

日本企業の配当行動と特別損益の関係性

加賀谷 哲之
一橋大学

要 旨

本研究の狙いは、日本企業の配当行動と特別損益との関係性について検討することにある。日本企業は有配・安定配当にこだわる傾向が強い。それらの活動を通じて、株主に対する一定の経営責任を果たしたと考える企業経営者の割合が相対的に大きいことが、有配や安定配当を行う企業が多い背景にはあると考える。しかし、会計制度がそうした有配や安定配当にどのような影響をもたらしているのかについては、これまでのところ十分には検討されてこなかった。本研究では、特に特別損益の計上が、日本企業の配当行動に与える影響を検討する。米国基準や国際財務報告基準・国際会計基準では、特別損益など異常損益を計上する余地をできる限り、最小化するように会計制度改革が進展してきた。異常損益を活用した業績区分の変更による恒常的な利益を積極的にコントロールする利益マネジメントが利用されることを回避することが、そうした制度改革の狙いには存在する。一方で、日本基準は、相対的には特別損益の計上には寛容である。本研究では、こうした特別損益の計上が、日本企業の配当政策に与える影響を検証した。検証の結果、持続的な業績が黒字であり、純利益が赤字である場合には、安定配当政策を維持しやすくなる一方で、純利益が黒字で持続的な業績が赤字である場合ではそうではないことが確認できる。これは特別損益の計上を通じた経常的な業績の表示が、日本企業の配当行動を支えている可能性があることを示唆している。

I はじめに

本論文の狙いは、日本企業の配当行動と特別損益との関係性について検討することにある。日本企業は他国企業と異なり、有配企業の割合が高く、一株当たりの配当を過去のトレンドから低下させるような減配行動を回避する傾向があることが確認されている。一方で、日本には一時的な変化に伴い発生する特別損益の表示を通じて、恒常的な業績としての営業損益や経常損益をその他のステークホルダーとのコミュニケーション活動に積極的に活用する傾向がある。本論文はこうした配当行動と特別損益の関係性を明らかにすることで、日本における分配行動を支える会計制度の特徴について検討するための実証的な証拠を蓄積することを狙いとしている。日本企業の配当行動と特別損益の関係性を検討する意義として、以下の3つがあげられる。

第1に、会計基準の国際的統合化・収斂化の経済的影響を検討するにあたって、これまで必ずしも重視されてこなかった配当行動に対する影響を解明しうる点である。会計基準の国際的統合化・収斂化を経済的な影響を検討するまで、これまで重視されてきたのは、それに伴う投資家に対する評価や影響であった。会計情報に対する評価の変化（比較可能性の向上、透明性の向上、適時性の上昇など）、証券アナリストによる利益予測精度の向上、アナリスト・カバレッジの向上、株式市場の流動性や取引高の増大やビッド・アスク・スプレッドの向上、資本コストの低下、海外投資家による資金拠出の増大、外国直接投資など枚挙にいとまがない。会計基準の国際的統合化・収斂化がこうした投資市場における評価にポジティブな影響を与えているという実

証的な証拠が積み上げられている一方で、それらが会計基準の国際的統合化・収斂化のみの影響とは限らず、それと並行して進展したエンフォースメント・システムの導入等の証券市場改革や監査制度改革、モチベーション・システムの変更等が重大な影響を与えているという指摘もある（e.g., Christensen, Hail and Leuz 2013）。このようにまだ十分に解明されていない側面が残されているとはいえ、会計基準の国際的統合化・収斂化をめぐる証券市場への影響は検討されてきたといえる。一方で、会計基準の国際的統合化・収斂化が各国の企業経営や経済運営に与える影響については十分に検討されていないのが実情である。特に金融危機以降、会計基準の国際的統合化・収斂化の基軸となってきた国際財務報告基準の特徴として取り上げられる公正価値会計や原則主義などといった内容が、企業会計に期待されるその他の役割としての契約支援機能、利害調整機能などにネガティブな影響を与える、あるいは企業会計と関係するその他の法制度や経済制度に十分に適合しないという批判が展開されるようになりつつある。こうした投資家にとっての有用性という観点以外の企業会計に対する役割については十分に検討されているとはいえないのが現状である（e.g., Hail, Leuz, and Wysocki 2010a, Hail, Leuz, and Wysocki 2010b, Bruggemann, Hitz, and Sellhorn 2013 など）。とりわけ日本では、企業の配当行動が企業のステークホルダー間の関係構築や利害調整において重要な役割を果たしており、企業会計はそうした意思決定を支援する役割を果たしているとの指摘もある（加賀谷 2014）。日本企業の配当行動の検討を通じて、会計基準の国際的統合化・収斂化についての新たな知見を導きせる可能性がある。

第2に、特別損益による表示が持つポジティブな役割を導き出すことができる可能性がある点である。特別損益や異常損益などの計上は、企業による区分表示を活用した利益管理を促進するという先行研究が数多く蓄積されていることもあり、IASBやFASBなど基準設定機関の多くは、特別損益や異常損益の計上に消極的になりつつある。たとえば、Massourd et al (2007) では、会計基準の国際的統合化・収斂化をけん引してきた米国やIASB等の会計基準設定機関が、特別損益や異常損益として計上できる項目を限定するように、会計基準を変化させてきた事実を明らかにしている。それらの基準が適用される国においては、投資家に対して恒常的な収益力を伝達するため、各社が独自で作成したプロフォーマ利益や基礎的利益（underlying income）などを伝達する手段を進化させている。一方で、日本基準では必ずしも会計基準において特別損益や異常損益の計上を限定させるような変化は存在しておらず、会計実務や監査手続きの中で、その計上が限定される。その結果として、各社固有のプロフォーマ利益や基礎的利益などは開示する企業はそれほど多くない。仮に日本におけるこうした特別損益による表示に積極的な意味を見いだせるとすれば、会計基準の国際的統合化・収斂化にあたって、これまでとは異なる視点からの示唆を獲得できる可能性がある。

第3に、企業の配当行動をめぐるパズル（未解決の課題）への示唆を獲得できる可能性がある点である。企業の配当行動は、投資家などのステークホルダーとの情報の非対称性を埋めるためのシグナリングの機能、あるいは利害の差異に伴い追加的に負担する必要のあるエージェンシー・コストを低減させる機能などの役割を果たすことが期待されてお

り、そうした期待感は企業におけるライフサイクルの段階に応じて異なってくる可能性があることが確認されている。しかし一方で、なぜ企業の配当行動に執着性（stickiness）が存在するのか、あるいはなぜ近年、株主還元策の中心が現金配当から自己株式の取得などへとシフトしつつあるのかについては、十分に解明されているとはいいがたい。日本企業は他国企業以上に現金配当にこだわっている企業が多く、加えて配当に執着性がある可能性が高い。日本における配当行動のメカニズムをさぐることで、企業の配当行動をめぐるパズル（未解決の課題）への示唆を獲得できる可能性がある。

振り返れば、米国会計学会でも近年、会計学研究のイノベーションのための取り組みが必要であるという問題意識のもとで、さまざまな取り組みがスタートしている。とりわけこれまで会計学研究では未解決の課題を共有し、その解決に向けた研究を進めていくことの重要性を多くの研究者は提示している（e.g., Waymire 2012）。本研究では、特に日本企業固有で実践されている安定配当行動にフォーカスをあて、日本で重視されている業績表示方法がどのような影響を与えるかを検討することにある。このため、第2節では、先行研究をレビューしたうえで、仮説構築のための理論整理を行う。第3節ではリサーチデザインを説明し、第4節で検証結果を提示する。第5節では結論を示す。

II 先行研究と仮説構築

1. 先行研究

企業の配当行動がどのようなメカニズムで決まっているのかという点については、コーポレート・ファイナンスの領域において研究

者の注目を集めてきた、中核的なトピックの一つであり、多くの研究者がその解明に向けて取り組んできた。その嚆矢となったのは、Lintner (1956) による分析である。同研究では米国企業 28 社を詳細に調査し、企業は配当性向をベースにした配当行動を重視しており、その比率を低下させることにより、株主等のステークホルダーから強い批判を浴びる可能性があるため、その比率を変動させながらない傾向があることを明らかにしている。また Modigliani and Miller (1961) では、完全・完備市場を前提とした場合には、資本構成や配当政策は企業価値に影響を与えないことを示している。

仮に Modigliani and Miller (1961) の主張のように、配当政策が企業価値に無関連であるのであれば、なぜ企業は配当政策にこだわるのだろうか。Allen and Michaely (2003) では、Modigliani and Miller (1961) が提示する完全・完備市場の前提などについて、また同研究では考慮されていない、現金配当と同じ株主還元位置づけられる自己株式取得について、検討することにより、企業の配当政策を決定づける要因について分析している。具体的には、税金、情報の非対称性や契約の不完備性、制度的な制約、取引コストなどの実態やそれらに対する株主や企業経営者の意識が企業の配当方針に影響を与えするというものである。たとえば、配当とキャピタル・ゲインで税率が異なるのであれば、配当か自己株式取得のいずれを投資家が選好するかは異なってくることが予想され、それに伴い、企業の配当政策は影響を受けるかもしれない。あるいは経営者と投資家の間に情報の非対称性がある場合、経営者は配当政策を通じて、自社の現状や将来をシグナリングすることを重視するかもしれない。契約を通じて、株主

の利益を最大化するよう経営者を動機付けることができない場合、経営者は積極的に株主還元を実施することで自らが株主の利益最大化のための活動を実践することを訴求するかもしれない。また少数株主保護など株主の持つ権利を積極的に保護する制度が整備されている国においては、企業はより積極的な配当政策を求められるかもしれない。また上述した様々な要素により、市場から資金調達するのに相対的に大きな取引コストがかかる場合には、配当政策に消極的になるかもしれない。

これまでに実施された配当政策をめぐる実証研究では、①規模の大きな、歴史のある会社がより多くの配当を実践する傾向がある、②当初は現金配当によるものが中心であったものの、1980年代半ば以降自社株式取得による株主還元が増大している。特に米国で上場する企業でそうした傾向が顕著になっている (e.g., Fama and French 2001)、③個人株主は実質的に配当に伴う税金を多く支払う傾向がある (e.g., Peterson, Peterson, and Ang 1985)、④企業は利益以上に配当を平準化させる傾向がある (e.g., Lintner 1956, Fama and Babiak 1968)、⑤市場は配当や自己株式取得の増加にポジティブに反応する一方で、配当の減少にネガティブに反応する傾向がある (e.g., Pettit 1972, Charest 1978, Aharony and Swary 1980, Michaely, Thaler, and Womack 1995, Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen 1995)、などの証拠が確認されている。これらの証拠の多くは、経営者と株主の間には情報の非対称性があり、エージェントである経営者がプリンシパルである株主の利益を重視していることを伝えるために、積極的に配当政策を活用することを示唆している (e.g., Grossman and Hart 1980, Easterbrook 1984, Jensen 1986)。

一方で、日本が他国と異なり、高い有配企業の割合を維持しているのか (e.g., Denis and Osobov 2008)、なぜより安定配当政策を重視するのかなどについては、明らかにされていない。

2. 配当政策における業績表示の役割

本研究では、特に安定配当を維持している企業がどのような特徴を兼ね備えているのかについて、特に業績表示の役割にフォーカスをあてて検討していきたい。

たとえば、Jensen (1986) では、企業のフリー・キャッシュフローが増大するほど、企業が負担するエージェンシー・コストが増大することを指摘している。そうしたフリー・キャッシュフローの状況が企業の配当行動に影響を与える可能性がある (フリー・キャッシュフロー仮説)。また Myers and Majluf (1984) では、企業経営者と投資家の間の情報の非対称性が存在する場合、外部金融の問題を克服するため、企業は内部金融を志向することを指摘している (ピッキング・オーダー仮説)。こうした内部金融を優先するため、企業の配当政策は影響を受けるかもしれない。DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006) では、企業のライフサイクルに応じて、配当政策が変わってくることを明らかにしている (ライフサイクル仮説)。

こうした先行研究などにに基づき、Fama and French (2001) では、①収益性、②投資機会、③企業規模が、企業の配当行動と深く結びつくことを確認している。収益性が高く、企業規模が大きいほど、配当を実践する傾向があり、一方で投資機会が高いほど、配当を抑制する可能性があるという仮説に基づき、検証を行っている。また Leary and Michaely (2011) では、配当平準化の決定因

子を検討するにあたって、情報の非対称性とエージェンシー・コストが配当の平準化行動に影響を与える可能性があるとして、①企業の成熟度 (企業規模や年齢)、②資産特性 (有形固定資産の割合や資産時価簿価比率)、③業績の変動性 (利益や株価の変動性)、④投資家間の情報の非対称性 (アナリスト・カバレッジなど)、⑤株主構成などにフォーカスをあてて検討を進めている。

本研究では、日本企業の特徴である安定配当 (減配ないしは無配とならない配当行動を志向する) の決定因子を検討することを狙いとする。検討にあたっては、1株あたり配当の変化にフォーカスをあてる。広田 (1992)、安田 (1997) では、日本企業は配当性向よりもむしろ1株あたり配当を減少させない安定配当政策をとってきたと説明する。花枝・芹田 (2008) では、日本企業の財務・IR担当者に対してサーベイ調査を行い、日本企業は1株あたりの配当を意識した配当政策を実施していることが確認されている¹。そこで、本研究では、1株あたり配当を減少させない企業にどのような特徴があるのかを明らかにすることにする。

安定配当政策に影響を与える要因として、ここでは①利益水準や留保利益、②投資機会、③資産規模、④負債、⑤企業寿命、⑥資産特性、⑦利益の変動性、⑧投資家構成などを取り上げる。利益や留保利益の水準の高さは、配当原資の大きさを示すことから、安定配当を支えることが予測される一方で、投資機会が多ければ、安定配当よりもむしろ将来に向けた投資を優先する可能性もある。また負債や利益の変動性が高い、あるいは有形固定資産への投資の割合が高い場合など、配当に伴い財務リスクが大きくなる状況においては、安定配当が維持しにくい状況になることが予

測される。資産規模が大きい企業、あるいは企業寿命が長い企業は、ライフサイクル仮説に基づけば積極的な配当政策を実施する可能性が高い。また外部ステークホルダーとの安定的な関係を構築するという観点から、相対的に減配や無配などの配当政策を実施しにくいことが推測される。現金・有価証券などの資金を多く保有している企業は、配当原資があるという観点では、安定配当政策を維持する可能性もあるが、一方で、エージェンシー・コストの節約という観点で、安定配当よりはむしろ利益にあわせて積極的に配当を増減させる配当政策を志向する可能性もある。配当原資やリスクの有無、情報の非対称性やそれに伴うエージェンシー・コストの大小が、企業の配当行動に影響を与えることは、すでに先行研究により確認されている。

一方で、業績表示の方法が、企業の配当行動にどのような影響を与えるかについては必ずしも十分に検討されていない。業績表示をめぐる先行研究の多くは、経常的な損益を異常損益にシフトすることで、企業経営者が機会主義的にコア利益をコントロールしている証拠を提示している (e.g. McVay 2006, Fan, Barua, Cready, and Thomas 2010)。こうした研究や逸話をうけて、FASB や IASB などの会計基準設定機関は、業績表示のシフトをもたらし異常損益などへの損益の計上をできる限り抑制するように、会計基準を変更させてきた (e.g., Massaud, Raiborn, and Humphrey 2007)。このため、米国や欧州、オーストラリアやニュージーランド、カナダなどの企業の多くは、Pro Forma Profits ないしは Underlying Incomes など投資家に恒常的な利益水準を示すため、各社独自の利益指標の開示を行っている。こうした国々とは対照的に、日本では、一時的ないしは巨額で

あるという限定はあるものの、会計基準上で特別損益への計上を抑制するという動きはそれほど強まっていない。

上述した通り、日本企業はこれまで安定配当政策を実施しており、その影響もあり、有配企業の割合も他国に比べて高い。安定配当政策には、人的資源への投資を支えるなど、一定の経済的な役割を果たしているという指摘もある (e.g., 広田・山田 2006)。こうした長期間続くメカニズムには何らかの経済的な役割があると期待することができ、仮に上述した業績表示の方法が、日本企業の安定配当を支えている側面があるのであれば、特別損益などの異常損益の計上にはポジティブな経済的影響を与えている可能性もあるのかもしれない。

業績表示の方法が、安定配当を支えるとした場合、大きく 2 つの経路が考えうる。1 つは、一時的な損失などを積極的に特別損失などにシフトすることで、恒常的な利益水準において黒字を維持することである。たとえ配当原資としての純利益がマイナスであったとしても、恒常的な業績はプラスであるという理由で企業経営者は配当を行う選択肢をとりやすくなる²。いま 1 つは、恒常的な業績がマイナスであったとしても、資産を売却したり、あるいは評価替えをしたりするなどして利益をねん出することで、配当原資としての純利益をプラスにするアプローチである。前者は企業経営者による恒常的業績のシグナリング機能、後者は企業経営者による機会主義的な取引、処★に基づく利益ねん出活動と位置付けることができるのかもしれない。

H1a: 他の条件が同じであるとする、持続的な利益（営業利益、経常利益）がプラスである場合には、増配・配当据え置きを維持しやすくなる。

H1b:他の条件が同じであるとする、配当原資利益（当期純利益）がプラスである場合には、増配・配当据え置きを維持しやすくなる。

Ⅲ リサーチデザイン

1. サンプルデータ

本研究では、日本企業の安定配当政策と業績表示、安定配当政策と投資行動との関係性についてそれぞれ検討する。まず日本企業の安定配当政策と検討にあたっては、NEEDS Financial Quest を活用し、①1株あたりの配当金額が入手できる1985年～2012年の期間に必要なデータを入手できる、②FQ上で一般事業会社に属している、③決算期間が12カ月である、という3つの要件を満たした50,504社・年度を抽出し、検証活動を行った。

2. 安定配当政策と業績表示の関係性

第1に、安定配当政策と業績表示の関係性について検討する。検討にあたっては、安

定配当政策を示す指標を被説明変数、業績表示方法を説明変数とする二項ロジスティック回帰分析を活用する。安定配当政策を示す被説明変数として、増配ないしは配当据え置きをしている企業を1、それ以外を0とする指標をあてることにした。説明変数としては、①利益水準や留保利益、②投資機会、③資産規模、④負債、⑤企業寿命、⑥資産特性、⑦利益の変動性、⑧投資家構成、⑨業績表示の方法をとりあげる。検討にあたっては、2つのモデルを活用する。第1に、「たとえ配当原資としての当期純利益が赤字であったとしても、恒常的な業績としての営業利益や経常利益が黒字である場合には、安定配当政策を維持しやすい」という仮説1aを検討するため、利益水準（NI）として純利益、留保利益（RE）として利益剰余金、投資機会として株価純資産倍率（PBR）、資産規模として期末総資産の対数、負債として負債比率（Debts）、企業寿命として企業設立年数の対数（Ages）、資産特性として有形固定資産対総資産比率（Tangible）、利益の変動性

表1 仮説1のサンプル企業

東証業種	サンプル数	東証業種	サンプル数	東証業種	サンプル数
水林・農産業	141	鉄鋼	996	空運業	86
鉱業	106	非鉄金属	659	倉庫・輸送関連業	845
建設業	3,143	金属製品	1,553	情報・通信業	3,171
食料品	2,273	機械	4,005	卸売業	4,986
繊維製品	1,133	電気機器	4,513	小売業	4,160
パルプ・紙	418	輸送用機器	2,006	証券・商品先物取引業	194
化学	3,914	精密機器	765	保険業	24
医薬品	864	その他製品	1,617	その他金融業	406
石油・石炭製品	215	電気・ガス業	519	不動産業	1,158
ゴム製品	391	陸運業	1,192	サービス業	3,598
ガラス・土石製品	1,183	海運業	270		

(Volatility)、投資家構成として国内金融機関保有比率 (Financial)、外国人投資家比率 (Foreign) をとりあげる。さらに業績表示の変数として、恒常利益・黒字、純利益・赤字である場合を 1、それ以外を 0 とするダミー変数 (D_{PE})、さらに当該ダミー変数 (D_{PE}) と純利益 (NI) の交差項を変数に入れ、検討を行った。さらに年次と産業のダミー変数をモデルには組み込んでいる。純利益や留保利益など配当原資が豊かである場合には、安定配当政策を維持しやすい。投資機会が潤沢である場合には、柔軟に配当を増減させる可能性が高まるため、安定配当政策を維持しにくい。資産規模が大きい場合には、企業の成長度合いは低下しているケースが多く、また多様なステークホルダーとの関係性を構築していく必要があることから、相対的に安定配当政策を維持する必要性が高まることが推測される。企業の寿命が長い場合、有形固定資産の比率が高い場合には、ステークホルダーとの安定的な関係構築が重要となることから、安定配当政策を志向する可能性が高い。利益の変動性が高い場合、安定配当政策が維持しにくいかもしれない。株主構成において金融機関の持株比率が高い場合には、積極的な配当活動よりはむしろ安定配当政策の実施を求めるかもしれない。外国人投資家の持株比率が高い場合には、配当性向をベースにした配当政策を相対的に強く求められることから、安定配当政策を維持しにくいかもしれない。ダミー変数と比率変数以外については、すべて前期総資産で控除することにより、分散の不均一性に対応している。

こうした変数に加えて、業績表示の役割について検討する。検討にあたっては、純利益が赤字である企業の営業利益ないしは経常利益が黒字であった場合に、安定配当政策を実

施する傾向があるかについて検討する。さらに当該変数と純利益との交差項についても検討した。純利益が赤字である場合にはそうではない場合と比べて、安定配当政策は維持することは困難になることが推測されるが、一方で、経常的な利益が黒字である場合には、安定配当政策を維持できるようになることが推測される。仮にこうした事実を確認できるようであれば、営業利益や経常利益などが恒常的な業績をシグナリングすることで、安定配当政策を支えるのに貢献していると見ることができるかもしれない。

同様のモデルを活用しながら、営業利益ないしは経常利益が赤字である企業の純利益が黒字であった場合に、安定配当政策を維持する傾向があるかを検討する。仮に恒常的な業績が赤字であったとしても、特別利益をねん出し、純利益が黒字であれば、企業は安定配当政策を維持する傾向があるかを検討する。それぞれのモデルは下記のとおりである。

$Pro(Sta_Div_t)$

$$= f(\alpha + \beta_1 NI_t + \beta_2 RE_t + \beta_3 PBR_t + \beta_4 Ages_t + \beta_5 Scale_t + \beta_6 Tangibles_t + \beta_7 Volatility_t + \beta_8 Debts_t + \beta_9 Cash_t + \beta_{10} Payout_t + \beta_{11} Foreign_t + \beta_{12} Financial_t + \beta_{13} D_{PE,t} + \beta_{14} D_{PE,t} \times NI_t) \quad (1)$$

$Pro(Sta_Div_t)$

$$= f(\alpha + \beta_1 PE_t + \beta_2 RE_t + \beta_3 PBR_t + \beta_4 Ages_t + \beta_5 Scale_t + \beta_6 Tangibles_t + \beta_7 Volatility_t + \beta_8 Debts_t + \beta_9 Cash_t + \beta_{10} Payout_t + \beta_{11} Foreign_t + \beta_{12} Financial_t + \beta_{13} D_{DE,t} + \beta_{14} D_{DE,t} \times PE_t) \quad (2)$$

Sta_Div：増配・配当据置ダミー

NI：当期純利益

PE：恒常的利益

RE：留保利益

PBR：株価純資産倍率

表 2 仮説 1 の基本統計量

	1Q	2Q	3Q	平均値	標準偏差
Sta_Div	0.000	1.000	1.000	0.741	0.438
NI	0.006	0.020	0.040	0.022	0.105
PE _{OPE}	0.022	0.043	0.075	0.055	0.153
PE _{OR}	0.019	0.041	0.075	0.053	0.157
D _{DE-OPE}	0.000	0.000	0.000	0.084	0.277
D _{PE-OPE}	0.000	0.000	0.000	0.010	0.100
D _{DE-OR}	0.000	0.000	0.000	0.074	0.262
D _{PE-OR}	0.000	0.000	0.000	0.007	0.086
PBR	0.724	1.261	2.293	2.232	16.836
RE	0.090	0.192	0.335	0.209	0.389
Ages	6.107	6.417	6.628	6.294	0.545
Scale	9.586	10.551	11.638	10.706	1.659
Tangibles	0.166	0.279	0.405	0.297	0.182
Volatility	0.010	0.017	0.031	0.028	0.094
Debts	0.389	0.552	0.702	0.542	0.211
Cash	0.086	0.146	0.239	0.180	0.134
Payout	0.110	0.254	0.444	0.446	4.275
Foreign	0.005	0.029	0.097	0.070	0.098
Financial	0.105	0.209	0.350	0.236	0.160

表 3 仮説 1 の相関係数 (Spearman 相関係数 (右上) と Pearson 相関係数 (左上))

	Sta_Div	NI	PE _{OPE}	PE _{OR}	D _{DE-OPE}	D _{PE-OPE}	D _{DE-OR}	D _{PE-OR}	PBR	RE	Ages	Scale	Tangibles	Volatility	Debts	Cash	Payout	Foreign	Financial
Sta_Div	1.000	0.146	0.087	0.094	-0.163	-0.043	-0.132	-0.057	-0.043	0.192	0.123	0.178	0.033	-0.109	-0.096	-0.046	0.017	0.073	0.187
NI	0.286	1.000	0.886	0.894	-0.150	0.001	-0.137	0.008	-0.006	0.483	-0.069	0.018	-0.044	0.453	-0.149	0.099	0.000	0.091	0.019
PE _{OPE}	0.285	0.864	1.000	0.996	-0.065	-0.050	-0.059	-0.041	0.005	0.432	-0.126	-0.017	-0.053	0.585	-0.119	0.119	-0.005	0.088	-0.010
PE _{OR}	0.300	0.899	0.959	1.000	-0.074	-0.040	-0.062	-0.043	0.002	0.441	-0.124	-0.021	-0.067	0.578	-0.145	0.131	-0.004	0.092	-0.014
D _{DE-OPE}	-0.163	-0.420	-0.258	-0.286	1.000	-0.031	0.880	-0.026	0.010	-0.081	0.033	0.011	0.051	-0.020	0.141	-0.090	-0.108	-0.063	-0.017
D _{PE-OPE}	-0.043	-0.044	-0.155	-0.128	-0.031	1.000	-0.029	0.577	-0.001	-0.020	0.008	-0.048	-0.024	0.023	-0.013	0.013	0.053	-0.024	-0.032
D _{DE-OR}	-0.132	-0.391	-0.230	-0.244	0.880	-0.029	1.000	-0.024	0.006	-0.063	0.027	0.003	0.032	-0.021	0.103	-0.077	-0.109	-0.059	-0.018
D _{PE-OR}	-0.057	-0.024	-0.125	-0.132	-0.026	0.577	-0.024	1.000	0.009	-0.039	0.013	-0.041	0.006	0.026	0.022	-0.004	0.030	-0.022	-0.022
PBR	-0.068	0.051	0.117	0.053	0.026	-0.004	0.004	0.024	1.000	-0.039	-0.009	-0.009	-0.004	0.023	0.060	0.004	-0.003	-0.013	0.000
RE	0.265	0.474	0.422	0.505	-0.182	-0.025	-0.146	-0.054	-0.229	1.000	0.046	0.035	-0.006	-0.140	-0.342	0.096	0.012	0.064	0.024
Ages	0.070	-0.186	-0.232	-0.233	0.036	0.013	0.031	0.021	0.007	-0.091	1.000	0.381	0.226	-0.169	0.158	-0.369	0.001	0.029	0.411
Scale	0.178	-0.047	-0.015	-0.043	0.010	-0.045	0.004	-0.040	0.083	-0.106	0.373	1.000	0.148	-0.152	0.261	-0.286	0.004	0.450	0.648
Tangibles	0.035	-0.135	-0.088	-0.143	0.054	-0.024	0.037	0.004	-0.009	-0.081	0.197	0.125	1.000	-0.103	0.165	-0.470	0.001	-0.090	0.092
Volatility	-0.234	0.195	0.184	0.182	-0.037	0.046	-0.041	0.042	0.027	0.065	-0.294	-0.373	-0.225	1.000	-0.059	0.134	-0.007	0.024	-0.121
Debts	-0.097	-0.358	-0.274	-0.375	0.141	-0.014	0.104	0.022	0.276	-0.697	0.163	0.238	0.139	-0.234	1.000	-0.451	-0.010	-0.169	0.166
Cash	-0.019	0.257	0.229	0.278	-0.094	0.012	-0.079	-0.005	0.004	0.306	-0.290	-0.231	-0.457	0.272	-0.424	1.000	-0.003	0.056	-0.159
Payout	0.320	0.051	0.059	0.072	-0.451	0.051	-0.426	0.011	-0.023	0.206	0.062	0.093	0.020	-0.259	-0.111	0.005	1.000	0.001	0.003
Foreign	0.113	0.255	0.254	0.263	-0.083	-0.039	-0.077	-0.040	0.025	0.149	0.091	0.561	-0.101	0.046	-0.195	0.072	0.007	1.000	0.208
Financial	0.198	-0.023	0.009	-0.017	-0.013	-0.033	-0.014	-0.024	0.203	-0.040	0.416	0.679	0.120	-0.330	0.157	-0.122	0.143	0.365	1.000

Ages : 創立月数対数
Scale : 総資産規模対数
Tangibles : 有形固定資産
Volatility : 営業利益標準偏差 (5 年間)
Debts : 負債
Cash : 現金 + 有価証券
Payout : 配当性向
Foreign : 外国人持株比率
Financial : 金融機関持株比率
D_{PE} : 持続利益・黒字, 純利益・赤字ダミー
D_{DE} : 純利益・黒字, 持続利益・赤字ダミー

各変数の基本統計量および相関係数は表 2, 表 3 に提示している。

IV 検証結果

安定配当政策と業績表示の関係性に関する検証結果を表 4 に示している。Panel A には、持続的利益を営業利益ないしは経常利益としたうえで、「当期純利益が赤字であっても、持続的利益が黒字である場合、安定配当政策を維持しやすくなる」かどうかについて示している。Panel A によれば、当期純利益や留保利益の係数については正であることが、

表 4 安定配当政策と業績表示の関係性

Panel A 恒常的利益・黒字, 当期純利益赤字

		Operating Income			Ordinary Income		
		Coefficient	Wald	Significant Probability	Coefficient	Wald	Significant Probability
NI	+	11.138	1140.065	0.000	11.548	1318.087	0.000
RE	+	2.239	550.396	0.000	2.234	548.139	0.000
PBR	-	-0.070	219.722	0.000	-0.071	228.300	0.000
Ages	+	0.103	13.728	0.000	0.104	14.366	0.000
Scale	+	0.107	76.532	0.000	0.105	73.483	0.000
Tangibles	-	-0.589	44.578	0.000	-0.607	47.478	0.000
Volatility	-	-17.673	1289.984	0.000	-18.086	1506.705	0.000
Debts	-	-0.319	12.008	0.001	-0.354	14.757	0.000
Cash	+/-	-1.291	105.875	0.000	-1.300	107.587	0.000
Payout	?	0.001	0.061	0.805	0.001	0.330	0.566
Foreign	-	-0.222	0.061	0.168	-0.216	0.330	0.179
Financial	+	1.162	1.900	0.000	1.166	1.805	0.000
D _{PE}	-	-0.558	150.187	0.000	-0.486	105.566	0.000
D _{PE} × NI	-	-6.307	33.637	0.000	-8.075	52.150	0.000
Cox-Snell R2 乗		0.207			0.207		
Nagelkerke R2 乗		0.304			0.303		

表 4 安定配当政策と業績表示の関係性（続き）

Panel B 恒常的利益・赤字，当期純利益・黒字

		Operating Income			Ordinary Income		
		Coefficient	Wald	Significant Probability	Coefficient	Wald	Significant Probability
PE	+	8.352	1284.128	0.000	8.198	1332.942	0.000
RE	+	2.277	566.490	0.000	2.252	550.608	0.000
PBR	-	-0.074	254.602	0.000	-0.070	229.943	0.000
Ages	+	0.143	27.218	0.000	0.120	19.196	0.000
Scale	+	0.100	67.417	0.000	0.096	61.890	0.000
Tangibles	-	-0.644	54.193	0.000	-0.581	44.103	0.000
Volatility	-	-19.995	1521.478	0.000	-20.575	1584.671	0.000
Debts	-	-0.546	35.486	0.000	-0.400	19.259	0.000
Cash	+/-	-1.329	113.554	0.000	-1.298	107.768	0.000
Payout	?	0.005	4.151	0.042	0.005	4.142	0.042
Foreign	-	-0.211	4.151	0.188	-0.156	4.142	0.329
Financial	+	1.140	1.734	0.000	1.131	0.952	0.000
D _{NI}	-	-0.040	0.091	0.763	-0.294	3.626	0.057
D _{NI} × PE	-	-3.152	0.320	0.571	-2.844	0.200	0.655
Cox-Snell R2 乗		0.200			0.201		
Nagelkerke R2 乗		0.294			0.295		

統計学的に有意な水準で確認されている。当期純利益や留保利益などの配当原資が豊かである場合には、安定配当政策を維持する傾向がある一方で、投資機会が大きい場合には安定配当政策にこだわらない傾向があることが確認できる。また企業年齢や企業規模が大きい場合には、ライフサイクルが長く、多様なステークホルダーとの持続的な関係を円滑に調整するため、安定配当政策を維持する傾向があることが確認できる。有形固定資産の比率が高い、あるいは負債比率が高い場合には、安定配当を維持することで、むしろ財務基盤を脆弱にさせる可能性があることから、安定

配当政策を抑制する傾向があることが確認できる。また現預金・有価証券を豊かに持っている企業が必ずしも安定配当政策に熱心であるとは限らないことが確認できた。金融機関持ち株比率は、安定配当政策にプラスの作用をしていることも確認できた。株主は、債権者としての立場もあることから、他の投資家に比べて、安定配当政策をより強く求める可能性がある。

検証仮説については、当期純利益が赤字である場合には、より安定配当政策が維持しにくくなるものの、営業利益や経常利益が黒字である場合には、安定配当政策が維持しやす

くることが確認できる。

Panel B では、「持続的利益が赤字であっても、純利益が黒字である場合、安定配当政策を維持しやすくなる」かどうかを検討した。持続的利益が赤字である場合には、安定配当政策が維持しにくくなる一方で、純利益が黒字であっても必ずしも安定配当政策を維持できるとは限らないことが確認されている。

V 結論

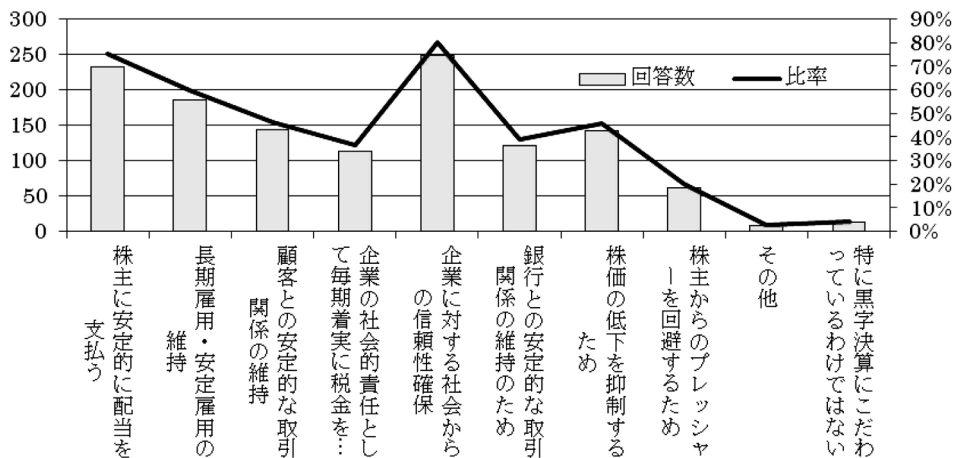
本研究の狙いは、日本企業の配当行動と特別損益との関係性について検討することにある。日本企業は他国企業と異なり、有配企業の割合が高く、一株当たりの配当を過去のトレンドから低下させるような減配行動を回避する傾向があることが確認されている。一方で、日本には一時的な変化に伴い発生する特別損益の表示を通じて、恒常的な業績としての営業損益や経常損益をその他のステークホルダーとのコミュニケーション活動に積極的に活用する傾向がある。本研究はこうした配当行動と特別損益の関係性を明らかにすることで、日本における分配行動を支える会計制度の特徴について検討するための実証的な証拠を蓄積することを狙いとしている。

このため、まず安定配当政策と業績表示の関係性について検討した。検討にあたっては、利益水準や留保利益など配当原資の水準、投資機会、企業規模・年齢、資産特性、資金調達特性などをコントロールしたうえで、持続的な業績が黒字、純利益が赤字であるケース、純利益が赤字で持続的な業績が黒字であるケースそれぞれにおいて、安定配当政策を継続しているかどうかについて分析した。持続的な業績が黒字で、純利益が赤字である場合には、相対的に安定配当政策を実施する確率は低下

するものの、純利益の水準に照らしてみた場合には、安定配当政策を実施しているケースが多いことが確認できる。一方で、純利益が黒字で、持続的な業績が赤字である場合には、必ずしも安定配当政策に対する影響が明確に導き出すことができなかった。日本では、米国基準や IFRS などとは異なり、特別損益や異常損益で計上できる項目を限定するための取り組みは進展していない。こうした制度を活用し、日本企業は、特別損益の計上を通じて、恒常的な業績を伝達することが可能であり、自らの配当余力を示すことが可能となる。一方で、経常的な業績が赤字である場合には、特別利益の計上を通じて、純利益を黒字にしたとしても、必ずしも安定配当を促進させることにはなっていない。これらの事実は、経常的な業績の表示が、安定配当政策を支えるうえで有効な機能を果たしていることを示している。図 1 には、日本企業の経営企画担当責任者がなぜ黒字決算にこだわるかを示している。黒字決算や安定配当を通じて、社会やステークホルダーに対する経営責任を示そうとする姿勢を多くの企業が持っていることが確認できる。

加賀谷（2014）によれば、日本企業の経理・財務責任者の多くは、株式市場における投資家の利用という観点のみではなく、その他の重要なステークホルダーに対する説明責任という観点を重視して、財務情報や利益の質を評価していることが確認されている。しかしながら、そうした会計情報や利益情報を通じて、重要なステークホルダーに対する説明責任をいかに果たそうとしているかというメカニズムについては十分に解明されてきたとは言い難い。さらに、特別損益や異常損益などの一時的な業績の計上については、経営者の利益マネジメントに結び付くというネガ

図1 日本企業が黒字決算にこだわる理由



(出所) 一橋大学・伊藤邦雄研究室「経営企画担当者に対する経営実行力についての質問調査」
2011年5月。

ティブな側面にフォーカスが当てられており、恒常的な業績を表示するために何らかの積極的な役割を果たしているということを明らかにする取り組みは行われてこなかった。また他国では近年、減配ないしは無配企業の割合が増大しているものの、日本では減配ないしは無配を回避する等、配当の執着性が強いことが確認されているが、なぜそうした現象が起こっているのかは十分に検討されているとは言い難い。

本研究では、日本企業の多くがこだわっている安定配当政策にフォーカスをあて、特別損益ないしは異常損益といった一時的な業績の計上を通じた恒常的・持続的な利益の表示がそうした安定配当政策を支えている側面があることが確認できた。日本企業が他国に比べて、有配企業が多く、かつ安定配当政策をとる企業が相対的に多いのは、配当活動が株主等のステークホルダーに対する説明責任として重要な役割を果たしているからなのかもしれない。

近年、会計基準の国際的統合化・収斂化に伴い、利益マネジメントを誘発する業績区分

やそのための特別損益ないしは異常損益で計上できる項目を限定する取り組みが進展している。こうした取り組みの多くは、業績区分を活用した利益マネジメントが、投資家の視点からみた場合、会計情報の透明性を低めるという先行研究およびそれを支える逸話に支えられている。一方で、そうした恒常的な業績の表示がどのような経済的な役割を果たしているかという点については、十分な検討が行われていないのが現状である。本研究では、恒常的な業績表示と安定配当政策との関係性の検討を通じて、これまでにアーカイバルデータを活用した実証分析では必ずしも明らかにされてこなかった会計情報の一つの役割を提示しているという点で、一定の貢献があると考えられることができる。

注

- 花枝・芹田 (2008) では、1株あたりの配当よりも配当性向を目標としていると回答する企業の割合が多いことが確認されている。一方で、配当性向を目標とすれば利益の変動にあわせて減配となる可能性もあるが、1株あたりの配当を減少させないことを重視する企業の割合はさらに高いことから、1株あたりの配当を減少さ

せない安定配当を志向する企業が多いことが確認される。

- ² たとえば, Hsu, Wang, and Wu (1998) では, 会計業績から導き出される恒常的な利益が配当行動と関係していることを明らかにしている。

References

- Ahalony, J., and I. Swary. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* 35(1): 1-12.
- Allen, F., and R. Michaely. 2003. Chapter 7 Payout Policy. G. M. Constantinides, M. Harris and R. M. Stulz ed. *Handbook of the Economics of Finance* Volume 1, Part A: 337-429.
- Bhattacharya, S., 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics* 10(1): 259-270.
- Brav, A., J. R. Graham, R. H. Campbell and R. Michaely. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics* 77(3): 483-527.
- Brüggemanna, U., J. Hitz, and T. Sellhorn. 2013. Intended and Unintended Consequences of Mandatory IFRS Adoption: A Review of Extant Evidence and Suggestions for Future Research. *European Accounting Review* 22(1): 1-37.
- Charest, G., 1978. Dividend information, stock returns and market efficiency-II. *Journal of Financial Economics* 6(2-3): 297-330.
- Christensen, H. B., L. Hail, and C. Leuz. 2013. Mandatory IFRS Reporting and Changes in Enforcement. Working Paper, University of Chicago.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 2004. Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. *Journal of Financial Economics*. 72(3): 425-456.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. N. Stulz. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*. 81(2): 227-254.
- Denis, D. J., and I. Osobov. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*. 89(1): 62-82.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74(4): 650-659.
- Fama, F., and H. Babiaka. 1968. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association* 63(324): 1132-1161.
- Fama, E., and K. French. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60(1): 3-41.
- Fan, Y., A. Barua, W. M. Cready, and W. B. Thomas. 2010. Managing Earnings Using Classification Shifting: Evidence from Quarterly Special Items. *The Accounting Review* 85(4): 1303-1323.
- Fujiyama, F., T. Kagaya, T. Suzuki and Y. Takahashi. 2011. Quarterly Earnings Management around the World. Working Paper Center for Japanese Business Studies Hitotsubashi University.
- Gaspar, J. M., M. Massa, P. Matos, R. Patgiri, and Z. Rehman. Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons. *Review of Finance* 17(1): 261-320.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart. 1980. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics* 11(1): 42-64.
- Guttman, H., O. Kadan, and E. Kandel. 2010. Dividend Stickiness and Strategic Pooling. *The Review of Financial Studies*. 23(12): 4455-4495.
- Hail, L., C. Leuz, and P. Wysocki. 2010a. Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part I): Conceptual Underpinnings and Economic Analysis. *Accounting Horizons*. 24(3): 355-394.
- Hail, L., C. Leuz, and P. Wysocki. 2010b. Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (Part II): Political Factors and Future Scenarios for U.S. Accounting Standards. *Accounting Horizons*. 24(4): 567-588.
- Hovakimian, A., and G. Li. 2010. Shareholder Investment Horizons and Payout Policy. Working Paper. Baruch College.
- Hsu, J., X. M. Wang, and C. Wu. 1998. The Role of Earnings Information in Corporate Dividend Decisions. *Management Science* 44(12): 173-191.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. 1995. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39(2-3): 181-208.
- Jensen, M., and W. H. Meckling. 1976. Theory of

- the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305–360.
- Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review* 76(2): 323–329.
- Lambrecht, B. M., and S. C. Myers. 2012. A Lintner Model of Payout and Managerial Rents. *The Journal of Finance* 67(5): 1761–1810.
- Leary, M. T., and R. Michaely. 2011. Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence. *The Review of Financial Studies*. 24(10): 3197–3249.
- Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*. 46(2): 97–113.
- Massoud, M., C. Raiborn, and J. Humphrey. 2007. Extraordinary Items: Time to Eliminate the Classification. *CPA Journal*. 77(2): 32–39.
- McVay, S. E. 2006. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. *The Accounting Review* 81(3): 501–531.
- Michaely, R., R. H. Thaler, and K. L. Womack. 1995. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *The Journal of Finance* 50(2): 573–608.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* 34(4): 411–433.
- Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40(4): 1031–1051.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*. 48(3): 261–297.
- Myers, S. C., 1984. The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance* 39(3): 574–592.
- Peterson, P. P., D. R. Peterson, and J. S. Ang. 1985. Direct evidence on the marginal rate of taxation on dividend income. *Journal of Financial Economics* 14(2): 267–282.
- Pettit, R. R., 1972. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance* 27(5): 993–1007.
- Tsai, C. I., Why are Dividend Sticky? A Dissertation Paper, Texas A&M University.
- Twu, M., Prior Payment Status and the Likelihood to Pay Dividends: International Evidence. Working Paper, National Chengchi University.
- Waymire, G. B. 2012. Seeds of innovation in accounting scholarship. *Issues in Accounting Education* 27(4): 1077–1093.
- 石川博行『配当政策の実証分析』中央経済社, 2007年.
- 石川博行『株価を動かす配当政策』中央経済社, 2010年.
- 加賀谷哲之「会計基準の国際的収斂化が日本企業の配当行動に与える影響」『企業会計』2011年11月号, 58–71頁.
- 加賀谷哲之「実証的会計研究におけるイノベーションの探求 —経営者の利益観の日米比較を通じて」『会計』, 2014年1月号, 1–18頁.
- 花枝英樹・芹田敏夫「日本企業の配当政策・自社株買い —サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』No. 24, 2008年9月, 129–160頁.
- 広田真一「配当政策の現状」森脇彰編著『日本企業の配当政策』中央経済社, 1992年.
- 広田真一・山田宏昭「人的資産と配当政策」早稲田大学ファイナンス総合研究所ワーキングペーパー No. 6-01, 2006年.
- 宮川壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 2013年.
- 安田賢治「わが国企業の配当政策」日本証券経済研究所編『現代企業の配当政策』日本証券経済研究所, 1997年.