

2023 年 9 月

「剰余金配当の決定権限の所在」

第 8 期 客員研究員

青山学院大学法学部准教授

増田 友樹

要 約

本稿は、わが国の上場企業を対象に、剰余金配当の決定権限の所在と配当水準との関係を実証的に明らかにするものである。

剰余金配当の決定権限を株主総会と取締役会のどちらに置くべきかという問題は、従来から議論されてきた。有力な研究は、株主総会に剰余金配当の決定権限を置くことを、取締役と株主との間にある利益相反問題への対処法として説明する。

もっとも、このような説明がわが国の上場企業に当てはまるのかは明らかでない。「取締役会に剰余金配当の決定権限を置く会社の配当水準は、そうでない会社の配当水準よりも低い傾向にあるのか」という重要な点は、検討されてこなかった。そこで、本稿では、東京証券取引所旧 1 部市場上場企業（現在はプライム市場などに属する企業）のうち、3 月期決算企業の決算期データを用いて、このことを検討した。その検討結果は、以下のとおりである。

剰余金配当の決定権限の所在・実際の決定機関に関するダミー変数は、一部のモデルにおいて 10%水準で有意な結果を示していた。もっとも、その係数がそれほど大きくないことからすれば、剰余金配当の決定権限の所在や実際の決定機関が配当水準に大きな影響を与えているとはいえない。有意であるといっても 10%水準にとどまっていることも考慮すると、株主総会に剰余金配当の決定権限を置くことについて、先行研究が説明するような機能（取締役と株主との間にある利益相反問題への対処）をそれほど期待できないように思われる。

むしろ、配当水準の決定に与える影響という観点からすれば、コーポレート・ガバナンスに関する変数のほうがより重要であるかもしれない。それらの変数の多くは統計的に有意

であることに加えて、平均限界効果をみても、それらの値は、剰余金配当の決定権限の所在・実際の決定機関に関するダミー変数の値に比べると大きいからである。とりわけ、コーポレート・ガバナンスに関する変数のなかでも、外国法人等持株比率や社外取締役比率が配当水準に大きな影響を与えていた。

なお、本稿の結果の解釈には、留意しなければならない点がある。それは、必ずしも本稿の分析によって、剰余金配当の決定権限の所在およびコーポレート・ガバナンスと配当水準との因果関係を完全に識別できているわけではないということである。本稿では、それらの変数がランダムに割り当てられるような状況を利用したり、作り出しているわけではない。そのため、本稿の分析には含まれない要因（交絡要因）によって、それらの変数の推定にもバイアス（欠落変数バイアス）が生じているかもしれない。

したがって、本稿の意義は、剰余金配当の決定権限の所在について理論的な検討しかなされてこなかったことに対して、同権限の所在と配当水準との関係について、定量的な検討結果とその解釈を示した点にある。欠落変数バイアスを考慮したより頑健な検討については、今後の課題としたい。

以 上

（掲載誌：増田友樹『剰余金配当の決定権限の所在』青山法学論集 65 巻 1 号（2023 年）27-48 頁）

- （注） 1 この内容の全部又は一部について、日本証券業協会に無断で使用（転用・複製等）及び改変を行うことはできません。
2 この論文に述べられている見解は筆者個人のものであり、日本証券業協会としての見解を示すものではありません。