

Waseda University  
Institute of Finance



## Working Paper Series

WIF-06-001 : June 2006

人的資産と配当政策：日本企業の実証分析

広田真一，山田宏昭

早稲田大学  
ファイナンス総合研究所

<http://www.waseda.jp/wnfs/nif/index.html>

# 人的資産と配当政策：日本企業の実証分析 \*

広田真一（早稲田大学商学部）

山田宏昭（ヤンセンファーマ株式会社経営企画本部）

2006年6月

## 要約

本稿の課題は、人的資産の重要性が企業の配当政策に与える影響を実証的に考察することにある。

企業の従業員が企業特種的な投資を行っている場合、株主のみならず従業員も将来の企業価値に対する何らかの請求権をもつことになる。すなわち、そうした従業員は、現在の時間・労力の投入の見返りとして、将来の高賃金、雇用保証、退職金などを暗黙のうちに求めていると考えられる。こうした状況では、企業は利益が出たからといってそれをすぐに株主に配当として支払ってしまうことは得策でない。従業員の企業特種的な投資へのインセンティブを確保するために、企業は利益をできるだけ社内に留保し、財務上の安定性を確保することで、従業員に将来の暗黙の契約を守ることを信用させる必要があるのである。

一方で、企業が株主資本を利用することが重要な場合には、株主に資本の抛出のインセンティブを与えるために、当期の利益を配当の形で支払うことにはある種の合理性がある。なぜなら、利益が企業内に留保されると、それは株主の将来の配当の増加につながる一方で、将来の従業員への支払いや雇用保証のために使われる可能性もあるからである。

われわれは、以上の仮説「従業員の企業特種的な投資が見られる企業ほど配当を抑制する」、「株主資本が必要な企業ほど配当を支払う」の現実妥当性を、日本企業の2000年度のデータを用いて実証的に検討した。実証結果は、概ね、上の両方の仮説を支持するものであった。

---

\* 本稿は、2005年日本ファイナンス学会で報告された。その際に、討論者の米澤康博氏をはじめ、学会参加者の方々に多くの有益なコメントをいただいた。記して感謝したい。

## 1 はじめに

本稿の目的は、人的資産の重要性が企業の配当政策に与える影響を実証的に検討することである。

日本においては、80年代の後半まで、企業経営に従業員重視という特徴があり、人的資産こそが日本の企業システムの核となるものであるといわれてきた(今井・小宮 [1989], 伊丹・加護野・伊藤 [1993a,1993b], 伊丹 [1987, 2000], 青木・奥野[1996], Nonaka and Takeuchi [1995]). しかしながら、この積極的な評価は、バブル崩壊と共に一転し、人的資産を支える長期雇用や年功序列制といった日本的雇用システムに関するコスト面が強調されるようになった。しかし、そうだからと言って、日本企業の人的資源の重要性は失われてしまったと見るのはあまりにも早計であろう。長期に渡る不況や外国人株主の株式保有比率の上昇、持合解消に代表されるような外部環境の変化が見られる近年においてさえ、従業員を重視しているとみられる企業が多々存在する(例えば、長期雇用を経営理念として標榜するキャノンなど)。また、長期雇用で育まれる企業文化が企業の競争力の源泉になっているという主張もある(岩井 [2003], 新原 [2003])。

人的資産の蓄積と日本的雇用システムが補完的な関係にあることは周知の事実であるが<sup>1</sup>、本稿では人的資産が企業の財務面に与える影響を検討する。日本企業は、一般的に、収益を配当の形で株主に支払うよりも、企業の中に内部留保として蓄積し、流動性資産等の形で保有する傾向がある。われわれは、こうした行動の背景には従業員の企業特種的な投資の重要性があるのではないかという仮説を立て、人的資産が配当政策に与える影響を考察する。

本稿で得られた実証結果は、以下のとおりである。人的資産の重要性が高い企業ほど、他の事情を一定として、増配を実施する確率が低い一方、減配を実施する確率が高い。すなわち、人的資産の重要性が高い企業は、利益を配当の形で社外に支払うことを抑制している。またそれに加えて、株主資本の必要性が低い企業(具体的には銀行借入比率が高い企業)ほど、増配を実施する確率が低く、減配を実施する確率が高いことも確認された。

この結果からすると、人的資産の重要性、銀行借入依存で特徴付けられてきた日本の伝統的な経営スタイルにおいては、配当が抑制されてきたことは容易に理解できる。

本稿の構成は以下の通りである。まず次節では、実証分析に先立ち、人的資産の重要性の持つ効果を理論的に考察し、配当政策に関する仮説が提示される。第3節は実証分析に割かれ、計量モデルの定式化を行うと共に、推計結果が報告される。最終節では、本稿の計測から得られた結果について考察する。

## 2. 仮説

---

<sup>1</sup> 例えば、青木・奥野 [1996] 参照。

## 2-1. 企業特殊的投资と人的資産

日本企業において、企業の従業員の高い技能と豊富な知識の蓄積が重要な機能をもつことは多くの論者によって主張されてきた(今井・小宮 [1989], 伊丹・加護野・伊藤 [1993a, 1993b], 青木・奥野 [1996], 伊丹 [1989, 2000], Nonaka and Takeuchi [1995]). その中でも特に、従業員が単に当面の企業の操業に参加するのみならず、彼らの現場での経験を通じた熟練や人間関係の形成が、企業特殊な人的投資となり、その蓄積である人的資産が企業の生産性を高めることが指摘されてきた。例えば、野中 [1999] の知識創造理論は、「組織は個人の持つ知識を共有し、増幅し、組織固有の知識を創造」<sup>2</sup>し、語り合えない知識や技能が他の企業が知り得ないノウハウとなり、他との差異化を築く源泉となると主張する。

従業員がこうした企業特殊な人的投資を行うには、それなりのインセンティブが必要なことはいうまでもない。すなわち、従業員の人的投資を確保するには、彼らに将来の企業価値に対する何らかの請求権があることを納得させることが重要である。「年功型賃金」という日本企業の賃金制度は、そのための仕組みの1つであると理解される。この年功型賃金のもとでは、従業員は若年期には貢献度(労働生産性)以下の賃金を受け取り、高年齢期には生産性以上の賃金を支払われることになる<sup>3</sup>。このことは、従業員が若年期に企業特殊な投資を行うと、高齢期にはそのリターンを受け取れることを意味する。また、退職金も同様に、従業員の企業の将来価値への請求権と捉えることができる。

さらには、長期雇用の制度自体が、人的投資を行った従業員が将来のリターンを雇用保証という形で得るしくみと理解することもできる。キヤノン社長の御手洗富士夫氏は、「この種の技や知恵は、雇用が不安定な現場から生まれにくいし、伝承もない。コスト高の要因と評判の悪い長期雇用が、ここでは知恵や技を育てる土壌となっている」<sup>4</sup>と明言し、従業員の知識創造を通じた人的資産の蓄積が、長期雇用によって支えられていることを示唆している。また、Mincer and Higuchi [1988]、樋口・新保・山口 [2000]の実証分析は、従業員の能力開発投資の収益力が高い企業ほど、また研究開発を熱心に行っている企業ほど、雇用の調整速度が遅くなることを実証的に示している。

## 2-2. 人的資産の重要性と財務政策

しかし、従業員の企業特殊な人的投資に対するリターンと考えられるもの(将来の高賃金、退職金、雇用の保証など)は、いずれも法的に保障されたものではない。これらはあくまでも暗黙の契約であり、将来の企業の状況によっては従業員にそうしたリターンが与えられないこともありうる。例えば、将来企業が第三者によってテイクオーバーされた場合には、大幅な賃下げや雇用の削減が行われるかもしれない(いわゆるホールドアップ問題、

---

<sup>2</sup> 野中 [1999], pp.68

<sup>3</sup> 賃金プロファイルの傾きと、労働のインセンティブと定年の関係に関する先駆的業績として Lazear[1979]を挙げることができる。Shimada[1981]は、日本の大企業における賃金体系の特色として勤続年数による賃金上昇が他国と比較してより大きいという指摘をしている。

<sup>4</sup> 「日本経済、悲観論に根拠なし」朝日新聞、2003年4月20日

岩井 [2003] 参照). そうした可能性があるため、従業員に企業特種的な投資を行うインセンティブが低下するため、人的資産が重要だと考える企業はこの問題に何らかの形で対処しなければならない。岩井 [2003] は、日本企業同士で広範に行われてきた株式持合いがこの問題を解決してきたと主張する。

そして、従業員に将来のリターンが実現することを納得させる上で、きわめて重要な要素と思われるものが、企業の財務的安定性である。もし、企業が倒産して存続できなくなった場合には、企業特種的な人的資産は価値がなくなり、従業員は自らの投資のリターンを得られなくなる。また、企業がなんとか存続はできるとしても、財務危機に陥るような場合には、新たな資本の注入(株式発行または銀行等からの借入など)が必要となり、その資本の出し手を納得させるために従業員の賃下げやリストラ、退職金のカットなどが必要になるかもしれない。従業員がこれらの事態を予想すると、企業特種的な人的投資を行うインセンティブは低下するであろう。従って、人的資産がその競争力の源泉となる企業では、財務上の安定性を確保することが重要になると考えられる。そして、企業が財務上の安定性を確保するためには、株主への配当を抑えて、内部留保の充実を図ることが重要な政策であるといえる<sup>5</sup>。以上のことから、「企業特種的な人的投資が重要な企業では、配当を抑制する傾向がある」との仮説が得られる。

日本企業の配当政策は一般に、一株あたり配当金を利益に応じて変動させず、安定的に維持する傾向が強いといわれてきた<sup>6</sup>。実際、実証研究においても利益率が高い企業の配当性向が低くなっていることが報告されている(安田 [1997])。このように利益が上昇しても配当を増加させず、安定的に維持する傾向が強いことは、人的資産の重要性によるものと推察される<sup>7</sup>。

人的資産に競争力の源泉を求める企業の対極に位置するのが株主資本の重要性の高い企業ではなかろうか。株主資本の重要性の高い企業においては、資本の提供者(株主)にそれ相応のリターンを与えることが重要である。なぜなら、それができないと資金調達に難しくなり、企業の競争力を失うことに繋がりうるからである。標準的なファイナンスの理論に基づけば、内部留保は他の外部資金と共に設備投資資金として用いられ、将来の配当の増

---

<sup>5</sup> 実際、Kester [1991] は、インタビューを通じて日本の大企業の財務政策と雇用政策の間には、密接な関係があることを見出している。それによれば、企業が十分な現金保有量を確保するのは、従業員との暗黙の契約(例えば終身雇用や退職金の約束)に企業がコミットしていることを示す手段といえるからであり、究極的には従業員の現金の使途に対する心配が、経営陣が配当を支払うことを阻止している、と記している。

<sup>6</sup> 例えば、広田 [1992] は、「日本企業は増減益にかかわらず、配当を据え置く傾向がみられる」としている。

<sup>7</sup> 本稿と同様に日本企業における人的資産の重要性に着目して配当政策について分析した先行研究に、松浦 [2001] を挙げることができる。そこでは、従業員の大規模削減と減配・無配の分析を通じて、企業の損失負担のありかたを検証している。そして企業経営の悪化による損失・費用負担は従業員と株主にシェアされているが、それはまず減配・無配というかたちで負担され、ついで従業員削減により負担されていることが示されている。このことは多分に従業員の交渉力が強いことを反映している可能性があるとしている。

加、ひいては現在のキャピタル・ゲインとなるため、内部留保も結局は配当同様に株主の利益となるといわれる。しかし、上記のように、日本企業においては蓄積された内部留保は、必ずしも株主の利益につながるとは限らない。それによって企業内に蓄積された資産は、将来の従業員へのリターン(高賃金、雇用保証、退職金など)として用いられる可能性がある<sup>89</sup>。このことから、第2の仮説、「株主資本の重要性の高い企業では、(内部留保を蓄積することよりも)株主への配当を実施する傾向がある」を導くことができる。

株主資本の重要性が相対的に低い企業としては、銀行との結びつきが強い企業を挙げることができる。こうした企業では、必要な資金を新株発行でなく銀行からの借り入れによってまかなうことができる。そのため、企業の株主資本に対する依存度が低くなり、配当を支払う必要性が比較的低いと考えられる。従って、銀行借入依存度の高い企業ほど、配当支払いが抑制されると期待される。

### 3. 実証分析

本章では、人的資産の重要性の配当政策に対する効果に関する実証分析の結果を報告する。その際にまず問題にしなければならないことは、企業の配当政策を何で測るかである。これに関しては、配当性向(配当金 / 1株当たり利益)を用いるのが1つの案であるが、その値は企業の配当政策よりむしろ企業の利益の変動の影響を強く受けるという欠点がある。また企業の利益がマイナスになった場合には、配当金 / 1株当たり利益の値は意味がなくなる。

そこで、以下の分析では、企業の配当の増減に注目し、各企業が前年に比べて配当を増やすか(増配)、前年と同じ額にするか(据置)、前年より配当を減らすか、という行動が何によって決まってくるか考察する。前節で述べた仮説が正しいとすると、(1)人的資産が重要な企業ほど、他の事情を一定にして、増配を選ぶ確率が低く、また減配を選ぶ確率が高い、(2)株主資本が重要な企業ほど、他の事情を一定にして、増配を選ぶ確率が高く、また減配を選ぶ確率が低い、という関係がみられることになる。

#### 3.1 サンプルとデータ

本稿の分析対象は上場企業のうち3月期決算に属する企業であり<sup>10</sup>、2000年度(2001年3月期)のクロスセクションデータを用いる。

このオリジナルのサンプルから、分析対象年度の前年度にあたる1999年度(2000年3月

---

<sup>8</sup> 米澤 [1996]、年金資金運用研究センター [1998] 参照。

<sup>9</sup> 勿論、内部留保が必ずしも株主のために用いられないとする可能性は日本以外の国においても指摘されている。このため配当はa bird in hand(確実な収益)と呼ばれる。

<sup>10</sup> 東京・大阪・名古屋の3証券取引所の第一部、第二部および新興市場(ジャスダック、マザーズ、ヘラクレス、アンビシャス、Qボード、セントレックス、RIET)に上場している企業(いずれも金融・保険を除く)を対象としている。

期)に無配の企業をサンプルから除去した。その理由は、前年度に無配の企業は、今期に配当水準を引き下げるという選択ができないため、そうした企業をサンプルに含めると、バイアスが生じると考えたからである。また、そのうえで、以下の分析に使用する全てのデータが利用可能でない企業を除去した結果、最終的なサンプルは 793 社となった。なお企業の財務データに関しては、日本政策投資銀行の『企業財務データバンク』を用いた。

本稿では、人的資産の重要性の定量化にあたり以下の 3 つの変数を用いる。まず、人的資産の重要性の第一の指標として、無形資産比率(*INT*)を用いる。無形資産は、企業経営における知識集約度、あるいは人材への依存度を示していることから、人的資産の重要性の尺度となりうる。具体的には、長岡他 [2003] の無形資産の定義を用いて、無形資産関連投資総額を研究開発費と広告・宣伝費の和とし、有形資産関連投資総額を設備投資額で求める。そして、無形資産比率として [無形資産関連投資総額 / (無形資産関連投資総額 + 有形資産関連投資総額)] を計算する。

人的資産の重要性の第二の指標としては、従業員の平均勤続年数(*EMPSE*)を用いる。従業員の平均勤続年数は、従業員の企業特長的投資の蓄積の代理変数とみなせるであろう。従って、これが長い場合には、人的資産の重要性が高い企業といえる。

第三の指標としては、労働分配率(*WVA*)を用いる。付加価値<sup>11</sup>に占める人件費の大きさを定義される労働分配率は、従業員の利益を代表するものであり、同時に経営における従業員の貢献を示していると考えられる。

次に、企業経営における株主資本の重要性を測る指標としては、銀行借入依存度(*BK*: 借入金 / 総資産)を用いる。この値の高い企業は、資金は主として銀行からの借り入れでまかなうため、株式による資金調達の実質的な必要性が低いと考えられる。また、日本企業の場合、かつては株主資本の多くの部分が持ち合い株式であったが、1990 年代後半以降、企業同士が互いに持ち合い株を売りあうことによって、実質的な株式による資金調達を行っている。その際に、資金を提供して株式を取得した主な主体としては、外国人株主が挙げられよう。そこで本論では、外国人持株比率(*FRGN*)を株主資本の重要性の指標として用いることにする。

### 3.2 記述統計分析

表 1 は、サンプル企業の 1 株当たり配当の前年比の増減をまとめたものである。全サンプル 793 社のうち、214 社(27.0%)が増配、465 社(58.6%)が据置、114 社(14.4%)が減配と

---

<sup>11</sup> 付加価値は、各企業の財務データより、「製造原価明細書」および「販売費および一般管理費明細書」における人件費、減価償却費、特許使用料、租税公課に該当する項目の総和を求め、これに営業損益を加えた値とする。

表 1 利益変動と増減配の状況

	増配		据置		減配		合計	
増益	173	39.9%	231	53.2%	30	6.9%	434	100.0%
減益	41	11.4%	234	65.2%	84	23.4%	359	100.0%
合計	214	27.0%	465	58.6%	114	14.4%	793	100.0%

なっている。すなわち、全体の 6 割弱の企業が安定配当政策をとっているが、増配、減配の企業も適度に存在していることは、われわれの分析の目的(配当政策の変化を分析する)からみて望ましいといえよう。かつては、安定配当といわれた日本企業も 2000 年時点ではかなり変化してきているようである。

サンプルを増益企業(前年よりも 1 株当たり利益が増加した企業)と減益企業(前年よりも 1 株当たり利益が減少した企業)に分けて配当政策の動向を見ると、やはり増益企業では増配の企業が減配の企業よりも多く(39.9%と 6.9%)、減益企業では減配の企業が増配の企業よりも多い(23.4%と 11.4%)。

表 2-1、表 2-2 は、企業の増配、減配の行動が、人的資産の重要性によって変わってくるかどうか、また株主資本の重要性によって変わってくるかどうかをみたものである。まず、表 2-1 は増益企業をサンプルにして、企業特性を示す諸比率(*INT*, *EMPSE*, *WVA*, *BK*, *FRGN*)のそれぞれが上位 4 分の 1 (高)と下位 4 分の 1 (低)のサンプルを取り出し、その増配企業の割合と減配企業の割合を比較したものである。これをみると、*EMPSE*が高い企業は低い企業に比べて増配をしている企業の割合が低い(31.7% vs. 51.4%、この差は 0.1%水準で有意)。また *WVA* に関しても同じく有意な差がある。すなわち、人的資産が重要な企業ほど利益が増加しても増配をせず、内部留保を充実させていることがわかる。また、逆に株主資本が重要な企業(*FRGN*が高い企業)はそうでない企業(*FRGN*が低い企業)に比べて、利益が増加した時に増配する企業の割合が有意に高い(51.4% vs. 32.1%)。

続いて表 2-2 は減益企業をサンプルにしたものである。これをみると、*WVA*が高い企業は低い企業に比べて減配をしている企業の割合が高い(40.0% vs. 17.8%、この差は 0.1%水準で有意)。このことから、人的資産が重要な企業は、企業の利益が減少したときに配当を減らすことにより、少しでも内部留保を確保しようとしていることがうかがえる。一方、株主資本が重要とみられる企業(*BK*が低い企業、*FRGN*が高い企業)はそうでない企業(*BK*が高い企業、*FRGN*が低い企業)に比べて、減配を選択している企業の割合が有意に低い。このことは、株主資本が重要な企業では、たとえ企業の利益が減少しても、株主を納得させるために配当を減らさないという行動をとりやすいことを示している。

以上の表 2-1、2-2 の結果は、われわれの 2 つの仮説(人的資本が重要な企業ほど配当を抑制する、株主資本が重要な企業ほど配当を払う)を支持している。



表 2-1 企業特性と配当状況(増益企業)

		企業数		増配企業数		比率の差 [p-value]		据置企業数		減配企業数		比率の差 [p-value]	
INT	高	109	100.0%	44	40.4%	0.9%	[0.890]	56	51.4%	9	8.3%	-1.8%	[0.639]
	低	109	100.0%	43	39.4%			55	50.5%	11	10.1%		
EMPSE	高	104	100.0%	33	31.7%	-19.6% ***	[0.000]	65	62.5%	6	5.8%	2.1%	[0.469]
	低	109	100.0%	56	51.4%			49	45.0%	4	3.7%		
WVA	高	109	100.0%	30	27.5%	-24.8% ***	[0.000]	68	62.4%	11	10.1%	5.5%	[0.119]
	低	109	100.0%	57	52.3%			47	43.1%	5	4.6%		
BK	高	109	100.0%	43	39.4%	-6.4%	[0.338]	56	51.4%	10	9.2%	2.8%	[0.449]
	低	109	100.0%	50	45.9%			52	47.7%	7	6.4%		
FRGN	低	109	100.0%	35	32.1%	-19.3% ***	[0.004]	65	59.6%	9	8.3%	2.8%	[0.422]
	高	109	100.0%	56	51.4%			47	43.1%	6	5.5%		

表 2-2 企業特性と配当状況(減益企業)

		企業数		増配企業数		比率の差 [p-value]		据置企業数		減配企業数		比率の差 [p-value]	
INT	高	90	100.0%	8	8.9%	-11.1% **	[0.034]	63	70.0%	19	21.1%	-5.6%	[0.382]
	低	90	100.0%	18	20.0%			48	53.3%	24	26.7%		
EMPSE	高	88	100.0%	5	5.7%	-11.2% **	[0.019]	59	67.0%	24	27.3%	3.7%	[0.574]
	低	89	100.0%	15	16.9%			53	59.6%	21	23.6%		
WVA	高	90	100.0%	4	4.4%	-17.8% ***	[0.000]	50	55.6%	36	40.0%	22.2% ***	[0.001]
	低	90	100.0%	20	22.2%			54	60.0%	16	17.8%		
BK	高	90	100.0%	8	8.9%	-4.4%	[0.343]	50	55.6%	32	35.6%	21.1% ***	[0.001]
	低	90	100.0%	12	13.3%			65	72.2%	13	14.4%		
FRGN	低	90	100.0%	8	8.9%	-3.3%	[0.467]	54	60.0%	28	31.1%	13.3% **	[0.037]
	高	90	100.0%	11	12.2%			63	70.0%	16	17.8%		

### 3.3 Ordered Probit による配当選択確率の分析

それでは次に、われわれの仮説の妥当性をより詳しく検討するために、回帰分析を実行してみよう。配当の増配、据置、減配といった決定は、明らかに順序付けられた変数である。そのため、実証上の手法としては、Ordered Probit(順序プロビット法)が適当である。ここでは、実際に用いる被説明変数として、「増配」の場合に 2, 「据置」の場合に 1, 「減配・無配」の場合に 0 を当てはめ、数値化したものを用いる。

説明変数としては以下のものを用いる。

まず、先ほどから利用している人的資産の重要性を示す指標、(1) *INT*: 無形資産比率, (2) *EMP SER*: 平均勤続年数, (3) *WVA*: (労働分配率)を用いる。これらの人的資産関連指標は、配当変更確率に対し、負の影響を与えると考えられる。さらに、株主資本の重要性の代理変数として、外国人持株比率(*FRGN*)と銀行借入依存度(*BK*)をそれぞれ採用する。前者は、配当変更確率に対し正、後者は負の効果を持つと期待される。

また、他に企業の配当政策に与える可能性のある変数をコントロール変数として説明変数に含める。まず、企業の成長性の指標として(1) *DSLS*: 過去 5 年間の平均売上高成長率, または(2) *PER*: 株価収益率を、企業規模を示す変数として総資産の対数値(*SIZE*), 企業利潤の前期からの変化を表す変数として *D\_EPS*(1 株あたり利益成長率)を、そして前期の配当水準として、*D1*(1 期前の 1 株あたり配当金)を加える。なお、各変数の基本統計量と相関係数は表 3, 表 4 に要約されている。

表 3 基本統計量

	Mean	Std.Dev
<i>INT</i>	0.256	0.200
<i>EMP SER</i>	16.421	3.610
<i>WVA</i>	0.636	0.208
<i>FRGN</i>	7.018	9.245
<i>BK</i>	0.136	0.138
<i>DSLS</i>	0.020	0.054
<i>PER</i>	53.959	302.384
<i>SIZE</i>	7.823	0.560
<i>D_EPS</i>	-1.429	13.804
<i>D1</i>	21.797	292.244

表 4 相関係数

	<i>INT</i>	<i>EMPSER</i>	<i>WVA</i>	<i>FRGN</i>	<i>BK</i>	<i>DSLS</i>	<i>PER</i>	<i>SIZE</i>	<i>D_EPS</i>	<i>D1</i>
<i>INT</i>	1									
<i>EMPSER</i>	-0.120	1								
<i>WVA</i>	-0.015	0.273	1							
<i>FRGN</i>	0.219	-0.064	-0.316	1						
<i>BK</i>	-0.242	0.123	0.158	-0.325	1					
<i>DSLS</i>	0.157	-0.355	-0.266	0.247	-0.158	1				
<i>PER</i>	-0.001	0.000	0.005	0.033	-0.022	-0.011	1			
<i>SIZE</i>	0.221	0.146	-0.272	0.622	-0.223	0.160	0.060	1		
<i>D_EPS</i>	-0.018	-0.084	-0.200	0.075	-0.074	0.113	0.031	0.074	1	
<i>D1</i>	0.006	0.030	-0.046	0.031	-0.028	-0.015	-0.004	0.107	0.007	1

Ordered Probitモデルによる推計結果は、表 5-1 にまとめられている。まず、人的資産の重要性が配当選択確率に対しどのような影響を持つか報告する。成長機会の代理変数として *DSLS*(過去 5 年間平均売上高成長率)を用いた(1)式の推計結果では、*INT*が有意に負であり、*INT*が高い企業ほど、減配を選択する確率を高め、増配を選択する確率を低めることを示している(*p-value*は 0.056)<sup>12</sup>。*WVA*の係数も同様に有意に負である(*p-value*は 0.000)。これらの結果は、人的資産が重要な企業では、配当を抑制し内部留保を蓄積する傾向があることを示している。なお、*EMPSER*については、前節の記述統計分析の結果とは異なり、ここでの分析では有意な結果を得られなかった。

次に、銀行借入依存度を示す *BK* は、想定どおり有意に負であり、資金調達において株主資本への依存が低い企業ほど、減配を選択する確率が高く、増配を選択する可能性が低いことが示されている(*p-value* は 0.026)。他方、株主資本の重要性のもう 1 つの代理変数である *FRGN*については、有意な結果を得られなかった。

以上のことから、人的資産の重要性、または株主資本の重要性が、企業の配当行動に有意な影響を与えるというわれわれの仮説は概ね支持されたといえよう。なお、コントロール変数のうち、利益の成長率の *D\_EPS*は有意に正であり、企業の利益が増加するほど、増配の選択確率が高くなることが確認できる(*p-value* は 0.006)。一方、(1)式において、企業の成長性を表す *DSLS* は有意に正となった。一般に、金融市場の情報の非対称性のもとでの配当行動の仮説では、将来の成長性が高い企業ほど配当支払いを抑えて内部留保を選好するとされる。*DSLS*の係数が正であることは、この情報の非対称性仮説とは矛盾する結果である。

<sup>12</sup> 成長機会の代理変数として、*DSLS*の代わりに*PER*を用いた(2)式では、*INT*は有意な結果を得られていない。

表 5-1 Ordered Probit による配当選択確率分析

		被説明変数			
		減配=0, 据置=1, 増配=2			
説明変数	予想される符号	(1)		(2)	
<i>C</i>		2.530	[.002] ***	2.807	[.000] ***
<i>INT</i>	—	-0.427	[.056] *	-0.356	[.102]
<i>EMPSER</i>	—	0.014	[.300]	0.001	[.951]
<i>WVA</i>	—	-1.949	[.000] ***	-2.022	[.000] ***
<i>FRGN</i>	+	-0.003	[.677]	0.000	[.957]
<i>BK</i>	—	-0.732	[.026] **	-0.731	[.024] **
<i>DSLS</i>		3.112	[.000] ***		
<i>PER</i>				0.000	[.842]
<i>SIZE</i>		-0.023	[.823]	-0.023	[.821]
<i>D_EPS</i>		0.010	[.006] ***	0.011	[.002] ***
<i>D1</i>		0.000	[.468]	0.000	[.427]
<i>NOB</i>		774		793	
log-likel.		-674.747		-696.889	
R2		0.145		0.129	

[ ]内は p-value. \*\*\*, \*\*, \*は係数推定値が 1, 5, 10%水準で有意であることを示す。

表 5-2 Ordered Probit による配当選択確率分析 (限界効果)

説明変数	(1)			(2)		
	Prob [y=0]	Prob [y=1]	Prob [y=2]	Prob [y=0]	Prob [y=1]	Prob [y=2]
<i>INT</i>	0.087	0.049	-0.136	0.074	0.039	-0.113
<i>EMPSER</i>	-0.003	-0.002	0.004	0.000	0.000	0.000
<i>WVA</i>	0.397	0.224	-0.621	0.421	0.219	-0.640
<i>FRGN</i>	0.001	0.000	-0.001	0.000	0.000	0.000
<i>BK</i>	0.149	0.084	-0.233	0.152	0.079	-0.232
<i>DSLS</i>	-0.634	-0.358	0.992			
<i>PER</i>				0.000	0.000	0.000
<i>SIZE</i>	0.005	0.003	-0.007	0.005	0.002	-0.007
<i>D_EPS</i>	-0.002	-0.001	0.003	-0.002	-0.001	0.004
<i>D1</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

### 3.4 Probit による配当選択確率の分析

前節では、Ordered Probit モデルによって、企業の配当変更確率に関する回帰式を推計し、人的資産の重要性が高く、株主資本の重要性が低い企業は、配当を抑制する傾向があることがわかった。そこで次に、Probit モデルを用いて、企業が増配するか否か、また企業が減配するか否かの決定行動を別々に検討してみよう。具体的には、増配の場合に 1、それ以外(据置・減配)を 0 とするモデルと、減配を 1、それ以外(据置・増配)を 0 とするモデルを別々に推計する。

我々の仮説から予想される推計結果は次のようなものである。

#### [増配(1)・それ以外(0)のモデル]

- ・ 人的資産の重要性の高い企業では、他の事情を一定として、配当を抑制するため、*INT*, *EMPSE*, *WVA* は負の効果をもつ。
- ・ 株主資本の重要性の高い企業では、他の事情を一定として、配当を増加させる傾向があるため、*FRGN*は正、*BK*は負の効果をもつ。

#### [減配(1)・それ以外(0)のモデル]

- ・ 人的資産の重要性の高い企業では、他の事情を一定として、配当を抑制するため、*INT*, *EMPSE*, *WVA* は正の効果をもつ。
- ・ 株主資本の重要性の高い企業では、他の事情を一定として、配当を増加させる傾向があるため、*FRGN*は負、*BK*は正の効果をもつ。

一方で、企業の配当政策を検討する際の伝統的なアプローチの 1 つとしては、情報の非対称性のもとでの配当のシグナル効果に注目するものがある。例えば、Dewenter and Warther [1998] は、企業系列に属する日本企業が独立系の日本企業より(また米国企業より)頻繁に減配を行うことを報告している。彼らの説明は次のようなものである。通常の企業においては、減配は資本市場への bad signal となるため、企業は減配を極力避けようとする。その結果、企業が配当をスムージングするため、減配、増配が起こりにくい。それに対して、系列企業においては、すでに情報の非対称性の問題が緩和されているために、減配が必ずしも悪いシグナルとはならない。したがって、系列企業は配当のスムージングの必要がなく、その時々企業の業績に応じて減配、増配が選択されることになるというのである。

情報の非対称性に着目した彼らの想定に基づくと、非対称情報の代理変数となりうる *INT*(無形資産比率)が低い企業と、非対称情報の問題が緩和されると考えられる *BK*(借入依存度)の高い企業では、配当をスムージングする必要性が低いため、配当を頻繁に変更すると考えられる。従って、彼らの想定からは、増配するか (1)否か (0) の推定式でも、また減配するか(1)否か(0)の推定式でも、*INT* の係数の符号は－、*BK* の係数の符号は＋となると予想される。

Probit 分析の推計結果は、表 6-1、表 6-2 にまとめられている。まず、表 6-1 で、増配に

対し企業特性がどのような効果を持つかを報告する。成長機会の代理変数として *DSLS* を用いた場合、人的資産の重要性のうち、*INT*と *WVA* が有意に負となっている(*p*-value はそれぞれ 0.083 と 0.000, 限界効果はそれぞれ-0.140 と-0.653)。すなわち、人的資産の重要性が高いほど、増配を選択する確率を引き下げることが示されている。他の変数を見ると、*BK*は有意に負(*p*-value は 0.024, 限界効果は-0.291), *FRGN*は非有意となっている。また、成長機会の代理変数として *DSLS*の代わりに *PER*を用いた推計では、*INT*が有意性を失う一方で *EMPSE*R が負に有意となっている(*p*-value は 0.008, 限界効果は-0.013)。なお、*BK*, *FRGN*についての計測結果は、推計式(1)と同様である。

ここまでの増配の場合を 1, そうでない場合を 0 とするダミー変数を被説明変数とした推計結果を要約すると、全般的にみて人的資産の重要性と銀行借入依存度は、増配選択確率を引き下げる効果を持ち、我々の仮説を支持している。また、表 6-1 の推計で銀行借入依存度の符号がマイナスであることは、日本企業の配当の変化を情報の非対称性の程度で説明しようとする仮説 (Dewenter and Warther [1998]) が支持されないことを示している。

それでは次に、企業が減配するか否かの決定に企業特性がいかなる影響を与えているかをみよう。表 6-2 にその推計結果がまとめられている。まず成長機会の代理変数として *DSLS*を用いたケースを見ると(コラム 3), 人的資産の重要性を示す変数のうち、*WVA* が有意に正となっており、われわれの仮説(人的資産の重要性が高いほど、減配の選択確率が高い)を支持している(*p*-value は 0.000, 限界効果は 0.421)。他方、*EMPSE*R は有意に負となっており(*p*-value は 0.080, 限界効果は-0.007), 符号条件を満たしていない。表 6-1 の増配に関する分析においても *EMPSE*R が負に有意であったことを勘案すると、*EMPSE*R は増配および減配を選択する確率を引き下げる効果を持つこと(すなわち、据置を選択する確率を高める効果を持つこと)を示唆している。また、*BK* は有意に正となっており、減配の選択確率を高める効果を持つことを示している(*p*-value は 0.010, 限界効果は 0.234)。また、*FRGN* については有意な結果を得られなかった。なお、成長機会の代理変数として *DSLS* に代えて *PER*を用いた推計も試みたが(コラム 4), 結果は不変であった。

表 6-1 Probit による配当選択確率分析 [増配(1)・それ以外(0)]

		被説明変数	
		増配=1, それ以外=0	
説明変数	予想される符号	(1)	(2)
<i>C</i>		1.862 [.066] *	2.326 [.019] **
<i>INT</i>	—	-0.486 [.083] *	-0.361 [.186]
<i>EMPSE</i>	—	-0.022 [.200]	-0.044 [.008] ***
<i>WVA</i>	—	-2.262 [.000] ***	-2.393 [.000] ***
<i>FRGN</i>	+	0.005 [.526]	0.009 [.245]
<i>BK</i>	—	-1.009 [.024] **	-1.010 [.021] **
<i>DSLS</i>		4.675 [.000] ***	
<i>PER</i>			0.000 [.529]
<i>SIZE</i>		-0.032 [.795]	-0.031 [.798]
<i>D_EPS</i>		0.020 [.026] **	0.022 [.011] **
<i>D1</i>		-0.039 [.000] ***	-0.038 [.000] ***
dP/d <i>C</i>		0.538	0.687
dP/d <i>INT</i>		-0.140	-0.107
dP/d <i>EMPSE</i>		-0.006	-0.013
dP/d <i>WVA</i>		-0.653	-0.707
dP/d <i>FRGN</i>		0.001	0.003
dP/d <i>BK</i>		-0.291	-0.298
dP/d <i>DSLS</i>		1.350	
dP/d <i>PER</i>			0.000
dP/d <i>SIZE</i>		-0.009	-0.009
dP/d <i>D_EPS</i>		0.006	0.006
dP/d <i>D1</i>		-0.011	-0.011
NOB		774	793
log-likel.		-396.172	-414.718
R2		0.146	0.119

[ ]内は p-value. \*\*\*, \*\*, \*は係数推定値が 1, 5, 10%水準で有意であることを示す。

表 6-2 Probit による配当選択確率分析 [減配(1)・それ以外(0)]

		被説明変数	
		減配・無配=1, それ以外=0	
説明変数	予想される符号	(3)	(4)
<i>C</i>		-2.344 [.043] **	-2.527 [.028] **
<i>INT</i>	+	0.067 [.829]	0.113 [.709]
<i>EMPSE</i>	+	-0.033 [.080] *	-0.033 [.062] *
<i>WVA</i>	+	2.058 [.000] ***	2.093 [.000] ***
<i>FRGN</i>	-	0.006 [.487]	0.007 [.444]
<i>BK</i>	+	1.143 [.010] ***	1.138 [.009] ***
<i>DSLS</i>		-0.203 [.872]	
<i>PER</i>			-0.001 [.091] *
<i>SIZE</i>		0.027 [.856]	0.053 [.721]
<i>D_EPS</i>		-0.009 [.023] **	-0.009 [.024] **
<i>D1</i>		0.000 [.915]	0.000 [.917]
dP/d <i>C</i>		-0.480	-0.514
dP/d <i>INT</i>		0.014	0.023
dP/d <i>EMPSE</i>		-0.007	-0.007
dP/d <i>WVA</i>		0.421	0.426
dP/d <i>FRGN</i>		0.001	0.001
dP/d <i>BK</i>		0.234	0.232
dP/d <i>DSLS</i>		-0.042	
dP/d <i>PER</i>			0.000
dP/d <i>SIZE</i>		0.006	0.011
dP/d <i>D_EPS</i>		-0.002	-0.002
dP/d <i>D1</i>		-7.65339D-06	-7.06147D-06
NOB		774	793
log-likel.		-286.955	-291.903
R2		0.081	0.088

[ ]内は p-value. \*\*\*, \*\*, \*は係数推定値が 1, 5, 10%水準で有意であることを示す。



#### 4. おわりに

本稿の目的は、人的資産の重要性が財務政策に与える影響を実証的に考察することであった。より具体的には、人的資産の重要性が企業の配当政策にどのような影響を与えるかという問題に着目してきた。その実証結果を要約すれば以下のとおりである。

- (1) 人的資産の重要性が高い企業ほど、他の事情を一定として、増配を実施する確率が低い一方、減配を実施する確率が高い。すなわち、人的資産が重要な企業は、利益を配当の形で社外に支払うことを抑制している。
- (2) 株主資本の重要性が高い企業ほど、他の事情を一定として、増配を実施する確率が高く、減配を実施する確率が低い。すなわち、株式による資金調達の高必要性が高い企業は、利益を配当の形で株主に支払うという傾向が見られる。

この実証結果からすると、人的資産の重要性、銀行借入依存で特徴付けられてきた日本の伝統的な経営スタイルにおいては、配当が抑制されてきたことは容易に理解できる。とりわけ、人的資産にその競争力の源泉を負っているような企業では、従業員の労働インセンティブを高める上で、財務上の安定化を通じて将来の暗黙の契約を守ることを信用させることが重要な政策であると考えられる。このことから、人的資産の重要な企業ほど配当による支払いを抑制するのは、財務上の安定性を確保するためであり、それを通じて従業員に企業特殊的投資のインセンティブを与えているといえる。

また、株主資本の重要性が相対的に低い、すなわち借入依存度の高い企業において配当が抑制的であることは、こうした企業では、必要資金を新株発行ではなく、銀行からの借り入れによってまかなうことができるため、株主に資本拠出インセンティブを付与するために配当を支払う必要性が低いからであると考えられる。

もっとも、本稿の実証分析は、日本企業の配当政策を探求するという意味では、まだ十分な証拠を提示したとは言い難い。今後、本稿で提示した仮説を明示化するモデルを構築するとともに、それを配当政策に関する他のモデルを比較して、実証的な説明力を問う必要がある。これらが今後の課題である。

#### 参考文献

- 青木昌彦, 奥野正寛 [1996], 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。  
伊丹敬之[1987], 『人本主義企業：変わる経営 変わらぬ原理』筑摩書房。  
伊丹敬之, 加護野忠男, 伊藤元重 [1993a], 『日本の企業システム第1巻：企業とは何か』有斐閣。  
伊丹敬之, 加護野忠男, 伊藤元重 [1993b], 『日本の企業システム第3巻：人的資源』有斐閣。

- 伊丹敬之 [2000b], 『日本型コーポレート・ガバナンス：従業員主権企業の論理と改革』 日本経済新聞社.
- 今井賢一, 小宮隆太郎 [1989], 「日本企業の特徴」 今井賢一, 小宮隆太郎編『日本の企業』 東京大学出版会.
- 岩井克人 [2003], 『会社はこれからどうなるのか』 平凡社.
- 奥田碩 [1999], 「経営者よ, クビ切りするなら切腹せよ」 『文藝春秋』 10月号, 152-162.
- 長岡貞男, 加賀谷哲之 [2003], 「無形資産のマネジメント」 『一橋ビジネスレビュー』 第51巻3号, 4-5.
- 新原浩朗 [2003], 『日本の優秀企業研究』 日本経済新聞社.
- 年金資金運用研究センター [1998], 『海外年金資金運用状況：平成10年度海外出張調査報告』.
- 野中郁次郎 [1999], 『知識創造の経営—日本企業のエピステロジー—』 日本経済新聞社.
- 樋口美雄, 新保一成, 山口慎太郎 [2000], 「企業の研究開発行動と雇用調整」 日本アプライドリサーチ研究所『我が国企業の海外展開と雇用創出効果に関する調査研究』 所収.
- 広田真人 [1992], 「配当政策の現状」 森脇彬編著『日本企業の配当政策』 所収, 中央経済社.
- 松浦克巳 [2001] 「雇用削減と減配・無配の関係—企業利潤, 企業財務, コーポレート・ガバナンスからの視点—」 『ファイナンシャル・レビュー』 (財務総合研究所), 第60号, 106-138.
- 安田賢治 [1997], 「わが国企業の配当政策」 日本証券経済研究所編『現代企業と配当政策』 所収, 日本証券経済研究所.
- 米澤康博 [1996], 「日本的金融の実際」 首藤恵, 松浦克巳, 米澤康博著『日本の企業金融』 所収, 東洋経済新報社.
- 米澤康博, 松浦義昭 [1999], 「わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える効果」 松浦克巳, 吉野直行, 米澤康博著『変革期の金融資本市場』 所収, 日本評論社.
- 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* 53, 879-904.
- Kester, W. C. [1991], "The hidden costs of Japanese Success," *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance* 3, 90-97.
- Mincer, J and Y. Higuchi [1988], "Wage Structures and Labor Turnover in the United States and Japan," *Journal of the Japanese and International Economics* 2, 97-133.
- Nonaka, I and H. Takeuchi [1995] *The Knowledge-Creating Company: How Japanese Companies Create the Dynamics of Innovation*, Oxford University Press, Oxford, UK (梅本勝博訳『知識創造企業』 東洋経済新報社, 1996年).
- Shimada, H. [1981], *Earnings Structure and Human Investment: A Comparison between the United States and Japan*, Tokyo, Keio Economic Observatory.