

機関番号：24402

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2008～2010

課題番号：20730305

研究課題名（和文） 配当政策のコラボレーション効果に関する実証研究

研究課題名（英文） Empirical Studies on Dividend Policy of Japanese Firms from the Perspective of Corroboration Effects

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

研究成果の概要（和文）：日本企業の配当政策が株式市場に与える影響について、コロボレーション効果（corroboration effect）の観点から実証分析した。分析の結果、第1に、経営者予想の修正の公表や利益・配当の時系列に対して、コロボレーション効果の存在と持続性を裏付ける証拠を得た。第2に、配当のライフサイクル仮説が日本企業の経営者や株式市場に受け入れられていないという、米国とは異なる証拠を提示し、その解釈にコロボレーション効果の概念を応用した。

研究成果の概要（英文）：I analyzed empirically the influence of dividend policy of Japanese firms on stock pricing from the perspective of corroboration effect. Firstly, I found evidence of both the existence and the persistence of corroboration effect in the Japanese market for the announcement of management forecasts revisions and time series properties of earnings and/or dividends. Secondly, I found new evidence that the dividends' life-cycle theory is not be accepted by both the managers of Japanese firms and the Japanese market, and I showed that the evidence can be explained using the concept of "corroboration effect."

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	600,000	180,000	780,000
年度			
年度			
総計	3,200,000	960,000	4,160,000

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：配当政策、コラボレーション効果、コロボレーション効果、シグナリング仮説、経営者の配当予想、首尾一貫したメッセージ、下方硬直的な配当政策、配当のライフサイクル仮説

## 1. 研究開始当初の背景

「モノ言う株主」の台頭で、株主総会において配当がやり玉に挙がるケースが増えている。また、敵対的買収の高まりや三角合併解禁を背景に、買収防衛策の一環として、海外と比べて低い配当水準を是正する動きが

盛んである。増配が好感され、株価が高値で維持されれば、敵対的買収のリスクが低下するからである。確かに、増配は、将来の好業績に対する経営者の自信を示すシグナルとして好意的に解釈されるケースが多い。また、余剰資金を無駄使いしない経営者の姿勢が

好感される可能性もある。ただし、すべての増配が株価上昇をもたらすとは限らない。増配は、リスクの高い事業への投資を回避する経営者の消極的な姿勢や、そもそも収益性の高い投資機会が欠如していることを示すシグナルとしてマイナスに評価されるかもしれない。また、過大な配当は、将来の投資機会を犠牲にした無責任経営の証として、大きなペナルティーが与えられる可能性すらある。「株価上昇」をもたらす配当政策の模索は、喫緊の研究課題であるといえる。

この点に関して、拙著『配当政策の実証分析』（中央経済社、2007年）は、会計ベースの株式価値評価モデルである Ohlson (2001) モデルを用いて、わが国企業の配当政策を実証分析している。そして、たとえば、連続増益企業の次期増配予想はプラスの追加的な評価を受けるが、増益を伴わない増配や連結業績のベクトルと矛盾する増配は割引いて評価されるといった事実を発見している。また、Kane et al. (1984) も、米国企業を対象として、減益時よりも増益時の増配の方が、より大きなプラスの評価を受けるなど、ほぼ同様の事実を発見している。そして、利益変化と配当変化のアナウンスメントが相互に関連付けて評価されていることを「コロボレーション効果（コラボレーション効果）(corroboration effect)」と呼んでいる。

上記の発見事項は、敵対的買収者の大幅な増配圧力に対して、たとえば減益を根拠に「増配が必ずしもプラス・アルファの株価上昇をもたらすわけではない」と主張する科学的証拠として位置付けることができる。ただし、増配アナウンスメントと corroborate して「株価上昇」を追加的にもたらすのは、増益といった業績要因だけにとどまらない。

## 2. 研究の目的

そこで、本研究では、増配シグナルと corroborate して「株価上昇」を追加的にもたらす各種要因を総合的に解明することを目的とする。その際、(1) 配当政策に関してこれまで提唱されてきた主要な配当仮説や、(2) 株主構成等との関係を念頭に置きながら、配当政策のコロボレーション効果を実証分析する。具体的には、次の2つの重要な研究目的を解明することができる。

(1) 配当仮説の検証：配当政策に関する代表的な仮説として、以下の4つがある。①余剰資金を株主還元することによって、エージェンシー・コストが削減され、株価上昇をもたらされるとする「フリー・キャッシュ・フロー仮説」(Jensen, 1986)。②企業の内部者と外部者の間に情報の非対称性が存在するために、外部金融よりも内部金融の方が有利であるとする「ペッキング・オーダー仮説」(Myers and Majluf, 1984)。③市場が増配シ

グナルを将来の好業績に対する経営者の自信の表明として解釈し、株価上昇をもたらされると予想する「シグナリング仮説」(Miller and Rock, 1985)。④企業の成長段階に応じて、企業が採用すべき配当政策が異なることが強調される「ライフサイクル仮説」(DeAngelo et al, 2006)。本研究によって、株式市場がどの仮説を受け入れているのかが解明される。

(2) 株主構成と配当政策の関係に関する検証：2003年度以降、わが国市場において最大の株式保有比率に躍り出たのは外国人投資家であり、2006年度におけるその割合は実に28%に達する(2007年6月16日付け日本経済新聞)。一般的に、好業績・高株価企業には、外国人投資家が群がり、株価がある程度上昇した時点で、個人が株式を売却してしまう傾向がある。その受け皿は外国人投資家である。株価上昇のための増配を模索すれば、結果的に、「モノ言う投資家」の持株比率が上昇する可能性が高いわけである。本研究では、株主構成と配当政策のコロボレーション効果も追加的に検証することによって、わが国企業が外国人投資家とどのように向き合うべきかを考察する。

## 3. 研究の方法

本研究は、配当政策のコロボレーション効果が株式市場に与える影響を実証分析する。主たる分析手法は、(1) イベント・スタディと(2) 価値関連性分析である。それらの分析を実施するには、①財務データ、②株価データ、③B値データ、④業績予想データ、⑤業績予想修正・配当異動データが必要不可欠である。おもに、①、③、④、および⑤は推定する回帰モデルの独立変数として、②はその従属変数として使用される。このうち、①財務データについては、最新版の「日経 NEEDS 財務データ CD-ROM 版」(日経メディア・マーケティング)を購入し、大阪市立大学が継続購入している「日経 NEEDS Financial-QUEST」(日経メディア・マーケティング)と連続させて使用する。②株価データについては、最新版の「株価 CD-ROM」(東洋経済新報社)を購入し、現有データと連続させて使用する。③B値データは、リスクのコントロール変数として必要であり、最新版の「日経株価・指標データ CD-ROM」(日経メディア・マーケティング)の購入が不可欠である。④業績予想データは、Ohlson (2001) モデルに依拠した回帰モデルを推定する際に必要であり、本研究では、決算発表の際に経営者が公表する次期の利益予想と配当予想を用いる。⑤業績予想修正・配当異動データは、経営者の増配・減配アナウンスメントの情報内容を検証するときに必要である。④と⑤は、上述の「日経 NEEDS Financial-QUEST」に収録されている。

(1) イベント・スタディについては、業績予想修正や配当異動の新聞掲載日を日次0と定義し、まず、その前後の株価動向(CAR)を追跡する。この分析では、(A) 増益(減益)だけのアナウンスメント、(B) 増配(減配)だけのアナウンスメント、(C) 増益(減益)と増配(減配)の同時アナウンスメントに対して、株式市場がどのように反応しているのかに注目する。他の条件を所与として、かりに利益と配当のコロボレーション効果が働いているならば、(C) に対する日次0の株価反応は、(A) や (B) のそれらよりも大きいことが予想される。またコロボレーション効果が持続的か否かは、日次0以降の株価動向に注目すればよい。

ただし上記の分析では、利益変化と配当変化の大きさが考慮されていない。そこで、次のステップとして、それらをコントロールした次の回帰モデルを推定する。

$$CR_t = a_0 + a_1 \Delta EPS_t + a_2 \Delta DPS_t + a_3 I(-0) + a_4 I(-+) + a_5 I(0-) + a_6 I(0+) + a_7 I(+-) + a_8 I(+0) + a_9 I(++ ) + \varepsilon_t$$

従属変数は、日次0前後の累積異常リターン(CR)である。独立変数の $\Delta EPS$ と $\Delta DPS$ は、純利益予想と配当予想の1株あたり変化額であり、決算発表前の株価で基準化される。 $a_1$ と $a_2$ の期待符号はプラスである。 $I(-0) \sim I(++)$ は、利益変化と配当変化のコロボレーション効果を検出するための変数である。たとえば、 $I(-+)$ は、減益予想修正かつ増配予想修正ならば1、そうでなければ0が与えられるダミー変数である。減益と減配のマイナスの相互作用が追加的な情報内容を有するならば、切片( $a_0$ )はマイナス有意に推定されることが、また、利益変化と配当変化に関する他のグルーピングが追加的に重要であるならば、ダミー変数の係数( $a_3 \sim a_9$ )はプラス有意に推定されることが予想される。

(2) 価値関連性分析については、Ohlson(2001)モデルに依拠した次の回帰モデルを推定する。

$$P_t = a_0 + a_1 BPS_t + a_2 EPS_{t-1} + a_3 \Delta EPS_t + a_4 DPS_{t-1} + a_5 \Delta DPS_t + a_6 \Delta EPS_{t+1} + a_7 \Delta DPS_{t+1} + a_8 I(-0) + a_9 I(-+) + a_{10} I(0-) + a_{11} I(00) + a_{12} I(0+) + a_{13} I(+-) + a_{14} I(+0) + a_{15} I(++ ) + \varepsilon_t$$

従属変数は、t時点の時価総額(P)である。独立変数のBPS、EPS、およびDPSは、それぞれ純資産簿価、純利益、および配当を表す。 $\Delta$ は変化分を表す。基本的に連結データを用いるが、なければ親会社単独データが用いられる。 $\Delta EPS_{t+1}$ と $\Delta DPS_{t+1}$ の算定に用い

られる $EPS_{t+1}$ と $DPS_{t+1}$ は、決算発表時に公表される経営者の次期利益予想と次期配当予想である。従属変数および7番目までの独立変数は、不均一分散を緩和させるために、前期の時価総額でデフレートする。 $I(-0) \sim I(++)$ は、価値関連性分析において、利益変化と配当変化のコロボレーション効果を検出するための変数である。次期利益変化と次期配当変化のコロボレーション効果を分析する場合、たとえば、 $I(-+)$ は、次期減益予想かつ次期増配予想ならば1、そうでなければ0が与えられるダミー変数である。次期利益変化と次期配当変化の2つのベクトルの相互作用が追加的な情報内容を提供しているならば、ダミー変数の係数( $a_8 \sim a_{15}$ )はプラス有意に推定されることが期待される。

#### 4. 研究成果

本研究の成果は、最終的に、『株価を動かす配当政策—コロボレーション効果の実証分析』(中央経済社、2010年9月)として出版した。本書は、コロボレーション効果を包括的に分析した世界で初めての研究書である。本書は、第1部「コロボレーション効果の基礎—証拠の蓄積—」と、第2部「コロボレーション効果の応用—配当のライフサイクル仮説の検討—」の2部構成である。

第1部では、利益変化と配当変化の相互作用が、株式市場にどのような追加的な影響を与えているのかを実証的に考察した。ここでは、コロボレーション効果に関する証拠を蓄積している。第1部は、4つの章から構成される。実際のデータを用いた実証分析は、第2章～第4章で行われている。

まず、第2章「コロボレーション効果のイントロダクション」では、「経営者予想の修正の公表」に対してイベント・スタディを実施した。具体的には、経営者の年次ベースの利益予想と配当予想の修正が公表されたとき、両者のコロボレーション効果が株式市場に追加的なインパクトを与えているかどうかを分析した。その結果、①増益と増配の同時公表が最大のプラス評価を受ける、②減益と減配の同時公表が最大のマイナス評価を受ける、③なかでも赤字転落・無配転落の同時公表のマイナス・インパクトが最大である、④増益とのコロボレーション効果は、記念配当よりも普通配当を用いた増配の方が大きいといった事実を発見した。

第3章「中間利益・中間配当・年次利益の相互作用」では、中間ベースの経営者予想の修正に焦点を当てたイベント・スタディを実施した。そして、①中間利益変化と中間配当変化の間、および②中間利益変化と年次利益変化の間のいずれについても、コロボレーション効果の存在を支持する証拠を得た。また、③年次利益変化と中間配当変化は、①と②を

それぞれ所与とした場合でも、中間シグナルや利益変化シグナルと追加的に相互作用する、④検出されたコロボレーション効果の持続性は高いという証拠を得た。

第4章「連続増益と連続増配の経済的意味」では、利益や配当の時系列（利益系列・配当系列）の相互作用が株式市場に追加的な影響を与えているかどうかを実証分析するために、価値関連性分析を実施した。分析の結果、上記のコロボレーション効果の存在を肯定する証拠を得た。具体的には、①2期連続増益達成による追加的な株価上昇は大きい、②2期連続増配達成による追加的な株価上昇は大きい、逆に、③当期と次期の利益変化（あるいは配当変化）のベクトルが異なるシグナルは割り引いて評価されるといった事実を発見した。

本書第2部では、配当のライフサイクル仮説が日本企業の経営者や市場に受け入れられているかどうかを実証的に考察した。ここでは、コロボレーション効果の概念が、得られた否定的証拠に対する解釈に応用される。第2部も、4つの章から構成される。実際のデータを用いた実証分析は、第6章～第8章で行われている。

第6章「増配企業と減配企業の財務的特徴」では、増配企業と減配企業の当該決算期前後の様々な財務比率の時系列推移を観察し、米国とは異なる次の興味深い事実を発見した。①配当のシグナリング仮説とそれをベースとしたコロボレーション効果について、肯定的な証拠を得た。すなわち、増配（減配）企業は、その後、実際に好業績（悪業績）を経験している。同時に増益（減益）の裏付けがあれば、将来の好業績（悪業績）の度合いがより大きくなる。これは、第2章～第4章で発見されたコロボレーション効果に関する強力な成立基盤を提供している。②代替仮説について、否定的な証拠を得た。日本では、自社株買いを増やす代わりに配当を減らすようなことはしない。③配当のライフサイクル仮説について、否定的な証拠を得た。日本における増配企業は、持続的な高成長、持続的な高収益力、および豊富な余剰資金や財務内容を同時に兼ね備えている。日本の成長企業は、将来の成長投資のために、配当を犠牲にすることをしない。

第7章「増配選択と減配選択の決定要因」では、第6章で分析対象とされた財務比率を同時に独立変数に組み込んだロジット回帰モデルを推定することによって、増配（減配）選択の決定要因を分析した。分析の結果、①増益（減益）企業、高収益（低収益）企業、高成長（低成長）企業、低配当（高配当）水準の企業が、増配（減配）を実施していることが明らかとなった。さらに、②自社株買いに積極的な企業や外国人持株比率が高い企業が

増配を選択する傾向があることも判明した。

第8章「配当のライフサイクル仮説に対する市場の評価」では、市場が配当のライフサイクル仮説の予想と整合的な配当評価を行っているかどうかを実証分析した。価値関連性分析の結果、①成熟企業の減配が追加的なマイナス評価を受けている一方で、成長企業の減配はそれほど大きなマイナス評価を受けていない、②成長企業の増配が追加的なプラスの評価を受けている一方で、成熟企業の増配が割り引いて評価されているという証拠を得た。①の結果は、ライフサイクル仮説の予想と整合的であるが、②は説明できない。しかしながら、コロボレーション効果の概念を用いれば、①と②の結果の統一的な解釈が可能であると指摘した。

終章では、本書の結論として、コロボレーション効果の観点から、配当政策に対する具体的な提言を行った。「首尾一貫したメッセージ」（増益局面）と「下方硬直的な配当政策」（減益局面）が重要であるという指摘がそれである。

## 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3件）

①石川博行、利益変化と配当変化のコロボレーション効果—中間利益・中間配当・年次利益の相互作用—、會計、査読無、177、2010、64-74

②石川博行、配当政策と株式市場—コロボレーション効果の実証分析—、証券アナリストジャーナル、査読無、47、2009、23-30

③石川博行、配当政策のコラボレーション効果に関する実証分析—配当のライフサイクル仮説の検討—、會計、査読無、174、2008、32-45

〔学会発表〕（計1件）

①石川博行、利益と配当のコロボレーション効果に関する実証分析、日本ディスクロージャー研究会第1回全国大会、2010年5月8日、関西大学

〔図書〕（計1件）

①石川博行、中央経済社、株価を動かす配当政策—コロボレーション効果の実証分析、2010、197

〔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