

銀行の配当政策と不良債権処理*

随 清 遠

要旨

2002年3期まで，公表された不良債権額が増加し続けており，銀行は不良債権の存在と関係なく配当を維持していた．不良債権が顕著に減少した2003年3月以降の時期において，配当に対して，Fama and French modelの説明要因が部分的にしか説明力を持たないが，不良債権は有意に負の影響をするようになった．この傾向は，規制強化による影響という解釈と整合的である．われわれの結果は，銀行業のガバナンスに対する規制のあり方の重要性を示唆する．

1 はじめに

本研究は，日本の銀行業における配当政策を実証的に検討する．特に1990年代後半以降の不良債権の処理過程における銀行の配当政策に焦点を当てる．配当政策についてさまざまな角度からの検証はありうるが，当局の規制強化がどのように配当に影響を及ぼすかは，本研究の主な関心点である．

銀行の配当政策に関する分析は非金融法人企業のそれと比べて少ない（Floyd *et al.* (2015, p. 300), Onali *et al.* (2016, p. 4)）．企業の配当政策研究に多大な影響を及ぼしたFama and French (2001)は，規制の影響を排除するために，分析対象から金融業や公益企業を除外している．日本の場合，不良債権問題が顕在化してから，銀行のガバナンス問題について多角的に点検されてきたが，¹⁾ガバナンスにとって重要な意味を持つ配当のあり方についての研究は少ない．本研究はこの空白を埋めることを目指す．

銀行部門のガバナンスは一般企業と異なり，規制当局が重要な役割を果たしている．すなわち，外部投資家に対するシグナリングの重要性ないしフリー・キャッシュを軽減する必要性については，規制当局の存在によって銀行は一般企業と異なる解決法を実践していることが考えられる．1990年

* 本論文の作成にあたっては，高橋隆幸氏（横浜市立大学），高橋豊治氏（中央大学），西島益幸氏（横浜市立大学），花崎正晴氏（一橋大学），広田真一氏（早稲田大学），安田行宏氏（一橋大学），家森信善氏（神戸大学）をはじめ，日本政策投資銀行設研アカデミックセミナー，一橋大学金融研究会，日本金融学会2017年度春季大会の参加者の方々から，また櫻川昌哉氏（編集者）と2人の匿名レフェリーから有益なコメントをいただいた．これらの方々記して謝意を表したい．

1) 例えば，Hoshi and Kashyap (2010), 池尾 (2009)．

代後半から2000年代の前半にかけて、規制当局による不良債権問題への取り組みは一貫していない。「金融再生プログラム」が実施された2002年10月までの時期には、政府が財務の健全性に問題を抱える銀行に対して容認的と思われる姿勢をとっていた。「金融再生プログラム」の実施によって政府が一転して銀行の不良債権処理に厳しい態度で臨むようになった。われわれの研究はむしろ正面から規制要因の影響を焦点とする。分析方法として、Abreu and Gulamhussen (2013) や Ashraf *et al.* (2016) のアプローチに基づいて、Fama and French (2001) モデルの説明要因に不良債権指標を説明変数に加え、規制環境の変化が不良債権から配当への影響をどのように左右したかを見る。

検証の結果、銀行の配当は1990年代半ば以降発生した巨額の損失を反映せず、2000年になるまで安定的な水準を維持していた。短期収益の下落に応じて経営者が配当をただちに調整しないという傾向は日本の銀行業において強く観察される。Fama and French モデルによる配当決定要因は、部分的に日本の銀行業にも有効である。不良債権の影響に関しては、「金融再生プログラム」までの時期においては、配当へ有意な影響がほとんど観察されないのに対して、「金融再生プログラム」実施後の時期には、配当に有意に負の影響をするようになった。これらの結果は、銀行に対する外部投資家のガバナンスの限界を示すだけでなく、金融危機時において規制当局の役割がきわめて重要な意味を持つことを示唆している。

日本の銀行業の配当政策に関する研究は、いくつかの意味において重要性を持つ。メインバンクや系列に関する研究の中に、一般企業をモニタリングする銀行が重要な役割を果たすと指摘するものが多かった。²⁾ しかし、銀行業自身へのガバナンスのあり方に関する分析は多くない。むしろ日本型金融システムの有効性を強調する議論は、バブル崩壊によって顕在化した銀行業のさまざまな問題によって再検討が求められている。また、政府規制が重要な役割を果たす産業において、経営状態が良好である間に、規制要因の影響は観察されないかもしれない。しかし、産業全体が危機的状況に陥ったとき、規制のあり様は重要な役割を果たすことがありうる。さらに、長く日本経済を苦しめた不良債権問題は、2006年以降終息したが、何が決定的に重要な影響を及ぼしたか、について必ずしもコンセンサスが得られていない。³⁾ われわれの研究は、「金融再生プログラム」実施後の時期において規制当局がガバナンスの役割をそれ以前より果たすようになったことを示す。

論文構成は次のとおりである。第2節では、企業の配当政策に関する理論的検討を行い、関連するいくつかの実証論文を点検しながら、1990年代後半以降の不良債権処理過程を概観する。第3節では、検証するサンプルとデータを説明する。第4節では、アメリカの状況を検討した Floyd *et al.* (2015) と比較しながら、1980年代以降の銀行業の配当のあり方を記述統計分析の方法に基づいて検証する。破綻直前の銀行の配当や公的資金を受けた直後の配当についてもこの節で検討する。第5節では、配当政策の決定要因の推計方法と結果を紹介する。最後の第6節では、結論をまとめ、残された課題を検討する。

2 先行研究と不良債権の処理過程

会社法では、株主の権利は剰余金の配当と残余財産の分配を受けることと定めている。⁴⁾ 企業金

2) 例えば、Dewenter and Warther (1998)。

3) かつて大蔵省銀行局長を歴任した西村吉正は、不良債権比率低減の要因について次のように述べた。「不良債権はなぜ劇的に減ったのか、なぜピークが02年3月期だったのか、その原因は何だったのか、など必ずしも説得的な分析が行われているわけではない」(西村 (2009, p. 263))。

4) 会社法第105条の第1項と第2項においてそれぞれ株主の「剰余金の配当を受ける権利」と「残余財産の分配を受ける権利」と規定している。

融のテキストでは、会社に対する株主の利益還元について次のように表現する。すなわち、もし株主以外の利害関係者に支払うべきものを実行していなければ、株主への支払いはゼロになる。もし残余利益の増加により、株主が配当を受けたという意味で株主が勝ち組になっているなら、他のすべての利害関係者も勝ち組になっているに違いない (Ross *et al.* (2013, p. 9)). しかし、以下に見るように、日本の銀行業における株主への配当支払いは、上記でいう残余利益の配分にはほど遠い。

Black (1976) は企業がなぜ配当をするのか、結局のところわからないと主張した。税制面の違い、配当を通じた情報開示機能、債権保有者との利益相反などさまざまな潜在的可能性を考慮していても、観察された配当への影響要因あるいはそれが企業経営にとっての意味合いを十分説明することができないとしている。ある意味ではこれは当然の結論である。すなわち、完全競争的で完備性を持つ資本市場においては、いかなる形の資金のミスマッチも「妥当」な対価を支払えば解消されるから、配当の有無やそのタイミングは意味を持たない。逆にいうと、配当の有無やタイミングの重要性を主張するには、何らかの市場の不完全性を想定しなければならない。市場の不完全性はかなり普遍的な現象ではあるが、観察された配当政策の意味合いを論ずるとき、場合によってアドホックな仮定をせざるをえない。このようなアドホックな仮定を受け入れられないなら、理論的スマートさを重視する議論においては、配当政策の意義は説明されなくなる。

しかし、完全競争に関する仮定及び市場完備性の条件は多くの場合、部分的でしか満たされない。この数十年間において多くの学者は情報の非対称性問題やエージェンシー問題を軽減する手段として配当政策の意義を理論的に分析してきた。これまで、経営者が持つ企業の内部情報を外部に伝達するための手段としてとらえるシグナリング仮説 (Bhattacharya (1979), Miller and Rock (1985), John and Williams (1985)), また企業のフリー・キャッシュを払い出し、非効率な投資の実行可能性を減らす手段として配当の意義を求めるエージェンシー問題仮説 (Easterbrook (1984), Jensen (1986)) は配当政策に関する代表的な学説である。これらの仮説は、配当政策が企業経営の効率性に影響を与えると主張するだけでなく、配当以外のシグナリング手段やエージェンシー問題に対処する他の方法の有効性の度合いによって配当政策のあり方が大いに変わりうることを同時に示唆している。

実証研究としては、企業が経営危機に陥ったときの配当政策のあり方を検証したという意味で、DeAngelo and DeAngelo (1990) はわれわれの研究と共通するところがある。DeAngelo and DeAngelo はアメリカにおける経営不振企業80社を対象として、それらの企業の配当政策を検証した。彼らの研究では、経営不振に陥る前から、これらの企業の多くが配当削減を実施していたこと、約半数の配当削減企業に負債契約の配当支払いに関する制限条項が制約的になっていたこと、また正の配当を維持しながら配当削減を実施したケースは無配を実施したケースよりずっと多いこと、無配に関する意思決定はそれまで正の配当を実施してきた年数に強く負の影響を受けることなどが結果として報告された。これらの結果はファクト・ファインディングの意味で重要であるが、銀行業にとって類似したことが言えるかどうか、不明である。

Fama and French (2001) は企業の配当を決定する重要な要因として企業規模、収益性、そして企業の成長性という3つの要因を取り上げた。しかし、これらの要因は必ずしも理論分析に基づいて得た結論ではなく、むしろ過去のデータから観察された傾向から得たものであり、実証分析でそれを追認したにすぎない。Fama and French の実証結果では、配当は規模及び収益性と正の相関を持ち、成長性と負の相関を持つことになっている。この論文は後の実証研究に大きな影響を与え、われわれの研究においても、配当の基本的決定要因の設定はFama and French モデルに基づいている。

Floyd *et al.* (2015) はもっぱら記述統計の手法でアメリカの商業銀行と一般企業の自社株取得を含む株主への還元政策の傾向を分析した。特にわれわれの研究と関連して下記の指摘が興味深い。すなわち、非金融企業と比べて銀行部門の有配比率は高い水準で維持されていた。またリーマン・ショックが発生した直後の時期において配当が高めに維持され、配当削減の硬直性が強く観察された。Floyd たちは、一部の銀行が公的資金に頼りながら配当を維持したことを報告したが、その是非に関して評価を避けた。むしろ配当維持によるシグナル効果は、場合によっては自己資本を一定の水準に維持することよりも重要である可能性を指摘した。本論文の第4節において、日本の銀行業について同様の分析を試みる。

Abreu and Gulamhussen (2013) は、配当と規制のあり方との関連に焦点を当てている。彼らは、2004～2009年のアメリカの持ち株会社の形態を持つ462の銀行を対象に、Fama and French モデルを適用したうえ、規制圧力 (regulatory pressure) の影響を検証した。配当総額対資産総額比率を被説明変数として検証した結果、Fama and French モデルは銀行業にも説明力を持つこと、規制圧力はリーマン・ショック後の期間に影響を持つことなどが報告された。規制圧力から銀行の配当政策への影響を検証したという意味で、この研究はわれわれの研究と同様の問題意識を持つ。後述のように日本の銀行は1990年代に深刻な経営危機に直面しており、規制当局の不良債権処理に対するスタンスは二転三転して一貫していなかった。このような環境変化による影響が銀行の配当政策にどのように表れたか、これは銀行業のガバナンスないし金融規制のあり方にとって重要な課題である。

過去30年間に於いて銀行業のもっとも重要な出来事は、バブル崩壊後の不良債権発生とそれに関する処理であるといえよう。この過程において、日本の銀行業が大きく変貌した。それを強く象徴したものとして、1999年に存在していた大手銀行の名称は、10年あまりを経て、2012年4月の三井住友信託銀行の誕生をもって消滅してしまい、大手銀行の看板はすべて書き直された。バブルの崩壊にともなって発生した不良債権の処理も長い時間を要した。公表された不良債権額は2002年3月期にそれまでの最高水準に達し、同じ時期の銀行業全体として自己資本がほとんど枯渇したほど深刻な経営危機に直面していた。⁵⁾ 2002年10月に実施された「金融再生プログラム」をきっかけに不良債権比率は劇的に減少し、2006年以降3%以下に削減することに成功した。⁶⁾

時系列的に見て不良債権処理に関する規制当局の取り組み姿勢は必ずしも一貫性を持っていなかった。むしろ、1990年代の後半から「金融再生プログラム」が実施されるまでの期間において、問題の先送りあるいは問題銀行の存続を容認すると思われる施策が数多くとられていた。例えば、1998年2月に大蔵省は、銀行保有有価証券の評価方法について従来の低価法適用から、低価法・原価法の選択制へと変更した。また1998年3月に「土地の再評価に関する法律」が成立し、企業が所有する事業用の土地を時価に基づいて再評価することが可能になった。この法律は、当初3年間の時限立法であったが、後に1年間の延長が認められ、2002年3月まで適用された。これらの会計ルール変更の内容とタイミングから判断すれば、その目的は、銀行の直面する厳しい経営環境を緩和する以外に考えにくい。⁷⁾ 他の例を挙げれば、2000年2月に当時の金融再生委員会委員長である越智通雄が講演で、「検査の仕方がきついかあつたら、どんどん直接おっしゃってください。最大限考慮しますから」という「手心発言」をして話題を呼んだ。⁸⁾ これも不良債権を抱え、経営に苦

5) Hoshi and Kashyap (2010, pp. 401-402), 深尾 (2003, p. 110).

6) 全国銀行のリスク管理債権不良債権比率と金融再生法不良債権比率はそれぞれ2006年3月以降と2006年9月以降、3%以下となった。

しむ銀行に対する規制当局の容認的姿勢の表れといえよう。このような容認的姿勢は銀行経営に大きな影響を及ぼしたと思われる。例えば、1990年代後半において歪んだ信用供給をし続けた銀行の追い貸し⁹⁾ 行為を検証した Hosono and Sakuragawa (2003) や Peek and Rosengren (2005) は、規制当局の姿勢がこのような行為をもたらす要因だと指摘している。

「金融再生プログラム」が発表された2002年秋以降の政府の取り組みは、不良債権処理の転換点として重要な意味を持つことが多くの論者によって指摘されている。例えば、星・カシヤップ (2013) は、「(不良債権処理の) 転機が訪れたのは、竹中平蔵¹⁰⁾ が柳澤伯夫に代わって金融担当大臣の職を引き継いだ2002年秋のことである」と主張している (p. 71)。また鹿野 (2013) も「(不良債権処理について) 大きな役割を果たしたのは、金融再生プログラムであ (った)」 (p. 204) と議論している。さらに、Chakraborty and Peek (2016) は Peek and Rosengren (2005) の分析内容を再点検したが、2002年度以降の政府容認姿勢に関する証拠は見当たらない。

以下「金融再生プログラム」の実施を境に、1998～2001年度の時期を「容認期」、2002～2005年度の時期を「厳格期」として区別したうえ、これらの時期における配当政策の決定要因の違いに注目して、不良債権から配当への影響及びその変化を検証する。¹¹⁾

3 分析対象とデータ

本研究で使用するデータは、Financial Quest (日本経済新聞社) に収録された銀行財務データに基づく。普通自社株取得額や所有構造などに関する欠損データは、各銀行の『有価証券報告書』から手入力で補足する。業態全体の不良債権や公的資金注入などに関する情報はそれぞれ金融庁と預金保険機構のホームページから入手する。

対象となる銀行は、次のように定義する。2015年度末現在、日本国内の民間銀行には、(1) 1980年代から存在していた普通銀行 (都市銀行、地方銀行、第二地方銀行)、そして長期信用銀行や信託銀行、(2) 1993年の金融制度改革以降、業態間の相互乗り入れによって誕生した銀行 (野村信託銀行等)、(3) 郵政改革に伴って誕生したゆうちょ銀行、(4) 主にインターバンクや携帯電話を媒介とする新たな形態の銀行 (イオン銀行、セブン銀行等)、(5) 破綻した旧長期信用銀行の後継銀行 (新生銀行、あおぞら銀行) などが含まれる。金融庁の分類¹²⁾ では、(2)～(5) はいずれも「その他」と分類されている。われわれはバブルの発生期、崩壊期また不良債権の処理過程における銀

7) 土地再評価はすべての事業会社を対象とするが、1998年3月期に土地の再評価を実施した銀行は、都銀、長信銀、信託銀、地銀と第二地銀の145行のうち77行に対して、他の一般事業会社は、昭和ガムの1社のみであり、「この法律は、実質的には金融機関のみを対象としており、一般事業会社にはなんのメリットももたらさないものであった」(松本 (1999, pp. 282-287))。

8) 『日経金融新聞』2000年2月25日。

9) 社会的厚生観点から、銀行の追い貸しや規制当局の容認姿勢を評価することは容易ではない。多くの議論は短期的「痛み」より長期的効率改善のほうが大きいことを暗黙に前提しているが、このような前提は少なくとも1990年代後半の日本においてはそれほど自明ではないと思われる。

10) 竹中が自分の著書で自ら金融担当大臣を引き継ぐ直前の状況を次のように表現した。「金融庁がここまで不良債権処理の加速に躊躇する理由は、正直なところ私には理解できなかった。……考えられる唯一の理由は、これまで金融庁、特に金融庁の幹部は、すでに10兆円の公的資金を銀行部門に注入し、これによって銀行はよくなる」と繰り返し主張してきた。したがって、あらためて銀行の実態が悪いということになると、過去の政策が不十分であったことを証明することになってしまう。だから、過去の政策を正当化するために、現状が悪いと言えない」(竹中 (2006, p. 44))。

11) ここで「金融再生プログラム」以降の金融規制に容認的要素がまったくないと主張しているわけではない。以下の議論にとって重要なのは、厳格期になって規制が相対的に厳しくなったという点である。

12) 金融庁が公表する金融機関情報は以下のHPで見ることができる。http://www.fsa.go.jp/status/index.html.

行の配当政策を焦点にしている。原則として1980年代から存続している銀行あるいはそれらの銀行同士の統合合併によって誕生した後継銀行を分析の対象とする。具体的には、金融機関コードが1～32（都市銀行）、116～191（地方銀行）、287～294（信託銀行）、396～398（長期信用銀行）、そして501～597（第二地方銀行）を分析の対象とする。統合合併によって誕生した銀行を別にすれば、1993年以降に誕生した上記の（2）～（4）の銀行を対象外とする。新生銀行、あおぞら銀行と東京スター銀行はそれぞれ長期信用銀行、日本債券信用銀行と東京相和銀行の後継銀行であるが、経営体制として連続性を持たないため、配当決定要因の推計から除外する。われわれのサンプルは金融庁の公表する不良債権の対象銀行と一致しており、その資産額で見ると、すべての年度において全国銀行協会が公表している国内銀行の資産合計の98%以上をカバーしている。

対象期間は、記述統計の分析は1980～2015年度とする。主要な検証課題である不良債権から配当への影響に関する容認期と厳格期との比較は1998～2005年度を対象とする。2006年度以降の時期については地域銀行（地方銀行と第二地方銀行）を対象に追加検証を行う。

配当は、記念配当を含む普通株への現金配当に限定する。自社株取得額を配慮するとき、普通株に対する自社株取得額に限定する。優先株配当や優先株に対する自社株取得額は検討対象に含めない。1998年3月以降実施された公的資金注入の多くは政府による優先株保有という形態をとっており、優先株配当や自社優先株取得は通常の配当と異なる意味合いを持つと考えられるからである。本研究では特別な言明がなければ、配当はこのように定義したものを指す。

4 記述統計分析

4.1 配当総額の推移

表1と図1は、1980～2015年度における対象銀行の当期純利益総額と普通株配当総額の推移を示している。対象期間中に銀行破綻は19件あり、これらの銀行はしばしば破綻時あるいはその直前の時期に大きな損失を計上したりする。このような損失額の影響を避けるために、破綻銀行の場合、破綻前3決算期のデータを集計から除外した。

当期純利益総額の変動は銀行業の経営状態を如実に表現している。すなわち、1980年代後半のバブル期において空前の利益を上げていた。その後バブルの崩壊とともに銀行の収益力が低下し、1990年代半ば以降、不良債権の重荷が次第に銀行経営を脅かすようになった。1995～2002年度には巨額の損失を計上する年が多かった。2003年度以降、収益が改善され、2005～2006年度にはバブル期を上回るほど高収益を上げた。2007年度以降、世界的金融危機の影響もあって、収益が減少傾向に転じ、2008年度には再び大きな負の利益を計上した。2009年度以降急速に利益が回復され、対象期間終了年度の2015年度には、それまでの最高水準の当期純利益を記録した。

配当の実施状況を見ておこう。2000年度までの時期において銀行の配当状況は経営状態を反映しておらず、きわめて安定的に推移していた。1990年代後半になってから、巨額損失の計上、大型銀行倒産の発生、政府による公的資金の注入などの異常事態が発生したにもかかわらず、銀行の配当はまるで経営実態と無縁であるかのように、安定した水準を維持していた。1988～2000年度において、銀行業全体の配当総額はおおむね3500億円から4500億円の間の水準にあった。2001～2002年度ころ、日本の銀行業が全体として自己資本を枯渇するほど危機的な状況に直面していた時期には、配当総額が減少したものの、依然として相当な規模を維持していた。経営者が直ちに経営実態に反応せず安定した配当を維持したがる傾向¹³⁾は、この時期の日本の銀行業に強く観察されている。

ここで指摘すべきなのは、不良債権の規模と比べれば、2006年3月期までの配当の規模が決して大きなものではなかったということである。1993年3月期を起点として2006年3月期までの銀行業

表1 銀行業の当期純利益と普通株配当の推移

年度	当期純利益（百万円）	普通配当（百万円）	銀行数（行）
1980	620,447	200,170	157
1981	717,598	225,593	157
1982	807,619	247,245	157
1983	982,741	262,930	157
1984	1,006,267	277,246	156
1985	1,124,574	289,138	156
1986	1,466,523	313,662	155
1987	1,845,082	326,922	155
1988	2,340,048	367,903	155
1989	2,168,964	418,005	155
1990	1,816,107	439,839	154
1991	1,398,645	440,522	152
1992	897,662	436,714	151
1993	802,425	435,756	150
1994	157,108	433,036	150
1995	-3,894,373	397,705	148
1996	-92,269	413,639	146
1997	-4,656,720	402,306	143
1998	-5,010,914	348,800	139
1999	919,923	359,549	135
2000	-164,153	406,491	133
2001	-4,201,280	293,549	128
2002	-4,157,604	143,271	126
2003	1,288,565	580,350	122
2004	962,743	599,966	121
2005	3,092,211	1,883,295	118
2006	3,203,801	1,496,615	117
2007	1,931,092	1,488,338	116
2008	-1,662,609	405,546	115
2009	1,776,710	747,206	113
2010	2,411,522	686,697	111
2011	2,413,709	934,819	115
2012	2,987,060	1,289,533	114
2013	3,269,217	1,573,458	113
2014	3,235,829	1,670,125	112
2015	3,344,474	1,569,390	112

(注) 破綻直前銀行の損失額の影響を排除するために、当期純利益の集計には、破綻前3決算期からのデータが含まれない。

全体の累積不良債権処理損失額は96.42兆円¹⁴⁾に達していたのに対して、同期間の配当累積額は6.69兆円にすぎない。しかし、巨額の損失発生と比べて配当は2000年度までほぼ横ばいになっていたことは、この時期に実施した配当が必ずしも残余利益といえない性格を持つことを示唆する。

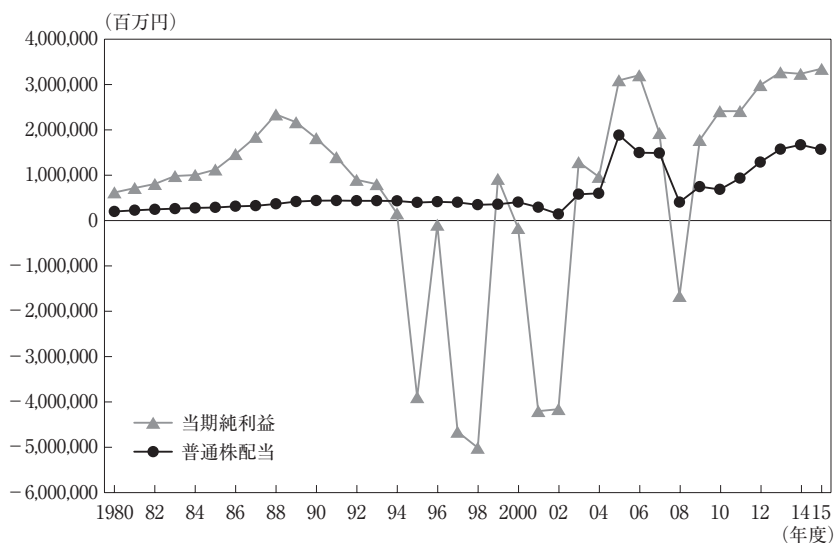
4.2 1株当たり配当の推移

ここで株式分割調整済みの1株当たり普通配当を基準として、1980年度から2015年度にかけての銀行の配当政策の傾向を見ておこう。表2は、各年度の有配、据置及び増配、減配、無配転落、復

13) Allen and Michaely (2003), DeAngelo *et al.* (2009) などがサーベイした論文の多くはこの傾向を指摘している。

14) 金融庁が開示したデータは、1995年3月期までは主要行しか含まれていないので、この数値は実際の損失額より過小評価されている。

図1 銀行業の当期純利益総額と普通株配当総額の推移



配の割合の推移を示している。連続無配はここでは据置としてカウントしていないので、据置、増配、減配の合計は必ずしも100%とまらないことに注意されたい。なお無配転落は、正の配当の状態から無配に転じることを指し、逆に復配はゼロ配当の状態から正の配当になることを指す。

表2が示したとおり、1980年代から1990年代前半にかけて、銀行全体として一貫して98%を上回る水準の有配比率を維持していた。1980年代全体を通じて無配を経験した銀行は、大光銀行、東京平和銀行と東邦相互銀行の3つのみであった。このうち、東京平和銀行と東邦相互銀行は、それぞれ1986年10月と1992年4月に事実上破綻した銀行として住友銀行と伊予銀行に吸収合併された。また大光銀行は1970年代末の不正融資事件によって生じた巨額損失を処理するために、その後の十数年間にわたって経営に苦しんでいた。¹⁵⁾ 1990年代半ば以降、バブル崩壊に伴う不良債権の影響は徐々に現れはじめるようになったものの、2000年度までおおむね90%以上の有配比率を維持できた。2000年以降、2001～2002年度と2008年度など有配比率は80%をやや下回った年もあったが、ほとんどの年において80～90%の水準を維持していた。

これらの傾向は銀行以外の産業あるいは他国と比較すると興味深い。石川（2010）によると、1977年度から2008年度までのほとんどの期間において金融業を除く上場企業の有配比率は70%から90%の間で推移しており、2001年度に72.3%の低い水準を記録した後、その後回復する傾向が観察された。われわれの結果と比べると2000年以降、銀行業の有配比率は非金融企業と並行的に変化しているが、それまでの時期、とくに1980年代において銀行業の有配比率の高さは特徴的である。また、Floyd *et al.* (2015) は、アメリカの商業銀行と非金融企業の配当政策のあり方について記述統計量を使って分析した。アメリカの銀行の有配比率は有意に非金融企業より高いが、日本の銀行業には及ばない。

容認期と厳格期における配当の決定要因の検証に入る前に、別の角度から残余利益の請求権を持つ株主が受けた配当はどれほど「残余」の性格を持ったのかを見るために、1990年代以降倒産破綻した銀行の破綻直前までの配当政策、また1998年3月以降公的資金注入を受けた銀行の注入後の配

15) 1986年度まで大光相互銀行（1989年大光銀行に商号変更）はマイナスの自己資本金を計上した年が多かった。

表2 1株当たり配当に関する各指標の推移

（%）

年度	据置	増配	減配	無配転落	復配	有配	銀行数
1980						99.36	157
1981	90.45	7.64	1.27	0.00	0.00	99.36	157
1982	80.89	17.20	1.27	0.00	0.00	99.36	157
1983	77.07	14.01	8.28	0.00	0.00	99.36	157
1984	82.05	10.26	7.05	0.00	0.00	99.36	156
1985	87.18	6.41	5.77	0.64	0.00	98.72	156
1986	82.58	13.55	3.23	0.00	0.00	99.35	155
1987	88.39	8.39	2.58	0.65	0.00	98.71	155
1988	72.26	24.52	2.58	0.00	0.65	99.35	155
1989	69.03	21.94	8.39	0.00	0.00	99.35	155
1990	84.42	8.44	6.49	0.00	0.00	99.35	154
1991	80.26	10.53	9.21	0.00	0.00	100.00	152
1992	79.47	7.28	13.25	1.32	0.00	98.68	151
1993	79.33	6.00	13.33	0.00	0.00	98.67	150
1994	76.00	7.33	15.33	0.67	0.00	98.00	150
1995	70.95	4.05	24.32	2.03	0.00	97.30	148
1996	69.86	13.01	15.07	2.74	0.00	95.21	146
1997	74.13	6.99	15.38	4.90	0.00	91.61	143
1998	70.50	3.60	19.42	4.32	0.00	89.21	139
1999	74.81	8.89	9.63	1.48	2.22	91.85	135
2000	70.68	7.52	15.79	3.01	1.50	90.98	133
2001	59.38	11.72	22.66	14.84	1.56	78.91	128
2002	60.32	7.94	16.67	7.14	3.97	76.98	126
2003	59.84	22.95	5.74	4.92	9.02	83.61	122
2004	49.59	30.58	8.26	0.00	4.13	88.43	121
2005	38.98	50.00	5.93	2.54	4.24	92.37	118
2006	34.19	44.44	17.09	6.84	2.56	88.89	117
2007	49.14	30.17	12.93	1.72	2.59	90.52	116
2008	50.43	6.09	35.65	13.91	0.87	78.26	115
2009	46.90	29.20	11.50	0.88	8.85	86.73	113
2010	47.75	26.13	17.12	2.70	3.60	88.29	111
2011	54.78	27.83	11.30	0.87	5.22	91.30	115
2012	53.51	28.07	13.16	4.39	2.63	89.47	114
2013	38.94	42.48	9.73	0.00	1.77	91.15	113
2014	35.71	47.32	8.93	1.79	0.00	90.18	112
2015	39.29	35.71	15.18	3.57	0.00	86.61	112

（注） 配当の変動は株式分割調整済みの1株当たり配当額を基準にしている。銀行破綻した場合、破綻年の数値を除外する。据置は1株当たり配当を一定にした銀行の割合であるが、連続無配は据置としてはカウントしない。無配転落は正の配当状態から無配に転じた状況を指す。復配は無配の状態から正の配当になった場合である。

当政策を次に見ておこう。破綻直前の銀行や公的資金の助けを仰ぐ銀行は、文字どおりの残余利益を持つとは通常考えにくいからである。

4.3 破綻銀行の配当政策

対象期間中に19件の銀行破綻¹⁶⁾があった。これらの銀行が破綻する直前までの配当支払い状況を示したのは表3である。各銀行間の比較を可能にするために、配当規模を破綻10期前の1株当たり配当に対する破綻直前の各年度の1株当たり配当の比率として計算した。全体として破綻が近づくにしたがって無配に転じる傾向がある。10決算期前の配当を基準に見た場合、破綻5期前から破

16) りそな銀行は必ずしも破綻とは一般的に定義されない。ここで経営不振をより広くとらえるために、りそな銀行を破綻銀行と定義し、公的資金注入が決定された2003年5月17日を破綻日とする。

表3 破綻直前の配当対破綻10期前配当比率

銀行名	破綻日	破綻1期前 (%)	破綻2期前 (%)	破綻3期前 (%)	破綻4期前 (%)	破綻5期前 (%)
東邦相互銀行	1991.07.24	0.00	0.00	0.00	0.00	75.00
兵庫銀行	1995.08.30	0.00	0.00	0.00	100.00	100.00
太平洋銀行	1996.03.29	0.00	0.00	0.00	50.00	100.00
阪和銀行	1996.11.21	0.00	30.00	60.00	80.00	100.00
京都共栄銀行	1997.10.14	0.00	30.00	60.00	100.00	100.00
なにわ銀行	1997.11.09	0.00	18.18	45.45	54.55	72.73
福徳銀行	1997.11.09	0.00	0.00	0.00	27.27	54.55
北海道拓殖銀行	1997.11.17	41.67	41.67	83.33	100.00	116.67
徳陽シティ銀行	1997.11.26	0.00	50.00	100.00	100.00	100.00
日本長期信用銀行	1998.10.23	80.00	80.00	80.00	106.67	106.67
日本債券信用銀行	1998.12.13	0.00	45.45	100.00	109.09	109.09
国民銀行	1999.04.11	0.00	0.00	0.00	60.00	60.00
幸福銀行	1999.05.22	0.00	0.00	0.00	30.00	100.00
東京相和銀行	1999.06.12	0.00	0.00	22.73	45.45	90.91
新潟中央銀行	1999.10.02	50.00	100.00	90.00	80.00	80.00
石川銀行	2001.12.28	50.00	50.00	100.00	100.00	100.00
中部銀行	2002.03.08	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00
りそな銀行	2003.05.17	0.00	0.00	21.43	42.86	42.86
足利銀行	2003.11.29	0.00	0.00	0.00	0.00	50.00
平均		11.67	26.07	42.79	65.05	84.66

(注) 各数値は、当該年度1株当たり配当対破綻10決算期前1株当たり配当の割合を示す。

綻1期前にかけてそれぞれ、84.66%、65.05%、42.79%、26.07%と11.67%となっている。19件の破綻のうち、4つのケースにおいては破綻1期前の決算期まで配当を続けていた。破綻直前まで相当規模の配当を維持するという現象はとくに1997年から2001年度中に破綻した銀行に集中していることは興味深い。

破綻銀行の配当問題について特筆すべきなのは、1998年10月に国有化された日本長期信用銀行がその破綻直前に実施した配当の妥当性に関する論議である。1998年6月の株主総会で約70億円の配当が長銀の経営陣から提案され、承認された。長銀は、その数か月後に国有化され、巨額の税金投入が余儀なくされた。長銀がその破綻の数か月前に、経済的意味での「剰余金」を持つとは考えにくい。その後、破綻直前の配当実施を含めた長銀会計処理の妥当性について裁判沙汰になり最高裁まで争われた。2008年7月の最高裁判決では、経営陣の「違法配当罪は成立しない」という結論が下された。しかし、ルールの一貫性を重視する判断が司法の場でありえても、経済学の議論においては、銀行経営の効率性や安定性の観点から、配当政策の妥当性を判断する必要がある。本研究は、このような発想に基づいて、次節で銀行の経営状態や規制のあり方に配当がいかにかわっているか、検証を行う。

4.4 公的資金注入の配当政策

政府が1998年3月に金融機能安定化法に基づいて銀行に対する資金注入を行ったのを皮切りに、その後、早期健全化法、預金保険法、組織再編成促進特措法、金融機能強化法などの法律に基づいて銀行に対する資金注入を行った。ここで公的資金注入を受け入れた銀行の注入後の配当推移を見ておこう。2つの基準で資金注入を受け入れた銀行の配当推移を見る。1つは注入額を基準とした配当の比率である。もう1つは受入れ銀行の資金注入より10決算期前の配当に対する比率である。10期前にも無配となっていた場合、平均値の計算から当該銀行を除外する。表4は、年度別に資金注入実施後の両比率の推移を示している。¹⁷⁾全体として、配当総額対注入額比率を基準にしても、

表4 公的資金注入後の配当政策

実施年度	注入総額（億円）	普通株配当総額対注入額比率（％）				
		注入年	注入1年後	注入2年後	注入3年後	注入4年後
1997	18,156	16.52	15.46	15.46	18.08	13.67
1998	74,593	2.80	2.80	3.12	2.08	0.78
1999	5,750	0.55	0.64	1.62	0.77	2.27
2000	3,750	1.44	0.98	0.24	0.93	1.18
2001	1,840	0.00	0.00	0.16	15.57	19.92
2003	19,660	0.00	4.80	6.61	16.33	9.41
2006	405	3.19	4.25	3.19	4.58	4.58
2008	1,210	0.00	0.18	1.76	1.76	1.96
2009	1,430	1.73	1.81	2.05	2.81	2.34
	注入総額（億円）	1株配当対実施10期前の1株配当比率（％）				
		注入年	注入1年後	注入2年後	注入3年後	注入4年後
1997	18,156	90.33	76.85	74.04	82.24	52.42
1998	74,593	80.68	78.33	90.81	51.57	20.00
1999	5,750	28.57	21.27	56.87	21.98	41.29
2000	3,750	30.30	18.18	0.00	18.18	23.13
2001	1,840	0.00	0.00	7.50	96.67	106.67
2003	19,660	0.00	43.57	60.00	113.57	49.64
2006	405	37.50	50.00	37.50	60.00	60.00
2008	1,210	0.00	6.67	66.67	66.67	76.67
2009	1,430	49.77	57.63	63.57	87.00	71.43

（注）2002年度、2004年度、2005年度と2007年度には公的資金注入の実績はなかった。

1株配当対10決算期前水準の比率を基準にしても、1997～1998年度において相当規模の配当を維持していたが、その後2006年度になるまで低下傾向にあった。このパターンは、「金融再生プログラム」後の数年間、政府が配当政策の制限などを通じて不良債権処理を厳しく求めるようになったというわれわれの見方と整合する。

5 配当の決定要因及びその変化

この節では、推計モデルに基づいて不良債権の処理過程における銀行の配当政策の決定要因を検証する。

Allen and Michaely (2003) や DeAngelo *et al.* (2009) が展望しているように、一般に多くの要因が企業の配当政策に影響することがありうる。大別すると企業属性と関連する要因及び外部環境と関連する要因に分けることができる。企業属性と関連する要因には、企業規模、収益性、成長性、財務健全性、所有構造、発展の成熟度などがあり、外部環境と関連する要因には、投資家保護の強弱、税体系のあり方、投資家心理、市場構造、政府規制のあり方などがある。これらの要因の多くは情報の非対称性問題やエージェンシー問題の軽減を通じて企業の配当政策に影響を与える。われわれの推計モデルでは、銀行配当は、Fama and French (2001) が規定した規模、収益性そして成長性という3要素に、不良債権、政府規制のあり方、そして銀行のガバナンスに影響する所有構造を説明要因として考える。これは、それら以外の要因がマイナーの影響しか持たないという考え方に基づいている。すなわち、産業の成熟度、税体系、投資家保護、投資家心理のような要因は同じ時期、同じ国の銀行同士の配当政策の違いには重要な説明力を持たないであろう。

Fama and French (2001) の結果では、配当は規模及び収益性と正の相関を持ち、成長性と負の

17) 2002年度、2004年度、2005と2007年度には、公的資金注入の実績はなかった。

相関を持つことになっている。規模の小さい企業ほど非対称情報の問題がより深刻であり、成長性の高い企業ほど資金調達の高コストが配当を控えれば、外部からの資金調達の必要性がその分低い。また成長企業の場合、株価上昇にともなうキャピタルゲインの上昇は配当の必要性をさらに軽減することも考えられる。さらに収益性の高い企業は、フリー・キャッシュ問題が生じる可能性が高い。この場合、配当が高くなることは、エージェンシー仮説と整合する。アメリカの銀行を分析した Abreu and Gulamhussen (2013)、またヨーロッパの銀行を分析した Onali *et al.* (2016) は、いずれも Fama and French モデルが銀行業についても有効であることを示している。

推計式は、下記のとおりである。

$$DIV_{it} = a + bFCR_{it} + cNPL_{it} + dOTH_{it} + (eFCR_{it} + fNPL_{it} + gOTH_{it}) * DUM_t + u_{it}$$

ただし、被説明変数の DIV は配当を表す。本研究では、配当対資産比率、配当と自社株取得の合計額対資産比率、無配ダミーと減配ダミーの計4種類を定義する。Floyd *et al.* (2015) が議論したように、多くのケースにおいては、自社株取得の宣言をしてもその実行時期は必ずしも明白でない。また、1株当たりの自社株取得額は一般的には公表されない。したがって投資家へのシグナルとしての自社株取得は、現金配当と比べて役割が限定的である。上記の期間において、銀行業における自社普通株の取得は例外的なケースに限られているように思われる。1998~2005年度のいずれの年においても、自社普通株取得額の上位3行は全体の50%以上を占めていた。定義上、配当対資産比率及び配当と自社株取得との合計額対資産比率の値が非負なので、推計モデルはパネル・トービット・モデルに基づく。被説明変数がダミー変数の場合、推計モデルはパネル・プロビット・モデルに基づく。

説明変数の FCR は規模、収益性と成長性を表す。規模は資産総額の対数値、収益性は当期純利益対資産総額比率の過去3年平均、成長性は資産増加率の過去3年平均で定義する。¹⁸⁾ NPL は不良債権比率を表し、リスク管理債権対貸出総額比率で定義される。 OTH は、その他のガバナンス変数を示す。具体的には、上10位株主保有比率、金融機関保有比率または外国人保有比率を配慮する。 DUM は厳格期を1、容認期を0とする「規制ダミー」である。同時決定性の問題を最小限にするために、すべての説明変数は前決算期、あるいは前決算期までの3年平均値を使用する。

表5と表6は、1997~2005年度における主要な説明変数と被説明変数の基本統計量及び互いの相関係数を示している。対象期間における配当対資産比率の年度別平均値は、0.04~0.06%の間で安定的に推移している。不良債権比率は、2001年度末をピークにその後減少している。2005年度の不良債権比率平均値は、5.06%となっており、集計値の不良債権比率と比べて高めの数値となっているが、規模の小さい銀行の不良債権比率は相対的に高かったからである。この期間の危機的状況を反映して2005年度を除いてすべての年度の当期利益率はマイナスとなっている。上10位株主保有比率と金融機関保有比率はそれぞれ30~40%の範囲で推移しており、年度別の変動幅は大きくない。外国人保有比率は水準が低いものの、1997年度の2%以下から2005年度の6%以上と大きく上昇した。

配当率と不良債権比率との相関係数は-0.3592となっている。これは全期間に関するものであり、

18) 成長性指標として資産総額の増加率の代わりに、株式時価総額の増加率を採用して推計した結果、ほとんどの推計モデルでは、成長性指標及びそれと規制ダミーとの交差項はいずれも有意とならない。他の変数に関しては表7とほぼ同じ結果が観察される。しかし、株式時価総額が上場銀行しか把握できないため、本論文では、成長性指標を資産総額の増加率とする。

表5 推計関連変数記述統計量

年度	配当/資産比率 (%)			不良債権率 (%)			資産規模 (百万円対数値)			資産増加率 (%)			貸出増加率 (%)		
	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数
1997	0.04	0.02	143	5.08	3.80	142	14.58	1.26	143	0.33	3.99	143	0.01	5.15	143
1998	0.04	0.02	137	6.11	4.89	137	14.57	1.22	137	-0.11	5.33	137	-0.74	5.19	137
1999	0.04	0.02	134	6.59	3.80	134	14.57	1.23	134	-1.93	4.80	134	-2.44	4.25	134
2000	0.04	0.02	130	7.67	3.82	130	14.58	1.27	130	2.43	4.73	130	0.18	3.21	130
2001	0.04	0.02	125	8.56	3.28	125	14.50	1.14	125	-1.10	5.32	125	-0.95	4.56	125
2002	0.04	0.03	124	8.39	2.90	124	14.49	1.15	124	-0.55	3.68	123	-0.84	3.86	123
2003	0.05	0.04	120	6.97	2.45	120	14.57	1.22	120	0.72	3.02	120	-0.54	4.44	120
2004	0.06	0.09	119	5.71	2.17	119	14.59	1.22	119	1.67	3.96	119	0.13	4.37	119
2005	0.06	0.09	115	5.06	2.22	115	14.53	1.09	115	2.07	3.65	115	1.88	4.01	115

年度	当期利益/資産比率 (%)			上10位シェア (%)			金融機関シェア (%)			外国人シェア (%)		
	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数	平均値	標準偏差	銀行数
1997	-0.17	0.40	143	32.01	12.29	143	38.97	13.76	143	1.93	2.55	143
1998	-0.34	0.95	137	32.21	13.34	137	39.32	14.50	137	1.72	2.54	137
1999	-0.23	0.57	134	29.58	11.73	134	38.18	14.10	134	2.48	4.02	134
2000	-0.17	0.47	130	29.58	11.43	126	39.40	14.06	127	2.50	4.07	127
2001	-0.15	0.35	125	29.22	12.60	111	39.62	14.63	111	1.30	2.39	112
2002	-0.23	0.41	123	29.33	12.94	108	39.39	14.68	108	1.31	2.35	109
2003	-0.19	0.54	119	30.01	13.04	104	39.30	15.10	104	2.33	4.31	105
2004	-0.02	0.43	119	30.55	13.65	103	38.88	14.56	103	3.69	6.03	104
2005	0.14	0.33	115	30.66	13.20	100	38.97	13.73	100	6.27	7.36	101

表6 推計関連変数の相関係数

	規模	資産増加率	貸出増加率	当期利益率	不良債権率	配当率	有配ダミー	減配ダミー	上10位シェア	金融機関シェア	外国人シェア
資産増加率	-0.0204										
貸出増加率	-0.1275	0.6582									
当期利益率	-0.0059	0.3516	0.3580								
不良債権率	-0.1047	-0.3542	-0.3895	-0.6715							
配当率	0.1361	0.1886	0.2127	0.4315	-0.3592						
有配ダミー	0.0785	0.2449	0.2393	0.5459	-0.4641	0.6994					
減配ダミー	0.1289	-0.1456	-0.1393	-0.1824	0.1853	-0.2837	-0.2619				
上10位シェア	-0.1775	0.0016	0.0309	-0.3320	0.2097	-0.1802	-0.2380	-0.0308			
金融機関シェア	0.1755	0.0003	-0.0230	-0.0066	0.0027	-0.0523	-0.0282	-0.0164	0.4274		
外国人シェア	0.5851	0.1092	0.0358	0.1391	-0.1321	0.2631	0.1033	0.0133	-0.1070	0.0506	
改善ダミー	0.0041	0.0170	-0.0075	0.0390	0.0086	-0.0106	0.0200	-0.0182	0.0231	0.0276	0.0951

時間の推移にともないこの相関がどのように変化したか、また他の変数の影響をコントロールした場合の相関は、後述の推計結果から判断する必要がある。

5.1 「容認期」と「厳格期」における配当の決定要因

表7は、1998～2005年度を対象とした推計結果である。¹⁹⁾

まず所有構造変数を考慮しないモデル(1)～モデル(4)の結果を見ておこう。資産規模及び資産規模と規制ダミーの交差項の係数は、配当対資産比率及び配当と自社株取得対資産比率に対して正で有意になっている。すなわち、規模の影響は理論予測と整合的になっており、厳格期になってからその影響はより強くなった。有配ダミーに対しては、資産規模の係数は有意になっておらず、資産

19) 容認期と厳格期に構造変化がないという仮説の下で表7のモデル(1)～モデル(4)に関する Chow テストを行った。その結果、カイ2乗統計量はそれぞれ、198.05、152.05、18.04と19.09となっている。いずれのモデルも、構造変化がないという帰無仮説は1%水準で棄却されている。

表7 配当の決定要因と規制ダミー

被説明変数	配当/資産	配当+自社株取得/資産	有配ダミー	減配ダミー	配当/資産	配当+自社株取得/資産	有配ダミー	減配ダミー
	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)
資産規模	0.0044 3.79***	0.006 3.63***	-0.017 -0.19	0.2663 4.74***	0.0031 2.88***	0.005 2.94***	0.147 1.22	0.204 3.59***
利益率	0.0109 2.67***	0.0152 2.57**	0.58 1.89*	-0.6355 -1.94*	0.0106 2.98***	0.0157 2.68***	0.6168 1.66*	-0.731 -2.34**
資産増加率	0.0005 0.88	0.0003 0.41	0.1313 2.73***	-0.0016 -0.05	0.0003 0.78	0.0002 0.24	0.1512 2.68***	-0.0021 -0.06
不良債権比率	-0.0003 -0.67	-0.0006 -0.93	-0.0907 -2.51**	0.1233 4.00***	-0.0002 -0.64	-0.0006 -0.97	-0.0997 -2.52**	0.1165 3.98***
資産規模× 規制ダミー	0.0020 6.76***	0.0023 5.35***	0.1097 3.06***	-0.0424 -1.73*	0.0010 3.00***	0.0018 3.29***	0.1309 2.62***	-0.0480 -1.25
利益率× 規制ダミー	-0.0049 -0.86	-0.0063 -0.77	-0.255 -0.58	0.5427 1.04	0.0047 0.92	-0.0005 -0.06	-0.8168 -1.46	0.9848 1.60
資産増加率× 規制ダミー	-0.0011 -1.60	-0.0007 -0.66	-0.0924 -1.35	-0.0047 -0.08	-0.0017 -2.66***	-0.001 -0.95	-0.0294 -0.32	0.0028 0.04
不良債権比率× 規制ダミー	-0.0029 -4.65***	-0.0032 -3.46***	-0.183 -3.01***	0.035 0.71	-0.0015 -2.70***	-0.0019 -2.11**	-0.1777 -2.50**	0.0668 1.21
トップ10シェア					0.0000 0.28	0.0000 0.01	0.0054 0.47	0.0046 0.52
トップ10シェア ×規制ダミー					0.0001 0.74	-0.0001 -0.58	-0.0099 -0.70	-0.0126 -0.88
観測数	961	961	961	872	926	926	926	846
銀行数	137	137	137	133	137	137	137	133

規模と規制ダミーとの交差項のそれが正で有意になっている。すなわち厳格期になってから、初めて資産規模は理論予測と整合的な形で有配ダミーに影響するようになった。減配ダミーに対しては、資産規模及び資産規模と規制ダミーとの交差項はそれぞれ正と負で有意な影響が観察される。すなわち、容認期には資産規模は減配ダミーに理論予測と逆の影響をしており、厳格期になってから、その影響が理論予測と整合的な方向に修正された。利益率は、モデル(1)～モデル(4)のいずれにおいても有意に理論予想と整合する影響が観察されている。しかし、利益率と規制ダミーとの交差項の影響はいずれのモデルにおいても有意になっていない。これは厳格期になっても利益率の影響は変化していないことを示している。成長性を表す資産増加率及びそれと規制ダミーとの交差項はいずれのモデルにおいても理論予想と整合する結果は観察されていない。資産増加率は被説明変数を有配ダミーとしたモデル(3)において正で有意となっているが、これは理論予測と逆である。これらの内容を総合すると、Fama and Frenchの3要素はこの時期の日本の銀行業に部分的にしか説明力を持たないが、厳格期において理論予測とより整合するようになって説明力が高くなったといえる。

不良債権及びそれと規制ダミーとの交差項の影響は興味深い。配当対資産比率及び配当と自社株取得額対資産比率を被説明変数としたモデル(1)とモデル(2)では、不良債権比率の係数は有意にならない。しかし、不良債権比率と規制ダミーとの交差項はいずれも負で有意になっている。すなわち、不良債権の存在が容認期には配当比率に影響せず、厳格期になって初めて負の影響をするようになった。モデル(3)では、不良債権比率及びそれと規制ダミーとの交差項のいずれも有意に負の影響を及ぼしている。これは規制強化によって不良債権から有配ダミーへの影響がより強くなったことを示唆する。しかし、モデル(4)においては、不良債権比率は有意に正で有意な影響をするも

表7 配当の決定要因と規制ダミー（続き）

被説明変数	配当／資産	配当＋自社株取得／資産	有配ダミー	減配ダミー	配当／資産	配当＋自社株取得／資産	有配ダミー	減配ダミー
	モデル(9)	モデル(10)	モデル(11)	モデル(12)	モデル(13)	モデル(14)	モデル(15)	モデル(16)
資産規模	0.0031 2.92***	0.0051 3.01***	0.1395 1.16	0.1993 3.70***	0.0018 1.36	0.005 2.39**	0.1396 0.85	0.1997 2.62***
利益率	0.0108 3.18***	0.0157 2.80***	0.5721 1.69*	-0.7497 -2.41**	0.0098 2.86***	0.0152 2.70***	0.5105 1.53	-0.7428 -2.38***
資産増加率	0.0004 0.81	0.0002 0.24	0.153 2.69***	0.0037 0.11	0.0004 0.79	0.0001 0.21	0.1545 2.74***	0.0032 0.10
不良債権比率	-0.0002 -0.65	-0.0005 -0.86	-0.0958 -2.39**	0.1163 3.97***	-0.0003 -0.80	-0.0006 -0.92	-0.0996 -2.50**	0.119 4.04***
資産規模× 規制ダミー	0.0017 4.69***	0.0021 3.37***	0.1668 2.75***	-0.1071 -2.35**	0.001 3.40***	0.0014 3.03***	0.1082 2.31**	-0.0618 -1.94**
利益率× 規制ダミー	0.0031 0.62	-0.0003 -0.04	-0.8184 -1.53	1.1172 1.85*	0.0031 0.63	0.0000 0.00	-0.6723 -1.30	1.0717 1.78*
資産増加率× 規制ダミー	-0.0015 -2.50**	-0.0009 -0.93	-0.0338 -0.37	-0.0135 -0.19	-0.0014 -2.29**	-0.0009 -0.87	-0.0415 -0.46	-0.0112 -0.16
不良債権比率× 規制ダミー	-0.0015 -2.74***	-0.0019 -2.13**	-0.1957 -2.64***	0.0709 1.27	-0.0013 -2.24**	-0.0018 -1.92*	-0.1751 -2.42**	0.0548 0.99
金融機関保有 シェア	0.0000 0.50	0.0001 0.62	0.0076 0.73	-0.0055 -0.90				
金融機関保有シェア ×規制ダミー	-0.0002 -2.09**	-0.0002 -1.08	-0.0168 -1.31	0.0122 1.13				
外国保有シェア					0.0006 1.23	0.0000 -0.05	-0.0026 -0.04	0.0032 0.11
外国保有シェア ×規制ダミー					0.0003 0.60	0.0004 0.54	0.0265 0.27	-0.0237 -0.56
観測数	926	926	926	846	926	926	926	846
銀行数	137	137	137	133	137	137	137	133

(注) すべての説明変数は前年度のものである。被説明変数を配当／資産、(配当＋自社株取得)／資産とした推計結果は、パネル・トービット・モデルに基づく。被説明変数を有配ダミー、減配ダミーとした推計結果は、パネル・プロビット・モデルに基づく。2段目の数値はz値を表す。*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%水準で有意であることを示す。

の、規制ダミーとの交差項は有意になっていない。すなわち、減配に関する意思決定だけは規制強化によって変化していない。

モデル(5)～モデル(16)においては、所有構造を説明変数に追加した上、同様の検証を行っている。配当対資産比率に対して金融機関保有シェアの負の影響は容認期になって有意に観察されるようになったが、このケースを除けば、所有構造の関連変数は配当にほとんど影響しない。それ以外の変数はおおむねモデル(1)～モデル(4)と同じ結果が観察されている。

5.2 他の解釈について

表7の結果に関しては他の解釈も考えられる。すなわち、銀行経営者は計上した不良債権をただちに深刻な問題と考えず、不動産価格の再上昇や景気回復に期待をかけていたかもしれない。そのような期待が時間の経過にもなって現実的ではないと悟った場合、初めて真剣にその処理を行い始める。たまたまそのような変化は本論文でとらえていた容認期と厳格期に現れているかもしれない。この解釈では表7の結果は規制強化と無関係になる。

この可能性を検証するために、表8では、不良債権を「破産更生等債権」に限定し、表7のモデル(1)～モデル(4)と同じ推計を行っている。破産更生等債権は、文字どおり回収する見込みがほとんどない債権であり、上記の解釈はこの部分には該当しないと考えられるからである。表8におい

表8 不良債権を「破産更生等債権」で定義した推計

被説明変数	配当／資産	配当＋自社株 取得／資産	有配ダミー	減配ダミー
	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)	モデル(4)
資産規模	0.0049 3.35***	0.0076 3.93***	-0.0106 -0.1	0.2534 3.35***
利益率	0.0128 2.53**	0.0196 2.93***	0.57 1.54	-0.7419 -1.73*
資産増加率	0.0003 0.5	0.0004 0.5	0.1226 2.06**	-0.0234 -0.56
不良債権比率	0.0022 1.51	0.0036 1.89*	0.0035 0.03	0.2248 2.38**
資産規模×規制 ダミー	0.0014 5.26***	0.0016 4.70***	0.0389 1.61	-0.0143 -0.76
利益率×規制 ダミー	0.0001 0.02	-0.0017 -0.2	0.0811 0.18	0.3415 0.59
資産増加率× 規制ダミー	-0.0008 -1.02	-0.0006 -0.52	-0.0383 -0.5	0.0174 0.26
不良債権比率× 規制ダミー	-0.0066 -3.94***	-0.0068 -3.08***	-0.2581 -1.92*	0.0272 0.24
観測数	762	762	762	686
銀行数	132	132	132	130

(注) すべての説明変数は前年度のものである。被説明変数を配当／資産、(配当＋自社株取得)／資産とした推計結果は、パネル・トービット・モデルに基づく。被説明変数を有配ダミー、減配ダミーとした推計結果は、パネル・プロビット・モデルに基づく。2段目の数値はz値を表す。

*, **, ***はそれぞれ10%, 5%, 1%水準で有意であることを示す。

て不良債権の影響は表7とほとんど同じである。配当対資産比率ないし配当と自社株取得額対資産比率を被説明変数にしたモデル(1)～モデル(2)では、不良債権比率と規制ダミーとの交差項は高い有意水準で配当に負の影響を及ぼしており、有配ダミーを被説明変数としたモデル(3)では、有意水準が低いものの、符号は負である。しかし、減配ダミーを被説明変数にしたモデル(4)では、不良債権と規制ダミーの交差項には有意な影響が見られない。すなわち、表7における不良債権の影響は、回復の見込みに関する経営者の期待変化によるものではない。

5.3 業務改善命令による規制強化の効果

これまで規制強化を金融再生プログラムの実施で判断したが、ここでロバストチェックとして別の角度から、規制強化の代理変数を定義し、それによる配当への影響を見ておこう。

この小節では規制強化の代理変数を金融庁が銀行への業務改善命令発動で判断する。改善ダミーは業務改善命令の発動からの3年以内の期間を1とし、それ以外の期間を0として定義される。表7と同様の推計モデルに基づいて、規制ダミーの代わりにこのように定義した改善ダミーを使って推計したのが、表9である。注目すべき点として、利益率はすべての推計モデルにおいて理論的予想どおりの影響が観察されるが、資産規模、成長性は部分的にしか有意な影響が観察されない。配当対資産比率、配当と自社株取得額との合計額対資産比率はいずれも、業務改善命令の発動にともない、不良債権比率から負の影響を受けるようになった。また減配の確率が業務改善命令の発動によって高くなり、有配の確率がそれによって低くなった。²⁰⁾

5.4 2006年度以降の配当政策

「容認期」と「厳格期」において不良債権を通じて規制側要因がどのように銀行の配当政策に影響

20) 有配ダミーの場合、不良債権比率と改善ダミーとの交差項の影響は、11%水準でしか有意になっていない。

表9 配当の決定要因と業務改善ダミー

被説明変数	配当／資産	配当＋自社株 取得／資産	有配ダミー	減配ダミー
	モデル(1)	モデル(2)	モデル(3)	モデル(4)
資産規模	0.0051 4.46***	0.0071 4.26***	0.0161 0.18	0.2642 4.80***
利益率	0.0124 3.96***	0.0176 3.83***	0.5332 2.13**	-0.7161 -2.85***
資産増加率	0.0004 1.12	0.0005 1.00	0.1309 3.26***	-0.0046 -0.16
不良債権比率	-0.0005 -1.48	-0.0006 -1.2	-0.1372 -4.43***	0.1065 4.31***
資産規模×改善 ダミー	0.0047 5.86***	0.0047 4.09***	0.1502 1.30	-0.1776 -1.87*
利益率×改善 ダミー	-0.0118 -0.96	-0.0151 -0.85	-1.7157 -1.83*	3.8894 1.82*
資産増加率× 改善ダミー	-0.0072 -4.65***	-0.0068 -3.03***	-0.2757 -2.10**	-0.1891 -0.79
不良債権比率× 改善ダミー	-0.0080 -5.06***	-0.0084 -3.64***	-0.2952 -1.61	0.3241 1.90*
観測数	961	961	961	872
銀行数	137	137	137	133

(注) すべての説明変数は前年度のものである。被説明変数を配当／資産、(配当＋自社株取得)／資産とした推計結果は、パネル・トービット・モデルに基づく。被説明変数を有配ダミー、減配ダミーとした推計結果は、パネル・プロビット・モデルに基づく。2段目の数値はz値を表す。*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%水準で有意であることを示す。

響したかは本研究の主な課題であるが、銀行業全体の不良債権比率が3%以下になった2006年度以降の時期の配当政策のあり方の解明も、いくつかの意味で重要性を持つ。まず「金融再生プログラム」に掲げられた目標はあくまで「主要行」を対象としており、地域銀行の不良債権は2006年度以降も相対的に深刻であった。²¹⁾ またリーマン・ショックによって2008年度(図1)に再び大きな損失を計上しており、欧米においても相次いだ銀行救済策が発表され、世界規模で景気後退が鮮明になっていた。これらは、日本の規制当局の対応に影響を及ぼした可能性が考えられる。²²⁾ また、不良債権問題が終息した後、日本の銀行の株式に対する外国人の保有シェア²³⁾の上昇をはじめ、銀行のガバナンス環境が変化した。これらの変化は配当政策に反映されるかもしれない。以上の観点から、本研究の最後の検証作業として2006年度以降の銀行の配当決定要因を検証しよう。

この時期の不良債権問題は、地域銀行において相対的に深刻になっていたこと、またほとんどの大手銀行がこの時期に持ち株会社制を採用しており、その所有構造の把握が困難になったことなどから、ここでの検証対象は持ち株会社制を採用していない地域銀行に限定する。また、対象期間は銀行経営や規制環境に大きな影響を及ぼしたと思われるリーマン・ショック及び世界的金融危機の時期が含まれるので、2006～2009年度と2010～2014年度を分けて推計する。

表10は被説明変数を配当対資産比率とした結果を示している。Fama and French モデルの3要素は依然として部分的にしか説明力を持たないが、2010～2015年度の時期において成長率の影響は

21) 第二地方銀行の不良債権比率の平均値が3%以下になったのは、2010年度以降であった。

22) 救済策を発表するリーマン・ショック後のアメリカ政府と日本の不良債権処理に圧力をかける1998年ころのアメリカ政府の金融監督姿勢はきわめて対照的であった。

23) 銀行業に対する外国人及び外国機関の株式保有シェアは上昇し続け、2005年度の6.27%から2015年3月期の12.03%になった。

表10 2006年度以降地域銀行の配当政策

被説明変数	2007/3～2010/3				2011/3～2016/3			
	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)
資産規模	0.0131 3.83***	0.0139 3.97***	0.0068 1.65*	0.0130 3.72***	0.0084 3.86***	0.0073 3.42***	0.0023 0.95	0.0087 4.04***
利益率	0.0081 1.11	0.0098 1.33	0.0065 0.89	0.0082 1.12	0.0018 0.68	0.0022 0.82	0.0001 0.04	0.0014 0.52
資産増加率	0.0004 0.46	0.0002 0.27	-0.0004 -0.50	0.0004 0.45	-0.0003 -1.42	-0.0003 -1.45	-0.0004 -1.65*	-0.0004 -1.74
不良債権比率	-0.0015 -1.24	-0.0010 -0.84	-0.0018 -1.47	-0.0015 -1.22	-0.0013 -1.81*	-0.0013 -1.84*	-0.0005 -0.69	-0.0012 -1.71*
トップ10シェア		0.0002 1.25				0.0002 -3.96***		
外国保有シェア			0.0012 2.48**				0.0010 5.10***	
金融機関シェア				0.0000 0.12				-0.0002 -1.52
観測数	380	380	380	380	514	514	514	914
銀行数	98	98	98	98	91	91	91	91

(注) すべての説明変数は前年度のものである。被説明変数は配当/資産である。推計結果は、パネル・トービット・モデルに基づく。被説明変数を有配ダミー、減配ダミーとした推計結果は、パネル・プロビット・モデルに基づく。2段目の数値はz値を表す。

*、**、***はそれぞれ10%、5%、1%水準で有意であることを示す。

強くなっている。収益率はいずれの時期においても有意な影響が観察されない。3種類の所有構造変数の影響がそれぞれ異なっている。具体的には、外国法人等保有比率はいずれの期間においても高い有意水準で配当比率に正の影響を及ぼしている。上10位株主保有比率は2010～2015年度になって配当に有意に影響するようになったが、その影響は負である。それに対して金融機関保有比率はいずれの期間においても有意な影響が観察されない。興味深いことに、不良債権比率は2006～2009年度にはいずれのモデルにおいても有意な影響は観察されず、2010～2015年度においては4つの推計モデルのうち、3つにおいて不良債権比率は配当比率に10%有意で負の影響を及ぼしており、外国人保有比率を考慮したモデルに限って規模や不良債権比率の影響が有意でなくなる。これは外国人株主の影響は他の変数と代替関係にあることを示唆する。なお、表には掲載していないが、2006年度以降の時期についても、規制強化の代理変数を「資金注入ダミー」あるいは「業務改善ダミー」と定義し、他の変数との交差項を説明変数とした推計を行った。規制強化変数と他の変数との交差項の係数はいずれも有意とならず、それ以外の変数の影響は表10とほとんど変わらない。そういう意味でこの時期において規制側要因による配当への影響はほとんどない。

コントロール変数として配慮した所有構造の変数の影響は、三種三様になっている。所有構造と配当との関係を解明することは本研究の議論範囲を超えるので、ここで以下の指摘にとどめておきたい。大株主は経営情報を把握するインセンティブが強いのでインサイダーの存在に近い。彼らの存在によって外部投資家と経営者との利益対立の問題が緩和されることが考えられる。その分シグナルやガバナンス手段として配当に頼る必要性が低くなる。しかし、金融機関保有比率は銀行同士の保有関係を表し、これがコーポレート環境の改善に貢献しないかもしれない。また、短期収益を重視する外国投資家は、配当支払いに圧力をかけるだけでなく、もともと配当性向の高い投資対象を求めたがるのが考えられる。いずれにしても表7の結果と比べて所有構造から配当への影響は、2005年度以前ほとんど観察されなかった現象であり、これについて今後さらに究明が必要である。

以上のことを総合すると、不良債権処理が一段落した後、リーマン・ショックの時期を含む

2006～2009年度の時期と比べて2010年度以降の時期においては、配当政策は不良債権の影響を受けようになり、他の変数も説明力が高くなった。そういう意味で銀行のガバナンス環境は改善されたといえよう。

6 結 論

本研究は、日本の銀行業の配当政策についていくつかの点を明らかにした。

日本の銀行の配当は、配当総額で判断しても、有配比率や1株当たり配当据置比率で見ても、1980年代から2000年まできわめて安定的に推移していた。1990年代後半において銀行部門は巨額の損失を計上したにもかかわらず配当はほぼ同じ水準に維持されており、短期収益の下落に応じて経営者が配当をただちに調整しないという傾向は日本の銀行業において強く観察されている。また、Fama and French モデルは部分的には銀行配当政策の説明に有効になっている。不良債権の存在は容認期において銀行の配当に影響を及ぼさなかった。しかし、「金融再生プログラム」が実施された後の時期になってから有意に配当政策に影響するようになり、不良債権比率が高い銀行ほど、配当額が削減される程度が高くなることは、規制強化後になって初めて観察された。この点は、自己株式取得を配慮した場合、また配当政策のあり方を無配ダミーで見ると、不良債権を破綻更正等債権に限定した場合あるいは規制強化を業務改善命令の発動で見ると、いずれも同じ傾向が観察されている。2006年度以降、リーマン・ショックの影響を受けた時期には、説明要因のうち有意な影響を持つものが少ないが、2010年度以降については、規制強化の影響は観察されないものの、不良債権比率をはじめ、有意性を持つ説明要因が増えた。これは2010年度以降、銀行のガバナンス環境が改善されたことを示唆する。

これらの結果は、銀行に対する外部投資家のガバナンスの限界を示すとともに、不良債権問題に対する規制当局の取り組みの変化を反映するものと解釈できる。また、この結果は、とくに金融危機時における規制当局の役割がきわめて重要であることを示唆する。

残された課題は次のとおりである。

Fama and French モデルはアメリカの銀行についても当てはまることが Abreu and Gulamhusen (2013) などによって確認されている。しかし、日本の銀行については、それが部分的にしか説明力を持たない。これは不良債権処理期間における一時的現象なのか、それとも日本の銀行業に特有なものなのかについてさらなる研究が必要である。また厳格期における不良債権と配当政策との負の相関は本研究では規制当局の圧力として解釈しているが、そのような圧力は長期的観点から銀行経営にどのような影響を及ぼすか、現段階では検討は不十分である。さらに、不良債権が軽減される原因について直接検証していない。また2010年度以降、各所有構造を示す変数の影響は多様であり、これに関してさらなる理論的ないし実証的検討が必要である。これらの問題は今後の研究で解明したい。

(横浜市立大学)

投稿受付2017年6月6日、最終稿受理2017年12月25日

[参考文献]

池尾和人編 (2009) 『不良債権と金融危機』第8章、慶應義塾大学出版会。

石川博行 (2010) 『株価を動かす配当政策』中央経済社。

鹿野嘉昭 (2013) 『日本の金融システム (第3版)』東洋経済新報社。

竹中平蔵 (2006) 『構造改革の真実 竹中平蔵大臣日記』日本経済新聞社。

西村吉正 (2009) 「不良債権処理政策の経緯と論点」池尾和人編『不良債権と金融危機』第8章、慶應義

- 塾大学出版会, pp. 251-283.
- 深尾光洋 (2003) 『検証銀行危機』 日本経済新聞社.
- 星岳雄・A. カシャップ (2013) 『何が日本の経済成長を止めたのか——再生への処方箋』 日本経済新聞社.
- 松本穰 (1999) 「資産再評価について」 『明大商学論叢』 第81巻第3-4号, pp. 267-288.
- Abreu, J. and M. Gulamhussen (2013) "Dividend Payouts: Evidence from U. S. Bank Holding Companies in the Context of the Financial Crisis," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, pp. 54-65.
- Allen, F. and R. Michaely (2003) "Payout Policy," in Constantinides, G., M. Harris and R. Stulz eds. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier Science Publisher B.V. pp. 337-429.
- Ashraf, B. N., B. Bibi and C. Zheng (2016) "How to Regulate Bank Dividends? Is Capital Regulation an Answer?" *Economic Modeling*, Vol. 57, pp. 281-293.
- Bhattacharya, S. (1979) "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'the Bird in the Hand' Fallacy," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270.
- Black, F. (1976) "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, No. 2, pp. 5-8.
- Chakraborty, S. and J. Peek (2016) "Lending to Unhealthy Firms in Japan during the Lost Decade: Distinguishing between Technical and Financial Health," Federal Reserve Bank of Boston, Working Papers, No. 16-22.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1990) "Dividend Policy and Financial Distress: an Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms," *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 5, pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. Skinner (2009) "Corporate Payout Policy," *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, No. 2-3, pp. 95-287.
- Dewenter, K. and V. Warther (1998) "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms," *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 3, pp. 879-904.
- Easterbrook, F. (1984) "Two Agency Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 72, No. 4, pp. 650-659.
- Fama, E. and K. French (2001) "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, pp. 3-43.
- Floyd, E., N. Li and D. Skinner (2015) "Payout Policy through the Financial Crisis: the Growth of Repurchases and the Resilience of Dividends," *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, No. 2, pp. 299-316.
- Forti, C. and R. Schiozer (2015) "Bank Dividends and Signaling to Information-sensitive Depositors," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 56, pp. 1-11.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2010) "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Eight Lessons from Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No. 3, pp. 398-417.
- Hosono, K. and M. Sakuragawa (2003) "Soft Budget Problems in the Japanese Credit Market," Nagoya City University Discussion Papers in Economics, No. 345.
- Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- John, K. and J. Williams (1985) "Dividends, Dilution, and Taxes: a Signaling Equilibrium," *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 4, pp. 1053-1070.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny (2000) "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, pp. 1-33.
- Miller, M. and K. Rock (1985) "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 1031-1051.
- Onali, E., R. Galiakhmetova, P. Molyneux and G. Torluccio (2016) "CEO Power, Government Monitoring, and Bank Dividends," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 27, pp. 89-117.
- Peek, J. and E. Rosengren (2005) "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *American Economic Review*, Vol. 95, No. 4, pp. 1144-1166.
- Ross, S., R. Westerfield and B. Jordan (2013) *Fundamentals of Corporate Finance*, 10th ed., McGraw-Hill/Irwin.

《SUMMARY》

BANKS' DIVIDEND POLICY AND NON-PERFORMING LOAN
DISPOSAL*By* QING-YUAN SUI

Until the end of fiscal year 2002, official figures of non-performing loan in the banking industry had been increasing and banks' dividends were almost uncorrelated with the existence of non-performing loan. After fiscal year 2003, while the influences of the factors suggested by Fama and French were limited, the non-performing loans began to show negative and significant influences on dividends. We interpret this result as indicating the consequences of the regulatory enforcement.

(Yokohama City University)