

Title	業績連動型配当政策に関する実証研究
Sub Title	
Author	東富, 隆晋
Publisher	慶應義塾大学商学会
Publication year	2023
Jtitle	三田商学研究学生論文集 No.2022 ,p.93- 104
JaLC DOI	
Abstract	本稿では、業績に応じて1株当たり配当金を変更する「連動型企業」と、業績に関係なく1株当たり配当金を一定に保つ「安定型企業」との間に、外国人持株比率について違いがあるのかを実証研究している。本研究においては、連動型企業と安定型企業を区別するため、1株当たり配当金を一定期間のうちに何回変更したかという基準を設定している。平均値の差の検定と二項ロジスティック回帰分析の結果、連動型企業の外国人持株比率は、安定型企業と比較して有意に高いことが明らかになった。このことから、外国人持株比率が増加し続けている日本の市場において、安定配当政策は徐々に受け入れられなくなっている可能性が示唆された。
Notes	論文
Genre	Journal Article
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00113718-00002022-0093">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00113718-00002022-0093</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 業績連動型配当政策に関する実証研究\*

東 富 隆 晋

### <要 約>

本稿では、業績に応じて1株当たり配当金を変更する「連動型企業」と、業績に関係なく1株当たり配当金を一定に保つ「安定型企業」との間に、外国人持株比率について違いがあるのかを実証研究している。本研究においては、連動型企業と安定型企業を区別するため、1株当たり配当金を一定期間のうちに何回変更したかという基準を設定している。平均値の差の検定と二項ロジスティック回帰分析の結果、連動型企業の外国人持株比率は、安定型企業と比較して有意に高いことが明らかになった。このことから、外国人持株比率が増加し続けている日本の市場において、安定配当政策は徐々に受け入れられなくなっている可能性が示唆された。

### <キーワード>

業績連動型配当, 外国人持株比率, 安定配当, 利益還元政策

### 1. はじめに

企業は株主に対して利益を還元することができる。企業が得た利益のうちのどれほどを株主に還元するかを判断する意思決定のことを利益還元政策 (Payout policy) という。企業の利益還元政策には、株主に現金を支払う配当と、自己株式を買い戻すことで現金を分配する自社株買いが存在する。

従来の日本の上場企業の多くは、増益・減益にかかわらず1株当たり配当金の固定化を図る、いわゆる安定配当政策を原則的に堅持してきた。しかし、近年の上場企業の利益還元政策は、安定配当の帰結とはいえない状況を顕現させている。例えば、純利益のうちのどれほどを配当として還元しているかを表す配当性向を30%以上とすることを目標とする、あるいは、純利益のうちのどれだけを配当+自

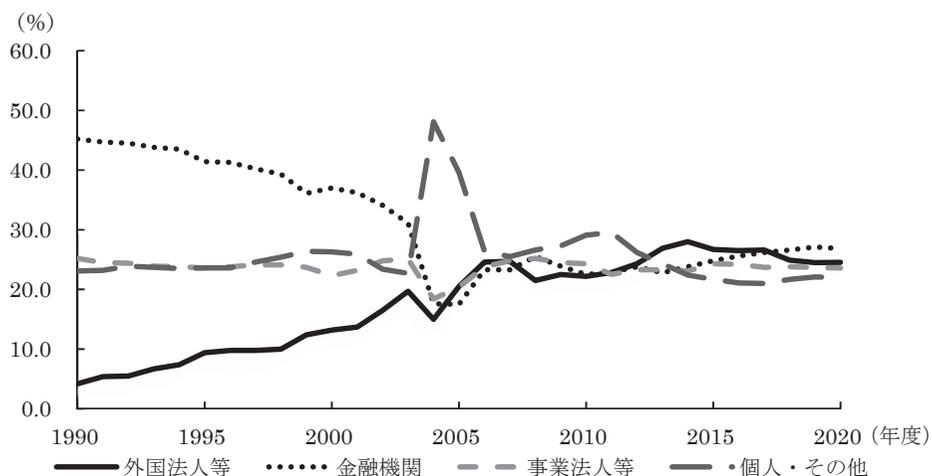
---

\* 本稿の執筆にあたり、指導教員である慶應義塾大学商学部富田信太郎准教授には手厚い指導を賜りました。また、査読教員の皆様から貴重なご助言を頂戴したほか、富田信太郎研究会のメンバーから多くの意見を頂きました。ここに記して心より御礼申し上げます。なお、本稿における見解および内容に対する誤りは、すべて筆者に帰属します。

社株買いとして還元しているかを表す総還元性向を50%以上とすることを目標とする、といった「業績連動型配当政策」を採用する企業<sup>1)</sup>が増加しているといった現象が挙げられる。

この現象が確認されるようになったのは、1990年代ごろから始まる企業を取り巻く環境の急激な変化が理由として挙げられる。図1は、東京、名古屋、福岡および札幌の4証券取引所に上場する企業の所有者別持株比率の遷移を表したものであるが、外国法人等の持株比率が1990年代ごろから増加していることがわかる。

図1 所有者別持株比率の推移



資料出所：日本取引所グループ「所有者別持株比率及び持株数の推移（長期統計）」より筆者作成  
 注：2004年度～2006年度における急激な増減について、2005年度調査まで調査対象会社となっていた（株）ライブドアによる大幅な株式分割の実施等から、2004年度調査から単元数が大幅に増加し、（株）ライブドア1社の単元数が集計対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったため、2004年度～2006年度の数値は、その影響を受け大きく増減している。

日本の上場企業の多くは従来、上場企業同士が双方の株式を保有する「株式の持ち合い」を行ってきた。しかし、バブル崩壊とともに株式の持ち合いによるデメリットが顕著となり、問題視されてきた歴史がある。増尾（2004）は、株価低落下における持ち合い株式の時価評価により、評価差額損が発生し、それが自己資本を大きく減額させることとなり、財務の健全性から会社は持ち合い株式を保有し続けることができず、その解消売りが進められていると論じている。バブル崩壊後、株式の持ち合いは解消の傾向が強くなり、経営者は放出された持ち合い株式の新たな受け皿役を担っている機関投資家の動向やモノ言う株主（アクティビスト）の要求に配慮せざるを得ない状況に置かれた。特に外国人投資家は利益還元への要求が強く、その要求に応えるためにも安定配当政策は望ましくないとする企業が増えた

<sup>1)</sup> 以下、業績連動型配当政策を採用している企業を「連動型企業」、安定配当政策を採用している企業を「安定型企業」とする。

と考えられる。また、2022年4月に東京証券取引所の市場再編が行われ、プライム市場はグローバルな投資家との対話を見据える企業向けの市場と位置付けられた。そのため、より一層連動型企業が増えると予想される。

安定配当の方針を堅持する上場企業が今もなお一定数存在するなか、業績連動配当政策の採用を表明する企業は、この配当方針が実行可能な、もしくは、その実行が望ましい状況にあるものと考えられる。よって、安定配当型の企業とは異なる特徴が確認される可能性がある。本稿では、配当に関する指標等に基づき業績連動配当型の上場企業を特定し、これを主たる研究対象とする。それら企業の株主構成に焦点を当て、安定配当政策を採用する企業との比較検討を通じ、どういった企業が業績連動型配当を採用するかを、実証分析を用いて明らかにすることを目的とする。

配当金の研究を行う際に避けることができない問題のひとつに「配当金を増やすことが必ずしも株主重視と考えられるわけではない」ということが挙げられる。成長が著しい企業においては、配当を行うことで利益還元を行うより、投資にまわすことでさらなる成長を図る方が株主にとって良い場合がある。その例として、米 Google 社や米 Amazon 社が無配であることが知られている。つまり、利益を配当（インカム・ゲイン）として受け取るよりも、企業に再投資によって株価を上げてもらい、売却益（キャピタル・ゲイン）を得る方が良い場合があるということである。しかし、日本においては、成長が著しい企業は少なく、すべて投資にまわすことが株主重視であると考えるのは現実的ではない。そのため、本稿においては、株主はキャピタル・ゲインではなく、インカム・ゲインを重視することを前提とする。

安定型企業は、業績が上がったとしても、増加した利益はすべて内部留保されてしまう。一方で連動型企業は業績が上がった場合、配当が増加する。上記の前提を踏まえると、株主の目には、連動型配当政策の方が株主重視であり、安定配当政策の方が株主軽視であるように映ると考えられる。

日本における利益還元政策の慣行が徐々に崩れ、大きく変化しつつある現在、業績連動型配当に焦点を当てて実証分析をしている研究は少なく、連動型企業と安定型企業との違いが明らかになっているとは言えない状況にある。そのため、利益還元政策の違いによって企業の特徴がどう異なるかを主題とする本稿の意義は大きいと考える。

本稿は、以下のように構成される。第2節では外国人投資家と利益還元政策の関係性に関する先行研究や、業績連動型配当政策を採用する企業に焦点を当てた先行研究を確認する。第3節では、先行研究を踏まえたうえで、本研究における仮説を設定する。第4節では、本研究で用いるデータおよびサンプルについて示す。第5節では、実証分析を行い、利益還元政策の違いによって株主構成等の特徴が異なるかどうかを分析する。第6節では、分析結果をまとめ、考察および今後の課題について整理する。

## 2. 先行研究

### (1) 外国人投資家と利益還元政策の関係性に関する先行研究

第1節で述べた通り、連動型企業が増加した要因として、機関投資家や外国人投資家の増加が挙げられる。それは、機関投資家や外国人投資家の利益還元に対する高い要求に応えるためには、明確な数字を示さない安定配当という曖昧な利益還元政策は望ましくないと考える企業が増えたという考えに基づくものである。小林（2007）は機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響について研究しており、観察対象を特に代表的存在である外国人および年金に絞っている。同研究では、東証一部上場企業のROAやROEといった経営効率性や、設備投資や配当性向などの企業行動を、外国人、年金、上位10大株主の持株比率に回帰させ、検証している。その結果、外国人投資家の持株比率が高いほどROAやROEが高く、また設備投資にも積極的であり、配当性向も高いことが明らかになった。また、馬場（2000）の研究でも、外国人投資家の持株比率と企業の収益性の間に正の相関がみられることが示唆されている。

### (2) 業績連動型配当に関する先行研究

わが国における業績連動型配当に関する研究は極めて少ない。落合（2011）は、安定配当政策を採用する「安定型」企業と業績連動型配当政策を採用する「連動型」企業とを比較し、両グループに見る財務的特徴の相違点・類似点を把握することを主眼に置いている。新興市場およびジャスダック市場を除く市場へ上場しており、かつ製造業（東証分類）に分類される企業を「安定型」企業と「連動型」企業とに分け、配当水準、収益性、株主構成等の指標が、両グループで有意な差があるかどうかを検証している。その結果、「安定型」企業には相対的な意味での低配当／総資産比率、低収益性、低時価／簿価比率、低安定性、高個人持株比率といった特徴があった。他方、「連動型」企業は相対的な意味での高配当／総資産比率、高収益性、高時価／簿価比率、高安定性、高外国人持株比率といった特徴が示唆された。

## 3. 仮説の設定

本節では、第2節で確認した先行研究を踏まえ、連動型企業と安定型企業の違いに関する仮説を設定する。小松（2018）は、日本企業の安定配当政策は、将来にわたる企業の長期的な存続を重視する立場から、創業株主の視点と調和して内部留保を重視し、「安定配当政策」と称して金額の安定を維持した結果、配当性向の低さを反映し、外国人株主の目に株主軽視と映ることになったと論じている。バブ

ルが崩壊したのち、日本企業の株式の持ち合いが徐々に解消し、その株式は機関投資家や外国人投資家の手に移った。外国人投資家は、配当性向が低く抑えられてしまう安定配当政策を嫌う傾向があるため、外国人持株比率が高まった企業は、配当性向を重視するよう、圧力を強く受けることが予想される。つまり、外国人投資家の持株比率が高まった企業ほど、業績連動型配当政策を採用すると考えられる。この予想を検証するため、次の仮説を設定する。

仮説 連動型企業は、安定型企業と比べて外国人持株比率が高い。

#### 4. データおよびサンプル

##### (1) サンプル

サンプルの選定については、以下の基準を設けた。①東京証券取引所第一部、第二部に上場していること、②銀行、証券、保険、その他金融業、電力、ガス（日経業種中分類）に分類されていないこと、③5期連続有配であること、④決算月を変更していないこと<sup>2)</sup>、⑤分析に必要なデータに欠損値がないこと、の5つである。

データは、日経 NEEDS に収録されているものから情報を収集しており、使用する会計・財務データは連結決算ベースとする。データ期間は、2015年から2019年<sup>3)</sup>の5期間とする。

以上の選定基準を満たす企業から、連動型企業と安定型企業とに区分する。区分する基準は以下のとおりとする。まず、連動型企業の基準を設定する。連動型企業は5期間における1株当たり配当金<sup>4)</sup>の変更回数が3回以上であることを基準とする。次に、安定型企業の基準を設定する。安定型企業は5期間における1株当たり配当金の変更回数が2回以下であることを基準とする。連動型企業のサンプル・サイズは899社、安定型企業のサンプル・サイズは721社、合計のサンプル・サイズは1620社<sup>5)</sup>である。

##### (2) 変数の定義と出所

表1は、本研究で用いる変数の定義と出所について示したものである。

<sup>2)</sup> 決算月を変更した場合、その事業年度が12ヶ月未満、もしくは12ヶ月超となるので、決算での配当金に影響が出る可能性がある。そのため、本稿ではサンプル選定基準として決算月を変更していないことを加えている。

<sup>3)</sup> 日本において、2020年4月ごろから猛威を振るい始めた新型コロナウイルス感染症（COVID-19）の影響を排除するため、期間を2015年から2019年に設定している。

<sup>4)</sup> 株式分割や株式併合の影響を排除するため、日経 NEEDS の Cges に収録される「一株当たり配当金（調整済）」を用いる。

<sup>5)</sup> 連動型企業を1株当たり配当金の変更回数2回以上、安定型企業を1株当たり配当金の変更回数1回以下で設定した場合、連動型企業は1228社、安定型企業は392社となる。

表 1 変数の定義と出所

変数	定義	出所
外国人持株比率 (%)	外国法人等の所有株式数割合	日経 NEEDS
総資産 (対数値)	総資産の自然対数をとったもの	
負債比率 (%)	負債合計/総資産×100	
ROA (%)	営業利益/総資産×100	

資料出所：筆者作成

## (3) 記述統計量

表 2 は各変数について、連動型企業グループと安定型企業グループごとに記述統計量を表したものである。

表 2 変数の記述統計量 (連動型企業グループ・安定型企業グループ別)

連動型企業 (N=899)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
外国人持株比率 (%)	2015 年	15.525	12.42	13.18	0	81.78
	2016 年	15.964	13.31	12.726	0	77.57
	2017 年	16.806	14.32	12.541	0.02	80.24
	2018 年	17.628	15.63	12.392	0.01	82.99
	2019 年	17.136	15.41	11.959	0.01	81.17
安定型企業 (N=721)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
外国人持株比率 (%)	2015 年	10.213	6.69	10.294	0	49.03
	2016 年	10.173	6.58	10.26	0.01	47.56
	2017 年	10.751	7.48	10.442	0	49.91
	2018 年	11.226	8.15	10.334	0.01	52.61
	2019 年	10.883	7.77	10.091	0.01	47.51
連動型企業 (N=899)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
総資産 (対数値)	2015 年	11.227	11.115	1.509	7.064	16.651
	2016 年	11.259	11.142	1.489	7.248	16.67
	2017 年	11.328	11.189	1.47	7.317	16.729
	2018 年	11.41	11.269	1.454	7.523	16.746
	2019 年	11.466	11.337	1.442	7.431	16.757

安定型企業 (N=721)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
総資産 (対数値)	2015年	10.904	10.787	1.295	7.588	15.877
	2016年	10.906	10.796	1.288	7.605	15.923
	2017年	10.947	10.833	1.282	7.671	15.985
	2018年	10.99	10.867	1.277	7.626	16.062
	2019年	11.012	10.884	1.271	7.603	16.123
連動型企業 (N=899)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
負債比率 (%)	2015年	45.828	45.717	17.527	7.356	88.793
	2016年	45.116	44.842	17.634	5.352	88.761
	2017年	44.295	44.037	16.995	5.281	90.075
	2018年	43.404	43.248	16.481	7.076	87.186
	2019年	43.082	42.871	16.654	5.227	88.261
安定型企業 (N=721)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
負債比率 (%)	2015年	46.242	46.56	17.576	7.873	86.54
	2016年	46.087	46.518	17.714	5.262	85.204
	2017年	45.602	45.469	17.653	6.328	84.963
	2018年	45.356	45.92	17.579	6.531	86.79
	2019年	45.307	45.452	17.534	6.947	89.472
連動型企業 (N=899)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ROA (%)	2015年	7.255	6.243	4.904	-6.122	38.113
	2016年	8.087	6.936	5.071	-2.657	50.853
	2017年	8.195	7.201	5.223	-11.272	47.172
	2018年	8.448	7.315	5.182	-9.935	46.2
	2019年	8.159	7.116	5.033	-3.124	35.168
安定型企業 (N=721)		平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ROA (%)	2015年	4.937	3.803	4.7	-4.794	67.012
	2016年	5.087	3.974	4.994	-6.964	83.735
	2017年	4.836	4.001	3.929	-6.679	44.043
	2018年	4.756	4.066	3.538	-4.672	27.675
	2019年	4.527	4.005	3.551	-11.401	29.649

資料出所：筆者作成

## 5. 実証分析

仮説を検証するにあたり、連動型企業と安定型企業で外国人持株比率に有意な差が存在するかを本節で分析する。

### (1) 外国人持株比率に関する単変量解析

表3は、外国人持株比率に関して、連動型企業グループと安定型企業グループの平均値の差の検定結果を表している。図表の左側には連動型企業と安定型企業の平均値、標準偏差を示している。また、右側の結果は、両グループ間で平均値に差が存在するかどうかを検定した結果である。なお、等分散性の検定の結果、いずれの期間においても両群の等分散を仮定できなかったため、Welchの $t$ 検定による結果を示している。

表3 単変量解析結果（連動型企業グループ 対 安定型企業グループ）

	連動型企業 (N=899)		安定型企業 (N=721)		差	t 値	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差			
外国人 持株比率	2015年	15.525	13.18	10.213	10.294	5.312	9.108 ***
	2016年	15.964	12.726	10.173	10.26	5.791	10.141 ***
	2017年	16.806	12.541	10.751	10.442	6.055	10.602 ***
	2018年	17.628	12.392	11.226	10.334	6.402	11.337 ***
	2019年	17.136	11.959	10.883	10.091	6.253	11.41 ***

資料出所：筆者作成

注：\*\*\*は統計的に1%水準で有意であることを示す。等分散性の検定の結果、いずれの期間においても2群の等分散を仮定できなかったため、Welchの $t$ 検定の結果を示している。

外国人持株比率に関して、2015年から2019年のいずれの期間においても連動型企業の平均値は安定型企業の平均値より高く、統計的に1%水準で有意となっている。これは、落合（2011）の研究と整合的な結果を表している。

### (2) 外国人持株比率に関する多変量解析

(1)の結果を踏まえ、他の要因の影響を分析するため、被説明変数に連動型企業を1、安定型企業を0とする二値変数をおく二項ロジスティック回帰を行う。説明変数として、外国人持株比率、総資産（対数値）、負債比率（負債合計/総資産×100）、ROA（営業利益/総資産×100）を用いる。また、コントロー

ル変数として産業ダミー（日経業種中分類のうち、サンプル選定基準に適合する全30種を元に作成したダミー変数）も説明変数に加えている。表4は、それぞれの説明変数の相関係数である。

表4 各説明変数の相関係数

	外国人持株比率	総資産 (対数値)	負債比率	ROA
外国人持株比率	1	0.663 ***	-0.19 ***	0.308 ***
		0.661 ***	-0.179 ***	0.317 ***
		0.653 ***	-0.17 ***	0.296 ***
		0.64 ***	-0.161 ***	0.337 ***
		0.627 ***	-0.163 ***	0.311 ***
総資産 (対数値)	0.618 ***	1	0.135 ***	-0.077 ***
	0.615 ***		0.149 ***	-0.043 *
	0.607 ***		0.143 ***	-0.051 **
	0.592 ***		0.144 ***	-0.035
	0.579 ***		0.152 ***	-0.047 *
負債比率	-0.166 ***	0.16 ***	1	-0.269 ***
	-0.156 ***	0.173 ***		-0.261 ***
	-0.152 ***	0.168 ***		-0.269 ***
	-0.149 ***	0.167 ***		-0.317 ***
	-0.152 ***	0.177 ***		-0.316 ***
ROA	0.232 ***	-0.16 ***	-0.278 ***	1
	0.227 ***	-0.144 ***	-0.26 ***	
	0.232 ***	-0.16 ***	-0.265 ***	
	0.286 ***	-0.13 ***	-0.314 ***	
	0.277 ***	-0.126 ***	-0.32 ***	

資料出所：筆者作成

注：\*，\*\*，\*\*\*はそれぞれ統計的に10%水準，5%水準，1%水準で有意であることを示す。左下は，Pearsonの相関係数，右上は，Spearmanの順位相関係数を表している。各変数の相関係数は上段から2015年，2016年，2017年，2018年，2019年の順に並んでいる。

表5は，被説明変数に連動型企業を1，安定型企業を0とする二値変数をおく二項ロジスティック回帰分析の結果である。

外国人持株比率に関して，他の要因をコントロールした場合においても，2015年と2016年は1%水準で有意，2017年は5%水準で有意，2018年と2019年には10%水準で有意となっていることから，連動型企業は安定型企業と比較して，外国人持株比率が高いことが示された。

各変数の相関係数を分析した結果，外国人持株比率と総資産（対数値）の間にやや強い相関がみられた。そのため，説明変数から総資産（対数値）を除外した場合についても分析する。表6は，二項ロジスティック回帰（総資産なし）の分析結果である。

説明変数から総資産（対数値）を除外した場合においても，外国人持株比率は2015年から2019年の

表5 二項ロジスティック回帰分析結果（総資産あり）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
外国人 持株比率	1.024 *** (0.007)	1.023 *** (0.007)	1.018 ** (0.007)	1.014 * (0.007)	1.014 * (0.008)
総資産 (対数値)	1.16 ** (0.061)	1.204 *** (0.062)	1.288 *** (0.064)	1.345 *** (0.064)	1.384 *** (0.064)
負債比率	1.008 ** (0.004)	1.007 ** (0.004)	1.007 * (0.004)	1.007 * (0.004)	1.005 (0.004)
ROA	1.118 *** (0.015)	1.172 *** (0.017)	1.232 *** (0.018)	1.29 *** (0.02)	1.294 *** (0.021)
定数	0.063 *** (0.696)	0.038 *** (0.637)	0.013 *** (0.665)	0.005 *** (0.684)	0.004 *** (0.682)
産業ダミー	あり	あり	あり	あり	あり
擬似決定係数	0.183	0.23	0.276	0.316	0.317
N	1620	1620	1620	1620	1620

資料出所：筆者作成

注：\*，\*\*，\*\*\* はそれぞれ統計的に 10%水準，5%水準，1%水準で有意であることを示す。被説明変数は、連動型企業を 1，安定型企業を 0 とする二値変数である。負債比率は、負債合計／総資産×100，ROA は、営業利益／総資産×100 である。上段は Exp (B)，下段の括弧内は標準誤差を記載している。産業ダミーは日経業種中分類（全 30 種）を元に作成し、擬似決定係数に関しては、Nagelkerke の R2 乗を用いている。

表6 二項ロジスティック回帰分析結果（総資産なし）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
外国人 持株比率	1.037 *** (0.005)	1.039 *** (0.005)	1.04 *** (0.005)	1.038 *** (0.006)	1.041 *** (0.006)
負債比率	1.01 *** (0.003)	1.01 *** (0.004)	1.011 *** (0.004)	1.011 *** (0.004)	1.01 *** (0.004)
ROA	1.106 *** (0.015)	1.158 *** (0.016)	1.212 *** (0.018)	1.267 *** (0.02)	1.27 *** (0.02)
定数	0.344 *** (0.254)	0.211 *** (0.267)	0.136 *** (0.282)	0.091 *** (0.299)	0.094 *** (0.302)
産業ダミー	あり	あり	あり	あり	あり
擬似決定係数	0.179	0.224	0.265	0.302	0.3
N	1620	1620	1620	1620	1620

資料出所：筆者作成

注：\*\*\* は統計的に 1%水準で有意であることを示す。被説明変数は、連動型企業を 1，安定型企業を 0 とする二値変数である。負債比率は、負債合計／総資産×100，ROA は、営業利益／総資産×100 である。上段は Exp (B)，下段の括弧内は標準誤差を記載している。産業ダミーは日経業種中分類（全 30 種）を元に作成し、擬似決定係数に関しては、Nagelkerke の R2 乗を用いている。

いずれの期間においても、統計的に1%水準で有意となっている。このことから、連動型企業の外国人持株比率が安定型企業と比較して有意に高いことが示唆された。

## 6. おわりに

最後に、本研究で分析した結果と考察、今後の課題について述べる。本研究では、選定した企業を連動型企業と安定型企業とに分類し、外国人持株比率の違いを分析した。分類の基準として、1株当たり配当金（株式分割、株式併合調整済み）の変更回数を置いた。連動型企業と安定型企業の外国人持株比率に関して、平均値の差の検定と二項ロジスティック回帰を行った結果、連動型企業の外国人持株比率は、安定型企業と比較して有意に高いことが明らかになった。

日本においては1990年代ごろから外国人持株比率が増加した。従来の日本企業は安定配当を基本としていたが、本研究の結果を踏まえると、外国人投資家の目には株主軽視と映っていた可能性が高いと考えられる。

今後の課題について述べる。本研究では、連動型企業の外国人持株比率は安定型企業に比べて高いことが示唆された。しかし、外国人持株比率が高まったから連動型企業にシフトしたのか、連動型企業だから外国人投資家が増加したのかという因果関係については研究の余地がある。企業が連動型企業に移行したタイミングや外国人持株比率が増加したタイミングを特定し、その時間の差を分析することで明らかになる可能性がある。その他、連動型企業と同様な属性の安定型企業がどうして連動型企業にならないのかといったことを研究することで、その他の要因の有無についても分析することができるであろう。

2022年4月の東京証券取引所の再編等、市場をめぐる環境はさらに加速することが予想される。上記の課題をさらに研究することで、どういった属性の企業が連動型企業にシフトするのかということが明らかになり、先行き不透明な市場を見通すうえでの考察の一助となるかもしれない。

## 参 考 文 献

### <論文>

- 落合孝彦（2011）「わが国企業の配当政策に見る近年の特徴——「業績連動型配当政策」採用企業の財務的特徴について」『証券経済学会年報』第46号 194-199頁
- 小林毅（2007）「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」『中京大学経済学論叢』2007年3月1日 第18号 185-192頁
- 小松章（2011）「日本株式会社の再設計——生産共同体への回帰——」『経営学論集』第89集 80-86頁
- 馬場大治（2000）「日本的コーポレート・ガバナンスの変貌と企業経営——外国人投資家の持株比率に注目した実証研究——」『甲南経営研究』第41巻 第1・2号 233-252頁

増尾賢一（2004）「株式持合いの解消に関する研究：時価評価導入による影響を中心として」『年報財務管理研究』  
第15号 62-74頁

<ウェブサイト>

独立行政法人経済産業研究所 コラム 新田敬祐（2009）「独立取締役の導入は、海外投資家の市場参加を促すのか」  
<https://www.rieti.go.jp/jp/projects/cgp/14.html>（最終閲覧日：2022年12月12日）

日本取引所グループ 株式分布状況調査 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>（最終閲覧日：2022年12月12日）