

ペイアウト政策とコーポレートガバナンスの関係

— スチュワードシップ・コードおよび コーポレートガバナンス・コードに焦点を当てて —

篠崎 伸也

目 次

- | | |
|----------------------|---------|
| 1. はじめに | 4. 実証分析 |
| 2. 先行研究のレビューと仮説設定 | 5. 終わりに |
| 3. サンプルとデータ、および変数の定義 | |

本研究は、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの発効がペイアウト政策に与える影響を検証した。その結果、平均的には両コードの発効以降、企業を監視する誘因を持つ投資家（機関投資家や外国人投資家）の持株比率が高い企業ほど配当よりも自社株買いを選択していた。また、両コードの発効後、(1)過去5年平均のROEや配当性向が低い企業、(2)過大投資のリスクが高い企業は配当を選好する一方で、この誘因を持つ投資家の持株比率の高い企業は将来的に負担とならない範囲内でペイアウトする傾向にあった。経済の不確実性の影響を強く受けている企業では、この誘因を持つ投資家が両コードの発効後に自社株買いを好むことも明らかになった。

1. はじめに

わが国において1990年代以降、コーポレートガバナンス（以下、ガバナンス）に関連する動きが活発化している。ペイアウト（配当と自社株買い）については、1994年の商法改正を契機として自社株買いが解禁された。2000年代に入ると、外国人投資家が日本企業に敵対的買収をしかけ、高いペイアウトを要求するケースもみられるようになった。近年もガバナンスを堅固にするという

世界的な潮流を反映し、法改正や規制の追加がなされている。例えば、2014年2月にスチュワードシップ・コード（以下、SWコード）が発効され、2015年6月にはコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）の運用が開始された。前者は機関投資家が投資先企業との対話を通してガバナンスの改善を目指す方針であるのに対し、後者は上場企業が実効的なガバナンスの実現に向けて考慮すべき原則をまとめたものである。これらのコードは法的な拘束力はないものの、機関投資



篠崎 伸也（しのざき しんや）

佐賀大学経済学部准教授。2007年3月北九州市立大学経済学部卒業、2012年3月九州大学大学院経済学府博士後期課程単位取得退学。2016年4月より現職。博士（経済学）。主な論文に「ペイアウト政策に関する実証分析—費用構造と所有構造からの検証—」（『証券経済研究』第99号、2017年、ナム ホ Chol 氏と共著）がある。