

## 配当性向の変化とその要因に関する研究

九州大学大学院 篠崎 伸也

わが国では 1970 年代半ばあたりから配当政策は大きく変化してはいないといわれてきたが、ここ数年変化が見られるようになった。最も大きな理由は、企業を取り巻く環境に大きな変化が生じた点である。少子高齢化の進行、IT 革命、経済のグローバル化の進展などの環境変化、すなわち環境的不確実性の高まりは企業経営に影響を与え従来のように確実に収益を得ることが困難になってきている。最近顕著になってきた側面は、グローバル化に伴って外資が日本に進出しはじめた点である。外資、特に投資ファンド（アクティビストファンド）は株主重視経営を標榜しており、企業経営や利益還元策について様々な要求を出している

以上のように経済環境が変化するに伴って、企業の配当政策は変容しつつある。本稿では企業の財務政策の変容、特に配当政策に焦点をあて我が国の企業行動の変化を明らかにすることを旨とする。このうえで次の 3 つの仮説を立てた。

第 1 に外国人投資家に代表されるように、株主によるガバナンスの強制が増配を招いたというものである。第 2 に環境的不確実性の拡大に伴って、企業は配当支払いを抑制する傾向が強くなるというものである。企業にとって利益予測が従来よりも困難となったことを受けて、銀行は貸出を抑制する行動をとるため銀行借入が減少することとなる。したがって株式資金調達に対するウェイトが高くなるため、これを容易に行えるように配当を多く分配するのである。しかしこの視点とは反対に、企業は銀行借入を手控える分、内部留保を多く積み上げる必要性が高まり結果的に配当が減少する可能性もある。この対立仮説が第 3 の仮説である。

その結果、第 1 の仮説は部分的にしか支持されず、外国人株主が増えても配当を増加させる行動をとるとは一概にいえないとわかった。その一方で銀行や保険などの金融機関の持株比率が高まると、配当性向は上昇する傾向がみられた。

次に環境的不確実性の拡大に関しては、限定的な効果しか持たないことがわかった。また利益率は上昇してもすぐに配当を行わず利益を内部留保として積み上げた後、配当を実施する可能性が高くなるという点も明らかになった。したがって 1 つの解釈として環境的不確実性の拡大によって将来利益の予測が立ちにくくなったため、企業の配当に対する態度が慎重になっていると考えられる。