

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 10 日現在

機関番号：24402

研究種目：若手研究(B)

研究期間：2011～2013

課題番号：23730437

研究課題名(和文) 日本企業の配当政策が利益調整行動および株式市場に与える影響に関する実証研究

研究課題名(英文) Empirical Studies on the Effect of Dividend Policy of Japanese Firms on both Earnings Management and Stock Pricing

研究代表者

石川 博行 (ISHIKAWA, HIROYUKI)

大阪市立大学・経営学研究科・教授

研究者番号：60326246

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円、(間接経費) 1,020,000円

研究成果の概要(和文)：利益変化と配当変化が相互に関連付けて評価されることを「コロボレーション効果」という。本研究では、特別損益や異常発生高が増益と増配のコロボレーション効果を低下させているかどうかを検証した。分析の結果、異常発生高(特別損益)による増益達成はコロボレーション効果を追加的に減じる(減じない)という事実を発見した。この証拠は、市場が、増益の品質を勘案しながら増配の評価を行っていることを示している。

研究成果の概要(英文)：The market evaluates the information content of dividends in interrelating with earnings (corroboration effect). I analyzed empirically whether special items and abnormal accruals decrease corroboration effect between increase in dividends and increase in earnings, and found evidence that increase in earnings using abnormal accruals additionally decreases the corroboration effect, but that using special items does not do so. This evidence shows that the market evaluates increase in dividends in considering the quality of increase in earnings.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：コロボレーション効果の品質 利益の持続性 backing out method 特別損益 異常発生高 減益回避 赤字転落回避 利益

### 1. 研究開始当初の背景

経営者は、自社の将来業績に関する個人的なメッセージを伝達するために配当を使用するという考え方がある。これを配当の収益性シグナリング仮説という (Bhattacharya 1979; Miller and Rock 1985; John and Williams 1985)。投資者は、アナウンスされた増配 (減配) から、将来業績に対する経営者の自信 (悲観) を読み取り、将来業績に対する自己の期待値を上方 (下方) 修正する。その結果、株価が上昇 (下落) する。配当変化が、経営者と投資者の間に存在する、将来業績に関する情報の非対称性を緩和させるのである。ただし、この仮説が妥当性を有するためには、増配 (減配) 企業が、その後、実際に好業績 (悪業績) を達成していなければならない。近年の米国の先行研究は、このシグナリング仮説の成立基盤を否定する証拠が多い (DeAngelo et al. 1996; Benartzi et al. 1997; Grullon et al. 2002, 2005)。

このシグナリング仮説をベースとしたコロボレーション効果 (corroboration effect) という概念がある。これは、利益変化と配当変化が相互に関連付けて評価されるというものである (Kane et al. 1984)。増配 (減配) 公表と同時に増益 (減益) がアナウンスされると、株価が追加的に上昇 (下落) する。増益 (減益) に裏付けられた増配 (減配) は、将来業績の改善 (悪化) を示す、より信頼性が高いシグナルと評価されるわけである。ただし、コロボレーション効果の妥当性についても、増益 (減益) に裏付けられた増配 (減配) 企業が、その後、実際により顕著な好業績 (悪業績) を達成しているかどうかで判断する必要がある。この点、日本では、基本的に、シグナリング仮説とコロボレーション効果の将来業績予測能力を支持する証拠が蓄積されている (石川, 2010, 2013)。

### 2. 研究の目的

ただし、これまでの先行研究では、コロボレーション効果を分析 (利益変化の符号を判断) する際、もっぱら純利益を使用してきたことに注意しなければならない。配当の源泉が純利益であることを重視してきたからである。一方で、近年、利益の品質 (会計発生高の質、予測可能性・持続性、平準化程度、収益と費用の対応、株価関連性、適時性・保守性等) が注目されている (Schipper and Vincent, 2003; Francis et al., 2004)。

そこで本研究では、利益と配当のコロボレーション効果を利益の品質の観点から実証的に議論することを試みる。具体的には、特別損益や異常会計発生高 (以下、異常発生高) が、(利益の質の低下を通じて) 利益と配当のコロボレーション効果を低下させているかどうかを検証する。

### 3. 研究の方法

利益の持続性は、利益の品質の決定要因の

1 つとして考えられている。持続性が高い利益ほど品質が高い。将来利益を予測する能力が高く、業績シグナルとしての信頼性が高い。そのような信頼性の高い利益に裏付けられた配当は、コロボレーション効果を大きく発揮するだろう。逆に、信頼性が低い利益と配当のコロボレーション効果は相対的に小さいと考えられる。本研究では、利益と配当のコロボレーション効果に対して、特別損益や異常発生高がどのような影響を与えているのかを検証するために、増益サンプルに対して、Ohlson (2001) に依拠した次の回帰モデルを推定する。

$$\begin{aligned}
 P_t = & a_0 + a_1 BPS_t + a_2 EPS_{t-1} + a_3 \Delta EPS_t^+ \\
 & + a_4 \Delta EPS_t^- + a_5 DPS_{t-1} + a_6 \Delta DPS_t^+ \\
 & + a_7 \Delta DPS_t^- + a_8 SGR_t + a_9 I(++) + a_{10} I(+ -) \\
 & + a_{11} D1 + a_{12} (D1 * I(++)) \\
 & + a_{13} D2 + a_{14} (D2 * I(++)) \\
 & + a_{15} D1 + a_{16} (D1 * I(++)) \\
 & + a_{17} D2 + a_{18} (D2 * I(++)) \\
 & + a_{19} D1 + a_{20} (D1 * I(++)) \\
 & + a_{21} D2 + a_{22} (D2 * I(++)) + \varepsilon_t
 \end{aligned}$$

$P_t$  は各年 6 月末 (3 月期決算企業の期末 3 カ月後) の時価総額、 $BPS_t$  は当期末の自己資本簿価、 $EPS_t$  は当期純利益、 $DPS_t$  は当期配当、 $SGR_t$  は当期の売上高変化率である。 $EPS_t$  は前期利益 ( $EPS_{t-1}$ )、当期増益 ( $\Delta EPS_t^+$ )、および当期減益 ( $\Delta EPS_t^-$ ) に分割されている。同様に、 $DPS_t$  も、前期配当 ( $DPS_{t-1}$ )、当期増配 ( $\Delta DPS_t^+$ )、および当期減配 ( $\Delta DPS_t^-$ ) に分割する。解釈を容易にするため、当期減益 ( $\Delta x_t^-$ ) と当期減配 ( $\Delta d_t^-$ ) はプラスの値に変換する。また、不均一分散を緩和するために、 $SGR_t$  以外の変数は、前年 6 月末の時価総額 ( $P_{t-1}$ ) でデフレートする。これらの独立変数は、基本的に、Ohlson (2001) に依拠したものであり、 $\Delta EPS_t^+$  と  $\Delta DPS_t^+$  以外の係数は、すべてプラスに推定されることが予想される。

一方、 $I(++)$  と  $I(+ -)$  は、利益と配当のコロボレーション効果を検証するための変数 (コロボレーション変数) である。本研究では、増益サンプルだけを分析対象とするので、利益変化と配当変化の組み合わせは、「増益・増配」、「増益・安定配当」、および「増益・減配」の 3 とおりとなる。このうち「増益・安定配当」のサンプルを基準とし、当期増益・当期増配ならば 1、そうでなければ 0 が与えられるダミー変数 ( $I(++)$ )、および当期増益・当期減配ならば 1、そうでなければ 0 が与えられるダミー変数 ( $I(+ -)$ ) を設定する。増益に裏付けられた増配シグナルが、将来業績の改善を示す、より信頼性の高いシグナルとして評価されているならば、増益 ( $\Delta EPS_t^+$ ) と増配 ( $\Delta DPS_t^+$ ) の大きさをコントロールしてもなお、増益・増配シグナル ( $I(++)$ ) の係数はプラス有意に推定されることが期待される。

上式では、当期純利益に含まれている特別損益や異常発生高が、 $I(+ +)$  の情報内容( コロボレーション効果 ) を減じているかどうかを検証するために、6 つの交差項が独立変数に追加されている。 $I(+ +)$  に乗じられている6 つのダミー変数の定義は、次のとおりである (AA は、異常発生高を表す)

- ・ D1:[ AA 加算前税引後経常利益 - 前期純利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数
- ・ D2:[ AA 加算前税引後経常利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数
- ・ D3:[ 税引後経常利益 - 前期純利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数
- ・ D4:[ 税引後経常利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数
- ・ D5:[ AA 加算前純利益 - 前期純利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数
- ・ D6:[ AA 加算前純利益 0 ] ならば 1 が与えられるダミー変数

D1 (D2) は、特別損益と異常発生高の両方がなければ、最終利益ベースで減益(赤字)となっていた状況を識別する変数である。D3 (D4) は、(異常発生高を所与として)特別損益がなければ減益(赤字)となっていた状況、逆に、D5 (D6) は、(特別損益を所与として)異常発生高がなければ減益(赤字)となっていた状況を識別する変数である。まず、これらのダミー変数が、それ自体としてマイナスの追加的な情報内容を有するならば、D1 ~ D6 の係数はマイナスに推定されることが予想される。

次に、 $I(+ +)$  に D1 ~ D6 を乗じた交差項を検討する。特別損益および(または)異常発生高がなければ減益、さらに赤字転落に陥っていた場合、業績尺度としての当該増益シグナルの信頼性は相対的に低いと考えられる。そのような信頼性の低い増益シグナルは、増益と増配のコロボレーション効果を追加的に減じているであろう。ただし、特別損益と異常発生高は持続性が異なるので、増益と増配のコロボレーション効果に与える追加的な影響は、特別損益と異常発生高の間で異なることが予想される。

#### 4. 研究成果

本研究の成果は、「利益の持続性とコロボレーション効果 - Backing out method の議論を踏まえて -」(大阪市立大学大学院経営学研究科 Working Paper No. 201312, 2013年10月)に収録されている。2001年~2012年の3月期決算企業、延べ9,631個の増益サンプルに対して、Ohlson (2001) に依拠した回帰モデルを推定した結果、次の興味深い結果を得ている。

まず、D1 の係数はマイナス有意に推定されたが、 $D1 * I(+ +)$  は有意ではない。この結果は、特別損益と異常発生高の両方を用い

た増益達成(特別損益と異常発生高がなければ減益であった)という情報は、追加的に株価を引き下げることが、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じないことを意味する。一方、D2 の係数は非有意であるが、 $D2 * I(+ +)$  はマイナス有意に推定されている。これは、特別損益と異常発生高がなければ、減益どころか赤字転落であったという情報は、D1 関連情報を所与とすれば追加的に株価を引き下げないが、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じることの意味する。

上記の D1 と D2 は、特別損益と異常発生高を合算した変数である。したがって、追加的に株価を引き下げたり、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じたりするのが、どちらの項目であるのか判別できない。そこで、両項目を別個に分析対象とした D3 ~ D6 の結果に注目すると、まず、D3 と D4 の係数がいずれもマイナス有意に推定されている一方で、 $I(+ +)$  との交差項はいずれも非有意であることが判明した。すなわち、特別損益による増益達成(特別損益がなければ減益さらには赤字転落)という情報は、それぞれ追加的に株価を引き下げることが、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じていない。一方、D5 と D6 の係数は非有意であるが、 $I(+ +)$  との交差項は少なくとも両側10%水準でマイナス有意に推定されている。この結果は、異常発生高による増益達成(異常発生高がなければ減益さらには赤字転落)という情報は、それ自体で株価を引き下げることではないが、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じることの意味する。

特別損益と異常発生高の間で、増益と増配のコロボレーション効果に与える影響が異なる理由は、次のように解釈できる。まず、基本的に一時的な性格を有する当期の特別損益は、次期以降の将来業績に与える影響が相対的に小さく、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じるほどではない。特別損益を利用した減益回避や赤字転落回避が追加的なマイナスの評価を受けるだけである。一方、異常発生高は、将来期間の反転を含め、次期以降の将来業績に与えるマイナスの影響が相対的に大きい。本研究の証拠は、異常発生高による減益回避や赤字転落回避が、好調な将来業績の代理変数としての増益シグナルの信頼性を毀損し、増配とのコロボレーション効果を追加的に減じること示している。この実証結果は、市場が増益の品質を勘案しながら増配の評価を行っていることを証拠付けるものである。

本研究の証拠は、利益と配当のコロボレーション効果を分析する際、もっぱら純利益を用いてきた先行研究に対して、重要な示唆を提供する。もちろん、研究目的に依存するだろうが、やみくもに配当の源泉(純利益)だけを分析対象とするのは賢明ではない。株価最大化を念頭に置くのであれば、コロボレーション効果が最大限発揮されるのはどの段

階の利益なのかの検討が必要である。異常発生高がコロボレーション効果を追加的に減じ、また異常発生高加算前税引後経常利益の持続性が最も高いという本研究の証拠は、異常発生高加算前税引後経常利益がその有力候補の1つであることを示している。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計4件)

1. 石川博行「利益の持続性とコロボレーション効果 - Backing out method の議論を踏まえて - 」大阪市立大学大学院経営学研究科 Working Paper No. 201312, 2013年10月, pp. 1-23 (査読無)
2. 石川博行「配当政策の収益性予測能力—法人企業統計調査データによるパイロット・テスト—」大阪市立大学大学院経営学研究科 Working Paper No. 201306, 2013年3月, pp. 1-19 (査読無)
3. 石川博行・太田裕貴「特別配当の価値関連性と利益予測能力」『会計』第180巻第5号, 2011年11月, pp. 87-99 (査読無)
4. 石川博行・太田裕貴「特別配当の実態分析」『経営研究(大阪市立大学)』第61巻第3号, 2011年11月, pp. 1-14 (査読無)

[学会発表](計0件)

[図書](計0件)

[産業財産権]

出願状況(計0件)

取得状況(計0件)

[その他]

ホームページ等

<http://www2.bus.osaka-cu.ac.jp/~h-ishikawa/profile.htm>

<http://www2.bus.osaka-cu.ac.jp/~h-ishikawa/profile-e.htm>

#### 6. 研究組織

(1)研究代表者

石川 博行 (ISHIKAWA HIROYUKI)

大阪市立大学・大学院経営学研究科・教授  
研究者番号：60326246

(2)研究分担者

なし

(3)連携研究者

なし