

科学研究費助成事業 研究成果報告書

令和 6 年 6 月 10 日現在

機関番号：10104

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01804

研究課題名（和文）利益の質が配当政策及び投資政策に与える影響に関する実証研究

研究課題名（英文）The Effect of Earnings Quality on the Association Between Dividend Policy and Investment Decisions: Empirical Evidence in Japan

研究代表者

市原 啓善 (ICHIHARA, Hiroyoshi)

小樽商科大学・商学部・准教授

研究者番号：60732443

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、高配当企業における設備投資に対して、報告利益の質が及ぼす影響を明らかにすることである。日本企業を対象に実施した実証分析の結果、高配当企業では設備投資が多く支出される傾向があるものの、高配当企業のうち、報告利益の質が高い企業では、高品質な財務会計情報が、情報の非対称性に伴うモラルハザードの問題を緩和し、設備投資を減少させる役割を持つことが示唆された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

企業の配当政策は、毎期、多額の現金が投じられ、多くの利害関係者の関心を集める重要な財務意思決定であり、企業価値に大きな影響を及ぼす。しかし企業の財務政策・投資決定が、企業経営者の会計行動に及ぼす影響について、配当政策の観点から検証した研究は世界的にまだまだ限られた状況あり、財務会計分野だけでなく、ファイナンス分野、経営財務分野等にも広く貢献することが期待されるものとなる。

研究成果の概要（英文）：This research provides evidence that high-quality financial reporting affects investment decisions in high-dividend-paying firms. Investigation shows that high-dividend-paying firms are likely to have higher investment levels. Additionally, empirical evidence shows that in high-dividend-paying firms with high-quality financial reporting, high-quality financial reporting reduces moral hazard problems because of information asymmetry and plays an important role in mitigating the positive impact of dividends on investments.

研究分野：会計学

キーワード：財務会計 利益調整 財務報告の質 配当政策 実証分析

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

財務会計研究においては、財務会計情報が、経営者と投資家との間のエージェンシー問題を緩和し、優れた投資機会への人的資本や財務資本の効率的な利用を促進する役割をもつことに高い関心が寄せられている。具体的に先行研究では、高品質な財務会計情報は、経営者と投資家との間の情報の非対称性を緩和し、負債コストや資本コストを低減し手元流動性を高めることで、高配当をもたらすことを示唆する実証結果や、設備投資を促進することを示唆する実証結果が報告されている。また、モニタリングの観点からは、経営者がフリー・キャッシュフローを不採算なプロジェクトや価値破壊的なプロジェクトに費やすことを困難にさせることで、設備投資を抑制させるとも考えられており、過剰投資の可能性が高い企業では、これを支持する実証結果が報告されている。米国企業においては、配当と設備投資とに負の関係が観察されるのに対して、日本企業を対象としたこれまでの先行研究では、配当と設備投資とに正の関係があり、配当は、投資機会からは独立に行われ、資金が少ない場合にも配当が多く支払われていることが明らかにされている。そのため本研究では日本企業の財務諸表データを用いた実証分析を行い、高配当企業において、財務報告の質が設備投資に及ぼす影響を明らかにする。

まず、財務報告の質が配当に及ぼす影響に関する先行研究を概観すると、高品質な財務会計情報は、投資家にとって正確な情報源となる役割を有するだけでなく、投資家による経営者へのモニタリングをより効率的にする役割も有していると考えられている。この役割は、例えば、経営者がフリー・キャッシュフローを不採算なプロジェクトや価値破壊的なプロジェクトに費やすことを困難にし、優れた投資機会の選択や効率的な資産管理を可能にする。先行研究では、株主によるモニタリングが強化されるほど、経営者に対して余剰資金を還元させる要求が高くなり、高配当が誘導されやすいという考えが提示されており、これらの議論を整理し、高品質な財務会計情報は、投資家による経営者へのモニタリングを強化することを通じてモラルハザードの問題を緩和し、投資家に高配当を還元させることを可能にさせると考えられている。また、高品質な財務会計情報が、情報の非対称性に伴う逆選択の問題を緩和し、負債コストや資本コストが低減される結果、手元流動性が高まり、より高い配当の実施が可能になるとも指摘している。そして、財務報告の質が高い企業ほど、高配当を実施していることを示す実証分析結果も報告されている。このように先行研究では、財務報告の質の高さが高配当を誘導する構造について、高品質な財務会計情報が、情報の非対称性に伴う経営者のモラルハザードや逆選択の問題を緩和する役割を持つという観点から議論されている。

つぎに財務報告の質の高さが、企業の設備投資に及ぼす影響については、先行研究では設備投資を増加させる影響と減少させる影響の2つが議論されている。設備投資に必要な資金を増資で調達する場合に、経営者と株主との間のインセンティブに乖離があり、情報の非対称性が大きい場合、情報劣位にいる投資家は事前にモラルハザードを懸念し、証券の品質に懐疑的となり、投資家は事業価値を過少に、事業リスクを過大に評価し、高いリスクプレミアムを要求することになる。資金調達コストの増加による割引価格での増資は、経営者にとってだけでなく、持分の希薄化が生じる既存株主にとって好ましくないために拒否され、必要な資金調達ができず、設備投資が見送られる可能性が生じる。ただし、財務報告の質が高い場合には、正味現在価値プロジェクトが投資家に見えやすくなり、経営者と投資家の情報の非対称性が緩和されることで、資本コストの増加が抑制され、逆選択の問題は生じにくくなる。その結果、企業は、設備投資に必要な資金を調達しやすくなると考えられる。他方で、高品質な財務会計情報は、経営者の投資決定を投資家が監視する能力を高めたり、不適切な投資を抑止するための最良な契約の締結を容易にし、帝国建設のような価値破壊活動に従事する経営者のインセンティブを抑制することができることも考えられる。米国企業を対象とした実証研究では、財務報告の質と設備投資には正の関係があり、高品質な財務会計情報が設備投資を増加させることを示唆する分析結果が提示されている。ただし、現金、負債、総投資額が多く過剰投資の可能性が高いと推察される企業では、財務報告の質が高いほど、設備投資が抑制されることも明らかにされている。また、企業の配当と設備投資との関係を考慮したうえで、財務報告の質が設備投資に及ぼす影響も検証されており、配当と設備投資とに負の関係があるものの、財務報告の質が高い場合には、両者の負の関係が抑制されることが明らかにされている。設備投資は、配当により抑制される傾向があるものの、高品質な財務会計情報により、投資機会が見送られる可能性は減少することが示唆されている。このように先行研究では、財務報告の質の高さが投資の効率性を高める構造について、高品質な財務会計情報が、情報の非対称性に伴う逆選択や経営者のモラルハザードの問題を緩和する役割を持つという観点から議論されている。

2. 研究の目的

本研究は、財務報告の質が、企業の配当と設備投資との関係、特に設備投資に及ぼす影響について、日本企業を対象に実証分析を行うものである。財務報告の質とは、財務報告が、企業の事業、特に将来キャッシュフローに関する情報を、投資家に正確に提供することをいう。これは我が国のみならず、FASB、IASB の概念フレームワークにおいて共通して重視されている財務会

計の有する意思決定支援機能の観点から定義されるものであり、高品質な財務会計情報は、投資家にとって正確な情報源となる役割や、投資家による経営者へのモニタリングをより効率的にする役割を持つと考えられている。本研究の分析では、配当や設備投資と関連する財務報告の質の代理変数として、報告利益の特性に着目し、会計発生高の質を測定する。会計発生高は、キャッシュフローの一時的な変動を平準化することにより、利益情報の有用性を向上させると考えられている。ただし、会計発生高には経営者の恣意性や見積もり誤差を含む余地があることから、モデルで推定した会計発生高の予測誤差の標準偏差や絶対値の低さを、財務報告の質とみなす方法がこれまでの多くの実証分析において用いられている。

先行研究では、高品質な財務会計情報は、高配当を誘導することが明らかにされており、この要因は、高品質な財務会計情報が持つ、情報の非対称性に伴う経営者のモラルハザードや逆選択の問題を緩和する役割によるものと考えられている。この役割は、設備投資に対しては、情報の非対称性に伴う逆選択の問題を緩和し、投資に必要な資金を調達しやすくする効果をもたらすだけでなく、モラルハザードの問題を緩和し、過剰投資に陥りやすい企業には投資を抑制する効果をもたらすとも考えられている。

日本企業に対する先行研究では、配当と設備投資に正の関係があり、高配当企業において多額の設備投資が支出されることが報告されている。財務報告が配当と設備投資に及ぼす影響に関する議論を、日本企業において考察した場合、高配当企業のうち、財務報告の質の高い企業では、高品質な財務会計情報が、経営者の投資決定を投資家が監視する能力を高めたり、不適切な投資を抑止するための最良な契約の締結を容易にし、帝国建設のような価値破壊活動に従事する経営者のインセンティブを減少させることで、設備投資は抑制されると考えられる。そこで本研究では次の仮説を設定する。

仮説：高配当企業において、財務報告の質が高い場合、配当と設備投資の正の関係は抑制される。

3. 研究の方法

本研究の分析対象期間は、2005年3月期から2021年3月期までの17年間である。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所上場企業で、日本の会計基準を用い、決算月数が12ヵ月の3月決算企業である。同一業種・年内の企業数が10社に満たないサンプルを除外し、各情報変数について平均値から3標準偏差を超えるものを除外している。最終的な分析サンプルは、1,634社の延べ18,234企業・年となる。分析に必要な連結財務データ及び株価データは、金融データソリューションズ「NPM日本上場企業 実績財務データ」、「日本上場株式 日次リターンデータ」から収集している。

本研究の仮説の検証には、先行研究に基づき次の回帰モデルを用いる。

$$\text{Investment}_{j,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Dividend}_{j,t} + \beta_2 \text{RQ}_{j,t} + \beta_3 \text{Dividend}_{j,t} * \text{RQ}_{j,t} + \beta_4 \text{Controls}_{j,t} + \epsilon_{j,t}$$

Investmentは翌期の設備投資額であり、Dividendは記念配当及び特別配当を除く年間配当金額である。RQは財務報告の質の代理変数であり、Dechow and Dichev (2002)、McNichols (2002)で提示されたモデルに基づき推定される誤差項の5期分の標準偏差を1から除いた変数として示している。したがってRQの値が大きいほど財務報告の質が高いことを意味する。WCAは、運転資本発生額(Working Capital Accruals)、CFOは営業キャッシュフロー、REVは売上高、PPEは有形固定資産であり、各変数は総資産で除している。

回帰モデルでは、有配企業の設備投資額が、無配企業より多い場合、Dividendの回帰係数 β_1 の符号は正となる。財務報告の質の向上が、情報の非対称性に伴う逆選択の問題を緩和し設備投資を促す効果をもたらす場合、RQの回帰係数 β_2 の符号は正となる。本研究の仮説のとおり、高配当で、財務報告の質が高いほど、設備投資が減少する場合、Dividend*RQの回帰係数 β_3 の符号は負となる。説明変数にはその他に、被説明変数である投資に影響を及ぼすと考えられている要因をコントロールするために、TobinQ、Size、Tangibility、Cash、Leverage、Z-Score、Loss、Cycle、Age、CFO、SdSale、SdInvestment、SdCFO、Industry、Year変数を含めている。TobinQは、時価簿価比率であり株式時価総額と負債の合計額を株主資本簿価で除した値である。Sizeは、総資産の自然対数である。Tangibilityは、有形固定資産を総資産で除した値である。Cashは、現金預金を総資産で除した値である。Leverageは、長期有利子負債を長期有利子負債と株式時価総額で除した値である。Z-Scoreは、信用リスクの代理変数としてAltmanのZ scoreを用いている。米国企業を対象とした先行研究では、投資水準が、資金の調達が困難なほど抑制されるとした場合に、TobinQ、Size、Tangibility、Cashは投資水準と正の関係に、Leverage、Z-Scoreは投資水準と負の関係にあるとされている。Lossは損失報告ダミーである。Cycleは、売上債権回転率と在庫回転率の合計である。Ageは、企業の成熟度の代理変数として創業時からの事業年度である(ただしデータベースに存在する年度の制約を受けている)。CFOは、営業キャッシュフローを売上高で除した値である。SdSale、SdInvestment、SdCFOは、売上高、設備投資額、営業キャッシュフローについて5期にわたる標準偏差である。先行研究では、これらの変数と投資水準との関係について理論的な考察がなされていないが、これまでの実証研究では、Loss、Cycle、Age、CFO、SdSaleは投資水準と負の関係に、SdInvestment、SdCFOは、投資水準と正の関係にあることが示されている。Yearは年度ダミー、Industryは東証33業種分類に基づく産業ダミーである。

4. 研究成果

Divedind と Investment との相関係数は正值で有意であり、これまでの日本企業を対象とした先行研究と整合している。RQ と Divedind、RQ と Investment の相関係数はそれぞれ正值で有意であり、財務報告の質が高い(低い)企業ほど配当及び設備投資が大きい(小さい)という関係を示している。また、分析サンプルの日本企業では、配当の上位 25% (第 1 四分位) の企業の設備投資額は、下位 25% (第 4 四分位) よりも有意に大きく、相関係数でみた関係と整合している。次に、配当の下位 25% グループの中で、RQ が上位 25% (第 1 四分位) の企業の設備投資額は、下位 25% (第 4 四分位) よりも有意に大きい。配当が少ない企業群では、RQ が高いと設備投資額が大きくなる関係が観察され、相関係数でみた関係や先行研究と整合している。これに対して、配当の上位 25% グループの中で、RQ が上位 25% (第 1 四分位) の企業の設備投資額と、下位 25% (第 4 四分位) の企業の設備投資額とには、有意な差は観察されなかった。上位 25% の高配当企業群では、配当と設備投資の正の関係が抑制されており、本研究の仮説と整合する結果を示している。

設備投資額に影響を及ぼす他の要因を統制した多変量回帰では、Dividend の回帰係数 β_1 は正值で有意であり、有配企業の設備投資額は、無配企業より多いことを示している。RQ の回帰係数 β_2 は正值で有意であり、財務報告の質の向上が、設備投資を促進させる効果を持つことを示している。ただし、Dividend*RQ の回帰係数 β_3 は負値で有意であることから、高配当で、財務報告の質が高い場合には、設備投資は(一層増加するのではなく)抑制されることとなり、本研究の仮説と整合する結果が得られている。なお、分析モデルでは、Dividend 変数と他の説明変数との内生性が懸念されることから、分析結果の頑健性を確認するために、2 段階最小二乗法での推定も行っており、分析結果が頑健であることが確認されている。

米国企業を対象とした先行研究では、配当と設備投資とは負の関係にあり、高配当企業では、配当のために設備投資が見送られる傾向が報告されている。ただし、高配当企業の中で、財務報告の質が高い企業では、高品質な財務会計情報が、情報の非対称に伴う逆選択の問題を緩和し、設備投資に必要な資金を調達しやすくすることで、投資が見送られる可能性を減少させている役割を持つことが示されている。他方で日本企業では、配当と設備投資とに正の関係があり、高配当企業では設備投資が多く支出される傾向が報告されている。そこで本研究では、日本企業を対象に、高配当企業において、財務報告の質が設備投資に及ぼす影響を明らかにするための実証分析を行った。分析の結果、高配当企業の中で、財務報告の質が高い企業では、配当と設備投資の正の関係が抑制されていることが明らかとなった。高配当企業の中で、財務報告の質が高い企業では、高品質な財務会計情報が、情報の非対称性に伴うモラルハザードの問題を緩和し、設備投資を減少させる役割を持っていることが示唆された。配当情報と財務報告の質の評価は、企業の将来の設備投資額を評価する際にも有用性が高い可能性がある。

最後に分析上の課題をあげる。本研究では、過剰投資と過少投資を定量的に推定した分析までは行っていないため、財務報告の質の高さが投資の効率性を上昇させる効果を明らかにする研究に発展させる必要がある。また本研究では、企業の投資対象については設備投資額を、株主還元策については配当のみを分析対象としているが、財務報告の質が、研究開発投資や M&A 投資に及ぼす影響、自社株買いや記念配当等その他の株主還元策との関係も今後の検証課題となる。財務報告の質が設備投資に及ぼす影響について日本企業を対象とした実証研究は特に不足している状況にあり、今後、両者の因果関係を明らかにする研究に発展させる必要がある。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 1件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 市原 啓善	4. 巻 203 (3)
2. 論文標題 利益の質が配当に及ぼす影響に関する実証研究	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 67-75
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 市原 啓善	4. 巻 28 (3)
2. 論文標題 減配が報告利益管理行動に及ぼす影響に関する実証研究	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 産業經理	6. 最初と最後の頁 94-104
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 市原 啓善	4. 巻 205 (5)
2. 論文標題 利益の質が配当と研究開発投資の関係に与える影響	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 會計	6. 最初と最後の頁 494-505
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 市原 啓善	4. 巻 -
2. 論文標題 財務報告の質が我が国企業の設備投資に与える影響に関する実証分析	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計2件

1. 著者名 中島茂幸・櫻田譲・市原啓善・稲村健太郎・岩下誠・加藤恵吉・河瀬豊・畠中貴幸・柳田具孝	4. 発行年 2023年
2. 出版社 五紘舎	5. 総ページ数 340
3. 書名 New ベーシック税務会計<企業課税編>改訂版	

1. 著者名 市原啓善、許霽、櫻田譲、園弘子、高木秀典、政田孝、柳田具孝、矢野沙織	4. 発行年 2023年
2. 出版社 五紘舎	5. 総ページ数 167
3. 書名 基礎簿記会計	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------