059 (0.78)
ROA	1.205 (0.70)	-0.140 (-0.09)	-0.108 (-0.07)	-0.435 (-0.26)	1.766 (0.99)	-0.702 (-0.37)
TobinQ	0.028 (0.48)	-0.026 (-0.46)	0.062 (1.03)	0.101* (1.76)	0.087 (1.35)	0.090 (1.18)
有利子負債比率	0.313 (0.73)	-0.772 (-1.56)	0.176 (0.39)	-0.024 (-0.05)	-0.458 (-0.93)	-0.312 (-0.61)
現金保有比率	0.105 (0.18)	0.021 (0.03)	-0.544 (-0.90)	0.369 (0.59)	0.114 (0.19)	0.299 (0.45)
ROA 標準偏差	-1.759 (-0.82)	1.602 (0.66)	1.641 (0.78)	0.185 (0.09)	-0.470 (-0.21)	1.423 (0.58)
配当ダミー	-0.158 (-0.69)	-0.309 (-1.24)	-0.112 (-0.46)	0.138 (0.62)	-0.303 (-1.30)	0.076 (0.30)
社外取締役比率	0.335 (0.56)	-0.291 (-0.48)	0.337 (0.64)	0.515 (0.94)	0.042 (0.07)	-0.096 (-0.16)
外国人持ち株比率	-0.347 (-0.47)	0.020 (0.03)	0.364 (0.46)	-0.209 (-0.26)	0.815 (0.87)	0.534 (0.61)
機関投資家持ち株比率	-0.396 (-0.52)	1.556** (1.99)	-0.978 (-1.24)	0.858 (1.01)	-1.879** (-2.44)	2.075*** (2.59)
持ち合い比率	0.273 (0.27)	-3.184*** (-3.11)	0.515 (0.47)	-0.643 (-0.66)	-0.700 (-0.71)	-1.409 (-1.44)
平均点数	2.743*** (15.41)	2.949*** (14.59)	2.829*** (14.37)	2.775*** (14.47)	2.557*** (11.37)	2.878*** (12.57)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.1484	0.1582	0.1487	0.1406	0.122	0.138
サンプル数	887	866	891	868	885	860

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

は13.2%と、重要と答えた企業が30%以上上回っていたが、2017年になると重要が24.4%、重要ではないが32.2%と、重要ではないと答えた企業が上回っている。点数においても2006年時は0.39であったのに対し、2017年は-0.12である。一方、自社株買いの意思決定においては、重要であると答えた企業の割合は2006年で45.2%、2017年で35.8%といずれも比較的高い割合であり、点数もいずれも正で有意であることがわかった。

敵対的買収に対するペイアウトの意思決定に変化があったのか順序プロビットを用いて検証を行った(表9モデル1, 2)。被説明変数は問2(11)である。説明変数は表4と同様である。NEWダミーの係数は配当・自社株買いともに負でそれぞれ1%, 5%水準で有意である。これらの結果から、2006年は敵対的買収が盛んな時期なのに対し、2017年は敵対的買収が影を潜めた時期であることから、敵対的買収に対する防衛手段としてのペイアウトの認識が時間とともに変化し、弱くなったことが示唆される。

表9 敵対的買収・株式持ち合いとペイアウト政策についての順序プロビット分析

	問2(1)敵対的買収の対象 企業になることの防止		問8(3)持ち合いの受け皿	
	配当	自社株買い	全サンプル	持ち合い比率 が正の企業
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4
NEW ダミー	-1.134*** (-5.82)	-0.467** (-2.31)	0.020 (0.12)	-0.011 (-0.05)
ln(総資産)	-0.213*** (-3.15)	-0.280*** (-3.99)	-0.017 (-0.26)	-0.084 (-1.04)
ROA	1.088 (0.62)	-0.203 (-0.12)	-1.920 (-1.26)	-2.126 (-0.88)
TobinQ	-0.146*** (-2.61)	-0.096 (-1.39)	-0.000 (-0.01)	-0.126 (-1.29)
有利子負債比率	-0.362 (-0.73)	-0.083 (-0.17)	-0.689 (-1.47)	-0.920 (-1.62)
現金保有比率	1.101 (1.63)	0.703 (1.01)	-0.684 (-1.09)	-0.060 (-0.06)
ROA 標準偏差	-1.569 (-0.70)	-0.396 (-0.16)	-1.842 (-0.78)	-6.454 (-1.50)
配当ダミー	-0.083 (-0.35)	0.176 (0.71)	0.024 (0.09)	0.210 (0.60)
社外取締役比率	-0.734 (-1.20)	-0.024 (-0.04)	0.121 (0.23)	0.293 (0.37)
外国人持ち株比率	1.051 (1.33)	0.206 (0.23)	-1.693** (-1.99)	-1.349 (-1.34)
機関投資家持ち株比率	1.451* (1.85)	1.798** (2.38)	1.173 (1.48)	1.441 (1.41)
持ち合い比率	3.035*** (2.94)	0.888 (0.88)	5.924*** (5.44)	5.418*** (4.28)
平均点数	2.416*** (11.82)	2.850*** (13.48)	0.606*** (3.61)	0.686*** (3.24)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.139	0.1282	0.0621	0.0621
サンプル数	892	865	891	647

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

3.5 株式持ち合いとペイアウト政策

次に、持ち合い解消がペイアウトの意思決定の認識に影響を及ぼすかみていこう。相対取引やToSTNeT取引を通じた自社株買いは、市場へのインパクトを抑えながら特定の株主から自社株を買い戻すことができる⁵⁾。そのため、持ち合いを解消する際には、互いに自社株買いを通じて行えば低コストで持ち分を相殺することができる可能性がある。上述のとおり、2006年時は持ち合い解消が進んだ時期である。本サンプルにおいて、持ち合いを行っている企業は、2006年で74.7%（617企業中461企業）、2017年で66.6%（320企業中213企業）であった。本サンプルでは2006年時の方が持ち合いを行っている企業の割合は高いことがわかる。しかし、持ち合いを行っている企業の持ち合い比率は、2006年の平均値（中央値）で8.01%（5.91%）、2017年で11.47%（8.70%）と2017年のサンプルの方が高い。

われわれの調査では、自社株買いを通じた持ち合い解消について、「問8(3)持ち合い解消の受け皿」としての重要性を質問している（表7パネルB）。両調査全体のサンプルにおける質問において重要

と答えている企業の割合は、2017年が34.2%、2006年が30.9%であり、重要ではないと答えている企業の割合の27.9%（2017年）、27.7%（2006年）と比べてさほど大きな違いはなかった。平均点数の差も-0.03（-0.01（2017年）、-0.04（2006年））と統計的に有意ではなかった。

しかしながら、株式持ち合いを行っているサンプルと、行っていないサンプルに分けると、結果は大きく異なる。図2パネルAは、株式を持ち合っている企業と持ち合っていない企業で、自社株買いが持ち合い解消の受け皿として重要であると答えた企業の割合を示している。持ち合い株を保有している企業では、重要であると認識している企業の割合は2017年で41.3%（重要ではない：20.7%）、2006年で35.9%（重要ではない：23.6%）であった。図2パネルBは、持ち合いを行っている企業と持ち合いを行っていない企業の平均点数の違いを示している。持ち合いを行っている企業のみサンプルの場合、2006年の平均点数は0.09（5%水準で統計的に有意）で、2017年の平均点数は0.20（1%水準で統計的に有意）である。一方、持ち合いを行っていない企業のサンプルでは、2006年時の平均点数は-0.45（1%水準で統計的に有意）、2017年時は-0.42（1%水準で統計的に有意）であった。このように、株式持ち合いを行っている企業のサンプルの方が、重要であると答えた企業の割合および平均点数ともに、2006年、2017年いずれも高いことがわかる。

最後に、自社株買いの持ち合い解消の受け皿としての認識が2006年時と2017年時で違いがあるか、順序プロビット分析を行った。表9のモデル3は全サンプルを用いた結果、モデル4は持ち合いを行っている企業のみを用いた検証結果である。NEWダミーの係数はいずれのモデルでも有意ではなく認識は変わっていないことがわかった。持ち合いを行っている企業にとって、自社株買いの意思決定において、自社株買いを持ち合い解消の受け皿とする認識は継続している可能性が高い。

4 新たな回答結果

4.1 ROEとペイアウト政策

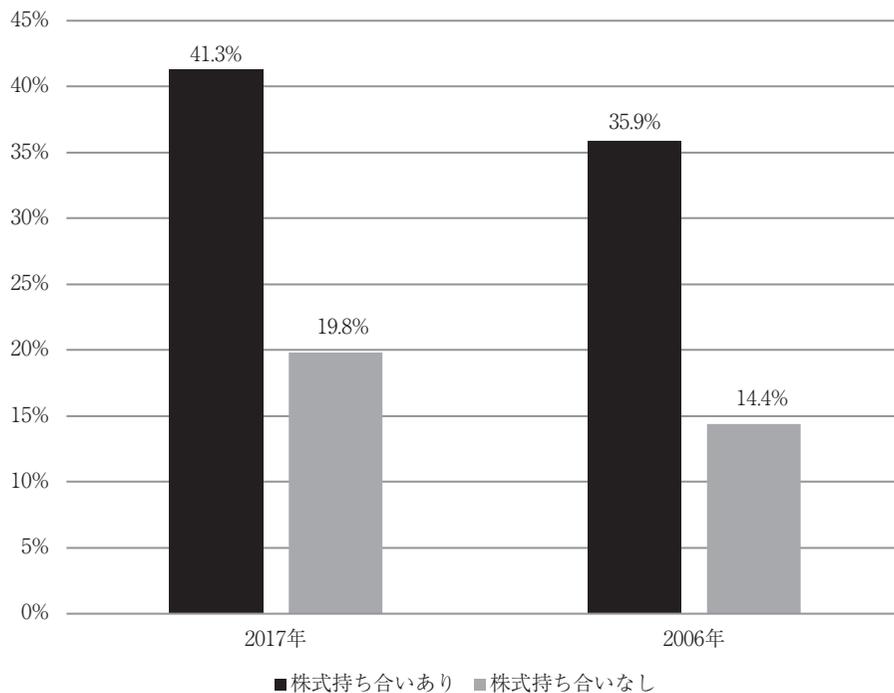
近年、伊藤レポートで謳われている8%以上のROE達成やJPX日経インデックス400導入など、資本効率改善に向けた動きが関心を集めている。多くの実証研究において経営評価指標を改善するために自社株買いが用いられるということが指摘されている。

自社株買いが利益水準に影響を及ぼさないのであれば、自社株買いを通じて発行済み株式数を減らすことはROEや1株当たり利益を増やすことにつながる。米国では、ROEの改善というよりは1株当たり利益の改善の手段として用いられる傾向にある。例えば、アナリストが予想する1株当たり利益を達成できないことによる株価下落を避けるため、また経営者や従業員に付与されたストックオプションの権利行使による株式数増加による1株当たり利益の減少を避けるために自社株買いが行われることが報告されている（Bens et al.,2003; Dittmar,2000; Hribar et al.,2006）。1株当たりの株価にばらつきのある日本では、1株当たり利益よりもROEの改善が目ざされている。ROEを改善するため近年日本で用いられるようになったリキャップCBはその代表的な例である⁶⁾。しかし、こうした指標の改善を目的とした自社株買いは、結果として投資や雇用を犠牲に行われているという指摘もある（Almeida et al., 2016）⁷⁾。

本サーベイ調査では、こうした実証研究が示すようにペイアウトの意思決定において経営指標（ROE）の改善がいかに重要か検証した。まず、問2(13)で、ペイアウトの決定に際して「ROEの改善」がどの程度重要かを尋ねた。ペイアウトの意思決定において重要であると考えている企業の割合は、

図2 持ち合い解消の受け皿としての自社株買いの重要性

パネルA 重要と答えた企業の割合



パネルB 平均点数

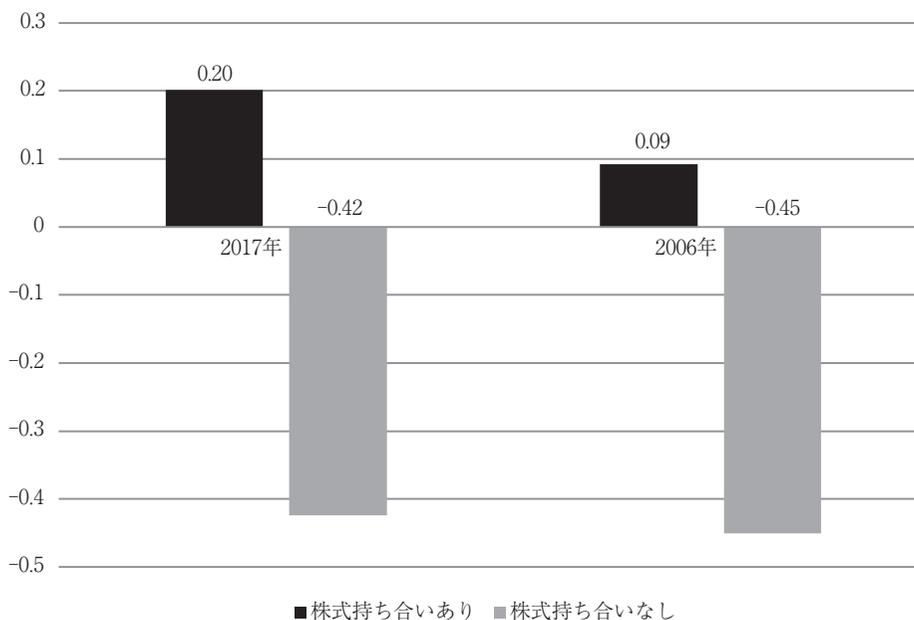


表10 ROEの改善、投資家とペイアウトの意思決定に関する順序プロビット分析

	問 2 (13) ROE の改善		問 2 (12) 機関投資家・外国人投資家を惹きつける	
	配当	自社株買い	配当	自社株買い
	モデル 1	モデル 2	モデル 3	モデル 4
ln (総資産)	0.060 (0.84)	0.007 (0.10)	0.037 (0.59)	-0.021 (-0.31)
ROA	-0.382 (-0.24)	-2.279 (-1.55)	0.944 (0.60)	-0.016 (-0.01)
TobinQ	-0.003 (-0.07)	0.099* (1.90)	0.037 (0.59)	-0.032 (-0.57)
有利子負債比率	0.705 (1.22)	1.332*** (2.71)	1.040** (2.27)	0.826* (1.70)
現金保有比率	0.857 (1.36)	0.383 (0.64)	1.050* (1.88)	-0.460 (-0.82)
ROA 標準偏差	-4.112** (-2.09)	-5.805** (-2.39)	-5.557** (-2.48)	-0.902 (-0.40)
配当ダミー	-0.504** (-2.18)	-0.050 (-0.22)	0.008 (0.03)	0.232 (0.79)
社外取締役比率	0.579 (1.09)	1.220** (2.13)	-0.120 (-0.22)	-0.046 (-0.09)
外国人持ち株比率	-0.163 (-0.23)	-0.005 (-0.01)	1.722** (2.17)	2.670*** (3.43)
機関投資家持ち株比率	-1.661** (-2.14)	-1.315* (-1.71)	-1.302 (-1.64)	-0.556 (-0.67)
持ち合い比率	1.120 (1.32)	1.701* (1.95)	0.016** (2.14)	0.008 (0.94)
平均点数	0.923*** (4.39)	1.011*** (5.18)	0.946*** (4.55)	0.995*** (4.81)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.0911	0.1081	0.1026	0.1258
サンプル数	316	312	315	309

(注) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

配当で36.6%, 自社株買いで49.7%であった(表2パネルA参照)。いずれも高水準であり、特に自社株買いでは、質問項目に掲げた15の決定要因の中で2番目に高い水準であった。点数では配当が0.16点、自社株買いは0.41点と自社株買いの方が統計的に有意に高い水準であった(表2パネルB参照)。これらの結果からは、自社株買いの決定時にはROEの改善を非常に意識していることが示唆される。

どういった企業(企業の特徴)が配当や自社株買いにおいてROEの改善を重視するか検証するために、2017年のサンプルのみを用いて順序プロビット分析を行った。被説明変数は問2(13)の点数の順序を示す離散値である。説明変数は表4からNEWダミーを除いたものと同様である⁸⁾。表10は順序プロビットの結果を示している。モデル1の配当の意思決定においては、ROA標準偏差、配当ダミー、機関投資家持ち株比率は有意に負であった。モデル2の自社株買いの意思決定においては、TobinQ、有利子負債比率、社外取締役比率、持ち合い比率は正で有意であるのに対し、ROA標準偏差、機関投資家持ち株比率は負で有意であることがわかった。

こうした結果から以下のような解釈ができる。ROEを高めることは企業のファイナンシャル・リスクを高めることも意味するため、既にリスクの高い企業(高ROA標準偏差)は、ペイアウト政策をさらにリスクを高める(ROEを改善する)ために用いないという考えと整合的な結果といえる。負債比率も企業のリスクの代理変数であるならば、負で有意な関係がみられるはずであるが本研究の結果では逆の結果が得られた。その理由として以下のような可能性が考えられる。ハイリスクの成長企業

表 11 自社株買いにおいて目標となる指標

	2017年	2006年
(1) ROE	27.16%	16.16%
(2) 自己資本比率	17.89%	16.84%
(3) 利益還元率	15.34%	16.16%
(4) 1株当たり純利益	10.22%	23.47%
(5) 現金の保有割合	8.63%	—
(6) 配当性向	8.31%	9.18%
(7) 分配可能額に対する割合	4.47%	8.67%
(8) その他	7.99%	9.52%

は負債での調達には困難である一方で、成熟企業は多額の負債調達が可能である。成熟企業は投資機会を通じた ROE の改善には限界があるため、ROE の改善を行うためには自社株買いを通じた方法を利用しがちとなるかもしれない。また、これ以上負債を増やすことができない高負債企業が、ROE を改善するために自社株買いを用いたりキャップを利用しがちであろう。本稿の負債比率の検証結果はこうした状況を反映しているかもしれない。配当を実施している企業の多くは、ROE の改善のために配当を行っていたわけではない可能性があり、そうした企業にとって今後の ROE の改善のために配当を行うという考えには同意できなかった可能性がある。上述したように、経営指標の改善のための自社株買いは投資や雇用を減らす危険性もある (Almeida et al., 2016)。また、芹田ほか (2011) の機関投資家向けのサーベイ調査によると「必要な投資プロジェクトを行うために資金が必要なら配当・自社株買いを減らしても良い」との質問に非常に肯定的であることが報告されている。こうした研究をふまえると、経営指標の改善のためのペイアウト政策は、必要な投資を減らす可能性があるため、機関投資家から賛同が得られないという考えと整合的な結果といえる。一方で、社外取締役比率や持ち合い比率が高い企業は、自社株買いを ROE 改善の手段と考える傾向にあることがわかった。

既に述べたように、配当より自社株買いの意思決定において「ROE の改善」が強く影響を及ぼしていることがわかった。自社株買いにおいて ROE が目標となる指標という認識はこの 10 年でいかに変わったのだろうか。2006 年、2017 年にそれぞれ「貴社が自社株買い決定、及び金額の判断材料として考慮に入れる指標として 1 つだけあげるとすればどれになりますか。」と質問を行った (表 11 参照)。ただし、2017 年の質問には、2006 年の質問に「現金の保有割合」を新たに加えている。2017 年では、自社株買いの目標となる指標は ROE が最も高く 27.16%、2 番目が自己資本比率 17.89% であった。これに対し 2006 年は 1 株当たり利益が最も高く 23.47%、ROE は 3 番手で 16.16% であった。ROE を目標とした企業はこの 10 年間で 11% 増加していることがわかる。この結果は、近年の伊藤レポート、JPX 日経インデックス 400 導入など、国内における資本効率改善に向けた動きが、企業の自社株買い行動を変化させているという考えと整合的な結果といえる。

4.2 機関投資家・外国人投資家とペイアウト政策

90 年代後半以降、日本企業の株主構成は劇的に変化した。BIS の自己資本比率規制による影響を受け、90 年代後半から 2000 年代中盤にかけ銀行は政策保有株を急激に減少させていくとともに、企業と銀行間の持ち合い解消が進んでいった。同時に外国人投資家が日本市場で急増し、現在では投資部門別株式保有状況における外国人投資家の株式保有比率は 3 割にのぼっている (日本取引所グループ「2017 年度株式分布状況調査」)。また、2006 年前後にはアクティビスト・ファンドが積極的に株

式を購入し、敵対的な買収も相次いで行われるようになった。そうした動きに合わせ、2006年以降には解消する動きがみられた株式持ち合いが復活するようになっている（宮島・新田，2011）。2000年代は、安定株主であった銀行が株を手放すことで、企業は外国人投資家を含む新たな株主、特に安定株主を惹きつける必要性が高まっていった時期であった。

機関投資家とペイアウト政策に関しては、いくつかの研究が行われている。Grinstein and Michaely (2005)は米国企業を対象に、ペイアウトの増加が機関投資家保有比率に及ぼす影響を検証している。彼らの検証結果からは、①有配企業と無配企業では、機関投資家は有配企業を保有しがちであるが、②高配当企業より低配当企業を好み、③機関投資家は自社株買いを行う企業を保有しがちであることがわかった。一方、日本での検証結果では、配当・自社株買いに関わらずペイアウト金額が増加するほど機関投資家は増加する傾向にあることが報告されている（佐々木，2010）。

それでは、企業は機関投資家や外国人投資家の注目を意識してペイアウトの意思決定を行っているのだろうか。行っているのであれば配当と自社株買いにおいて違いはあるのだろうか。以下ではこうした問いについてみていこう。問2（12）ではペイアウト政策が「機関投資家や外国人投資家を惹きつけるため」に用いられると認識されているかを問うている。表2パネルAでは、48.6%の企業が配当の、43.8%の企業が自社株買いの意思決定において重要であると答えている。パネルBの平均点数は配当で0.36点、自社株買いで0.27点といずれも2017年のサンプルでは4番目に高い値となっている。こうした結果は、機関投資家や外国人投資家を惹きつけることを意識してペイアウト政策（配当・自社株買い共に）の意思決定が行われている可能性があることを示唆している。

つぎに、配当と自社株買いの意思決定に、機関投資家や外国人投資家を惹きつけることが影響を及ぼしている企業の特徴について検証するため、順序プロビット分析を行った。被説明変数は問2（12）の点数の順序を示す離散値である。表10のモデル3、4が検証結果を示している。配当（モデル3）と自社株買い（モデル4）とも外国人投資家持ち株比率は正で有意な結果が得られたが、機関投資家持ち株比率は有意な結果が得られなかった。これは、外国人持ち株比率が高い企業は、外国人投資家を惹きつけるために配当・自社株買いを意識している傾向にあることを示唆している。機関投資家持ち株比率が有意な結果が得られない理由として、国内機関投資家と外国人投資家は必ずしも同様の行動をとるとは限らないことが検証結果に表れた可能性がある。本稿の定義による機関投資家には銀行や生保が含まれ、必ずしも運用目的のみならず他の目的を持った政策保有目的で株式を所有している可能性がある。こうした影響が結果に反映したのかもしれない。また、配当のモデル3において、現金保有は正で有意であることがわかった。これは大株主である機関投資家や外国人投資家はフリーキャッシュフロー問題を問題視するため、現金保有が多い企業ほどそうした投資家を意識して配当政策を考える傾向にあるという考えと整合的な結果といえる。

4.3 ペイアウト政策の代替性

株主に対する利益還元として、配当と自社株買いを同じと考えているのか、それとも一部役割が異なり代替的ではないと考えているのかは、企業のペイアウト政策において重要な論点の一つである。

Grullon and Michaely (2002)は、企業ごとに予想される配当額を算出し、予想される配当額に達しない場合に自社株買いを行う傾向を示し、両者の関係は代替的であるとの見解を示した。また、企業の若い成長段階から成熟期にかけて、自社株買いから配当への代替が行われている可能性も示している。山口（2007）は、日本企業のサンプルでは配当と自社株買いの代替関係はみられないことを明ら

表12 ペイアウト政策の代替性

	自社株買いと配当	株主優待と配当
全くそう思わない	13.2%	26.6%
そう思わない	40.8%	45.0%
どちらとも言えない	34.5%	11.6%
そう思う	10.7%	15.0%
強くそう思う	0.9%	1.9%

かにしている。

企業はペイアウト間の代替性についていかなる認識をいっているのでしょうか。2017年のサーベイ調査では配当と自社株買いの関係性および、配当と株主優待との関係性について、「自社株買い(株主優待)を増やせば配当はその分少なくても良いという意味で、自社株買い(株主優待)と配当は代替関係にあると思いますか。」という質問を行った。株主優待では配当と異なり、物やサービスを株主に提供する。Karpoff et al. (2017)は、株主数拡大や流動性向上といった、配当とは異なる株主優待の導入理由を明らかにしている。しかしながら、株主への還元という意味では同様である。表12は回答結果を示している。自社株買いと配当間において代替的な関係にあると肯定的に考えている企業(そう思う, 強くそう思う)の割合は11.6%, 否定的に考えている企業(そう思わない, 全くそう思わない)の割合は54.0%であった。株主優待においては否定的に考えている企業の割合は71.6%にのぼり、代替的な関係にはないと認識している企業が大勢を占めている。

つぎに、配当と自社株買いの代替性について、企業の配当と自社株買いにおけるどういった認識の違いが代替性の考え方に影響を及ぼしているのかを調べるために、順序プロビット分析を行った。結果は表13の通りである。被説明変数は配当と自社株買いの代替性についての点数の順序を示す離散値である(代替性があると思うほど点数が高い)。説明変数の中で特に注目したのは、配当と自社株買いの認識の違いについての以下の5つの点である。①利益の一時的・長期的な増加に対するペイアウト間(配当と自社株買い)の認識の違い、②機関投資家・外国人投資家を惹きつける手段としての認識の違い、③ROEの改善に対する認識の違い、④株主資本が過剰になるのを抑えることの認識の違い、⑤敵対的な買収に及ぼす影響についての認識の違い。具体的には、表2パネルAのそれぞれ問2の質問で配当、自社株買いの認識に対する回答数値を用い、配当から自社株買いを差し引いた値を説明変数としている。例えば、問2(1)「利益の一時的な変化」が配当・自社株買いの意思決定にどの程度重要かの問いに対し、配当が-1点(あまり重要ではない)、自社株買いが+2点(非常に重要)とする。この企業の利益の一時的な変化に対する認識の違い(Δ 利益の一時的な変化=配当の点数-自社株買いの点数)は、-3点(= (-1) - (+2))となる。負の程度が大きいほど、利益の一時的な変化は自社株買いの意思決定においてより重要であるという認識の違いを示すことになる。

表13のモデル2, 8において、 Δ 利益の一時的な変化は、正で有意であることがわかった。この結果は、利益の一時的な変化について自社株買いの方が配当より重要と認識している企業ほど、配当と自社株買いは代替関係にないと考える傾向にあることを意味している。つまり、利益の一時的な変化に対する株主還元としての自社株買い独自の役割を認識している企業では、配当と自社株買いを同一視していない。また、モデル6と8において、 Δ 株主資本が過剰になるのを抑えるは、正で有意であった。これも、株主資本が過剰になるのを抑えることが自社株買いの意思決定においてより重要と考えている企業ほど、配当と自社株買いは代替関係にないと考える傾向にあることを意味している。モデル7で Δ 敵対的買収は正で有意であるが、モデル8においては有意ではなくなっている。一方、利益

表13 ペイアウト政策の代替性についての認識の順序プロビット分析

	自社株買いと配当							
	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4	モデル5	モデル6	モデル7	モデル8
Δ利益の一時的な変化		0.107*						0.143**
		(1.79)						(2.16)
Δ利益の長期的変化			-0.013					-0.099
			(-0.20)					(-1.33)
Δ機関投資家・外国人投資家を惹きつける				0.039				0.019
				(0.43)				(0.19)
ΔROEの改善					0.043			0.001
					(0.62)			(0.01)
Δ株主資本が過剰になるのを抑える						0.223***		0.168*
						(3.14)		(1.96)
Δ敵対的買収							0.158*	0.117
							(1.93)	(1.23)
ln(総資産)	0.015	0.019	0.015	0.014	0.010	0.004	0.005	0.006
	(0.23)	(0.29)	(0.23)	(0.21)	(0.15)	(0.06)	(0.07)	(0.09)
ROA	2.601*	2.511	2.807*	2.758*	2.666*	2.489	2.668*	2.270
	(1.72)	(1.62)	(1.85)	(1.83)	(1.77)	(1.64)	(1.74)	(1.46)
TobinQ	-0.104*	-0.108*	-0.105*	-0.107*	-0.103*	-0.108*	-0.111*	-0.115**
	(-1.86)	(-1.94)	(-1.87)	(-1.94)	(-1.87)	(-1.89)	(-1.91)	(-1.97)
有利子負債比率	0.104	0.023	0.004	0.002	0.074	0.158	0.091	0.061
	(0.22)	(0.05)	(0.01)	(0.00)	(0.15)	(0.32)	(0.19)	(0.12)
現金保有比率	-0.652	-0.622	-0.694	-0.712	-0.665	-0.703	-0.628	-0.717
	(-1.24)	(-1.18)	(-1.30)	(-1.35)	(-1.26)	(-1.30)	(-1.17)	(-1.32)
ROA標準偏差	3.057	3.472	3.065	3.210	2.897	3.441	2.719	3.827
	(1.24)	(1.37)	(1.24)	(1.32)	(1.18)	(1.51)	(1.11)	(1.62)
配当ダミー	-0.479*	-0.441	-0.489*	-0.479*	-0.473*	-0.481*	-0.467*	-0.416
	(-1.77)	(-1.55)	(-1.80)	(-1.76)	(-1.71)	(-1.74)	(-1.73)	(-1.45)
社外取締役比率	-1.224**	-1.084*	-1.182**	-1.159**	-1.138**	-1.082*	-1.077**	-0.977*
	(-2.21)	(-1.94)	(-2.14)	(-2.08)	(-2.04)	(-1.94)	(-1.97)	(-1.77)
外国人持ち株比率	-0.284	-0.283	-0.306	-0.285	-0.246	-0.305	-0.205	-0.284
	(-0.47)	(-0.47)	(-0.51)	(-0.47)	(-0.40)	(-0.50)	(-0.34)	(-0.47)
機関投資家持ち株比率	0.362	0.247	0.212	0.254	0.238	0.609	0.294	0.664
	(0.43)	(0.29)	(0.25)	(0.29)	(0.28)	(0.71)	(0.34)	(0.78)
持ち合い比率	-0.015*	-0.013	-0.015*	-0.015*	-0.014	-0.017**	-0.017*	-0.017**
	(-1.68)	(-1.52)	(-1.68)	(-1.70)	(-1.63)	(-2.00)	(-1.88)	(-1.97)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseudo R ²	0.0595	0.0696	0.0645	0.0601	0.0639	0.0738	0.0687	0.0794
Observations	315	310	311	309	312	310	312	306

(注) Δはそれぞれ、表2パネルAの間(2), (12), (13), (9), (11)に関する、配当の質問の点数から自社株買いの質問の点数を差し引いた値である。***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

の長期的な変化や株主を惹きつける手段、ROEを改善するという認識における違いは、配当と自社株買いの代替関係についての認識の違いに影響していないことがわかった。

その他コントロール変数は表10と同様である。TobinQや社外取締役の符号は負で有意であった。これは、成長機会が高い企業や社外取締役比率が高い企業ほど、配当と自社株買いは代替関係になく、ペイアウトの意味合いが異なっていると考える傾向にあることを示している。また持ち合い比率の係数も負で有意であった。株式持ち合いを行っている企業ほど、自社株買いを持ち合いの解消手段と考える傾向にあることなどから(図2参照)、自社株買いは配当とは異なるペイアウト政策と認識しているのかもしれない。

表にはしていないが、配当と株主優待との代替性についての順序プロビット分析も行った。被説明変数は配当と株主優待との代替性の点数の順序を示す離散値である。企業の特徴を表す変数はすべて

統計的に有意な関係はみられなかった。この結果は、株主優待を配当と代替的と考えている企業の特徴は特になくことを意味している。

5 おわりに

日本企業の配当政策と自社株買いに対する意識、考え方が経済的な環境の変化などに応じて変化するのか、また、最近注目を集めている ROE の水準や機関投資家・外国人投資家との関係でパイアウトをどのように認識しているのか等を調べるために、2017年と2006年のアンケート調査をもとに分析を行った。

本稿の検証結果は以下の通りである。配当に関しては、2006年と2017年の両サーベイ調査において大きな違いはみられなかった⁹⁾。唯一違う点は、配当の将来利益や投資機会の情報効果に対する認識は、肯定的であるが前回と比べ弱まっている点である。それに対して、自社株買いについては、自社株買いに対する意識や考え方に大きな変化が見られた。特に、(1)余剰資金の株主還元としての役割、(2)時期や金額の面で柔軟性、(3)自社の現在の株価が割安であるとの情報を伝える効果等、前回に比べて全体的に自社株買いの教科書的な役割の理解が進んでいる印象がある。一方、敵対的買収防止策としての役割については、配当、自社株買い共に重視する割合が低下している。持ち合い解消の受け皿としての自社株買いの役割は、まだ持ち合いを行っている企業でその役割を認識している結果が得られた。

2006年のサーベイ調査では行わなかった新たな質問については、(1)配当、自社株買いの意思決定において ROE の改善が重要と考えている企業は多く、特に自社株買いにおいて強くみられた。また、自社株買いにおいて最も目標となる指標を尋ねたところ、ROE は2006年時と比べ10%以上増加し、自社株買いの意思決定の際に最も重要視する指標となっていることがわかった。(2)配当・自社株買いともに機関投資家や外国人投資家を惹きつけるために行うという質問に賛同する企業は多かった。特に配当は自社株買いより点数が高かった。(3)配当と自社株買い、配当と株主優待のいずれにおいても代替的な関係にはないという意見が大半を占めた。

こうした結果は、(1)日本経済の環境変化やパイアウトに対する理解度、注目される経営指標の変化に合わせて、企業のパイアウトに対する認識が徐々に変化する場合と、しない場合があること、(2)パイアウト政策間で代替的な傾向はみられず、それぞれのパイアウトに独自の役割があると意識されていることを示唆している。

【付記】

日本経営財務研究学会全国大会（2017年）での発表に際し、森直哉先生（神戸大学）より、また、一人の匿名レフェリー、及び、手嶋宣之編集委員長、編集委員からも有益なコメントを頂いた。以上の先生方に感謝申し上げたい。なお、本論文は日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究（B）課題番号16H03659、17H02558、基盤研究（C）課題番号15K03618）の研究成果の一部である。

【注】

- 1) サーベイ調査（題目『配当・自社株買い政策に関する企業の意識調査』）の質問票の内容および個別質問の単純集計結果については、以下のウェブサイトを参照されたい。花枝英樹ホームページ<https://sites.google.com/site/hidekihanaeda/>
- 2) 4.3節においてパイアウトとの代替性の関連で、一部、株主優待を取り上げている。

- 3) 本稿では「その他金融業」も除いているため、花枝・芹田（2008）で用いた2006年時のサンプルでは含まれていない。その他金融業8社分が少なくなっている。
- 4) 2時点の結果とはいえ、サーベイ調査による分析は完全な因果関係を検証したものではないことに注意する必要がある。
- 5) ToSTNeT取引については、東京証券取引所ウェブサイトを参照。
- 6) リキャップCBとは、転換社債の発行と同時に自社株買いを行う方法で、転換社債による調達額を自社株買いに充てて自己資本を減少させることでROEの改善を図る方法である。
- 7) 実体的な収益性向上を伴わない、ただ単なる自社株買いによるROE向上は、負債比率の上昇による財務リスク増大をもたらす点にも留意すべきである。
- 8) 表4、6、8、9とは異なり、2006年と2017年の比較をするわけではないためNEWダミーは加えない。
- 9) 日本では配当の重要性に関する考え方に基本的に変化はないが、Floyd et al.（2015）によれば、米国では有配企業の割合が2000年代初頭に15%まで落ち込んだが、リーマンショックを挟んで2012年には28%に増加しており、配当の復権傾向が見られる。

【引用文献】

- Almeida, H., Fos, V., Kronlund, M., 2016. The real effects of share repurchases. *Journal of Financial Economics* 119, 168-185.
- Bagwell, L., 1991. Share repurchase and takeover deterrence. *RAND Journal of Economics* 22, 72-88.
- Bagwell, L., 1992. Dutch auction repurchases: an analysis of shareholder heterogeneity. *Journal of Finance* 47, 71-105.
- Baker, M., Mendel, B., Wurgler, J., 2016. Dividends as reference points: a behavioral signaling approach. *Review of Financial Studies* 29, 697-738.
- Bens, D., Nagar, V., Skinner, D., Wong, M., 2003. Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 36, 51-90.
- Billett, M., Xue, H., 2007. The takeover deterrent effect of open market share repurchases. *Journal of Finance* 62, 1827-1850.
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., Michaely, R., 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
- Dittmar, A., 2000. Why do firms repurchase stock? *Journal of Business* 73, 331-355.
- Floyd, E., Li, N., Skinner, D., 2015. Payout policy through the financial crisis: the growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics* 118, 299-316.
- Grinstein, Y., Michaely, R., 2005. Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance* 60, 1389-1426.
- Grullon, G., Michaely, R., 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance* 57, 1649-1684.
- Hribar, P., Jenkins, N., Johnson, W., 2006. Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics* 41, 3-27.
- Jagannathan, M., Stephens, C., Weisbach, M., 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 355-384.
- Karpoff, J., Schonlau, R., Suzuki, K., 2018. Shareholder perks, ownership structure, and firm value. SSRN working paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2615777.
- Leary, M., Michaely, R., 2011. Determinants of dividend smoothing: empirical evidence. *Review of Financial Studies* 24, 3197-3249.
- Lintner, J., 1956. The distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46, 97-113.
- 石川博行, 2010, 『株価を動かす配当政策－コロボレーション効果の実証分析』, 中央経済社。
- 太田浩司・河瀬宏則, 2016, 「自社株買いの公表に対する短期および長期の市場反応－Auction買付とToSTNeT買付の比較－」, 『現代ファイナンス』 38, 61-93頁。
- 経済産業省, 2014, 『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』（伊藤レポート）プロジェクト最終報告書。
- 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』 35 (1-2), 80-104頁。
- 佐々木寿記, 2010, 「ペイアウト政策と機関投資家の相互作用について」, 『証券アナリストジャーナル』 48 (12), 102-112

頁。

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』 31(1), 2-25頁。

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』 24, 129-160頁。

花枝英樹・芹田敏夫, 2009, 「ペイアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」, 『証券アナリストジャーナル』 47(8), 11-22頁。

宮島英昭・新田敬祐, 2011, 「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・復活と海外投資家の役割」, 宮島英昭編著『日本の企業統治：その再設計と競争力の回復に向けて』, 東洋経済新報社, 105-149頁。

山口聖, 2007, 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」, 『証券アナリストジャーナル』 45(12), 104-113頁。

山口聖, 2009, 「自社株買いと資本市場－株価反応に基づくシグナル仮説の検証－」, 『証券アナリストジャーナル』 47(8), 31-41頁。