

配当のシグナリング効果と 顧客効果モデルに関する 実証研究

2013年11月29日



大阪市立大学商学部
宮川研究室

ご注意

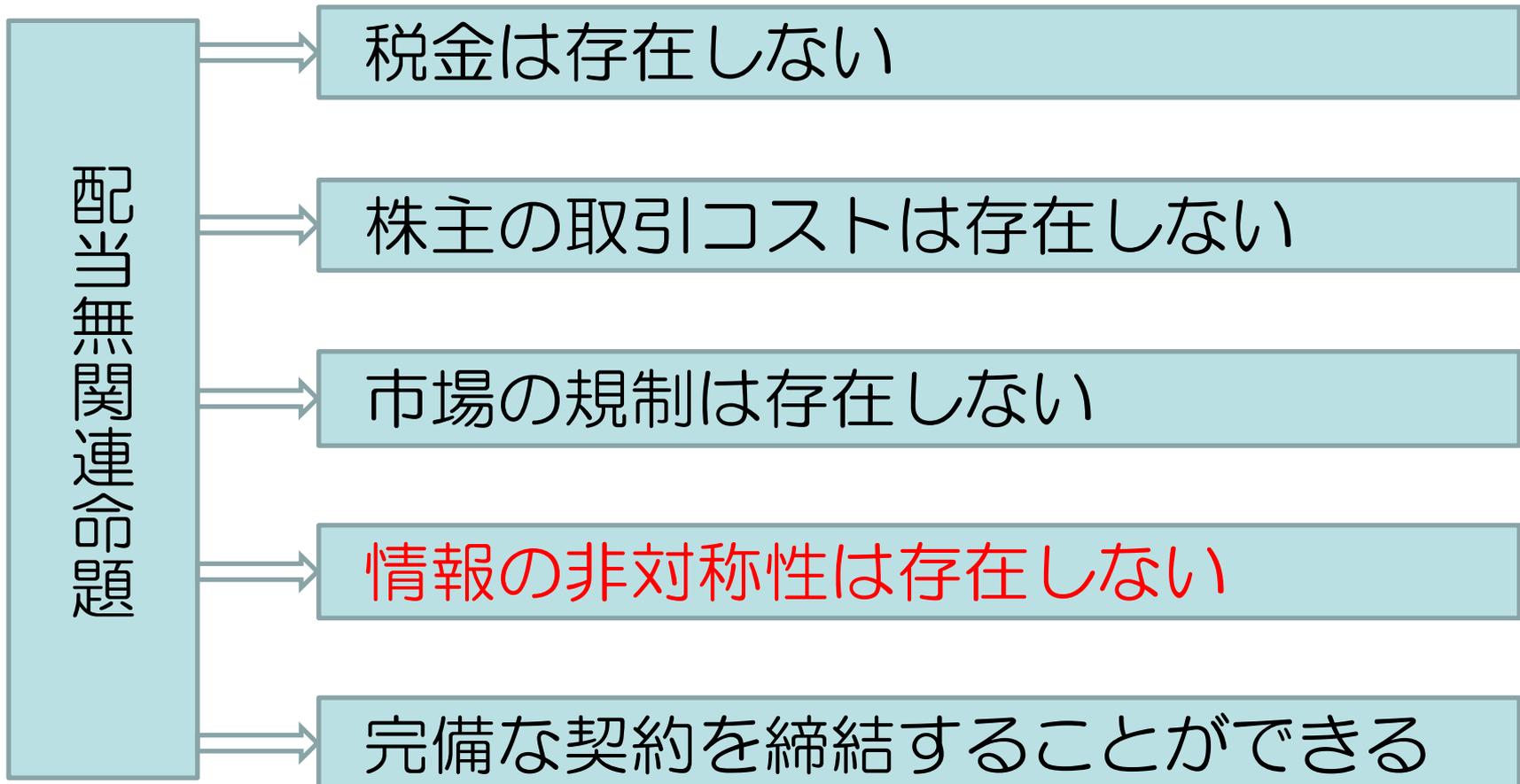
本資料は大阪市立大学および同大学院における講義に使用するため本学学生向けに作成された教材です。また、担当教員の講義を前提とし、講義や議論を進める上での補足資料として学生の理解を促進する目的で便宜的に構成されています。そのため本資料には講義内容や表題のトピックがすべて網羅されているわけではありません。また、本資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。したがって本資料は上記以外の目的や用途で使用しないよう厳重にご注意ください。

発表の流れ

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

MM配当無関連命題、5つの前提



(出所) 宮川 [2013] を元に発表者作成

配当には経営者のメッセージが込められている

配当シグナルの定義

情報の非対称性を緩和させるために、経営者が持つ情報を株主に対して伝える合図

Bhattacharya (1979)

「配当が企業利益に関する情報を提供する」

企業は株主という顧客に対し配当を支払う

顧客効果モデル

投資家を株式を購入する顧客と捉え、企業が顧客に対しどのように配当を支払うのかを考えたモデル

Black and Scholes (1974)

「企業は配当に対する顧客の需要に応えるよう配当政策を調整する」

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

企業は株主構成に応じて配当シグナルを送る

企業は配当シグナルを理解できる投資家（顧客）が多い場合、利益に伴った配当を支払う。

配当シグナルを理解できない投資家（顧客）が多い場合、利益に拘わらず安定的に配当を支払う。

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

外国人持株比率と個人持株比率に着目

機関投資家 : シグナルを理解できる
個人投資家 : シグナルを理解できない

東証1部上場企業(1633社)より、
外国人持株比率が高い企業(100社)と
個人持株比率が高い企業(100社)を選定

モデル式の設定

$$\Delta DIV_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot PG_{i(t-1)} + \beta_2 \cdot AST_{it} + \beta_3 \cdot DER_{it} + \beta_4 \cdot STL_{it} + \varepsilon$$

- ΔDIV : 配当支払額の変化率 (2003 ~ 2012年)
- PG : 当期純利益の伸び率 (2002 ~ 2011年)
- AST : 資産合計の平均 (2003 ~ 2012年)
- DER : 負債比率の平均 (2003 ~ 2012年)
- STL : 手元流動性比率の平均 (2003 ~ 2012年)

期待される検証結果

変数	外国人 符号	個人 符号
当期純利益の伸び率 (PG)	+	+
資産合計の平均 (AST)	+	+
負債比率の平均 (DER)	-	-
手元流動性比率の平均 (STL)	+	+

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

データスクリーニング

東証一部上場企業 1,633 社

外国人持株比率
上位企業

個人持株比率
上位企業

欠損値、外れ値除く

サンプル **100** 社

サンプル **100** 社

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

配当支払額のバラつきが大きい

外国人持株比率が高い企業：6,190（百万円）

個人持株比率が高い企業：176（百万円）

主要変数の基本統計量(外国人)

	配当 変化率 (Δ DIV)	当期純利益 (PG)	資産 (AST)	負債比率 (DER)	手元流動性 比率 (STL)
Mean	0.0713	-0.2561	7.8293	1.2967	4.1582
Median	0.1045	0.0372	7.5651	0.6770	2.4660
Maximum	0.5576	0.5625	12.8115	6.5089	42.1650
Minimum	-1.0000	-2.3076	6.2604	0.0776	0.3400
Std. Dev.	0.2556	0.7788	1.3168	1.4578	5.4829
Observations	100	100	100	100	100

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

主要変数の基本統計量(個人)

	配当 変化率 (Δ DIV)	当期純利益 (PG)	資産 (AST)	負債比率 (DER)	手元流動性 比率 (STL)
Mean	-0.0999	-0.7931	8.0916	1.4599	2.3004
Median	0.0079	-0.1193	6.5972	1.1077	1.6400
Maximum	0.7211	0.3989	13.0669	6.7011	10.8570
Minimum	-1.0000	-2.5595	5.4803	0.0732	0.1700
Std. Dev.	0.3730	1.0329	2.3263	1.2312	2.2517
Observations	100	100	100	100	100

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

主要変数間の相関係数(外国人)

	配当 変化率 (Δ DIV)	当期純利益 (PG)	資産 (AST)	負債比率 (DER)	手元流動性 比率 (STL)
Δ DIV	1.0000				
PG	0.3208	1.0000			
AST	0.0843	-0.0586	1.0000		
DER	-0.2117	-0.1758	0.0958	1.0000	
STL	0.1197	-0.0683	0.0816	0.0151	1.0000

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

主要変数間の相関係数(個人)

	配当 変化率 (Δ DIV)	当期純利益 (PG)	資産 (AST)	負債比率 (DER)	手元流動性 比率 (STL)
Δ DIV	1.0000				
PG	0.1375	1.0000			
AST	0.0080	-0.0458	1.0000		
DER	-0.2104	-0.0262	0.1526	1.0000	
STL	-0.1365	0.1314	-0.1020	-0.3163	1.0000

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

重回帰分析の結果(外国人)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
定数項 (Constant)	-0.054	0.145	-0.371	0.712
当期純利益 (PG)	0.101	0.031	3.196 **	0.002
資産 (AST)	0.021	0.018	1.134	0.260
負債比率 (DER)	-0.030	0.017	-1.774	0.079
手元流動性比率 (STL)	0.006	0.004	1.421	0.159
Adjusted R-squared	0.124			
Included observations	100			

(注) **は片側検定1%水準で有意であることを示している。

重回帰分析の結果(個人)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
定数項 (Constant)	0.124	0.148	0.836	0.405
当期純利益 (PG)	0.059	0.035	1.683	0.096
資産 (AST)	0.006	0.016	0.354	0.724
負債比率 (DER)	-0.088	0.031	-2.822 **	0.006
手元流動性比率 (STL)	-0.041	0.017	-2.397 **	0.018
Adjusted R-squared	0.080			
Included observations	100			

(注) **は片側検定1%水準で有意であることを示している。

企業は株主構成に応じて配当シグナルを送る

機関投資家が多い企業は利益に伴って配当を支払っている。

対して、個人投資家が多い企業は利益に拘わらず安定的に配当を支払っている。

また、どちらの場合も負債を持てば、配当を支払わなくなるという結果が得られた。

これは、FCF仮説と整合的である。

1. 問題意識
2. 仮説
3. 検証方法
4. 検証結果
5. 今後の課題

今後の課題

1. 配当シグナルの定義
2. ストーリーの組み立て方
3. 実証研究の確認