

# 日本ディスクロージャー研究学会 第3回研究大会

2011年5月22日(日)

統一論題

「配当政策とディスクロージャーが企業評価に及ぼす影響」

## 報告要旨集



法政大学・市ヶ谷キャンパス

## ご挨拶

謹啓 春風駘蕩の候、会員の皆様にはますます御健勝のこととお慶び申し上げます。

本日5月22日(日)、法政大学・市ヶ谷キャンパスにおきまして、日本ディスクロージャー研究学会第3回研究大会を開催するはこびとなりました。本大会の統一論題は「配当政策とディスクロージャーが企業評価に及ぼす影響」と設定いたしました。IFRSの導入をにらみ会計ディスクロージャーのあり方が変容していく中で、企業評価の問題を配当政策という視点から捉え直し、検討したいと思っております。

今回はまた、新たな試みとして院生コロキウムを開催いたします。これから研究者として巣立とうとしている院生と、既に研究者としてのキャリアを積まれている諸先生方とのインテンシヴな議論の場を提供したいと考えております。

多くの会員の皆様が実り多い議論ができますことをお祈り申し上げます。

2011年5月22日

準備委員長 神谷健司  
大下勇二  
坂上 学  
中野貴之  
竹口圭輔  
川島健司

# プログラム

受付	9:30~16:00 (外濠校舎3階・ロビー)
理事会	11:40~12:20 (ボアソナードタワー26階・会議室A)
自由論題報告	10:00~11:30 (外濠校舎3階・S305~S307)
(休憩)	11:30~12:30 ※昼食は近隣の飲食店をご利用ください
統一論題報告	12:30~14:00 (外濠校舎3階・S305)
(休憩)	14:00~14:10
会員総会	14:10~14:50 (外濠校舎3階・S305)
(休憩)	14:50~15:00
統一論題討論	15:00~16:30 (外濠校舎3階・S305)
懇親会	17:00~ (ボアソナードタワー26階・スカイホール)
会員控室	9:30~16:00 (外濠校舎3階・S304)

日曜日のためボアソナードタワーへの出入は18:00以降、1階南東にあります防災センター横の入口をご利用いただきます。ご不便をおかけしますが、何卒よろしくお祈いします。

## 【午前の部】

### 【自由論題報告】

- 第1報告 10:00~10:30
- 第2報告 10:30~11:00
- 第3報告 11:00~11:30

#### ●第1会場 外濠校舎3階 S305

司会 太田康広氏 (慶應義塾大学)

1. 岩崎拓也氏 (関西大学)・乙政正太氏 (関西大学)・椎葉淳氏 (大阪大学)・首藤昭信氏 (神戸大学)  
「保守主義会計と経営者報酬の支給」
2. 竹原均氏 (早稲田大学)  
「Abnormal accrualsの推定方法が持続性とMishkinテスト結果に及ぼす影響について」
3. 円谷昭一氏 (一橋大学)  
「会計情報とコーポレート・ガバナンスに関する研究」

#### ●第2会場 外濠校舎3階 S306

司会 星野優太氏 (名古屋市立大学)

1. 川島健司氏 (法政大学)  
「勘定科目の使用法に関する定性的調査—なぜ、損益計算書で『営業収入』と表記されるのか」
2. 古山徹氏 (日経メディアマーケティング)  
「日本航空の支払能力の状況について」
3. 宗岡徹氏 (関西大学)  
「医薬品等の安全に係るディスクロージャー」

#### ●第3会場 外濠校舎3階 S307 (院生コロキウム)

司会 浅野信博氏 (大阪市立大学)

1. 澁澤洋氏 (立教大学大学院博士課程)  
「わが国機械産業におけるオーナー経営者と非オーナー経営者—企業の成長要因—」  
コメンテーター: 松本祥尚氏 (関西大学)
2. 岡圭介氏 (立教大学大学院博士課程)  
「公益事業の増資による資金調達コストと企業価値」  
コメンテーター: 平井裕久氏 (高崎経済大学)

昼食休憩 11:30~12:30  
※昼食は近隣の飲食店をご利用下さい

【理事会】 11:40~12:20 ポアソナードタワー26階・会議室 A

## 【午後の部】

【統一論題報告】 外濠校舎 3階 S305

「配当政策とディスクロージャーが企業評価に及ぼす影響」

司会 音川和久氏 (神戸大学)

第1報告 12:30~13:00

加賀谷哲之氏 (一橋大学)

「日本企業の配当行動とディスクロージャーの役割」

第2報告 13:00~13:30

石川博行氏 (大阪市立大学)

「投資政策と配当政策の関連性—コロボレーション効果の観点から—」

第3報告 13:30~14:00

柳良平氏 (エーザイ・早稲田大学)

「最適資本構成に基づく最適配当政策に係る一考察

—バランスシートマネジメントと説明責任の視点から—」

休憩 14:00~14:10

【会員総会】 14:10~14:50

外濠校舎 3階 S305

休憩 14:50~15:00

【統一論題討論】 外濠校舎 3階 S305

15:00~16:30

座長 音川和久氏 (神戸大学)

討論者:

加賀谷哲之氏 (一橋大学)

石川博行氏 (大阪市立大学)

柳良平氏 (エーザイ・早稲田大学)

懇親会 17:00~ スカイホール (ポアソナードタワー26階)

## 【懇親会のお帰りの際の注意事項】

懇親会終了後のお帰りの際は、通常の出入口が閉鎖されておりますので、1階ポアソナードタワーの南東側にあります防災センター横の通用門よりお帰り下さい。係の者を配置しご案内する予定ですが、時間帯によっては係の者がいないこともございますので、何卒よろしくお願ひします。

## 近隣の飲食店のご案内

- 昼食は、会場周辺の飲食店もしくはコンビニエンスストア等をご利用ください。
- コンビニエンスストアは、外濠校舎の1階にセブンイレブンがあります。またキャンパスの市ヶ谷側の向かいにローソンがございます。
- 飲食店は、会場の外濠校舎より近く数も多いのは、飯田橋方面（早稲田通り沿い）です。JR飯田橋駅から九段方面にたくさんの飲食店があります。
- 靖国通り沿いや市ヶ谷駅周辺にも飲食店がございます。



# 報告要旨

【自由論題報告 第1会場 外濠校舎3階 S305 ①10:00～10:30】

## 保守主義会計と経営者報酬の支給

関西大学商学部 岩崎拓也

関西大学商学部 乙政正太

大阪大学大学院経済学研究科 椎葉 淳

神戸大学経済経営研究所 首藤昭信

### 要 旨

本報告では、超過経営者報酬と会計上の保守主義の適用との関係について実証結果を提示する。主な調査内容は、保守主義を適用している企業ほど、経営者報酬の支払いを抑制しているかどうかに関するものである。

わが国では、経営者報酬の開示規制は強化されるようになってきた。ところが、保守主義の適用に影響を与える業績変数の上限や下限を設定した利益連動型報酬制度が明示的に締結されることは稀であり、経営者による超過報酬の獲得は比較的容易に行われる可能性がある。したがって、超過報酬による資金の社外流出を防ぐために、保守主義という会計システムに対する株主の需要は大きくなることが予測される。

エージェンシー問題を削減するという保守主義会計の機能は、これまで債務契約や企業のガバナンス構造の観点から検証されることがほとんどであった。それゆえに、経営者報酬契約の観点から保守主義会計の機能を直接的に検証することは、実証会計研究に大きな貢献があると考えられる。

---

---

【自由論題報告 第2会場 外濠校舎3階 S305 ②10:30～11:00】

## Abnormal accruals の推定方法が持続性と Mishkin テスト結果に及ぼす影響について

早稲田大学大学院ファイナンス研究科 竹原 均

### 要 旨

本研究では、abnormal accruals の持つ情報がどのように株価に反映されるのかを、Mishkin (1983) により提案された方法により検証する。これは Xie (2001) が最初に試みた分析であるが、Xie (2001) の使用したモデルには誤りが有り、合理的期待仮説の検証とはなっていない。

これに対して Kubota and Takehara (2011) は、利益の最適予測モデルとして vector autoregressive model (VAR) を想定した場合、Kasznik (1999) の方法で推定された abnormal accruals は市場において正しくプライシングされているという結果を報告している。本研究では、Kubota and Takehara (2011) では検討されていない Kasznik (1999) 以外の方法により abnormal accruals の推定された場合について、推定モデルの違いが Mishkin test の結果、および abnormal accruals の時系列特性、特に持続性に対して与える影響について分析を行い、実証結果について報告する。



【自由論題報告 第3会場 外濠校舎3階 S305 ③11:00～11:30】

## 会計情報とコーポレート・ガバナンスに関する研究

一橋大学大学院商学研究科 円谷昭一

### 要 旨

これまで行われてきた多くの会計研究では、「投資家の意思決定に資する」という場合の投資家の意思決定とは、株式売買を想定していた。しかしながら、投資家の意思決定には株式売買以外にも様々なものがある。その中で近年、注目を浴びているのが議決権行使とエンゲージメント（Voice）である。この背景には、投資家の議決権行使環境の整備とコーポレート・ガバナンスに関するディスクロージャー制度の拡充がある。

近年、会計情報の株価関連性が低下しているという指摘が一部でなされている。投資家にとって、自身の Voice が経営に反映される環境が整うようになれば、株式売買の意思決定の前にまずは Voice によって事態の改善をはかることができる。その場合には会計情報と株価関連性の直接的な相関は薄れることとなる。しかしながら、会計情報が投資家の Voice にどのように影響を与えるかはいまだ定かではなく、研究蓄積も乏しい。本発表ではここに焦点を当てる。

【自由論題報告 第2会場 外濠校舎3階 S306 ①10:00～10:30】

## 勘定科目の使用法に関する定性的調査 —なぜ、損益計算書で『営業収入』と表記されるのか—

法政大学経営学部 川島健司

### 要 旨

本報告の目的は、企業が財務諸表において表示する勘定科目について、それがどのようなプロセスで選定され、使用されているかをできるだけ具体的に明らかにすることである。その題材として、損益計算書においてしばしば発見することができる「営業収入」という勘定科目を取り上げる。一般に、損益計算書は一会計期間に属するすべての「収益」とこれに対応するすべての「費用」とを記載して利益を表示するものである。他方、一会計期間の「収入」と「支出」の状況は連結キャッシュ・フロー計算書で別途表示される。にもかかわらず、会計実務では損益計算書において「営業収益」でなく「営業収入」と表記される事例がある。この理由を説明することが本報告の主題である。

報告では日本企業の損益計算書でこうしたケースが実際にどの程度あるかを調査したうえで、損益計算書において「営業収入」という表記がなされるに至った要因と経路を推論する。推論にあたり、財務諸表を作成した実務担当者、および当該財務諸表の監査を行った公認会計士に対して、手紙、電話、訪問による取材を行い、その取材記録にもとづきながら定性的分析を試みる。

【自由論題報告 第2会場 外濠校舎3階 S306 ②10:30～11:00】

## 日本航空の支払能力の状況について

日経メディアマーケティング 古山 徹

### 要 旨

日本航空は2011年3月28日に東京地裁から更生手続き完了の決定を受けたと発表し、裁判所の管理下を離れた。2010年1月19日に負債総額2兆3千億円あまりを抱えて会社更生法を申請してから約1年2か月での更生完了である。負債総額2兆3千億円は、事業会社としては前後最大のものであった。企業再生支援機構は、日航を2012年年末までに再上場させ、2013年1月に支援を終える計画だという。再上場すれば、再生過程についての議論が行われることになる。破綻の原因などについてはすでに多くの指摘がなされているので、今回の報告は、再生過程評価を見据えて破綻前の状況を整理することを目的とする。具体的には、財務諸表に示された数値から破綻に至る過程における特徴を整理する。ここではとくに流動性、支払能力面の特徴をキャッシュ・フロー計算書や資金計算書の数値から見ていくことにしたい。

【自由論題報告 第2会場 外濠校舎3階 S306 ③11:00～11:30】

## 医薬品等の安全に係るディスクロージャー

関西大学大学院会計研究科 宗岡 徹

### 要 旨

医薬品等の用法、用量、使用上の注意、副作用等の情報は、薬事法第52条から第54条に基づき、医薬品等に添付される「添付文書」に記載される。当該「添付文書」は、医薬品等に添付され、ともに流通するとともに、独立行政法人医薬品医療機器総合機構のHPにおいて公開され、医療関係者のみならず、患者を含めた国民一般に公開されている。

その意味で、「添付文書」は医薬品の安全性確保のために必要となる情報の開示、すなわち、ディスクロージャーの媒体ととらえることが可能であるが、その位置づけはあいまいである。医薬品安全管理基準で、問題が生じたときに安全確保措置の一つとして改定が定められているが、改定の頻度等は決まっていない。

国民の安全性確保のため、医薬品にかかる情報のディスクロージャーの観点から、「添付文書」の位置づけを明確にし、責任関係を明らかにすることを論じたい。

【自由論題報告 第3会場 外濠校舎3階 S307 ①10:00～10:45】

## わが国機械産業におけるオーナー経営者と非オーナー経営者 —企業の成長要因—

立教大学大学院博士課程 澁澤 洋

### 要 旨

経済の成長には企業の成長が不可欠である。企業の重要な成長要因の一つに経営者がある。経営者には、オーナー系と非オーナー系企業の経営者が存在する。オーナー系企業と非オーナー系企業では、経営者のガバナンスによって、その成長に差があるであろうか。オーナー系企業では、長期的視点に基づいて意思決定が迅速に行われ、高い成長が期待される半面、オーナーの偏った独断専行によって成長が阻害されるとも考えられる。本論では、オーナー系企業を、社長・会長およびその一族が十大株主に名前を連ねている企業と定義する。そしてこの定義に従い、東証1・2部上場企業のうち、わが国の主力産業である械産業4業種(一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機器)430社の連結財務データ(2002～2007年度)等に基づいて、オーナー系企業と非オーナー系企業とで、その成長に差があるのかについて分析を行うとともに、オーナー系企業の成長の特徴を探る。

【自由論題報告 第3会場 外濠校舎3階 S307 ②10:45～11:00】

## 公益事業の増資による資金調達コストと企業価値

立教大学大学院博士課程 岡 圭介

### 要 旨

最近、東電等公益事業会社が増資により資金調達を行ったが、その資金調達コストは他の調達方法と比較して優位性は認められるか。一般的に、増資は企業価値を向上させるが今回もそうなのか等を実証検証して公益事業の資金調達のあり方について論じる。

【統一論題報告 外濠校舎3階 S305 ①12:00~13:00】

## 日本企業の配当行動とディスクロージャーの役割

加賀谷 哲之  
(一橋大学)

本報告の狙いは、国際比較を通じて、日本企業の配当行動の特徴を明らかにしたうえで、IFRS時代に利益概念そのものが大きく変容する可能性が高まる中で、配当行動とディスクロージャーがどのような影響を受けるのか、それぞれがどのような役割を果たす必要があるかについて検討することにある。

会計基準の国際的統合化・収斂化が進展している。わが国でも2010年3月期決算よりIFRSの任意適用が認められるようになったほか、2012年をめどにIFRSを強制適用するかどうか、その時期も含めて公表することとしている。

IFRSでは、業績報告書で開示されるボトムラインが包括損益になることが求められる。包括損益への関心は、こうした会計基準の国際的収斂化・統合化の進展に比例して増大しているのである。とはいえ、その影響については十分に議論されているわけではない。

たとえば、伊藤(2011)では、当期純利益が黒字で、包括損益が赤字になった場合、企業としてどのように対応すべきか、という問いを投げかけている。同研究では、包括損益が、これまで開示されてきた営業利益や当期純利益と比べると、変動性が高く、景気循環増幅効果が大きいことを示している。仮に包括損益に対する関心が高まり、企業の配当行動が変更を余儀なくされるとすれば、これまで日本企業の配当政策が果たしてきた役割の再考を余儀なくされることになるだろう。

では、日本企業の配当行動にはどのような特徴があり、どのような役割を果たしてきたと解釈できるのだろうか。たとえば、Kagaya(2011)によれば、日本企業は他国企業と比べて安定配当や有配を志向する傾向があることが示されている。先行研究の多くは、配当の平準化は、投資家と経営者間の情報の非対称性やエージェンシー・コストと深くかかわっていることを示している。すなわち投資家と経営者間の情報の非対称性が大きい場合には、経営者は配当の平準化を志向する傾向があり、また現金余剰が大きく、成長率が低い場合に配当の平準化を志向することが知られている。仮に先行研究が示すように、日本企業の志向する安定配当や有配が、配当の情報効果やエージェンシー・コストに照らして必ずしもプラスの作用を生じさせないのだとすれば、日本企業はなぜ安定配当や有配を志向するのだろうか。1つの仮説は、日本企業に特徴的な長期安定的な資本的支出や研究開発投資のための「免罪符」として機能しているというものである。つまり長期安定的な資本的支出や研究開発投資の維持のため、安定的な配当行動や有配を通じて、株主からの反感を抑制しようとしているというものである。いま1つの仮説は、安定配当や有配を通じて、将来情報の伝達やエージェンシー・コストの低減とは異なる観点からの情報を投資家に伝えようとしているというものである。たとえば、配当行動を見ることで、利益の持続性や予測可能性、保守主義の程度など必ずしも明示化されていない利益の質にかかわる情報を投資家は

獲得できるというものである。

仮に安定配当や有配など日本企業に特徴的な配当行動が何らかの経済効果を保有しており、かつ会計基準の国際的統合化・収斂化の進展に伴う利益概念の変容がそうした活動を抑制する効果を持つのだとすれば、そうした経済効果を生み出す日本企業の配当行動をその他の方法で補完する必要性が高まってくるだろう。その1つの重要な選択肢がディスクロージャー行動の革新ということになるだろう。本報告では、日本企業の配当行動の特徴とそれが果たしてきた役割を整理したうえで、ディスクロージャー活動を通じて、そうした活動をどのような形で補完していくべきかどうかにあつての論点を提示したいと考えている。

## References

- Allen, F., A. E. Bernardo, and I. Welch. 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance* 55: 2499-2536.
- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., 2005. Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.
- Guttman, I., O.Kadan, and E.Kandel. 2007. A Theory of Dividend Smoothing. Working Paper. Stanford University.
- Kagaya, T., 2011. Matching Expenses with Revenues around the World. Working Paper. Hitotsubashi University.
- Kumar, P., 1988. Discrete Dividend Policy with Permanent Earnings. *Financial Management* 30(3):55-76.
- Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46(2):97-113.
- Miller M. H., Modigliani F., 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Skinner, D.J., 2004. Why do dividends tell us about Earnings Quality. Working Paper, University of Chicago.
- 石川博行, 2010. 『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.
- 伊藤邦雄 「包括利益開示の意義・影響・課題」 『企業会計』 63 (3) ,18-28.
- 花枝英樹・芹田敏夫, 2008. 「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』, (24), 129-160.



【統一論題報告 外濠校舎3階 S305 ②13:00~13:30】

## 投資政策と配当政策の関連性 —コロボレーション効果の観点から—

石川 博行  
(大阪市立大学)

MMの配当無関連命題の前提条件を緩和する形で、数多くの配当仮説が提示されている。その代表的なものは、シグナリング仮説とFCF仮説であろう。前者は、経営者が自社の将来の収益性に関する私的な情報を投資者に伝達するための信頼性の高いシグナルとして配当を使用すると考える。一方、後者では、経営者・株主間の利害対立に絡んだエージェンシー問題を回避するために経営者が配当を使用することが想定される。そして、後者の仮説を部分的に取り入れ、企業の成長段階と関連づけたのが、配当のライフサイクル仮説である。投資機会が豊富な成長企業は配当よりも内部留保を優先すべきであり、逆に、成熟企業は、FCF問題を回避するためにも、余剰資金を配当することが望ましいという考え方がそれである。

配当のライフサイクル仮説は理にかなっている。積極投資により将来CFの増加が高い確率で期待できるならば、株主は、現在の配当減額を喜んで受け入れる可能性が高い。しかしながら、このストーリーにはいくつかの盲点がある。まず、成長投資の原資に充当して意味があるほど多額の配当を支払っている企業はそれほど多くないという事実である。配当総額は、たとえば対新規投資額(固定資産の取得による支出)でわずかに10%超でしかない。DOE水準は、欧米企業の約半分である(石川, 2007)。多くの日本企業にとって、その僅少な配当を内部留保に回したからといって、その財務的な効果は甚だ疑問である。経営者が、減配に対する市場のペナルティーを念頭に置いている場合にはなおさらであろう。

次に、上述は、経営者が主体の仮説である点に注意しなければならない。企業の配当行動とそれに対する市場の評価は別問題である。数多くの先行研究が、増配(減配)は一般的にプラス(マイナス)に評価されるという証拠を提示しているが、企業の投資政策は、たとえば増配と株価の間に存在するプラスの関係にどのような影響を与えているであろうか。市場が、ライフサイクル仮説の趣旨を額面どおり受け入れているのであれば、投資に消極的な企業(成熟企業)の増配は相対的にプラス $\alpha$ の評価を受け、逆に、投資に積極的な企業(成長企業)の増配は相対的に割り引いて評価されることが予想される。

本報告では、日本企業の配当行動と市場評価の2つの観点から、投資政策と配当政策の関連性を明らかにする。具体的には、投資政策の代理変数として、[固定資産の取得による支出\*(-1)÷減価償却費](CF計算書)(桜井, 2009, pp. 98-99)に注目し、①増配を選択しているのは投資に消極的な企業であるか、②その増配はプラス $\alpha$ の評価を受けているか等の課題について分析した結果を報告する。そして、②得られた否定的証拠に対して、コロボレーション効果(corroboration effect)(Kane et al., 1984; 石川, 2010)の概念を用いて解釈する。増配シグナルは、将来業績に対する経

営者の自信を表す。積極投資は、将来の好業績を担保する別の信号である。両者のベクトルが同じとき、増配シグナルの信頼性は高いと評価され、追加的な株価上昇を引き起こすのである。

## References

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., 2005. Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.
- DeAngelo L., DeAngelo H., Stulz R. M., 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics*, 81 (2), 227-254.
- Kane A., Lee Y. K., Marcus A., 1984. Earnings and dividend announcements: is there a corroboration effect?, *Journal of Finance*, 39 (4), 1091-1099.
- Miller M. H., Modigliani F., 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, 34 (4), 411-433.
- Ohlson J. A., 2001. Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective, *Contemporary Accounting Research*, 18 (1), 107-120.
- 石川博行, 2007. 『配当政策の実証分析』, 中央経済社.
- 石川博行, 2010. 『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.
- 桜井久勝, 2009. 『財務諸表分析〔第3版〕』, 中央経済社.
- 花枝英樹・芹田敏夫, 2008. 「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』, (24), 129-160.

【統一論題報告 外濠校舎3階 S305 ③13:30~14:00】

## 最適資本構成に基づく最適配当政策に係る一考察 ーバランスシート・マネジメントと説明責任の視点からー

柳 良平

(エーザイ執行役員 IR 部長・早稲田大学大学院兼任講師)

「配当は永遠のパズル」とも言われる。

石川(2010)が実証するように日本企業においては、配当は聖域であり、欧米と比べて格段に株価との相関関係が高く、シグナリング仮説を支える強力な *corroboration* 効果が確認されている。したがって、日本企業は減益時においても配当の下方硬直性が強く、経営者の安定配当神話(「減配は恥」という企業文化)は根強い。その結果、約半数の日本企業は配当政策の指標として「配当性向」を採択しており、その分布は20-30%のレンジに極めて集中していることが知られている。そこでは Prakash and Rappaport(1977)の示唆する「情報インダクタンス」が顕著であり、長期投資先送りや会計上の利益調整、最適資本構成を無視した安定配当に陥っていないだろうか。

配当性向に関していえば、日本企業も毎年のように改善して、現在概ね30%台であり、その水準はほぼ米国に追いついたといわれる(生保協会 2011)。しかしながら、ROEの低さや現金余剰や低PBRの会社が多いこともあり、投資家からの日本企業の株主還元に対する不満は一方で根強いものがある。個社別事情はあろうが、株主を重視しつつ、企業の成長ステージ(現状では日本企業ではライフサイクル仮説は当てはまらないものの)、最適資本構成に応じた配当政策とそのディスクロージャー、説明責任が求められるのではないかと。本来、株主価値の最大化のミッションとしてのコーポレート・ガバナンスと配当政策は表裏一体なのである。

特に、バランスシート・ガバナンスとも呼ぶべき、保有現金レベルと配当政策の関連が重要で、Dittmar et al. (2007)が示唆するように、理論上は、コーポレート・ガバナンスが良ければ、持っている現金はリアルオプションになり、資本コストを上回る投資に有効に使う、あるいは株主に還元されると受け止められる。一方、ガバナンスが悪ければ、持っている現金はエージェンシー・コスト(Jensen 1986)になる。経営陣の保身のためにキャッシュを溜め込んでいて株主価値を破壊する恐れがあるとみなされるのである。この点でも日本企業はIRの場や東証のコーポレート・ガバナンス報告書等において、十分に配当政策と保有現金レベルについてのディスクロージャーを行い、説明責任を果たすべきである。

そもそも株主価値を意識して、余剰利益のうちいくら配当として現金払いするかは、投資機会と最適資本構成による。投資家は自分で再投資する以上の投資案件(リスクリターン)があれば低配当を受け入れる。また投資機会がなく、自己資本を高める最適資本構成上の必要性(クレジットリスクの低減策)もなければ高配当を要求する。本来は、それが上場企業の意義、投資家の果たす貢献のひとつでもあり、資金の最適な再配分と経済全体の活性化に繋がると考えられているはずである。

基本的には、企業は、最適資本構成上の制約をクリアできれば、資本コストを上回る投資案件があればできるだけ投資を行い、それでも余剰利益が残れば配当する（Residual Theory of Dividends）というのが基本的な考え方である。一方で、配当金キャッシュフローを、予測可能性も含めて安定的にするほうが配当の出し手、受け手の双方にとって好ましいとする安定配当方針（Stability Policy）の考え方も日本では根強く（生保協会, 2011）、経営者は通常、持続可能なレベルの安定配当を目指す（米国でも Brav et al. (2005) は同様の傾向を示唆している）。

しかし、余剰資金の蓄積が過度になれば最適資本構成を意識して株主還元によるバランスシート調整も検討しなければならない。実際はそのミックスである、ハイブリッドポリシーを適用する会社が多いといえる。やはり、本来の配当政策は一元的、固定的なものではない。それぞれの企業ごとに資本構成、投資機会、成長ステージが異なるので、画一的な横並びの安定配当（配当性向）ではなく、IFRS の精神に習い、プリンシプル・ベースでの個別のディスクロージャー、説明があるべきである。

特に、配当性向よりも ROE のほうが株主価値との理論的な相関は強いはずであり、日本企業には資本コストの意識と ROE 重視の姿勢が求められる。日本企業の ROE のレベルは先進国で最下位レベルにあり、日本株投資家内外約 200 名のサーベイでも、コーポレート・ガバナンスと合わせて投資家からの批判は強い（柳 2010）。 $PBR = PER \times ROE$  であり、日本株の低調、あるいは多数の企業の時価総額の解散価値割れの一因は低位の ROE にあることは明白である。

そこで、配当指標に ROE の論点もミックスした新しい株主還元指標として、東証が平成 19 年 2 月 26 日付東証通達「決算短信の総合的な見直しに係る留意事項について」により、2007 年 3 月末以降に終了した会計年度の連結決算短信から開示を義務付けた、DOE（Dividends on Equity ratio：純資産配当率）がある。

$$\begin{aligned} \text{DOE} &= \text{Dividends} / \text{Equity} \\ &= \text{Net Income} / \text{Equity} \times \text{Dividends} / \text{Net Income} \\ &= \text{ROE} \times \text{配当性向} \end{aligned}$$

このように DOE は ROE と配当性向の積に分解できるが、その理念はハイブリッドポリシーである。つまり、ROE を高めることでキャピタルゲインで株主に報い、配当性向を高めることでインカムゲインで株主に報いるという 2 つの株主価値創造を企図している。

株主還元指標としては配当性向が最も普及しているが、安定配当神話のわが国企業においては、減益で数値が高まるなど欠点も多い。また企業が資本効率を意識しないで、配当のみに関心を寄せるリスクもあると指摘されていた。また、安定性においても配当性向の volatility は高く、DOE の安定性は時系列分析、同業他社比較に優れているともいえる。

また、DOE はハイブリッドポリシーゆえに、ライフサイクル仮説にあわせて利用することができる。たとえば新興の成長企業であれば、投資を還元に優先して、高い ROE を維持していれば配当性向が低くても株主の信任は得られる（Residual Theory of Dividend）。逆に成熟企業、安定企業においては、投資よりも安定した高配当、高配当性向が投資家の信任を得る場合もある（Stability Theory）。つまり、成熟企業は利益を積極的に配当にまわせればよく、成長企業は配当を抑制してでも、成長機会に積極投資して収益性を向上させればよいので、生命保険協会が推奨するように IR 上も説明ストーリーが作りやすいといえるだろう。東証のデータでも、業種ごとに分類した、ROE と配当性向の負の相関は明白である。

しかしながら、本来の株主価値創造では、あくまで ROE と資本コストが鍵であり、低位安定の DOE では投資家の信任は得られない。財務理論上の概念と現実の現金の混同との批判はあるものの、株主資本コスト以上を現金配当で投資家に還元できれば株主価値創造上、効率的かつ保守的なポリシーになる可能性がある。実際に資本コストを上回る現金配当を維持するとするエーザイの DOE 政策は投資家からの評価が高い。

ちなみに日本企業の DOE の平均は約 2% で、米国企業の DOE 平均の約 5% から乖離している(生保協会 2011) ので、欧米の投資家からは説明責任が問われている。特に、海外の投資家は日本企業の ROE の低さに懸念を表明しており、最適資本構成の議論も勘案した、資本コストを上回る ROE を意識した、説得力の有る DOE ストーリーは資本市場から高い評価を得る可能性がある。

一方、参考までに振り返ると、わが国で株主アクティビズムがピークであった 2007 年の株主総会では、史上最多の大幅増配の株主提案があったが、株主総会の議決では、株主アクティビスト側の全敗であった。しかし、実は、グリーンメイラーとも揶揄されたこうした投資家の株主提案は、短期志向の大幅増配要求と言うよりは、多くの場合、エージェンシーコストの低減や最適資本構成のための修正が増配提案の主目的であったし、それ自体は、財務理論上は正しいケースがほとんどであったことは銘記すべきである(柳 2009)。

MM 定理によれば、完全市場の前提で、配当は株主価値の総和には影響を及ぼさないことが知られている (Irrelevant Theory of Dividends)。しかしながら、実際の市場では、シグナリング仮説、つまり経営者が将来収益予測につき自信を示したというメッセージの効果がある。さらに、Clientele Effect、つまり顧客である株主は即時現金を求める投資家もいるし、JP モルガン・アセット・マネジメントに代表されるように、DDM (Discounted Dividends Model) でバリュエーションを行う投資家もいる。また、特にわが国においては、年金代わりに配当に依存する個人投資家も多数存在するので、こうした顧客ニーズを満たす効果もある。したがって現実には増配で株価が上昇し、株主価値が上がるケースが多いといえる。したがって、わが国企業の配当政策における、コロボレーション効果に鑑みた安定配当のメリットは認めるべきである。

しかし、繰り返しながら、株主価値創造理論上、本来より重要になってくるのは、エージェンシーコスト低減や、持続的な ROE (ROIC) 最大化のための最適資本構成への調整のために配当や自社株買いが必要なケースであるという問題を本報告では提起したい。

報告者が、欧米の複数のアクティビストと株主還元に関するインタビューを行った結果、MM 定理によれば配当の有無に関わらず株主価値の総和は変化しないのに、なぜアクティビストは増配を要求するのかという質問に対して、彼らは、当然上記のシグナリング効果や顧客効果は意識していたが、ほぼ全員が口を揃えて最も重要な理由に挙げたのは、エージェンシーコストであった。一部の日本企業が資本コストを意識せず、現金を過剰に溜め込み、有益な投資もせず株主に還元もしないで、株主価値を破壊しているので、'unlock the value' と称して、アクティビストが関与して株主提案を通して企業価値を高めたいという主張であった。日本企業の株主還元の姿勢が、厳しく問われていたのである。

米国ではアクティビストが関与して超過リターンを 5-7% 創造して、ROE を 6% から 10% に高めたという実証研究も報告されている (Brav et al. 2006)。

報告者は、理論と実践において企業価値の最大化を図るために、上記を総合的に勘案して、コーポレート・ガバナンスに基づくバランスシート・マネジメントによる最適資本構成を企図した

最適配当政策とそのディスクロージャーを提言している。

企業はまずコーポレート・ガバナンスの観点から principal-agent 関係を理解して説明責任を果たす必要がある。そして株主のエージェントとして企業価値最大化を目指すことになる。その際に企業価値は基本的に DCF に収斂されるが、FCF の極大化を所与のものとする、最適資本構成による持続的な WACC の最小化が鍵になる。Myers が言うようにトレードオフ仮説やペッキングオーダー仮説に基づいて最適資本構成を求めるが、報告者の私見では、実務上は、「信用格付け類推法」が簡便法として適しており、BBB 同等レベルの財務指標を最適資本構成とする仮説を前提とする。しかし、企業は現実の資金調達余力にも鑑み、Financial Flexibility のため 1 ノッチ上の A を目標に配当や自社株買いにより資本構成を調整すべきであると思料する。その上で、投資機会、シグナリング仮説、顧客効果、安定配当、DOE 分析などを用いて総合的に配当金額を決定すべきであり、基本的には単純な横並びの安定配当（配当性向）には根源的な欠陥がある。

さらに、バランスシート・ガバナンスとして、株主還元で調整可能な手許現金保有額についても最適レベルを求めるべきである。既述の Dittmar et al. (2007) が実証するように、コーポレート・ガバナンスが劣る企業の現金はエージェンシーコストとみなされ企業価値からディスカウントされ、良好なガバナンス企業の保有現金はリアルオプションになり、市場からプレミアム評価を受けるのである。外国人投資家の中には「日本企業はガバナンスと資本コストの意識が希薄で、不要な現金保有を行うので、その現金の価値を半分しか企業価値評価では算入しない」と明言するファンドも多いのが現実である。

日本の経営者は配当や PL について語ることは多いが、資本コストやバランスシートについて触れることはまれである。実は日本企業の配当政策では、バランスシート・マネジメントが問われているのである。

本報告では実際に公開されている企業の実例、投資家の声も引用しながら、最適資本構成の基づく最適配当政策とそのディスクロージャーのあり方を提言する。

## References

- Brav A., Graham J.R., Harvey C.R., Michaely R., 2005. Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 483-527.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., and Thomas, R., 2006. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance, *European Corporate Governance Institute*.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83, 599-634.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Prakash, P. Rappaport, A., 1977, "Information Inductance and its Significance for Accounting", *Accounting, Organizations and Society*, Vol.2, No.1, pp.29-38
- 石川博行, 2010. 『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.
- 生命保険協会, 2011. 「平成 22 年度生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて—調査結果—」, 生命保険協会 (<http://www.seiho.or.jp/data/news/h22/pdf/20110318kabu-honbun.pdf>)
- 柳良平, 2009. 『企業価値最大化の財務戦略』, 同友館.
- 柳良平, 2010. 『企業価値を高める管理会計の改善マニュアル』, 中央経済社.

## 日本ディスクロージャー研究学会会員の皆様へ 会長からの呼びかけ

東日本大震災をどのように考えるかは人それぞれの人生の問題に思います。それと同様に、学問の探究の場である学会がこれをどう考えるかは学会の存在意義を再確認する意味で重要だと思います。

当学会が東日本大震災をどう受け止めるのか、学会としてなすべきことは何なのか、がいま問われています。そこで、学会の規定に基づかないことですが、会長のリーダーシップの範囲内とお考えいただき、以下の提案をご検討いただきたく存じます。

### 【 提 案 】

1. 当学会が東日本大震災に関して、あるいはこの度の経験を一般化して、学会としてどう対応すべきかを考える「任意の研究集団」を立ち上げたい。「任意」である理由は、学会公認とする規則が一切存在しないことによる。それにもかかわらず、常任理事会においてもその必要性が一定程度確認されている。
2. 日本大学を主催校とする第4回研究大会において、本テーマに関する発言の場(セッションなど)が確保できそうとの見込みが立ちましたので、本「任意の研究集団」の当面の目標を第4回研究大会における報告とする。必要に応じて、それ以降の大会においても意見発信を行う。
3. 法政大学を主催校とする第3回研究大会開催中に初の意見交換を行いたい。ただ、主催校にお骨折りいただいたのですがタイトなプログラムの中に意見交換の場を確保することは難しそうです。そこで、この呼びかけにご賛同いただけますならば、学会開催中のどの時間でも結構ですので呼びかけ人である柴にお声がけをいただきたいと思います。
4. 第3回研究大会期間中における具体的行動計画はありません。そこで、本呼びかけに賛同いただける会員の皆様、本呼びかけに関して質問や意見をお持ちの会員の皆様には、本件のとりまとめを行う柴宛にご意見を賜りたく存じます。  
宛先は、kenshiba@kansai-u.ac.jp です。
5. 今回は任意の呼びかけを黙認していただいているのですが、本呼びかけは学会の存在意義にも関連しますので、学会の公式の場で本呼びかけをどのように扱うかについては、会長として、あるいは一会員として、継続して発言してまいります。吉村光威氏(旧学会元会長)は、「開示」と「公開」の改善を目指しておりました。企業による開示のみならず、行政による(保有情報の)公開が重要であると指摘であります。このたびの大震災に接して「公開」の重要性を再確認しております。

平成23年5月  
呼びかけ人  
会長 柴 健次